

# Đo lường và đánh giá các nhân tố tác động tới phân bổ nguồn lực tài chính ở Việt Nam

Lê Trung Thành<sup>1,\*</sup>, Nguyễn Đức Khương<sup>2</sup>

<sup>1</sup>*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội,  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

<sup>2</sup>*Sở Tài chính tỉnh Thái Bình, 142 Lê Lợi, thành phố Thái Bình, tỉnh Thái Bình, Việt Nam*

Nhận ngày 18 tháng 10 năm 2017

Chỉnh sửa ngày 25 tháng 10 năm 2017; Chấp nhận đăng ngày 15 tháng 11 năm 2017

**Tóm tắt:** Nghiên cứu trình bày phương pháp đo lường phân bổ nguồn lực tài chính và xem xét tác động của các nhân tố trong quá trình phát triển kinh tế tới việc phân bổ nguồn lực. Dựa trên ý tưởng của Wurgle (2000) [1], bài viết xây dựng hệ số đo lường phân bổ theo cơ cấu ngành kinh tế và đánh giá tác động chính của phát triển tài chính tới hệ số phân bổ trong khoảng thời gian từ năm 1995-2016 tại Việt Nam và một số quốc gia lân cận. Kết quả từ mô hình phân phối trễ tự hồi quy ARDL cho thấy mối quan hệ phi tuyến tính theo hình chữ U ngược giữa tín dụng cho khu vực tư nhân và hiệu quả phân bổ. Điều này ủng hộ quan điểm về việc gia tăng các khoản tín dụng cho khu vực tư nhân để đạt hiệu quả kinh tế tối ưu. Ngoài ra, bài viết cũng cung cấp bằng chứng về tác động của nguồn lực tài chính ngoài nước, sự phát triển của thị trường chứng khoán, độ mở thương mại, mức cung tiền, chênh lệch lãi suất và chi tiêu của chính phủ đến hiệu quả phân bổ nguồn lực tài chính.

**Từ khóa:** Phân bổ nguồn lực tài chính, phát triển tài chính, hiệu quả.

## 1. Giới thiệu

Việc phân bổ nguồn lực tài chính có vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế. Một công ty (hay ngành công nghiệp, quốc gia) có thể không phát triển vì không có cơ hội để phát triển hoặc vì có quá nhiều cơ hội nhưng không có đủ nguồn tài chính để phân bổ [2]. Kể cả trường hợp có hiệu quả vừa phải trong phân bổ đầu vào nhưng các quốc gia vẫn có thể tăng giá trị sản lượng thông qua việc phân bổ nguồn lực hiệu quả hơn [4]. Do đó, vấn đề phân bổ nguồn lực và phân bổ nguồn lực tài chính đã và đang nhận được nhiều quan tâm của các nhà kinh tế trên thế giới.

Khi một quốc gia phân bổ nguồn lực giữa các thành phần kinh tế không hợp lý sẽ khiến nền kinh tế mất cân đối. Nghĩa là các khu vực có năng suất thấp hơn nhưng được ưu tiên sử dụng nguồn vốn tài chính hơn. Bởi vậy, hầu hết các nghiên cứu cho rằng phân bổ nguồn lực hiệu quả được thể hiện thông qua việc xác định những khu vực có khả năng cạnh tranh, năng suất cao, tạo được giá trị gia tăng lớn hoặc có vai trò quan trọng trong thực hiện chiến lược phát triển kinh tế dài hạn thì phải được phân bổ nhiều hơn và ngược lại.

Hầu hết các phương pháp đo lường phân bổ tập trung vào các kênh như mức đóng góp GDP, sự tác động tới thu nhập bình quân đầu người, phân tích và đánh giá năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP)... Đặc điểm chung của các phương pháp này là sẽ thiết lập một phương

\*ĐT.: Tác giả liên hệ. 84-913590678.

Email: ltthanh@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4110>

trình thể hiện mối quan hệ tuyến tính giữa các chỉ số về phát triển tài chính, độ sâu tài chính tới GDP. Mặc dù vậy, mối quan hệ tuyến tính sẽ trở nên không phù hợp với lý thuyết phân bổ tối ưu Pareto.

