
TÁC ĐỘNG CỦA THỂ CHẾ VÀ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH TỚI ĐẦU TƯ TƯ NHÂN TẠI CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

Đặng Ngọc Biên*

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: biendn@neu.edu.vn

Lê Hồng Quý

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: lehongquy1111@gmail.com

Mã bài: JED-2153

Ngày nhận: 18/12/2024

Ngày nhận bản sửa: 25/03/2025

Ngày duyệt đăng: 14/04/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2153

Tóm tắt:

Thực tiễn và kết quả thực nghiệm đã cho thấy đầu tư của khu vực tư nhân đóng vai trò quan trọng trong sự tăng trưởng của một quốc gia. Thông qua tổng quan các nghiên cứu trước đây và lập luận dựa trên lý thuyết về thể chế, chúng tôi sử dụng mẫu gồm 37 quốc gia trong giai đoạn 2011 - 2022 nhằm tìm ra tác động của chất lượng thể chế và phát triển tài chính tới đầu tư tư nhân tại các nước đang phát triển - nơi được cho là có chất lượng quản trị công kém hơn. Kết quả hồi quy GLS cho cả chất lượng thể chế và phát triển tài chính đều làm tăng giá trị đầu tư của khu vực tư nhân trong nước. Ngoài ra, một quốc gia có chất lượng quản trị tốt cũng góp phần thúc đẩy hiệu quả của khu vực tài chính. Những phát hiện trên giúp cho nhóm nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị cho các bên liên quan nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư, đồng thời đề xuất một số hướng nghiên cứu trong tương lai.

Từ khóa: Các nước đang phát triển, chất lượng thể chế, đầu tư tư nhân, phát triển tài chính.

Mã JEL: E02, F65, N2, P45.

The impact of institutional quality and financial development on private investment in developing countries

Abstract:

Both practical experience and empirical evidence have demonstrated that private sector investment plays a crucial role in a nation's growth. By reviewing previous studies and building arguments based on institutional theory, we analyze a sample of 37 developing countries from 2011 to 2022 to examine the impact of institutional quality and financial development on private investment - particularly in countries with weaker public governance. The GLS regression results indicate that both institutional quality and financial development positively contribute to increasing domestic private sector investment. Furthermore, a country with strong governance also enhances the efficiency of its financial sector. These findings allow us to propose several policy suggestions for stakeholders to improve investment effectiveness, as well as suggest potential directions for future research.

Keywords: Developing countries, financial development, institutional quality, private investment.

JEL Codes: E02, F65, N2, P45.

1. Giới thiệu

Đầu tư tư nhân từ lâu đã được công nhận là yếu tố quan trọng, đóng vai trò thiết yếu trong cả phát triển dài hạn, lẫn thiết lập các chính sách bình ổn ngắn hạn tại các quốc gia đang phát triển (Blejer & Khan, 1984). Trong khi đầu tư công tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng, giáo dục, y tế và các dịch vụ thiết yếu nhằm mang lại lợi ích cho toàn xã hội, đầu tư tư nhân lại hướng tới các dự án sinh lời và mở rộng kinh doanh để tạo ra lợi nhuận kinh tế một cách trực tiếp. Ở các nền kinh tế đang phát triển, khu vực tư nhân tạo ra 90% việc làm, 75% giá trị đầu tư và hơn 70% sản lượng (World Bank, 2024a). Thật vậy, một số bằng chứng thực nghiệm tại các nước đang phát triển chỉ ra rằng tác động của đầu tư tư nhân đối với tăng trưởng kinh tế thậm chí còn lớn hơn cả đầu tư công (Khan & Reinhart, 1990; Khan & Kumar, 1997), nhấn mạnh vai trò của dòng vốn này trong nền kinh tế, không chỉ nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực mà còn góp phần thúc đẩy tăng trưởng bền vững.

Tuy nhiên, câu hỏi đặt ra là làm thế nào để thúc đẩy đầu tư một cách hiệu quả?. Như King & Levine (1993a) đã chỉ ra, một hệ thống tài chính phát triển tốt có thể giúp doanh nghiệp vượt qua các trở ngại liên quan đến tài chính. Các công cụ tài chính, thị trường, và tổ chức tài chính xuất hiện để giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin, thực thi hợp đồng, và chi phí giao dịch, từ đó tác động đến tỷ lệ tiết kiệm và các quyết định đầu tư (Misati & Nyamongo, 2011). Mặt khác, thể chế có chất lượng tốt có khả năng tạo ra cơ chế khuyến khích nhằm giảm thiểu sự bất ổn, tạo điều kiện cho các chủ thể khác nhau trong xã hội tương tác, qua đó thúc đẩy hiệu quả kinh tế. Thiếu mất sự đảm bảo về thể chế sẽ ảnh hưởng đáng kể đến động lực cung cấp vốn và các khoản vay cho các dự án (Bjuggren & Dzansi, 2008), từ đó làm giảm mức độ đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng nếu như phát triển tài chính là động lực quan trọng thúc đẩy đầu tư của khu vực tư nhân trong nước, thì một hệ thống thể chế tạo ra môi trường kinh doanh ổn định là điều kiện đảm bảo cho các hoạt động đầu tư được thực hiện.

Nghiên cứu có mục tiêu đánh giá tác động của thể chế và phát triển tài chính tới đầu tư tư nhân tại các quốc gia đang phát triển, nơi được cho là có chất lượng quản trị công yếu kém hơn (Huang & Wei, 2006; Fomba & cộng sự, 2023), nhằm tìm hiểu xem trong một môi trường mà chất lượng quản trị chưa thực sự được đánh giá cao, liệu các hoạt động cung cấp tài chính và đầu tư có được thực hiện một cách hiệu quả.

