
ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI, PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ - NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP KHU VỰC ĐÔNG NAM Á VÀ ĐÔNG Á

Nguyễn Văn Chiến
Trường Đại học Thủ Dầu Một
Email: chiennv@tdmu.edu.vn

Mã bài: JED-877
Ngày nhận bài: 01/09/2022
Ngày nhận bài sửa: 17/11/2022
Ngày duyệt đăng: 30/03/2023
Mã DOI: 10.33301/JED.VI.877

Tóm tắt

Thị trường chứng khoán là kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế. Qua thị trường chứng khoán, các quốc gia huy động nguồn vốn nhàn rỗi cho nền kinh tế để thực hiện các dự án đầu tư và phát triển và cuối cùng tạo tăng trưởng kinh tế. Mục tiêu của nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của thị trường chứng khoán lên tăng trưởng kinh tế tại quốc gia và vùng lãnh thổ ở Đông Nam Á và Đông Á trong khoảng thời gian 2010 đến 2019, đặc biệt đặt trong mối quan hệ tương tác với khả năng thu hút nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, kết quả nghiên cứu khẳng định rằng: thị trường chứng khoán và thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, hiệu quả của thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài lên tăng trưởng kinh tế sẽ tăng lên tại quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển. Nghiên cứu cũng khẳng định tác động tích cực của chất lượng nguồn nhân lực và tăng trưởng kinh tế.

Từ khóa: Tăng trưởng, chứng khoán, nước ngoài, đầu tư.

Mã JEL: C01, C23, C58, E44

Foreign direct investment inflows, stock market development, and economic growth – the case in East Asian and Southeast Asian countries

Abstract

The stock market is a long-term capital mobilization channel for the economy. In the stock market, countries mobilize idle capital for the economy to implement investment and ultimately create economic growth. The objective of the research is to evaluate the impact of the stock market on economic growth in the countries or territories in Southeast Asia and East Asia between 2010 and 2019, especially in the interaction relationship with foreign direct investment attraction; the research results confirm that the stock market and FDI attraction have a positive and significant effect on economic growth. Furthermore, the effect of FDI attraction on economic growth will significantly increase in countries with more developed stock markets. The research also confirms the positive impact of human resource quality and economic growth.

Keywords: Growth, stock, foreign, investment.

JEL codes: C01, C23, C58, E44

1. Giới thiệu

Nguồn vốn là nguồn lực quan trọng trong phát triển kinh tế xã hội tại hầu hết các quốc gia. Nguồn vốn là nguồn lực đầu vào cho quá trình đầu tư của hộ gia đình, doanh nghiệp, của nhà nước nhằm tạo ra sản lượng và cuối cùng tăng trưởng kinh tế quốc gia (Magazzino & Mele, 2022). Đóng góp vào quá trình tăng trưởng đó, không thể không kể đến nguồn vốn có yếu tố nước ngoài, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài là nguồn bổ sung quan trọng cho nhu cầu đầu tư và phát triển. Tại các nước này, hệ thống hạ tầng kỹ thuật còn yếu và chưa có nhiều doanh nghiệp mạnh, để nuôi dưỡng sự phát triển thì các quốc gia này thường coi nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài là nguồn lực quan trọng trong phát triển kinh tế. Tại các quốc gia phát triển, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thường đi kèm theo lợi thế về công nghệ, sự đổi mới, năng suất cao, nên thường được các quốc gia ưu tiên thu hút và tạo động lực tăng trưởng.

Để thu hút nguồn lực cho phát triển kinh tế, đặc biệt là nơi giúp các doanh nghiệp huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế, phát triển thị trường chứng khoán là cần thiết và có vai trò quan trọng trong kinh tế của bất cứ các quốc gia. Khi doanh nghiệp hoặc cá nhân nước ngoài đầu tư trên thị trường chứng khoán, đồng nghĩa họ đã chuyển giao vào thị trường chứng khoán nước sở tại nguồn lực tài chính. Từ nguồn vốn huy động đó, các doanh nghiệp hoặc thậm chí quốc gia sử dụng nguồn lực thực hiện các dự án đầu tư phát triển và cuối cùng tạo việc làm, thúc đẩy ngoại thương. Nhìn chung, quốc gia có thị trường chứng khoán thì có nhiều khả năng thu hút được dòng vốn đầu tư nước ngoài vào thị trường (Ortiz & cộng sự, 2007).

Các nghiên cứu trước cho rằng, thị trường chứng khoán có tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế, tiêu biểu như nghiên cứu của Fuchs-Schündeln & Funke (2001), Ortiz & cộng sự (2007), Afonso & Reimers (2022). Theo đó, thị trường chứng khoán phát triển có khả năng tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư quốc tế, và các doanh nghiệp nội địa có khả năng tạo vốn trên thị trường và thực hiện đầu tư phát triển.