Wrugler (2000) là một trong những nghiên cứu tiên phong cung cấp phương pháp đo lường hiệu quả với tỷ lệ giữa mức gia tăng đầu tư so với mức gia tăng giá trị đầu ra [1]. Dựa trên ý tưởng của nghiên cứu này, thay vì sử dụng một phương trình tuyến tính, chúng tôi xây dựng một phương trình bậc hai giữa phát triển tài chính và hiệu quả phân bổ. Chỉ số hiệu quả phân bổ trong nghiên cứu không chỉ bao gồm giá trị tổng vốn tích lũy so với giá trị gia tăng hoạt động sản xuất mà còn bao gồm hệ số phân bổ theo thành phần kinh tế như nông nghiệp, công nghiệp và dịch vụ. Điều này dẫn đến sự khác biệt về kết quả như đường cong hình chữ U ngược giữa lượng tín dụng cho khu vực tư nhân đối với hiệu quả phân bổ. Kết quả nghiên cứu khuyến khích việc gia tăng các khoản tín dụng cho khu vực tư nhân để có hiệu quả phân bổ tốt nhất. Điểm cực trị, tại đó phát triển tài chính (FD) đem lại hiệu quả lớn nhất, được coi là phù hợp với lý thuyết tối ưu Pareto.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Đến nay đã có nhiều nghiên cứu về đo lường và xác định các nhân tố tác động đến hiệu quả phân bổ như Ahmed, Lemma và Endrias (2015), Lala và Kuri (2011), Liu (2011), Hsieh và Klenow (2009), Whited và Zhao (2016), Lashitew (2012), Libert (2016), Zhang, Jin và Li (2015) [3-13]... Hiệu quả phân bổ trong các nghiên cứu này có thể tóm lược như sau:

(i) Nghiên cứu gần đây của Ahmed, Lemma và Endrias (2015) chỉ ra hiệu quả phân bổ có thể được đo bằng ba cách khác nhau: phương pháp tối đa hóa lợi nhuận cổ điển, trong đó kiểm tra độ công bằng giữa các sản phẩm có giá trị biên và các chi phí yếu tố biên; phương pháp tối đa hóa lợi nhuận ràng buộc khi tiến hành kiểm tra xem liệu tỷ lệ đầu vào/đầu ra là không đổi; và phương pháp tối thiểu hóa chi phí [3].

Theo đó, hiệu quả phân bổ được tính bằng tỷ lệ giữa hiệu quả chi phí và hiệu quả kỹ thuật. Mức độ hiệu quả tối ưu bằng 1 và không hiệu quả khi bằng 0,7.

(ii) Liu (2011) phát triển phương pháp đo lường phân bổ bằng đồ thị giữa lượng tài chính đầu vào và mức đóng góp GDP [5]. Sắp xếp các điểm theo thứ tự tăng dần trên đồ thị sẽ được đường thẳng thể hiện hiệu quả phân bổ. Khi việc phân bổ hiệu quả thì đường cong này sẽ trùng với đường chéo của hình vuông. Điều này cũng có nghĩa là giá trị tuyệt đối của phần diện tích được bao quanh bởi đường cong phân bổ càng nhỏ thì việc phân bổ càng hiệu quả và ngược lại.

(iii) Zhang, Jin và Li (2015) cho rằng hệ số hiệu quả phân bổ được đo lường bằng tiền gửi của các tổ chức tài chính/cho vay [13]. Chỉ số này được sử dụng để đánh giá khả năng và hiệu quả của việc chuyển các khoản tiết kiệm của tổ chức tài chính thành các khoản vay và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

(iv) Ngược lại với đo lường hiệu quả, một số nghiên cứu lại sử dụng phương pháp đo lường sự không hiệu quả thông qua sự giảm sút TFP, chẳng hạn Hsieh và Klenow (2009), Whited và Zhao (2016), Lashitew (2012), Libert (2016) [6-9]... Theo các nghiên cứu này, các nước có thu nhập thấp có mức TFP thấp do sự bóp méo các chính sách gây ra sự phân bổ sai tài nguyên. Khi loại bỏ sự sai lệch sẽ góp phần làm gia tăng TFP cao hơn. Ha, Kiyota và Yamanouchi (2016) đã đánh giá tác động của việc phân bổ sai lệch nguồn lực đến năng suất tổng sản lượng sản xuất, tập trung vào các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam giai đoạn 2000-2009 [10]. Kết quả chỉ ra rằng nếu không có sự phân bổ lệch thì tổng yếu tố TFP sẽ tăng lên đáng kể.