Phần còn lại của bài nghiên cứu bao gồm: Phần 2 cung cấp tổng quan các kết quả nghiên cứu liên quan trước đây. Phần 3 giải thích các chỉ số được sử dụng và phương pháp phân tích dữ liệu. Các ước lượng, tính toán và kết quả kiểm định được trình bày ở Phần 4. Cuối cùng, Phần 5 thảo luận về mối quan hệ giữa chất lượng thể chế và đầu tư tư nhân, vai trò của phát triển tài chính, đồng thời đưa ra một số khuyến nghị cho các bên liên quan.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Thể chế và vai trò của thể chế

Thể chế là những “quy tắc vận hành trong xã hội”, bao gồm các ràng buộc chính thức (luật pháp, quy định) và phi chính thức (chuẩn mực, giá trị) nhằm định hình cách con người tương tác với nhau (North, 1990). Các thể chế mạnh mẽ không chỉ tạo lập môi trường ổn định mà còn cung cấp khung pháp lý để giảm thiểu rủi ro và chi phí giao dịch, từ đó hỗ trợ hoạt động kinh tế hiệu quả hơn.

Nghiên cứu của Khan & cộng sự (2019) sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian tại Hoa Kỳ trong giai đoạn 1970 - 2015 để khẳng định rằng sự cải thiện thể chế là yếu tố tiên quyết đối với sự phát triển của thị trường tài chính tại quốc gia này. Có kết quả tương tự, Law & Azman-Saini (2012) áp dụng ước lượng hệ thống GMM trong mô hình bảng động và hai bộ dữ liệu về chất lượng thể chế, cho thấy thể chế và quản trị có tác động tích cực đáng kể đến phát triển tài chính, đặc biệt là đối với ngành ngân hàng với mẫu gồm 51 quốc gia trong giai đoạn 1996-2004. Abaidoo & Agyapong (2022) với nghiên cứu tại 29 quốc gia châu Phi cận Sahara đã sử dụng bộ chỉ số quản trị toàn cầu để chứng minh chất lượng thể chế thúc đẩy tốc độ phát triển tài chính. Cụ thể hơn, trong các thành phần của chỉ số chất lượng thể chế được xem xét riêng biệt, kết quả nghiên cứu cho thấy quản trị hiệu quả, chất lượng quản lý, pháp quyền và trách nhiệm giải trình có xu hướng có tác động tích cực đáng kể đến sự phát triển của khu vực tài chính. Ngoài ra, Khan & cộng sự (2022) sử dụng bộ dữ liệu bảng của 189 quốc gia và áp dụng nhiều mô hình kinh tế lượng khác nhau nhằm xác nhận lại mối quan hệ giữa chất lượng thể chế và phát triển tài chính ở các nước đang phát triển và mới nổi. Các phát hiện thực nghiệm chỉ ra rằng các thể chế tốt hơn rất quan trọng đối với phát triển tài chính, cụ thể là sự

ổn định chính trị, kiểm soát tham nhũng và chất lượng quản lý ảnh hưởng tích cực đến phát triển tài chính trong nhóm nghiên cứu toàn cầu. Các tác giả nhấn mạnh thể chế có chất lượng tốt là động lực chính của phát triển tài chính và nó kích thích phát triển tài chính.

Thể chế không chỉ ảnh hưởng đến phát triển tài chính mà còn đóng vai trò cốt lõi trong việc tạo lập môi trường thuận lợi cho đầu tư. Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng những quốc gia có thể chế tốt thường có mức đầu tư tư nhân cao hơn, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế dài hạn (Acemoglu & cộng sự, 2001; La Porta & cộng sự, 1997). Theo North & Weingast (1989), các thể chế chính trị được đặc trưng bởi sự kiểm soát và cân bằng có thể mang lại những tác động tích cực đến đầu tư bằng cách cho phép chính phủ cam kết rằng họ sẽ không tham gia vào “chủ nghĩa cơ hội” sau đầu tư, tức là đảm bảo an toàn về lợi ích cho các khoản đầu tư, giúp nhà đầu tư yên tâm trong việc ra quyết định. La Porta & cộng sự (1997) đã phân tích rằng những quốc gia có hệ thống pháp lý được xây dựng dựa trên các nền tảng bảo vệ quyền sở hữu và quyền lợi cổ đông thường ghi nhận sự phát triển nhanh chóng của khu vực tài chính và đầu tư tư nhân.

Su & cộng sự (2021), khi phân tích dữ liệu từ nhóm E7 các nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1990-2019, nhấn mạnh rằng cải thiện chất lượng thể chế là yếu tố then chốt thúc đẩy đầu tư tư nhân. Đồng quan điểm, Galli & Olarinde (2024) sử dụng bộ dữ liệu bảng hàng năm từ 2005 đến 2021, bao gồm 60 quốc gia có thu nhập cao, trung bình và thấp, đồng thời áp dụng phương pháp GMM động. Kết quả của họ khẳng định rằng chất lượng quản trị có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến đầu tư ở mức 1%. Trong một nghiên cứu khác, Iheonu (2019) đánh giá tác động của quản trị đối với đầu tư nội địa tại 16 quốc gia châu Phi bằng cách sử dụng bộ dữ liệu bảng cân bằng từ năm 2002-2015. Nghiên cứu này áp dụng sáu chỉ số quản trị riêng biệt từ Bộ chỉ số quản trị toàn cầu của Ngân hàng Thế giới và xây dựng ba chỉ số quản trị tổng hợp bằng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA). Kết quả thực nghiệm cho thấy tất cả các chỉ số quản trị đều có ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến đầu tư nội địa tại châu Phi. Cuối cùng, nghiên cứu của Ndungu & Muriu (2017) tại bốn quốc gia Đông Phi cũng cho thấy rằng hiệu quả của chính phủ, chất lượng quy định, kiểm soát tham nhũng và pháp quyền đều có ảnh hưởng đáng kể đến mức đầu tư tư nhân.