Mặc dù, các nghiên cứu về vai trò của dòng vốn quốc tế lên tăng trưởng đã dành được sự quan tâm của nhiều học giả trong và ngoài nước và hầu hết đều khẳng định được mối quan hệ tích cực lên tăng trưởng kinh tế (Gutiérrez-Portilla & cộng sự, 2019; Magazzino & Mele, 2022). Tuy vậy, nghiên cứu của dòng vốn quốc tế đặt trong sự phát triển của thị trường chứng khoán chưa được nghiên cứu thực nghiệm trong thời gian gần đây, đặc biệt là tại khu vực Đông Nam Á và Đông Á. Theo đánh giá của UNCTAD (2022), khu vực Đông Nam Á và Đông Á được đánh giá là có khả năng thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thành công bậc nhất tại châu Á, nhiều hơn nhiều các khu vực khác như Nam Á, Tây Á và Trung Á. Tại khu vực Đông Á, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản nổi lên là quốc gia có khả năng thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài chủ yếu, đồng thời cũng là quốc gia có khả năng đầu tư ra nước ngoài. Tại khu vực Đông Nam Á, Singapore, Thái Lan, Indonesia, Malaysia hoặc Việt Nam là quốc gia đạt được thành công trong thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài, trong khi đó một số nước tiêu biểu như Singapore, Malaysia đã bắt đầu đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài. Những lý do nêu trên đã cho thấy khu vực Đông Nam Á và Đông Á tương đối có sự khác biệt so với các khu vực khác tại châu Á. Hai khu vực này có khả năng thu hút nhiều dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, nên nền kinh tế cũng có độ mở và hoạt động sản xuất phát triển, đó là lý do chúng tôi thực hiện nghiên cứu này.

Ngoài phân lựa chọn nghiên cứu này đã được thảo luận, phần còn lại của nghiên cứu còn có các phần sau: Phần 2 thảo luận về các nghiên cứu trước. Phần 3 thảo luận về thu thập số liệu và phương pháp nghiên cứu. Trong khi phần 4 và phần 4 thảo luận về kết quả nghiên cứu và kết luận chung của nghiên cứu.

2. Khung lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Khung lý thuyết

Tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng về tổng sản phẩm quốc nội (GDP) hoặc tổng sản phẩm quốc dân (GNP) hoặc thu nhập bình quân đầu người trong một thời gian nhất định.

Thông thường, sự tăng trưởng kinh tế đến từ sự tích lũy tài sản như vốn, đất đai và lao động, và quá trình đầu tư tài sản để tạo ra sản lượng cho nền kinh tế. Do đó, để duy trì tăng trưởng kinh tế, nền kinh tế cần vận hành theo hướng sử dụng hiệu quả các yếu tố sản xuất.

Theo hàm sản xuất Cobb – Douglas, được biểu thị như sau:

$$Q = AK^{\alpha}L^{\beta}$$

Trong đó: Q là sản lượng; A là đại lượng đại diện cho trình độ công nghệ, là các hằng số; L là lao động và K là vốn.

Sau khi lấy log, phương trình trên có thể trình bày như sau:

$$\text{Log } Q = \log A + \alpha \log K + \beta \log L$$

Như thế, có thể thấy sản lượng của nền kinh tế là hệ quả của sử dụng vốn K và lao động L. Nguồn vốn của nền kinh tế có thể đến từ nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, nguồn vốn huy động trên thị trường chứng khoán. Đối với nguồn lao động, chỉ số vốn nhân lực là đại diện có thể biểu thị cho chỉ số này.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

2.2.1. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng

Nguồn vốn là một trong các nguồn lực đầu vào cho các hoạt động sản xuất và đầu tư. Để tạo ra sản lượng của nền kinh tế, ba nhân tố là nguồn vốn, lực lượng lao động và trình độ khoa học công nghệ có ý nghĩa quyết định. Về mặt số lượng, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài được coi là nguồn bổ sung vốn quan trọng, làm gia tăng vốn cho nền kinh tế. Về mặt chất lượng, nguồn vốn đầu tư nước ngoài thường gắn liền với yếu tố khoa học, đổi mới, công nghệ, trình độ quản lý và năng suất cao, Wang & Tan (2021) cho rằng đổi mới công nghệ có nhiệm vụ dẫn dắt phát triển kinh tế, khả năng đưa quốc gia trở thành nền kinh tế phát triển cao. Park & cộng sự (2022) cho rằng công nghệ có khả năng tác động tích cực lên tăng trưởng quốc gia không những trong hiện tại, mà có thể kéo dài trong nhiều năm trong tương lai. Các dòng vốn quốc tế có khả năng cải thiện năng suất thông qua cơ chế lan tỏa năng suất theo chiều dọc và theo chiều ngang, thông qua cơ chế hấp thụ công nghệ, các doanh nghiệp nội địa có khả năng cải thiện được hiệu quả hoạt động.

Có thể nói, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thường mang nhiều lợi ích đến nước nhận đầu tư. Đầu tiên nó là nguồn lực bổ sung trong nước, nguồn lực đầu tư này có khả năng tạo ra việc làm, sản lượng và cuối cùng và phát triển (Qamri & cộng sự, 2022). Thứ hai, công ty nước ngoài thường có lợi thế hơn các công ty trong nước về năng suất, công nghệ và sự đổi mới, năng lực quản lý, quá trình đầu tư đã mang lại hiệu ứng lan tỏa cải thiện năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp trong nước. Thứ ba, các công ty nước ngoài thường tuyển dụng lao động tại nước nhận đầu tư, những lao động này được đào tạo và hoàn thiện các kỹ năng lao động trong môi trường chuyên nghiệp và lực lượng này có thể sẽ dịch chuyển ra bên ngoài để làm việc trong các công ty nội địa hoặc khởi nghiệp, và đồng thời mang tri thức và kỹ năng đã học tập được từ các doanh nghiệp nước ngoài (Yang & cộng sự, 2021).