(v) Wurgler (2000) nghiên cứu về sử dụng vốn (đầu tư) và tổng giá trị gia tăng (chi phí trừ đi hàng hóa trung gian) để đo lường hiệu quả phân bổ thông qua thị trường chứng khoán và thị trường tín dụng trong nước [1]. Theo đó, giá trị gia tăng mỗi ngành sản xuất sẽ tác động đến tỷ lệ tái đầu tư vào tài sản cố định.

Trong hướng nghiên cứu về các nhân tố tác động tới hiệu quả phân bổ Wurgler, 2000 đã chỉ ra sự khác biệt trong hiệu quả phân bổ được giải thích thông qua mức độ phát triển của thị trường tài chính. Không chỉ vậy, điều này còn xảy ra trong phạm vi một quốc gia. Yuan và Cao (2007), Zhang và Xia (2012) thấy rằng tác động tích cực giữa hiệu quả phân bổ nguồn lực tài chính và tăng trưởng kinh tế có sự khác biệt khá lớn giữa khu vực phía Đông so với khu vực Trung và Tây của Trung Quốc [11, 12].

Lý do FD giúp phân bổ nguồn lực hiệu quả là bởi:

(i) Hệ thống tài chính có thể giảm chi phí thu thập thông tin về các công ty và nhà quản lý, giảm chi phí tiến hành các giao dịch. Bằng cách cung cấp thông tin chính xác hơn về công nghệ sản xuất và kiểm soát doanh nghiệp, phát triển tài chính có thể tăng cường phân bổ nguồn lực, khuyến khích đầu tư vào các hoạt động có lợi nhuận cao và thúc đẩy tăng trưởng (Levine, 1997). Kết quả nghiên cứu tại 35 quốc gia đang phát triển của Ahmad và Malik (2009) chỉ ra rằng FD ảnh hưởng đến GDP bình quân đầu người chủ yếu thông qua vai trò trong việc phân bổ nguồn lực hiệu quả, chứ không phải là những ảnh hưởng tới sự tích lũy vốn. Juan, Jie và Ping (2016) cho rằng thông qua đầu tư tài sản cố định, FD ảnh hưởng gián tiếp đến tăng trưởng kinh tế và kết quả là khác nhau đối với mỗi vùng trong nền kinh tế [15]. Adu, Marbuah và Mensah (2013) nhận ra rằng, các chính sách nhằm cải thiện khả năng tiếp cận nguồn tín dụng khả dụng của khu vực tư nhân ở Ghana, bao gồm các doanh nghiệp nhỏ và vừa, sẽ thúc đẩy sự đổi mới cần thiết, mở rộng năng lực nhà máy trong nông nghiệp, công nghiệp và chế tạo để tạo ra việc làm mong muốn, mức thu nhập hộ gia đình và mức tăng trưởng chung của nền kinh tế [16].

(ii) Lý do thứ hai đó là FD cung cấp các nguồn lực tài chính bên ngoài và từ đó nâng cao hiệu quả phân bổ, tăng trưởng kinh tế [17]. Chức năng phân bổ vốn tại các nước có thị trường tài chính phát triển được cải thiện hơn dẫn đến đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp cao hơn. Theo Fisman và Love (2003), một

công ty (hay ngành công nghiệp, quốc gia) có thể không phát triển bởi vì không có cơ hội hoặc bởi vì có rất nhiều cơ hội nhưng không có nguồn tài chính để phân bổ nguồn lực cho họ [18]. Trong dài hạn, các nền kinh tế có tỷ lệ FD cao sẽ dành nhiều nguồn lực hơn cho các ngành công nghiệp với sự phụ thuộc vào tài chính bên ngoài do lợi thế so sánh trong các ngành này. Ngược lại, trong ngắn hạn, FD tạo điều kiện cho việc phân bổ lại nguồn lực cho các ngành công nghiệp có cơ hội phát triển tốt, bất kể sự phụ thuộc vào tài chính bên ngoài.