2.2. Vai trò của phát triển tài chính đến đầu tư

Giả thuyết tự do hóa tài chính, được Mckinnon (1973) và Shaw (1973) đưa ra, cố gắng giải thích cách giảm chi phí trong hệ thống tài chính giúp giảm các hạn chế về tài chính thúc đẩy đầu tư và do đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là đối với các nước đang phát triển. Theo đó, các trung gian tài chính có xu hướng thúc đẩy phân bổ danh mục đầu tư theo hướng có lợi cho đầu tư hiệu quả bằng cách cung cấp thanh khoản cho người tiết kiệm, giảm thiểu rủi ro thanh khoản, giảm chi phí huy động nguồn lực và thực hiện quyền kiểm soát của công ty. Các mô hình tăng trưởng tài chính nội sinh (King & Levine, 1993b; Greenwood & Smith, 1997) cho thấy thị trường tài chính có vai trò quan trọng trong việc định hướng vốn đầu tư đến mục đích sử dụng có giá trị cao nhất. Thị trường tài chính được coi là một phần thiết yếu của động cơ tạo ra tăng trưởng và phát triển, thông qua đa dạng hóa rủi ro, tăng cường quản trị công ty, cung cấp thông tin, huy động và tập hợp tiền tiết kiệm (Devereux & Smith, 1994; Bencivenga & cộng sự, 1996; Irving, 2005). Đây đều là những khía cạnh quan trọng của đầu tư.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển khu vực tài chính với đầu tư tư nhân đã cho thấy tác động tích cực giữa hai nhân tố. Nghiên cứu của Jangili & Kumar (2010) sử dụng dữ liệu về 897 công ty tại Ấn Độ trong giai đoạn 2001-2009 kết luận rằng sự phát triển tài chính thông qua sự phát triển của thị trường vốn và tiền tệ góp phần vào đầu tư tư nhân. Cũng tại quốc gia này, Emran & cộng sự (2007) đã nghiên cứu cách các cải cách khu vực tài chính thúc đẩy phát triển tài chính và tác động của nó đến độ nhạy cảm của giá trong đầu tư tư nhân. Họ nhận thấy rằng đầu tư của khu vực tư nhân phản ứng tốt hơn với các biến động về chi phí vốn sau khi tự do hóa. Ở phạm vi rộng hơn, Schich & Pelgrin (2002) chỉ ra tác động tích cực từ phát triển tài chính đến đầu tư tư nhân tại 19 quốc gia OECD trong giai đoạn 1970-1997. Nghiên cứu của Misati & Nyamongo (2011) sử dụng dữ liệu bảng từ 18 quốc gia khu vực châu Phi Hạ Sahara trong giai đoạn 1991-2004, cho thấy phát triển tài chính có tác động tích cực đến đầu tư tư nhân thông qua việc mở rộng tín dụng cho khu vực này.

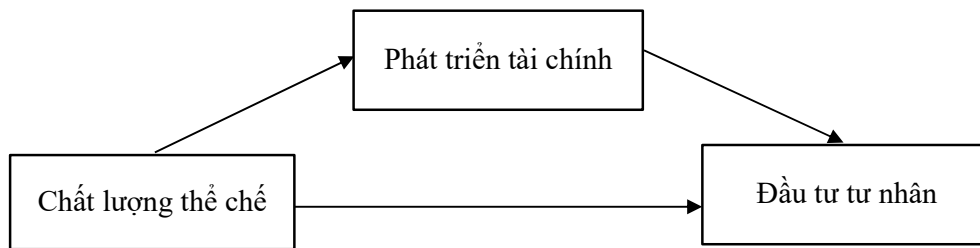
Mặc dù mối quan hệ giữa chất lượng thể chế, phát triển tài chính và đầu tư tư nhân đã được nghiên cứu, hầu hết các công trình trước đây chỉ xem xét từng mối quan hệ riêng lẻ thay vì phân tích toàn diện trong cùng một khung lý thuyết. Đặc biệt, vai trò trung gian của phát triển tài chính vẫn chưa được làm rõ. Nghiên cứu

này đóng góp vào tài liệu hiện có bằng cách đánh giá đồng thời tác động của chất lượng thể chế và phát triển tài chính tới đầu tư tư nhân, đồng thời xem xét liệu hệ thống tài chính có thể đóng vai trò trung gian, giúp thể chế thúc đẩy đầu tư hay không. Việc tập trung vào các quốc gia đang phát triển cũng giúp nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm phù hợp với bối cảnh có chất lượng thể chế yếu và mức độ phát triển tài chính chưa cao, từ đó đưa ra hàm ý chính sách nhằm cải thiện môi trường đầu tư.

3. Phương pháp nghiên cứu

Thông qua quá trình tổng quan nghiên cứu, nhóm nghiên cứu đề xuất mô hình như trong Hình 1.