Khi một công ty đa quốc gia thực hiện đầu tư, những công nghệ từ công ty đa quốc gia sẽ được chuyển vào nước nhận đầu tư, quá trình tương tác với các nhà cung cấp, các doanh nghiệp liên kết hoặc đối tác trong nước sẽ giúp các doanh nghiệp này cải thiện năng suất, qua đó có sự lan tỏa công nghệ tại nước sở tại và là lợi ích cho phát triển kinh tế (Yang & cộng sự, 2021). Boeing & cộng sự (2022) còn cho rằng trợ cấp đối với hoạt động đầu tư và phát triển có thể cải thiện R&D của doanh nghiệp và nâng cấp công nghệ, mở rộng vốn và phát triển kinh tế. Các quốc gia nên cải thiện khoa học và công nghệ khi đầu tư vào tài sản cố định, nhằm tạo ra lợi thế phát triển trong dài hạn (Guo & cộng sự, 2012).

Dòng vốn quốc tế có vai trò quan trọng trong hầu hết các quốc gia, kể cả quốc gia nhỏ không có lợi thế về thị trường và thương mại quốc tế. Magazzino & Mele (2022) nghiên cứu tại Malta trong giai đoạn 1971 – 2017 cho rằng dòng vốn đầu tư nước ngoài có khả năng bổ sung thêm nguồn lực cho phát triển kinh tế nước này, các chính sách của chính phủ ủng hộ đón nhận dòng vốn này. Sử dụng phương pháp trí tuệ nhân tạo cho thấy có mối quan hệ nhân quả giữa FDI và GDP. Một nghiên cứu khác tại 21 quốc gia châu Á, Qamri & cộng sự (2022) cho rằng tăng trưởng có thể được thúc đẩy bởi dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Tuy nhiên, vẫn có trường hợp vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có tác động tiêu cực lên tăng trưởng do một số quốc gia chưa sử dụng hiệu quả dòng vốn này. Thông thường, các dòng vốn quốc tế chỉ có thể thúc đẩy tăng trưởng khi nền kinh tế có khả năng hấp thụ dòng vốn hiệu quả, tuy nhiên, những nền kinh tế có hiệu quả sử dụng vốn kém, chất lượng điều hành chính phủ và tính minh bạch, trách nhiệm giải trình thấp, các dòng vốn quốc tế không thực sự hiệu quả khi đầu tư trong nước, không cải thiện được năng suất và lan tỏa được công nghệ,

mà chỉ đơn thuần khai thác được chất lượng nhân công giá rẻ. Qamri & cộng sự (2022) nhấn mạnh thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài cần hài hòa với đầu tư vào thị trường tài chính, để thị trường tài chính có sự phân bổ vốn trở nên hiệu quả hơn.

Nghiên cứu của Zaman & cộng sự (2021) nghiên cứu tại các quốc gia thuộc khối BRI trong thời gian từ 2013 đến 2018, sử dụng hồi quy GMM hệ thống và điều kiện ràng buộc số moment nhiều hơn số tham số trong ước lượng, cho rằng FDI và tổng tích lũy vốn trong nền kinh tế có khả năng cải thiện tăng trưởng kinh tế, trong khi xuất khẩu công nghệ và thương mại không có tác động. Tương tự, Gutiérrez-Portilla & cộng sự (2019) nghiên cứu tại Tây Ban Nha trong khoảng thời gian 1996 đến 2013, cho rằng dòng vốn này có tác động tích cực lên tăng trưởng, đồng thời doanh nghiệp nội địa có vị trí địa lý gần trụ sở của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài có khả năng cải thiện được hiệu quả hoạt động.

2.2.2. Thị trường chứng khoán và tăng trưởng

Thị trường chứng khoán là kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế, vai trò của thị trường chứng khoán ngày trở nên quan trọng trong hầu hết các quốc gia, các doanh nghiệp nội địa có khả năng huy động nguồn vốn thông qua phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu và tài trợ cho các dự án đầu tư. Các nghiên cứu cũng khẳng định, theo nghĩa thông thường, độ sâu tài chính có mối quan hệ tích cực tới thu nhập, một nhân tố có sự tương đồng với tăng trưởng kinh tế (Baier & cộng sự, 2004). Hầu hết các nghiên cứu trước đều khẳng định tác động tích cực của thị trường chứng khoán lên tăng trưởng. Nghiên cứu của Afonso & Reimers (2022) sử dụng phương pháp khác biệt trong khác biệt tại 48 quốc gia châu Phi trong giai đoạn 1970 đến 2018. Tác giả thiết kế nhóm kiểm soát và nhóm đối chứng tác giả cho rằng thu nhập bình quân đầu người tăng cao khi thực hiện thị trường vốn cổ phần tại các nước trong nhóm kiểm soát. Mối quan hệ giữa thị trường vốn cổ phần và thu nhập theo hình chữ U đảo ngược với đỉnh là 5 năm sau khi triển khai thị trường vốn. Hơn nữa, tự do hóa thị trường chứng khoán có tác động tích cực lên tăng trưởng (Fuchs-Schündeln & Funke, 2001). Nghiên cứu của Ortiz & cộng sự (2007) nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Mexico trong thời gian từ 1968 đến 2002 cho rằng phản ứng của thị trường chứng khoán tới đổi mới trong công nghiệp là tích cực trong ngắn hạn, trong khi phản ứng của sản xuất công nghiệp lên thay đổi của thị trường chứng khoán là tích cực.