Dựa trên nghiên cứu của Wurgler (2000), bài viết tập trung xây dựng hệ số đo lường phân bổ và các nhân tố ảnh hưởng đến hệ số phân bổ tại Việt Nam cũng như các nước ASEAN. Hệ số phân bổ được giải thích bởi FD (tín dụng cho khu vực tư nhân) và các biến như: tổng lượng vốn hóa thị trường chứng khoán, vốn đầu tư nước ngoài, lãi suất biên, chi tiêu của chính phủ, cung tiền M2 và độ mở thương mại. Điểm khác biệt trong nghiên cứu này là: (i) Sử dụng hệ số giữa tổng vốn đầu tư so với giá trị gia tăng của ngành nông nghiệp, sản xuất, công nghiệp và dịch vụ làm biên phụ thuộc. Điều này nhằm đánh giá xem các quốc gia có đang đầu tư vào lĩnh vực mạnh hay không. (ii) Thay vì sử dụng tỷ lệ lượng vốn huy động và lượng vốn cho vay, nghiên cứu sử dụng một giá trị bình phương của lượng vốn cho khu vực tư nhân. Điều này nhằm xác định giá trị mà tại đó, việc cung cấp tín dụng cho khu vực tư nhân là tối ưu. (iii) Xem xét đánh giá các biến thể hiện sự phát triển FD và hiệu quả tài chính để đánh giá tác động tới hiệu quả phân bổ. Ý tưởng của chúng tôi là các biến FD tác động tới hiệu quả phân bổ trước khi tác động tới tăng trưởng kinh tế như trong các nghiên cứu của Saqib (2013), Adenutsi (2011), Abiad, Oomes và Ueda (2005), Ahmad và Malik (2009).

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nguồn dữ liệu theo năm được thu thập từ Ngân hàng Thế giới (WB) trong giai đoạn 1995-2016. Tất cả các dữ liệu sẽ được lấy

logarit tự nhiên nhằm hạn chế phương sai của sai số thay đổi. Mô hình ARDL được sử dụng bởi các ưu điểm: (i) Phù hợp số lượng mẫu nhỏ, ước tính một phương trình duy nhất thay vì hệ phương trình như kiểm định Johansen và Granger; (iii) Thực hiện với các biến có độ trễ khác nhau, không phân biệt thứ tự sai phân I(0), I(1) hoặc cả hai; (iv) Tính toán trong ngắn hạn với mô hình ECM bằng biến đổi tuyến tính đơn giản mà không làm mất độ tự do [20].

Dựa theo Wurgle (2000), hệ số phân bổ theo lĩnh vực ngành kinh tế được đo lường theo phương trình (1):

$$\frac{I_{ct}}{I_{ct} - 1} = \alpha_{ac} + \eta_{ac} \ln \frac{V_{act}}{V_{act} - 1} + \varepsilon_{act} \quad (1)$$

Trong đó:

- I: Tổng vốn đầu tư (USD);

-  $V_{act}$ : Giá trị gia tăng lĩnh vực ngành a (gồm nông nghiệp, sản xuất, công nghiệp, dịch vụ) của quốc gia c trong năm t.

Từ phương trình (1), khi các hệ số có ý nghĩa thống kê, giả sử  $\varepsilon_{act}$  rất nhỏ, khi đó ta được dạng phương trình (2):

$$\eta_{ac} \approx \ln \frac{I_{ct}}{I_{ct} - 1} / \ln \frac{V_{act}}{V_{act} - 1} \quad (2)$$

Trong phương trình (2) kiểm tra tác động của các nhân tố tới hiệu quả phân bổ, chúng tôi đưa vào hệ số  $FD^2$ . Điều này phù hợp với một số nghiên cứu trước đó khi sử dụng tổng của tín dụng trong nước và tỷ lệ huy động/cho vay để đo lường hiệu quả phân bổ.