Hình 1. Mối quan hệ giữa chất lượng thể chế, phát triển tài chính và đầu tư tư nhân



3.1. Mô hình kinh tế lượng

Để đánh giá tác động của chất lượng thể chế và phát triển tài chính tới đầu tư tư nhân, nghiên cứu này áp dụng mô hình:

$$PI_{it} = \alpha + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 IQ_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \beta_4 OPEN_{it} + \beta_5 OER_{it} + \beta_6 FDI_{it} + \beta_7 CPI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Ngoài ra, mô hình đánh giá tác động của chất lượng thể chế tới phát triển tài chính có dạng:

$$FD_{it} = \alpha + \beta_1 IQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Bảng 1. Định nghĩa các biến

Biến	Định nghĩa	Nguồn
Đầu tư tư nhân (PI)	Tổng hình thành vốn cố định/GDP (%)	Sineviciene & Vasiliauskaite (2012), Omojolaibi & cộng sự (2016)
Phát triển tài chính (FD)	Tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân/GDP (%)	Osei & Kim (2020), Desbordes & Wei (2017)
Chất lượng thể chế (PI)	Giá trị trung bình của 6 chỉ số Quản trị toàn cầu	Stoever (2012)
Tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP)	Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	Misati & Nyamongo (2011)
Tỷ giá hối đoái chính thức (OER)	Đơn vị tiền tệ địa phương trung bình theo từng thời kỳ trên một đô la Mỹ (LCU/US\$)	Binding & Dibiasi (2017)
Độ mở thương mại (OPEN)	Tổng giao dịch (xuất khẩu + nhập khẩu)/GDP (%)	Dollar & Kraay (2003)
Tỷ lệ lạm phát (CPI)	Lạm phát giá tiêu dùng hàng năm (%)	Bruno & Easterly (1998)
Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng/GDP (%)	Agosin & Machado (2005)

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp.

Trong đó, i đại diện cho từng đơn vị quan sát (quốc gia); t là khoảng thời gian bắt đầu từ năm 2011-2022; PI là đầu tư tư nhân, được đo lường bằng cách sử dụng hình thành tổng vốn cố định; FD là phát triển tài chính, được thể hiện bằng tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân (% GDP). Tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân đề cập đến các nguồn tài chính được cung cấp cho khu vực tư nhân bởi các tổ chức tài chính, chẳng hạn như thông qua các khoản vay, mua chứng khoán phi cổ phần, tín dụng thương mại và các khoản

phải thu khác, thiết lập một yêu cầu hoàn trả (World Bank, 2024b); *IQ* là chất lượng thể chế. Nhóm nghiên cứu sử dụng bộ chỉ số World Bank Governance Indicators để đo lường chất lượng thể chế, bao gồm 6 chỉ số thành phần: (i) Kiểm soát tham nhũng, (ii) Hiệu quả của chính phủ, (iii) Ổn định về chính trị và không có bạo lực/khủng bố, (iv) Chất lượng quy định pháp luật, (v) Thực thi pháp luật, (vi) Tiếng nói và trách nhiệm giải trình. Theo Alonso & cộng sự (2013), đây là chỉ số tốt nhất để đo lường chất lượng thể chế cấp độ quốc gia. Trong nghiên cứu này chúng tôi đưa thang đo của 6 chỉ số thành phần từ -2,5 (kém nhất) đến 2,5 (tốt nhất) về [0;5], sau đó tính giá trị trung bình để tạo ra một chỉ số đại diện chung. Theo Buchanan & cộng sự (2012), sáu chỉ số quản trị có mối tương quan cao và không thể được sử dụng chung trong hồi quy vì lý do đa cộng tuyến. Ngoài ra, vì tất cả các chỉ số đều đo lường các khía cạnh cơ bản của thể chế, không nên chỉ tập trung vào một trong số chúng. Do đó, một giá trị trung bình không có trọng số của sáu chỉ số được sử dụng để đo lường chất lượng thể chế của một quốc gia (Stoever, 2012).

Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng các biến kiểm soát bao gồm: GDP là tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội; OPEN là xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ; OER là tỷ giá hối đoái chính thức; FDI là đầu tư trực tiếp nước ngoài; CPI là lạm phát, chỉ số giá tiêu dùng.

3.2. Dữ liệu

Bộ dữ liệu được thu thập từ Ngân hàng Thế giới và bao gồm các biến số như đầu tư tư nhân, sự phát triển tài chính, chất lượng thể chế, GDP, tỷ lệ lạm phát, tỷ giá hối đoái, độ mở thương mại và đầu tư trực tiếp nước ngoài. Sau khi khớp dữ liệu của các biến số để tạo ra một bộ dữ liệu bảng và loại trừ các quốc gia có ít nhất một điểm dữ liệu bị thiếu, bộ dữ liệu cuối cùng bao gồm 37 quốc gia đang phát triển từ năm 2011 đến 2022. Chúng tôi phân loại các quốc gia dựa trên báo cáo Triển vọng Kinh tế Thế giới của Quỹ Tiền tệ quốc tế, trong đó chia thế giới thành hai nhóm chính: các nền kinh tế phát triển và các nền kinh tế mới nổi/đang phát triển (International Monetary Fund, 2023). Danh sách các quốc gia được sử dụng làm mẫu bao gồm: Ai Cập, Albania, Algeria, Armenia, Bangladesh, Belize, Bhutan, Brazil, Bulgaria, Colombia, Costa Rica, Cộng hòa Dominican, Ecuador, Georgia, Haiti, Honduras, Indonesia, Kosovo, Kyrgyzstan, Malaysia, Mexico, Moldova, Mông Cổ, Montenegro, Morocco, Nepal, Nicaragua, Peru, Philippines, Samoa, Serbia, Thái Lan, Tunisia, Thổ Nhĩ Kỳ, Vanuatu, Việt Nam.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Đối với dữ liệu bảng, một số mô hình thường được sử dụng để ước lượng phương trình hồi quy, như được đề xuất bởi Gujarati (2004), bao gồm: mô hình bình phương nhỏ nhất toàn bộ (Pooled OLS), mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) và mô hình hiệu ứng cố định (FEM).