Khủng hoảng kinh tế có nhiều ảnh hưởng lên thị trường chứng khoán, nghiên cứu tại thị trường chứng khoán châu Âu do tác động của mất cân bằng kinh tế vĩ mô và biến động của dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, cho rằng tăng trưởng kinh tế được cải thiện bởi nguồn vốn đầu tư thực được huy động qua thị trường chứng khoán. Tuy vậy, ở nền kinh tế có mức độ phát triển thị trường chứng khoán thấp, tác động của thị trường lên kinh tế nhỏ hơn (Carp, 2012). Ngoài ra, cũng có một số tác động tiêu cực của thị trường chứng khoán lên tăng trưởng trong ngắn hạn, nhưng trong dài hạn hình thành mối quan hệ tích cực. Điều đó có nghĩa là thị trường chứng khoán ảnh hưởng tới tăng trưởng trong dài hạn (Kapaya, 2020).

2.2.3. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, thị trường chứng khoán và tăng trưởng

Nguồn vốn đầu tư nước ngoài thường được các nhà đầu tư nước ngoài thực hiện đầu tư và nắm giữ vai trò chi phối, nhưng cũng có một phần nguồn vốn này có thể được đầu tư qua thị trường chứng khoán. Nghiên cứu mối quan hệ đồng thời của vốn FDI và phát triển thị trường chứng khoán đã bắt đầu được thực hiện, nhưng kết quả còn tương đối hạn chế. Aigheysi (2016) phân tích tác động của phát triển thị trường chứng khoán trong mối quan hệ tương tác của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài lên tăng trưởng và cho rằng thị trường chứng khoán và vốn FDI có tác động tích cực lên tăng trưởng. Tuy nhiên, tác động tương tác có thể làm giảm tăng trưởng kinh tế, là do thị trường chứng khoán Nigeria chưa phát triển đầy đủ để tạo ra hiệu ứng tăng trưởng từ FDI. Vì vậy, thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài cần hài hòa với đầu tư vào thị trường tài chính, để thị trường tài chính có sự phân bổ vốn trở nên hiệu quả hơn (Qamri & cộng sự, 2022). Trong khi đó, thị trường chứng khoán cung cấp nền tảng cho tăng trưởng, sự phát triển của thị trường chứng khoán thường có mối tương quan với hoạt động cung cấp dịch vụ từ khu vực ngân hàng. Thị trường chứng khoán cùng với sự phát triển của hệ thống ngân hàng có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế (Levine & Zervos, 1998). Tương tự, Rajapakse (2018) cho rằng tồn tại mối quan hệ một chiều của thị trường chứng khoán lên khả năng thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Chính phủ các quốc gia nên theo đuổi chính sách phát triển thị trường chứng khoán, vừa đảm bảo cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, đồng thời khả năng thu hút thêm dòng vốn quốc tế cho nền kinh tế.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Nguồn dữ liệu

Trong nghiên cứu này, các dữ liệu về tăng trưởng kinh tế, nhân tố công nghệ, tỉ giá, phát triển tài chính được lấy từ Ngân hàng thế giới kết hợp với cục thống kê của mỗi nước. Các dữ liệu được thu thập trong giai đoạn từ năm 2010 đến 2019. Nguồn số liệu về chỉ số vốn nhân lực được lấy từ PWT. Các quốc gia và vùng lãnh thổ tại Đông Nam Á và Đông Á được lựa chọn trong nghiên cứu này bao gồm: Campuchia, Lào, Thái Lan, Indonesia, Myanmar, Philippines, Singapore, Việt Nam, Đông Timo, Brunei, Malaysia, các nước và vùng lãnh thổ như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Mông Cổ, Macao, Hồng Kông.

Bảng 1. Biến sử dụng trong mô hình

Biến	Mô tả	Đơn vị đo lường	Nguồn
GDP	Thu nhập bình quân đầu người, giá cố định 2010	USD	Ngân hàng thế giới và Cục thống kê từng nước
STOCK	Giá trị thị trường của công ty niêm yết, là giá trị vốn hóa thị trường của các công ty nội địa đã niêm yết	% của GDP	Ngân hàng thế giới và Cục thống kê từng nước
FDI	Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng	USD	Ngân hàng thế giới và Cục thống kê từng nước
FD	Phát triển tài chính	% of GDP	Ngân hàng thế giới và Cục thống kê từng nước
ER	Tỷ giá hối đoái	Tỷ giá so với USD	Ngân hàng thế giới và Cục thống kê từng nước
HC	Chỉ số vốn nhân lực	Chỉ số	Ngân hàng thế giới
TECH	Giá trị xuất khẩu hàng công nghệ	USD	Ngân hàng thế giới và Cục thống kê từng nước

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.2. Phương trình hồi quy

Dựa theo nghiên cứu trước của Zaman & cộng sự (2021) và Nguyễn Thị Phương Nhung (2016), nghiên cứu này có điều chỉnh phù hợp khi bổ sung thêm biến kiểm soát như FD, ER, HC và TECH, khi đó phương trình hồi quy như sau:

$$GDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 STOCK_{it} + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 FD_{it} + \beta_4 ER_{it} + \beta_5 HC_{it} + \beta_6 TECH_{it} + \varepsilon_t$$

Ngoài ra, để đánh giá tác động tương tác của biến số thị trường chứng khoán STOCK và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng, phương trình hồi quy được viết như sau:

$$GDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 STOCK_{it} + \beta_2 FDI_{it} + \beta_{12} STOCK_{it} * FDI_{it} + \beta_3 FD_{it} + \beta_4 ER_{it} + \beta_5 HC_{it} + \beta_6 TECH_{it} + \varepsilon_t + \varepsilon'_{it}$$

Trong đó, hệ số i thể hiện cho quốc gia i , và thời gian t thể hiện cho năm. Hệ số β_0 là tung độ gốc, các hệ số ước lượng β_i ($i = 1, \dots, 6$); ngoài ra $\varepsilon_t, \varepsilon'_{it}$ là nhiễu.