$$\eta_{ac} = f(FD, FD^2, FDI, FMD, M2, GOV, SPREAD, TRADE) \quad (3)$$

Mô hình ARDL cho phương trình (2) như sau:

$$\eta_{ac} = \alpha_1 + \sum_{i=1}^{a1} b_{1i} \eta_{t-i} + \sum_{j=1}^{a2} c_{1j} FD_{t-j} + \sum_{g=1}^{a3} d_{1g} FD^2_{t-g} + \sum_{h=1}^{a4} e_{1h} FDI_{t-h} + \sum_{k=1}^{a5} f_{1k} FMD_{t-k} + \sum_{m=1}^{a6} x_{1m} M2_{t-l} + \sum_{n=1}^{a7} y_{1n} GOV_{t-n} + \sum_{p=1}^{a8} z_{1p} SPREAD_{t-p} + \sum_{q=1}^{a9} \theta_{1q} TRADE_{t-q} + \varepsilon_{1t} \quad (4)$$

Trong đó:

- $\eta_{ac}$  là hệ số phân bổ lĩnh vực a của quốc c, tại thời điểm t;
- FD: Phát triển tài chính, được thể hiện bằng giá trị tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân (% GDP);
- FDI: Đầu tư trực tiếp của nước ngoài (% GDP);
- M2: Cung tiền M2 (% GDP);
- GOV: Tổng chi tiêu cuối cùng của chính phủ (% GDP);
- SPREAD: Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động;
- TRADE: Độ mở thương mại được tính bằng tỷ lệ tổng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu so với tổng GDP thực tế.

Khi  $d_{1g}$  có ý nghĩa thống kê chứng tỏ có sự tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa tín dụng và hệ số phân bổ. Trường hợp  $d_{1g}$  lớn hơn 0, điều này có nghĩa là lượng tín dụng cung cấp cho khu vực tư nhân ban đầu làm giảm hiệu quả phân bổ nguồn lực tài chính, sau đó đến điểm cực trị, gia tăng tín dụng cho khu vực tư nhân làm tăng hiệu quả phân bổ. Ngược lại, với hệ số  $d_{1g}$  âm, đồ thị sẽ có dạng chữ U ngược, phân bổ khu vực tư nhân làm tăng hiệu quả phân bổ, tới

một mức nhất định, hiệu quả giảm dần khi lượng tín dụng tăng.

Chúng tôi thực hiện ước lượng mối quan hệ phụ thuộc bằng mô hình ARDL theo 4 bước. Đầu tiên, kiểm tra đồng liên kết bằng kiểm định đường bao (Bounds test) với thống kê F. Thứ hai, ước tính ARDL với độ trễ tối ưu theo lựa chọn tiêu chuẩn hệ số Schwarz-Bayes Criterion (SBC) hoặc Akaike Criterion Information (AIC). Thứ ba, phân tích mối quan hệ trong ngắn hạn

và dài hạn giữa hệ số phân bổ và các nhân tố kinh tế theo mô hình tối ưu đã chọn. Cuối cùng, kiểm tra sự ổn định và khả năng tương thích của các mô hình qua kiểm định phương sai của sai số thay đổi (HET), tự tương quan (LM), kiểm định biến số (RESET), tổng tích lũy của phần dư (CUSUM) và tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư (CUSUMSQ).

Kiểm định đường bao dựa trên giả định rằng các biến dừng I(0) hay có sai phân bậc 1 I(1). Do đó, trước tiên, thực hiện kiểm định ADF để loại bỏ biến có sai phân bậc 2 I(2). Phương trình (2) thể hiện kiểm định đường bao như sau:

$$\Delta \eta_{x,t} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{a1} b_{2i} \Delta \eta_{t-i} + \sum_{j=1}^{a2} c_{2j} \Delta FD_{t-j} + \sum_{g=1}^{a3} d_{2g} \Delta FD^2_{t-g} + \sum_{h=1}^{a4} e_{2h} \Delta FDI_{t-h} + \sum_{k=1}^{a5} f_{2k} \Delta FMD_{t-k} + \sum_{m=1}^{a6} x_{2m} \Delta GOV_{t-1} + \sum_{n=1}^{a7} y_{2n} \Delta M2_{t-n} + \sum_{p=1}^{a8} z_{2p} \Delta SPREAD_{t-p} + \sum_{q=1}^{a9} z_{2q} \Delta TRADE_{t-q} + \lambda \eta_{x,t-1} + \lambda_1 F + \lambda_2 FD^2_{t-1} + \lambda_3 FDI^3_{t-1} + \lambda_4 FME_{t-1} + \lambda_5 GOV_{t-1} + \lambda_6 M2_{t-1} + \lambda_7 SPREAD_{t-1} + \lambda_8 TRADE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