Bảng 2. Kiểm định nhân tử Lagrange Breusch và Pagan cho REM để kiểm tra phương sai sai số thay đổi

$PI[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]$			
Kết quả ước lượng:			
		Var	SD = sqrt(Var)
PI		74,356	8,623
e		12,909	3,593
u		57,289	7,569
Test: $Var(u) = 0$			
chibar2(01) = 1438,090			
Prob > chibar2 = 0,000			

Bảng 3. Kiểm định Wooldridge để kiểm tra tự tương quan trong dữ liệu bảng

H0: Không có tự tương quan bậc 1	
F(1, 36) =	2,228
Prob > F =	0,144

Để chọn mô hình phù hợp cho bộ dữ liệu, nhóm nghiên cứu sử dụng kiểm định F để chọn giữa FEM và Pooled OLS, kiểm định Breusch-Pagan để chọn giữa REM và Pooled OLS, và kiểm định Hausman để chọn giữa FEM và REM. Ngoài ra, kiểm định Breusch-Pagan và Wooldridge cũng được thực hiện cho mô hình được chọn. Trong trường hợp có phương sai sai số thay đổi, tự tương quan hoặc cả hai, phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) được ưu tiên. Theo Wooldridge (2002), GLS nên được sử dụng để giải quyết phương sai sai số thay đổi hoặc tự tương quan trong các mô hình dữ liệu bảng.

Nhóm nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 17 để thực hiện một phân tích toàn diện, bao gồm việc tạo ra thống kê mô tả cho đầu tư tư nhân, sự phát triển thị trường tài chính và chất lượng thể chế trên toàn bộ các quốc gia mẫu. Sau đó, chúng tôi tiến hành phân tích hồi quy để đánh giá tác động của chất lượng thể chế đối và phát triển tài chính tới đầu tư tư nhân.

Đầu tiên, chúng tôi bắt đầu bằng cách chạy mô hình Pooled OLS và mô hình FEM. Giá trị p của kiểm định F (= 0,000) cho thấy kết quả của mô hình FEM là tốt hơn. Sau đó, chúng tôi chạy mô hình REM. Kiểm định Hausman (giá trị p = 0,234) cho thấy kết quả của mô hình REM là tốt hơn. Tiếp theo, chúng tôi sử dụng kiểm định nhân tử Lagrange Breusch và Pagan cho REM để kiểm tra phương sai sai số thay đổi (p-value = 0,000 ở Bảng 2) và kiểm định Wooldridge để kiểm tra tự tương quan trong dữ liệu bảng (p-value = 0,144 ở Bảng 3). Kết quả của kiểm định cho thấy mô hình REM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và không có hiện tượng tự tương quan. Do đó, chúng tôi sử dụng ước lượng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) để giải quyết các vấn đề này. Các kết quả này được trình bày trong Bảng 5.

4. Kết quả

Bảng 4. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
PI	444	25,779	8,623	7,091	70,546
FD	444	55,297	32,418	8,239	186,207
IQ	444	2,336	1,004	0,781	4,334
GDP	444	3,522	4,183	-15,307	17,862
OPEN	444	34,680	17,299	5,119	93,850
OER	444	1133,065	4100,106	0,718	23271,210
FDI	444	3,749	4,454	-37,173	43,912
CPI	444	4,878	5,346	-1,569	72,309

Hầu hết các nước đang phát triển đều có tỷ lệ đầu tư tư nhân trên GDP cao (25,779%), đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế. Có sự khác biệt đáng kể về tỷ lệ đầu tư tư nhân trên GDP giữa các quốc gia, với mức cao nhất đạt 71% và mức thấp nhất là 7%. Chỉ số phát triển tài chính trung bình của các quốc gia là 55,297, với một số quốc gia có mức độ phát triển tài chính đặc biệt cao là 186,207. Chỉ số chất lượng thể chế trung bình của các quốc gia là 2,3361, với một số quốc gia có mức độ chất lượng thể chế đặc biệt cao là 4,334. Ngược lại, một số quốc gia có chất lượng thể chế rất thấp, với giá trị thấp nhất là 0,781.

Tỷ lệ tăng trưởng GDP trung bình của các quốc gia là 3,5%, với một số nền kinh tế đạt được tỷ lệ tăng trưởng cao gần 18%. Tỷ lệ xuất khẩu trên GDP trung bình của 37 quốc gia là khoảng 35% trong giai đoạn 2011-2022, cho thấy xuất khẩu là động lực chính của tăng trưởng kinh tế, đặc biệt đối với các nền kinh tế định hướng xuất khẩu, nơi con số này có thể lên tới 94%. Tỷ giá hối đoái chính thức khác nhau đáng kể giữa các quốc gia, dao động từ 0,718 đến 23271,210. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (dòng vốn chảy vào ròng) đóng góp trung bình 3,749% GDP, phản ánh rằng các quốc gia ổn định và hấp dẫn đầu tư. Tỷ lệ lạm phát trung bình từ 2011-2022 đối với 37 quốc gia chỉ là 4,878% mặc dù một số quốc gia đã trải qua siêu lạm phát với tỷ lệ lên tới 70%. Ngoài ra, một số nền kinh tế đã phải đối mặt với áp lực giảm phát.