4. Phân tích kết quả hồi quy

4.1. Phân tích thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình hồi quy được trình bày ở Bảng 2. Về thu nhập bình quân đầu người bình quân của quốc gia Đông Nam Á và Đông Á đạt 17339.85 USD và là mức tương đối cao so với nhiều khu vực khác, tuy nhiên có sự khác biệt lớn giữa mức thu nhập của nước phát triển và nước đang phát triển, có quốc gia có mức thu nhập chỉ đạt 785.50 USD và quốc gia khác đạt 71992.15 USD. Về thị trường chứng khoán, giá trị thị trường đạt bình quân 195.41% GDP là mức cao, riêng trường hợp của Hồng Kông, mức vốn hóa thị trường từng đạt 1349.45% GDP và phản ánh mức độ phát triển cao của thị trường. Tương tự, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng đạt bình quân cao, qua đó thể hiện khu vực Đông Nam Á và Đông Á có nhiều tiềm năng trong thu hút dòng vốn FDI.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
gdp	17339.85	20232.67	785.5023	71992.15
stock	195.41	313.97	15.04	1349.45
fdi	3.02e10	6.01e10	-4.2e9	2.91e11
fd	91.22	57.37	4.76	233.21
er	2915.91	5688.15	1	23050.24
hc	2.74	0.58	1.72	4.35
tech	9.21e10	1.63e11	38253	7.32e11

Nguồn: Phân tích của tác giả

4.2. Phân tích tương quan

Bảng 3: Phân tích tương quan

Biến	gdp	stock	fdi	fd	er	hc	tech
gdp	1.0000						
stock	0.3651	1.0000					
fdi	0.0163	0.2378	1.0000				
fd	0.4572	0.5930	0.3050	1.0000			
er	-0.4721	-0.2656	-0.2783	-0.4775	1.0000		
hc	0.8635	0.2066	-0.0274	0.5142	-0.5103	1.0000	
tech	-0.0682	-0.1723	0.8094	0.2217	-0.2937	0.0455	1.0000

Nguồn: Phân tích của tác giả

Bảng 4: Phân tích VIF

Biến	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
fdi	4.35	0.229826		
tech	4.08	0.244927	1.13	0.884847
hc	1.69	0.590783	1.53	0.651941
stock.fdi			1.21	0.826315
er	1.59	0.628300	1.55	0.643948
stock	1.56	0.642451		
fd	1.48	0.677043	1.50	0.665397
VIF trung bình		2.46		1.39

Nguồn: Phân tích của tác giả

Phân tích tương quan ở Bảng 3 cho thấy không có cặp biến độc lập nào có hệ số tương quan quá lớn và tất cả đều nhỏ hơn 0.85, đồng thời qua phân tích ở Bảng 4 cho rằng hệ số phóng đại phương sai của các biến đều nhỏ hơn 10, nên khó có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

4.3. Phân tích hồi quy và thảo luận

Bảng 5 và Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy đa biến theo phương pháp bình phương thông thường trong hồi quy dữ liệu bảng. Đó là theo hồi quy gộp (Pooled OLS), tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM), nghiên cứu kiểm tra hiện tượng khuyết tật và chỉnh sửa khuyết tật bằng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS). Kết quả hồi quy theo phương pháp FGLS được sử dụng để đánh giá kết quả, đồng thời, nghiên cứu có sự đối sánh kết quả thông qua hồi quy phương pháp sai số chuẩn hiệu chỉnh (PCSE) nhằm đánh giá tính vững mạnh của kết quả nghiên cứu. Các kết quả hồi quy được trình bày như tại Bảng 5 và Bảng 6.

Bảng 5 cho thấy, theo kiểm định F khẳng định FEM là mô hình tốt hơn Pooled OLS, theo kiểm định Hausman thì cũng khẳng định được FEM là lựa chọn tốt hơn REM. nên FEM là mô hình phù hợp nhất. Tuy

nhiên, theo kiểm định Wald về phương sai thay đổi và Kiểm định Wooldridge về tự tương quan khẳng định mô hình hồi quy có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, nên hồi quy theo FGLS là lựa chọn tốt nhất trong trường hợp này.