Trong phương trình (5), hệ số  $b, c, d, e, f, x, y, z$  thể hiện mối quan hệ ngắn hạn,  $\lambda, \lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4, \lambda_5, \lambda_6, \lambda_7, \lambda_8$  thể hiện mối quan hệ dài hạn. Kiểm định đường bao về sự tồn tại mối quan hệ đồng liên kết dài hạn với giả thuyết  $H_0: \lambda = \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = \lambda_7 = \lambda_8 = 0$ . Giả sử, tiệm cận ràng buộc trên UCB (upper critical bound) khi các biến có sai phân I(1) và ràng buộc dưới LCB (lower critical bound) khi các biến dừng I(0). Mối quan hệ đồng liên kết: tồn tại nếu thống kê  $F > UCB$ , không tồn tại nếu  $F < LCB$  và không đủ cơ sở kết luận khi  $LCB < F < UCB$ .

#### 4. Kết quả nghiên cứu

Trong những năm qua, Việt Nam đã đạt được những thành tựu kinh tế nhất định, như:

Tốc độ tăng trưởng kinh tế cao; cơ cấu kinh tế chuyển dịch theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa, phát huy lợi thế so sánh ngành và vùng lãnh thổ; gắn khai thác, phân phối, sử dụng các nguồn lực và quá trình sản xuất với thị trường. Mặc dù vậy, quá trình tăng trưởng còn tồn tại một số hạn chế: Tốc độ tăng trưởng cao nhưng thiếu bền vững; chuyển dịch cơ cấu kinh tế chậm, ít thay đổi...

Bảng 1 giới thiệu các giá trị thống kê đối với trường hợp của Việt Nam. AT, IT, MT, ST là giá trị gia tăng lĩnh vực nông nghiệp, công nghiệp, sản xuất và dịch vụ; GFCT là giá trị đầu tư vào hạ tầng. Dựa vào kết quả kiểm định ADF test tại mức ý nghĩa 5%, có thể thấy rằng các biến đều dừng tại bậc 0 và bậc 1. Do đó, các biến phù hợp để ước lượng mô hình ARDL.

Bảng 1. Kết quả phân tích thống kê của Việt Nam

	AT	IT	MT	ST	GFCT	FD	FDI	FMD	GOV	M2	SPEAR	TRADE
Mean	0,09	0,12	0,11	0,11	0,11	4,01	1,71	1,26	1,84	4,16	4,14	4,85
Max	0,34	0,24	0,25	0,25	0,29	4,82	2,27	3,49	2,12	4,99	20,10	5,22
Min	-0,01	-0,06	-0,26	-0,07	-0,04	2,92	1,18	0,00	1,70	2,97	0,00	4,31
Quan sát	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
I(0)	0,01	0,01	0,00	0,00	0,08	0,62	0,10	0,90	0,03	0,41	0,00	0,35
I(1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa hiệu quả phân bổ theo cơ cấu kinh tế của Việt Nam được trình bày tại Bảng 2. Theo đó, hệ số phân bổ trong sản xuất của Việt Nam là 0,39 thấp nhất so với hệ số phân bổ của các ngành. Điều này cho thấy phân bổ trong lĩnh vực sản xuất chưa hiệu quả. Hệ số này của Nhật Bản là 0,83, của Australia là 0,67, Singapore là 0,63 và Thái Lan là 0,49. Việt Nam chỉ cao hơn hệ số phân bổ sản xuất của Campuchia là 0,35. Các hệ số đều có ý nghĩa với mức thống kê 5%.