Dựa trên kết quả ước lượng GLS trong Bảng 5, chất lượng thể chế có ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển tài chính ($\beta=8,111$, $p<0,05$), cho thấy một hệ thống thể chế tốt hơn tạo điều kiện thuận lợi cho sự mở rộng của thị trường tài chính.

Kết quả trong Bảng 6 cho thấy, khi chưa đưa biến DC vào mô hình với vai trò trung gian, chất lượng thể chế tác động tích cực đến đầu tư tư nhân ($\beta=2,475$, $p<0,01$). Đây là tác động tổng hợp, bao gồm cả ảnh

Bảng 5. Kết quả ước lượng GLS ảnh hưởng của chất lượng thể chế đến phát triển tài chính

	Hệ số hồi quy (Độ lệch chuẩn)
IQ	8,111*** (0,712)
Cons	35,110*** (1,480)
N	444
* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01	

Bảng 6. Kết quả ước lượng GLS ảnh hưởng của chất lượng thể chế và phát triển tài chính đến đầu tư tư nhân

	Hệ số hồi quy (Độ lệch chuẩn)	
	(1)	(2)
DC	0,059*** (0,006)	
IQ	1,787*** (0,203)	2,475*** (0,198)
GDP	0,173*** (0,038)	0,142*** (0,041)
OPEN	-0,144*** (0,011)	-0,085*** (0,010)
OER	0,001*** (0,000)	0,001*** (0,000)
FDI	0,377*** (0,056)	0,259*** (0,056)
CPI	0,048** (0,0674)	0,013 (0,023)
Cons	19,800*** (0,677)	20,060*** (0,654)
N	444	444
* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01		
(1) Ảnh hưởng của chất lượng thể chế đến đầu tư tư nhân khi có biến phát triển tài chính		
(2) Ảnh hưởng của chất lượng thể chế đến đầu tư tư nhân khi không có biến phát triển tài chính		

hưởng trực tiếp lẫn gián tiếp thông qua phát triển tài chính.

Khi bổ sung biến DC vào mô hình, chất lượng thể chế vẫn có tác động tích cực đáng kể đến đầu tư tư nhân ($\beta=1,787$, $p<0,01$), phản ánh tác động trực tiếp của thể chế đối với đầu tư tư nhân. Kết quả này nhấn mạnh vai trò quan trọng của thể chế trong việc thúc đẩy đầu tư tại các nước đang phát triển. Đồng thời, phát triển thị trường tài chính cũng có ảnh hưởng tích cực đến đầu tư tư nhân ($\beta=0,059$, $p<0,01$). Tác động gián tiếp của chất lượng thể chế thông qua thị trường tài chính được xác định là 0,688 (tính bằng tác động tổng hợp (2,475) trừ đi tác động trực tiếp (1,787)), với kiểm định Sobel cho thấy p-value = 0,000. Điều này cho thấy thị trường tài chính đóng vai trò quan trọng trong việc huy động tiết kiệm nội địa và phân bổ vốn hiệu quả.

Xét các biến kiểm soát, độ mở thương mại (OPEN) có tác động tiêu cực đến đầu tư tư nhân ($\beta= -0,144$ và $p<0,01$). Ngược lại, tăng trưởng kinh tế (GDP, $\beta=0,173$ và $p<0,01$), tỷ giá hối đoái chính thức (OER, $\beta=0,001$ và $p<0,01$), đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI, $\beta=0,377$ và $p<0,01$) và lạm phát (CPI, $\beta=0,048$ và $p<0,05$), có tác động tích cực đến đầu tư tư nhân, trong đó FDI có tác động tích cực mạnh nhất trong bốn yếu tố. Dòng vốn FDI ổn định và tăng trưởng kinh tế đã tạo ra môi trường thuận lợi cho đầu tư tư nhân. Sự gia tăng vốn nước ngoài và nhu cầu trong nước tăng lên cũng như lạm phát ổn định không quá cao đã khuyến khích các doanh nghiệp mở rộng hoạt động và thực hiện các dự án mới.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Tổng kết lại, nghiên cứu này sử dụng mẫu gồm 37 quốc gia đang phát triển trong giai đoạn 2011-2022

với nguồn dữ liệu thu thập từ World Bank nhằm kiểm tra tác động của chất lượng thể chế và phát triển tài chính tới đầu tư tư nhân, trong bối cảnh các quốc gia này được cho là có chất lượng quản trị công kém hơn so với các nền kinh tế phát triển. Kết quả hồi quy GLS cho thấy, cả hệ thống tài chính và thể chế tại các quốc gia đang phát triển, mặc dù vốn không được đánh giá cao, vẫn tác động tích cực tới tổng giá trị đầu tư. Ngoài ra, thể chế còn có vai trò nâng cao hiệu quả hoạt động tín dụng của khu vực tài chính, từ đó gián tiếp thúc đẩy đầu tư trong nước. Các phát hiện này nhấn mạnh vai trò của một hệ thống thể chế tốt trong nền kinh tế, phù hợp với lý thuyết và lập luận ban đầu của nhóm nghiên cứu.