Bảng 5: Kết quả hồi quy

Biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS	PCSE
stock	0.0699*** (0.000)	-0.0264* (0.080)	-0.0099 (0.580)	0.0699*** (0.000)	0.0699*** (0.000)
fdi	0.0001 (0.433)	-0.0001*** (0.000)	-0.0001*** (0.002)	0.0001 (0.412)	0.0001** (0.026)
fd	-0.0871 (0.404)	0.1195*** (0.000)	0.1253*** (0.000)	-0.0871 (0.383)	-0.0871 (0.309)
er	-0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)	-0.0001*** (0.000)	-0.0001*** (0.000)
hc	1.7205*** (0.000)	0.2753*** (0.000)	0.3037** (0.000)	1.7205*** (0.000)	1.7205*** (0.000)
tech	-0.0001 (0.123)	0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)	-0.0001 (0.105)	-0.0001*** (0.000)
_cons	4.3462*** (0.000)	8.1792*** (0.000)	8.0098*** (0.000)	4.3462*** (0.000)	4.3462*** (0.000)
Wald Chi2/F	109.66	41.51	84.41	708.09	12739.79
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj R-squared	0.8787	0.7690	0.7562		0.8868
Kiểm định F		F(9, 75) = 549.07 Prob > F = 0.000			
Kiểm định Hausman			Chi2(4) = 9.85 Prob > chi2 = 0.0053		
Kiểm định Wald cho phương sai thay đổi		chi2 (10) = 278.44 Prob>chi2 = 0.0000			
Kiểm định Wooldridge cho tự tương quan		F(1, 9) = 198.625 Prob > F = 0.0000			

Ghi chú: ***, **, * là mức ý nghĩa ứng với 1%, 5%, 10%

Nguồn: Phân tích của tác giả

Tương tự, Bảng 6 cho thấy FEM là lựa chọn tốt hơn so với Pooled OLS và REM. Tuy vậy, mô hình cũng gặp hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, nên hồi quy theo FGLS là lựa chọn tốt nhất.

Qua phân tích theo phương pháp hồi quy FGLS, và đồng thời kiểm tra tính vững theo PCSE, kết quả nghiên cứu như sau:

Một là, hệ số ước lượng của phát triển thị trường chứng khoán lên tăng trưởng có dấu dương và có ý nghĩa thống kê, nghĩa là thị trường chứng khoán có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế. Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định chính sách phát triển thị trường chứng khoán tại các nước Đông Á và Đông Nam Á có vai trò lớn trong cung ứng nguồn vốn dài hạn trong nền kinh tế và nguồn vốn này có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Kết quả này tương tự như nghiên cứu của Afonso & Reimers (2022) tại 48 quốc gia châu Phi trong giai đoạn 1970 đến 2018 tác giả tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng. Trong trường hợp của Mexico, tồn tại phản ứng tích cực của thị trường chứng khoán tới nền kinh tế trong ngắn hạn (Ortiz & cộng sự, 2007) và thị trường có tác động tích cực hơn trong dài hạn (Kapaya, 2020).

Bảng 6: Tác động tương tác

Biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS	PCSE
stock*fdi	0.0001*** (0.000)	-0.0001 (0.200)	-0.0001 (0.344)	0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)
fd	-0.1271 (0.237)	0.1312*** (0.000)	0.1353*** (0.000)	-0.1271 (0.218)	-0.1271 (0.177)
er	-0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)	-0.0001*** (0.000)	-0.0001*** (0.000)
hc	1.7279*** (0.000)	0.2612*** (0.000)	0.2841*** (0.000)	1.7279*** (0.000)	1.7279*** (0.000)
tech	-0.0001** (0.033)	0.0001*** (0.000)	0.0001*** (0.000)	-0.0001** (0.025)	-0.0001** (0.025)
_cons	4.4515*** (0.000)	8.1045*** (0.000)	7.9889 (0.000)	4.4515*** (0.000)	4.4515*** (0.000)
Wald Chi2/F	126.12	39.18	88.43	570.43	944.30
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Adj R-squared	0.8742	0.7205	0.7101		0.8812
Kiểm định F		F(9, 76) = 481.33 Prob > F = 0.000			
Kiểm định Hausman			Chi2(5) = 24.45 Prob > chi2 = 0.0023		
Kiểm định Wald cho phương sai thay đổi		chi2 (10) = 802.98 Prob>chi2 = 0.0000			
Kiểm định Wooldridge cho tự tương quan		F(1, 9) = 139.404 Prob > F = 0.0000			

Ghi chú: ***, ** là mức ý nghĩa ứng với 1%, 5%

Nguồn: Phân tích của tác giả

Hai là, hệ số ước lượng của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài lên tăng trưởng có dấu dương, và cũng có có ý nghĩa thống kê. Điều đó cho thấy vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có khả năng tạo ra cơ hội tăng trưởng kinh tế tại Đông Á và Đông Nam Á. Có thể giải thích rằng, các nước Đông Á và Đông Nam Á được đánh giá có khả năng thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thành công hơn các khu vực khác; trong khi khu vực Nam Á, Tây Á và Trung Á chưa thực sự là khu vực hấp dẫn thu hút các công ty đầu tư trực tiếp nước ngoài tới đầu tư (UNCTAD, 2022). Theo đánh giá của Diaconu (2014) khu vực Đông Nam Á có nhiều lợi thế cạnh tranh như nguồn nhân lực trẻ và có chi phí rẻ, nằm cạnh khu vực Đông Á là trung tâm kinh tế của cả châu Á, và cũng là nơi có các quốc gia đang thực hiện đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài, thường lựa chọn khu vực Đông Nam Á là điểm đến đầu tư. Hơn nữa, Drabek (2021) cũng cho rằng các quốc gia Đông Á cũng có lợi thế về khả năng hội nhập, mở rộng thị trường, cải thiện điều kiện kinh doanh cho đầu tư, cải thiện kết nối hệ thống logistics, đã tạo cho khu vực này cũng là nơi nhận được nhiều dòng vốn đầu tư FDI, điển hình là trường hợp thành công trong thu hút FDI tại Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc. Kết quả nghiên cứu này cũng tương tự như nghiên cứu của Aigheyisi (2016) hoặc Zaman & cộng sự (2021) cho rằng FDI có khả năng cải thiện tích lũy vốn trong nền kinh tế có khả năng cải thiện tăng trưởng kinh tế. Có thể dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có tác động lan tỏa không gian tại nơi đầu tư và tác động lên năng suất, hiệu quả đối với các doanh nghiệp nội địa.