Kết quả Bảng 2 và Bảng 3 cho thấy, giá trị gia tăng của tổng vốn đầu tư và giá trị gia tăng theo từng ngành là có ý nghĩa, ngoại trừ các ngành dịch vụ của Campuchia. Điều này dẫn

đến kết quả giữa hệ số phân bổ và các biến theo phương trình (3) được trình bày tại Bảng 4.

Trong Bảng 4, hệ số  $FD^2$  âm và có ý nghĩa thống kê cho thấy, phát triển tài chính có quan hệ phi tuyến tính với hiệu quả phân bổ theo đồ thị hình chữ U ngược. Điều này hàm ý rằng, tín dụng cho khu vực tư nhân tới một mức độ nhất định sẽ không làm gia tăng hiệu quả của phân bổ. Phát triển tài chính có tác động dương lớn nhất đến hiệu quả phân bổ trong lĩnh vực nông nghiệp. Đây cũng là ngành kinh tế chủ yếu của Việt Nam. Ngược lại, mối quan hệ phi tuyến tính giữa  $FD$  và hệ số phân bổ thuộc lĩnh vực dịch vụ chưa được xác định rõ ràng.

Bảng 2. Hệ số phân bổ theo lĩnh vực của Việt Nam

	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value			
$\alpha$	0,06	0,00	$\alpha$	0,06	0,02	$\alpha$	0,03	0,24	$\alpha$	0,04	0,08
$\eta_{\text{Nông nghiệp}}$	0,43	0,01	$\eta_{\text{sản xuất}}$	0,39	0,02	$\eta_{\text{công nghiệp}}$	0,64	0,00	$\eta_{\text{dịch vụ}}$	0,60	0,00
$R^2$	0,28		$R^2$	0,24		$R^2$	0,37		$R^2$	0,40	

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3. Hệ số phân bổ theo lĩnh vực của một số quốc gia

Quốc gia	Nông nghiệp		Sản xuất		Công nghiệp		Dịch vụ	
	Hệ số $\eta_{\text{Nông nghiệp}}$	P-value	Hệ số $\eta_{\text{sản xuất}}$	P-value	Hệ số $\eta_{\text{công nghiệp}}$	P-value	Hệ số $\eta_{\text{dịch vụ}}$	P-value
Australia	0,60	0,00	0,67	0,00	0,62	0,00	0,71	0,00
Trung Quốc	0,62	0,00	0,77	0,00	0,71	0,00	0,66	0,00
Indonesia	0,31	0,55	0,33	0,08	0,37	0,07	0,32	0,08
Nhật Bản	0,74	0,00	0,83	0,00	0,95	0,00	0,91	0,00
Campuchia	0,16	0,56	0,35	0,23	0,38	0,08	0,32	0,36
Hàn Quốc	0,44	0,00	0,45	0,00	0,46	0,00	0,51	0,00
Malaysia			0,35	0,11	0,12	0,43		
Philippines	0,46	0,00	0,42	0,00	0,50	0,00	0,49	0,00
Singapore	0,62	0,02	0,63	0,11	0,64	0,03	0,67	0,04
Thái Lan	0,39	0,00	0,49	0,00	0,49	0,00	0,58	0,00

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4. Kết quả ước lượng dài hạn của Việt Nam

η <sub>Nông nghiệp</sub>			η <sub>Sản xuất</sub>		
Biến độc lập	Hệ số	P-value	Biến độc lập	Hệ số	P-value
FD2	-0,34	0,02	FD2	-0,1	0,13
FD	2,30	0,03	FD	0,96	0,09
TRADE	0,32	0,06	FDI	0,13	0,03
FMD	0,08	0,01	SPREAD	-0,01	0,03
FDI	0,05	0,45	TRADE	-0,52	0,04
C	-5,31	0,03	C	0,11	0,95
Kiểm định đường bao	31,84			15,19	
Tự tương quan	0,05			0,32	
Phương sai thay đổi	0,63			0,75	
Kiểm định Ramsey	0,06			0,06	
Kiểm định CUSUM	ổn định			ổn định	
Kiểm định CUSUMSQ	ổn định			ổn định	
η <sub>Công nghiệp</sub>			η <sub>Dịch vụ</sub>		
Biến độc lập	Hệ số	P-value	Biến độc lập	Hệ số	P-value
FD2	-0,19	0,01	FD2	-0,01	0,87
FD	1,35	0,01	FD	0,09	0,75
FDI	0,05	0,14	FDI	0,04	0,21
FMD	0,05	0,01	SPREAD	-0,01	0,01
SPREAD	-0,01	0,01	TRADE	-0,37	0,02
TRADE	-0,14	0,29	C	1,48	0,12
C	-1,75	0,13			
Kiểm định đường bao	18,59			13,71	
Tự tương quan	0,31			0,05	
Phương sai thay đổi	0,89			0,60	
Kiểm định Ramsey	0,85			0,29	
Kiểm định CUSUM	ổn định			ổn định	
Kiểm định CUSUMSQ	ổn định			ổn định	