Các phát hiện trên gợi mở cho nhóm nghiên cứu một số đề xuất nhằm tạo môi trường thuận lợi để gia tăng giá trị và hiệu quả đầu tư của khu vực tư nhân:

(i) Tăng cường thực thi pháp luật để tạo môi trường minh bạch và đáng tin cậy cho nhà đầu tư

Chính phủ cần thực hiện các biện pháp cụ thể nhằm đảm bảo tính nghiêm minh của pháp luật và tạo dựng môi trường kinh doanh minh bạch. Bên cạnh việc ban hành các chính sách kiểm soát tham nhũng, cần thành lập các cơ quan giám sát độc lập để kiểm tra việc thực thi pháp luật trong lĩnh vực đầu tư, nhằm ngăn ngừa tình trạng nhũng nhiễu từ các cơ quan hành chính. Ngoài ra, cần nâng cao công tác kiểm soát thông qua ứng dụng công nghệ vào quy trình quản lý để theo dõi và minh bạch hóa các giao dịch hành chính, củng cố lòng tin của nhà đầu tư, khuyến khích họ tham gia đầu tư lâu dài.

(ii) Đơn giản hóa thủ tục hành chính và cải thiện quy trình cấp phép đầu tư

Với biện pháp này, việc thiết lập một hệ thống đăng ký kinh doanh và cấp phép đầu tư trực tuyến, tập trung vào mô hình “một cửa”, sẽ giúp doanh nghiệp giảm thiểu thời gian chờ đợi và chi phí giao dịch. Cụ thể, các quy trình phức tạp như kiểm tra môi trường hoặc cấp phép xây dựng nên được chuẩn hóa và rút ngắn để khuyến khích doanh nghiệp tham gia đầu tư vào các lĩnh vực tiềm năng.

(iii) Tăng cường số hóa trong hệ thống tài chính để giảm bất cân xứng thông tin

Một trong những trở ngại chính đối với phát triển tài chính tại các quốc gia đang phát triển là vấn đề thông tin bất cân xứng. Do đó, việc xây dựng cơ sở dữ liệu tập trung cho doanh nghiệp và cá nhân, bao gồm lịch sử tín dụng, thu nhập và hoạt động tài chính, sẽ giúp ngân hàng và tổ chức tài chính đánh giá rủi ro chính xác hơn, không những cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng mà còn nâng cao hiệu quả phân bổ vốn, thúc đẩy đầu tư tư nhân.

(iv) Phát triển hệ thống cho vay vi mô cho doanh nghiệp nhỏ

Chính phủ nên thúc đẩy sự phát triển của các chương trình tín dụng vi mô hoặc các quỹ bảo lãnh tín dụng nhằm hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa dễ dàng tiếp cận nguồn vốn hơn. Bằng cách hợp tác với ngân hàng hoặc tổ chức tài chính, các khoản vay vi mô có thể giúp doanh nghiệp đầu tư vào công nghệ và mở rộng sản xuất, từ đó gia tăng hiệu quả đầu tư tư nhân trong các ngành có giá trị gia tăng cao.

Mặc dù các kết quả trên đã được chứng minh thông qua phương pháp thực nghiệm, tuy nhiên bài nghiên cứu chưa đi sâu vào tác động của từng yếu tố tạo nên môi trường thể chế tới đầu tư. Ngoài ra, sự ảnh hưởng có thể không đồng nhất giữa các bối cảnh kinh tế khác nhau, khiến cho kết quả và các khuyến nghị của nhóm nghiên cứu chưa thực sự toàn diện. Cuối cùng, nhóm nghiên cứu đề xuất rằng các nghiên cứu trong tương lai có thể sử dụng cỡ mẫu lớn hơn, toàn diện hơn và có thể áp dụng phương pháp GMM để xử lý các vấn đề nội sinh.

Tài liệu tham khảo

- Abaidoo, R., & Agyapong, E. K. (2022), ‘Financial development and institutional quality among emerging economies’, *Journal of Economics and Development*, 24(3), 198-216.
- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2001), ‘The colonial origins of comparative development: An empirical investigation’, *American economic review*, 91(5), 1369-1401.
- Agosin, M. R., & Machado, R. (2005), ‘Foreign investment in developing countries: does it crowd in domestic investment?’, *Oxford Development Studies*, 33(2), 149-162.