Ba là, nghiên cứu cho rằng tác động tương tác của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và thị trường chứng khoán có tác động dương lên tăng trưởng kinh tế và tác động này có ý nghĩa thống kê. Nghĩa là, trong môi trường kinh doanh thuận lợi, quốc gia có khả năng thu hút các dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài cũng là quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển hơn, và cuối cùng làm gia tăng hơn cơ hội tăng trưởng cho các quốc gia Đông Á và Đông Nam Á. Theo đánh giá của Qamri & cộng sự (2022) cho rằng thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có sự kết hợp hài hòa với đầu tư vào thị trường tài chính, để thị trường tài chính có sự phân bổ vốn trở nên hiệu quả hơn. Tuy nhiên, nếu thị trường chứng khoán kém phát triển hơn thì tác động tương tác của dòng vốn quốc tế có thể không cải thiện tăng trưởng, do đó hiệu quả thu hút vốn FDI được cải thiện hơn khi các quốc gia cải thiện sự hoạt động của thị trường chứng khoán, qua đó tạo kênh phân nguồn bổ trở nên hiệu quả hơn.

Kết quả nghiên cứu cũng tìm thấy bằng chứng tác động tiêu cực của tỉ giá hối đoái lên tăng trưởng, và đặc biệt là tác động tích cực của chất lượng nguồn nhân lực lên tăng trưởng. Nâng cao chăm sóc sức khỏe và đầu tư vào giáo dục, tạo ra sự tích lũy về chất lượng nguồn nhân lực và phát triển kinh tế, đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển (Sultana & cộng sự, 2022). Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho rằng yếu tố công nghệ chưa có tác động rõ ràng đến tăng trưởng tại Đông Nam Á và Đông Á. Kết quả này không hoàn toàn trùng khớp với nghiên cứu của Fan & cộng sự (2019) cho rằng quốc gia có khả năng lan tỏa công nghệ cao hơn so với các nước khác, tăng trưởng kinh tế càng cao hơn. Tương tự, phát triển tài chính cũng không có tác động đến tăng trưởng kinh tế. Cụ thể hơn, phát triển tài chính thông qua các chương trình mở rộng tín dụng nội địa cho doanh nghiệp tư nhân chưa mang lại hiệu quả kinh tế. Điều này có thể giải thích là do các doanh nghiệp tư nhân, đặc biệt là tại các nước đang phát triển đều có quy mô tương đối nhỏ, khó có khả năng tiếp cận các chương trình tín dụng và thường thiếu nguồn lực tài chính để mở rộng sản xuất và duy trì sự tăng trưởng.

5. Kết luận

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài được coi là nguồn lực quan trọng trong phát triển kinh tế xã hội tại mỗi quốc gia. Thành công tại mỗi quốc gia gắn liền với tạo môi trường kinh doanh ổn định, có doanh nghiệp nội địa mạnh, phát triển thị trường chứng khoán nhằm thu hút nguồn vốn nhân rồi vào hoạt động kinh tế và đi kèm với khả năng thu hút thêm dòng vốn quốc tế. Nghiên cứu tại 17 quốc gia và vùng lãnh thổ tại khu vực Đông Nam Á và Đông Á trong thời gian 2010 đến 2019 nhằm đánh giá phát triển thị trường chứng khoán trong mối quan hệ tương tác với dòng vốn FDI và tác động lên tăng trưởng kinh tế, kết quả nghiên cứu khẳng định rằng thị trường chứng khoán có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có tác động tích cực lên tăng trưởng. Kết quả nghiên cứu cũng cho rằng tác động tương tác của thị trường chứng khoán và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có tác động dương lên tăng trưởng kinh tế, phản ánh hiệu quả của dòng vốn quốc tế càng tăng lên tại quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển. Cuối cùng nghiên cứu chứng minh tác động tích cực của chất lượng nguồn nhân lực và tăng trưởng kinh tế.

Nghiên cứu có một số hàm ý chính sách. Một là các quốc gia tại khu vực Đông Á và Đông Nam Á tiếp tục thực hiện cải cách môi trường đầu tư thân thiện, nâng cao chất lượng thu hút đầu tư, đặc biệt là dòng vốn FDI có hàm lượng khoa học công nghệ cao, ít ô nhiễm, ít tiêu dùng năng lượng để có thể duy trì phát triển kinh tế bền vững. Hai là, các quốc gia tiếp tục cải thiện thị trường chứng khoán thông qua thực hiện các biện pháp nâng cao chất lượng hàng hóa trên thị trường chứng khoán, hoàn thiện cơ chế giám sát, quản trị rủi ro và hoàn thiện hệ thống luật pháp liên quan đến chứng khoán để giúp thị trường có khả năng phát triển ổn định.