-
- Alonso, J. A., & Garcimartín, C. (2013), 'The determinants of institutional quality. More on the debate', *Journal of International development*, 25(2), 206-226.
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D., & Starr, R. M. (1996), 'Equity markets, transactions costs, and capital accumulation: An illustration', *The World Bank Economic Review*, 10(2), 241-265.
- Binding, G., & Dibiasi, A. (2017), 'Exchange rate uncertainty and firm investment plans evidence from Swiss survey data', *Journal of Macroeconomics*, 51, 1-27.
- Bjuggren, P. O., & Dzansi, J. (2008), 'Remittances and investment', In *55th Annual Meetings of the North American Regional Science Association International*, New York, November, 2008.
- Blejer, M. I., & Khan, M. S. (1984), 'Private investment in developing countries', *Finance and Development*, 21(2), 26.
- Bruno, M., & Easterly, W. (1998), 'Inflation crises and long-run growth', *Journal of Monetary economics*, 41(1), 3-26.
- Buchanan, B. G., Le, Q. V., & Rishi, M. (2012), 'Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence', *International Review of financial analysis*, 21, 81-89.
- Desbordes, R., & Wei, S. J. (2017), 'The effects of financial development on foreign direct investment', *Journal of Development Economics*, 127, 153-168.
- Devereux, M. B., & Smith, G. W. (1994), 'International risk sharing and economic growth', *International economic review*, 35(3), 535-550.
- Dollar, D., & Kraay, A. (2003), 'Institutions, trade, and growth', *Journal of monetary economics*, 50(1), 133-162.
- Emran, S., Shilpi, F., & Alam, I. (2007), 'Economic liberalization and the price response of aggregate private investment: Time series evidence from India', *Canadian Journal of Economics*, 40(3), 914-934.
- Fomba, B. K., Talla, D. N. D. F., & Ningaye, P. (2023), 'Institutional quality and education quality in developing countries: Effects and transmission channels', *Journal of the Knowledge Economy*, 14(1), 86-115.
- Galli, S. M., & Olarinde, M. O. (2024), 'Impact of Institutional Quality and Macroeconomic Policies on Domestic Private Investment: A Panel Data Approach', *Journal of Arid Zone Economy*, 4(5), 101-112.
- Greenwood, J., & Smith, B. D. (1997), 'Financial markets in development, and the development of financial markets', *Journal of Economic dynamics and control*, 21(1), 145-181.
- Gujarati, D. N. (2004), *Basic econometrics* (4th ed.), McGraw-Hill.
- Huang, H., & Wei, S. J. (2006), 'Monetary policies for developing countries: The role of institutional quality', *Journal of International Economics*, 70(1), 239-252.
- Iheonu, C. O. (2019), 'Governance and domestic investment in Africa', *European Journal of Government and Economics (EJGE)*, 8(1), 63-80.
- International Monetary Fund (2023), *World Economic Outlook Database, April 2023: Groups and Aggregates*, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/groups-and-aggregates>
- Irving, M. (2005). *Informal savings groups in South Africa: Investing in social capital* [Master's thesis, University of Cape Town]. Centre for Social Science Research. <http://hdl.handle.net/11427/19387>.
- Jangili, R., & Kumar, S. (2010). Determinants of private corporate sector investment in India. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, 31(3), 67-89.
- King, R. G., & Levine, R. (1993a), 'Finance and growth: Schumpeter might be right', *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
- King, R. G., & Levine, R. (1993b), 'Finance, entrepreneurship and growth', *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- Khan, H., Khan, S., & Zuojun, F. (2022), 'Institutional quality and financial development: Evidence from developing and emerging economies', *Global Business Review*, 23(4), 971-983.
- Khan, M. A., Khan, M. A., Abdulahi, M. E., Liaqat, I., & Shah, S. S. H. (2019), 'Institutional quality and financial development: The United States perspective', *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 67-80.
- Khan, M. S., & Kumar, M. S. (1997), 'Public and private investment and the growth process in developing countries', *Oxford bulletin of economics and statistics*, 59(1), 69-88.
- Khan, M. S., & Reinhart, C. M. (1990), 'Private investment and economic growth in developing countries', *World*
-

development, 18(1), 19-27.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997), 'Legal determinants of external finance', *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Law, S. H., & Azman-Saini, W. N. W. (2012), 'Institutional quality, governance, and financial development', *Economics of governance*, 13, 217-236.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and capital in economic development*, Washington, DC: The Brookings Institution.
- Misati, R. N., & Nyamongo, E. M. (2011), 'Financial development and private investment in Sub-Saharan Africa', *Journal of Economics and Business*, 63(2), 139-151.
- Ndungu, J., & Muriu, P. W. (2017). Do good institutions matter for private investment? Evidence from East Africa. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 8(6), 18–29
- North, D. C. (1990), *Institutions, institutional change and economic performance* (Vol. 332), Cambridge university press.
- North, D. C., & Weingast, B. R. (1989), 'Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England', *The journal of economic history*, 49(4), 803-832.
- Omojolaibi, J. A., Okenesi, T. N. P., & Mesagan, E. P. (2016), 'Fiscal policy and private investment in selected West African countries', *CBN Journal of Applied Statistics*, 7(1), 277-309.
- Osei, M. J., & Kim, J. (2020), 'Foreign direct investment and economic growth: Is more financial development better?', *Economic Modelling*, 93, 154-161.
- Schich, S., & Pelgrin, F. (2002), 'Financial development and investment: panel data evidence for OECD countries from 1970 to 1997', *Applied Economics Letters*, 9(1), 1-7.
- Shaw, E. S. (1973), *Financial deepening in economic development*, New York, NY: Oxford University Press.
- Sineviciene, L., & Vasiliauskaite, A. (2012), 'Fiscal policy interaction with private investment: The case of the baltic states', *Engineering economics*, 23(3), 233-241.
- Stoever, J. (2012), 'On comprehensive wealth, institutional quality and sustainable development-quantifying the effect of institutional quality on sustainability', *Journal of Economic Behavior & Organization*, 81(3), 794-801.
- Su, C. W., Sun, T., Ahmad, S., & Mirza, N. (2021), 'Does institutional quality and remittances inflow crowd-in private investment to avoid Dutch Disease? A case for emerging seven (E7) economies', *Resources Policy*, 72, 102111.
- Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, USA, MA: MIT Press.
- World Bank (2024a), *Business Ready 2024: New Data for a Dynamic Private Sector*, <https://live.worldbank.org/en/event/2024/business-ready-2024-new-data-for-a-dynamic-private-sector>.
- World Bank (2024b), *Domestic credit to private sector (% of GDP)*, World Development Indicators, <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/world-development-indicators/series/FS.AST.PRVT.GD.ZS>.

***Tác giả liên hệ: Đặng Ngọc Biên - Email: biendn@neu.edu.vn**