Tài liệu tham khảo

- Aigheyisi, O.S. (2016), 'Does Stock Market Development Play Any Role In The Effect Of Fdi On Economic Growth In Nigeria? An Empirical Investigation', *Oradea Journal of Business and Economics*, 1(2), 51-61.
- Afonso, A. & Reimers, M. (2022), 'Does the introduction of stock exchange markets boost economic growth in African countries?', *Journal of Comparative Economics*, 50(2), 627-640. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jce.2022.01.006>.
- Baier, S.L., Dwyer, G.P. & Tamura, R. (2004), 'Does opening a stock exchange increase economic growth?', *Journal of International Money and Finance*, 23(3), 311-331. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j>.

- Boeing, P., Eberle, J. & Howell, A. (2022), 'The impact of China's R&D subsidies on R&D investment, technological upgrading and economic growth', *Technological Forecasting and Social Change*, 174, 121212. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121212>.
- Carp, L. (2012), 'Can Stock Market Development Boost Economic Growth? Empirical Evidence from Emerging Markets in Central and Eastern Europe', *Procedia Economics and Finance*, 3, 438–444. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00177-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00177-3).
- Drabek, Z. (2021), 'Governance of FDI and the East Asian Economic Community', *Asia and the Global Economy*, 1(1), 100001. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.aglobe.2021.100001>.
- Diaconu (Maxim), L. (2014), 'The Foreign Direct Investments in South-East Asia during the Last Two Decades', *Procedia Economics and Finance*, 15, 903–908. DOI: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00554-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00554-1).
- Fan, H., He, S., & Kwan, Y. K. (2019), 'Foreign direct investment and productivity spillovers: is China different?', *Applied Economics Letters*, 26(20), 1675–1682. DOI: <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1591591>.
- Fuchs-Schündeln, N. & Funke, N. (2001), 'Stock market liberalizations: Financial and macroeconomic implications', IMF Working Papers No. 2001(193).
- Guo, H., Hu, J., Yu, S., Sun, H. & Chen, Y. (2012), 'Computing of the contribution rate of scientific and technological progress to economic growth in Chinese regions', *Expert Systems with Applications*, 39(10), 8514–8521. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2011.12.032>.
- Gutiérrez-Portilla, P., Maza, A., & Villaverde, J. (2019), 'A spatial approach to the FDI-growth nexus in Spain: Dealing with the headquarters effect', *International Business Review*, 28(6), 101597. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101597>.
- Kapaya, S.M. (2020), 'Stock market development and economic growth in Tanzania: an ARDL and bound testing approach', *Review of Economics and Political Science*, 5(3), 187–206. DOI: <https://doi.org/10.1108/REPS-11-2019-0150>.
- Levine, R. & Zervos, S. (1998), 'Stock Markets, Banks, and Economic Growth', *The American Economic Review*, 88(3), 537–558.
- Magazzino, C. & Mele, M. (2022), 'Can a change in FDI accelerate GDP growth? Time-series and ANNs evidence on Malta', *The Journal of Economic Asymmetries*, 25, e00243. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00243>.
- Nguyễn Thị Phương Nhung (2016), 'Mối quan hệ giữa tăng trưởng và thị trường chứng khoán tại Việt Nam,' Luận án Tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Luật – Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh.
- Ortiz, E., Cabello, A., & de Jesús, R. (2007), 'The Role of Mexico's Stock Exchange In Economic Growth', *The Journal of Economic Asymmetries*, 4(2), 1–26. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2007.02.001>.
- Park, C.-Y. Shin, K., & Kikkawa, A. (2022), 'Demographic change, technological advance, and growth: A cross-country analysis', *Economic Modelling*, 108, 105742. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105742>.
- Qamri, G. M., Sheng, B., Adeel-Farooq, R. M., & Alam, G. M. (2022), 'The criticality of FDI in Environmental Degradation through financial development and economic growth: Implications for promoting the green sector', *Resources Policy*, 78, 102765. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2022.102765>.
- Rajapakse, R.P.C.R. (2018), 'The Relationship Between the Stock Market and Foreign Direct Investment (FDI) in Sri Lanka-Evidence from VAR and Co-Integration Analysis', *Global Journal of Management and Business Research: B Economics and Commerce*, 18(5), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3231665>.
- Sultana, T., Dey, S.R. & Tareque, M. (2022), 'Exploring the linkage between human capital and economic growth: A look at 141 developing and developed countries', *Economic Systems*, 101017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2022.101017>.
- Yang, Y., Qamruzzaman, M., Rehman, M.Z. & Karim, S. (2021), 'Do Tourism and Institutional Quality Asymmetrically Effects on FDI Sustainability in BIMSTEC Countries: An Application of ARDL, CS-ARDL, NARDL, and Asymmetric Causality Test', *Sustainability*, 13(17). DOI: <http://dx.doi.org/10.3390/su13179989>.
- Zaman, M., Pinglu, C., Hussain, S. I., Ullah, A., & Qian, N. (2021), 'Does regional integration matter for sustainable

economic growth? Fostering the role of FDI, trade openness, IT exports, and capital formation in BRI countries', *Heliyon*, 7(12), e08559. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08559>.

UNCTAD (2021), *Foreign direct investment*, last retrieved on August 1st, 2022, from <<https://hbs.unctad.org/foreign-direct-investment/>>.

UNCTAD (2022), *Foreign investment in developing Asia hit a record \$619 billion in 2021*, last retrieved on October 28th, 2022, from <<https://unctad.org/news/foreign-investment-developing-asia-hit-record-619-billion-2021>>.

Wang, R. & Tan, J. (2021), 'Exploring the coupling and forecasting of financial development, technological innovation, and economic growth', *Technological Forecasting and Social Change*, 163, 120466. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120466>.