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Trong lĩnh vực nông nghiệp, độ mở thương mại có tác động cùng chiều lên hiệu quả phân bổ. Có thể giải thích rằng, hoạt động thương mại của Việt Nam chủ yếu là xuất khẩu nông sản, trong đó thế mạnh là điều, gạo, rau củ quả. Giai đoạn 2011-2016, giá trị hàng nông sản Việt Nam xuất khẩu có tỷ lệ tăng bình quân 12,7%/năm. Trong khi đó, ở hoạt động sản xuất, công nghiệp và dịch vụ, độ mở thương mại có tác động ngược chiều. Giai đoạn 1995-2016, tỷ lệ nhập khẩu của Việt Nam luôn cao hơn tỷ lệ xuất khẩu.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài có tác động dương đối với sản xuất và có tác động không lớn đối với lĩnh vực công nghiệp. Kết quả này dường như phù hợp với thực trạng nguồn vốn tài chính đầu tư nước ngoài mà Việt Nam có xu hướng chuyển dịch và tập trung vào một số lĩnh vực không có lợi thế cạnh tranh và hiệu quả không có độ lan tỏa cao. Hầu hết vốn FDI vẫn được phân bổ vào các lĩnh vực chưa thật sự phát triển, chẳng hạn như các hoạt động lắp ráp đơn giản tạo việc làm không đòi hỏi tay nghề cao nhưng không mang lại nhiều cơ hội phát triển cho khu vực tư nhân trong nước.

Chênh lệch lãi suất tiền gửi và cho vay ở Việt Nam có mối quan hệ ngược chiều với hệ số phân bổ. Điều này hàm ý rằng khi chênh lệch lãi suất càng cao thì hiệu quả phân bổ càng thấp. Cuối cùng, phát triển của thị trường chứng khoán có tác động đến hiệu quả phân bổ thuộc lĩnh vực công nghiệp. Điều này cho thấy các nguồn tài chính từ thị trường chứng khoán đã được phân bổ tương đối tốt đến các hoạt động sản xuất công nghiệp ở Việt Nam.

Theo kết quả ước lượng thì điểm cực trị sẽ đạt tại mức giá trị FD bằng 4,8 đối với hoạt động sản xuất. Điều này có nghĩa là mức tín dụng cho khu vực tư nhân nên ở mức 120% GDP để đạt được hiệu quả phân bổ nguồn lực tài chính tốt hơn. Bên cạnh đó, nghiên cứu chưa cho thấy bằng chứng về cung tiền, chi tiêu của chính phủ có thể ảnh hưởng tới hoạt động phân bổ. Nghiên cứu tại các quốc gia như Trung Quốc cũng cho kết quả như vậy, cung tiền M2 có tác động ngược chiều đến hiệu quả phân bổ. Điều này xuất phát từ lý do Chính phủ Trung Quốc trong giai đoạn 1995-2016 theo đuổi

chính sách đồng nhân dân tệ thấp làm tăng năng lực cạnh tranh cho hàng hóa của Trung Quốc. Cuối cùng, chi tiêu của chính phủ tác động ngược chiều đến hoạt động phân bổ ở các quốc gia phát triển như Hàn Quốc và làm tăng hiệu quả phân bổ ở các nước kém phát triển hơn như Indonesia.

Chúng tôi cũng tìm thấy một bằng chứng hệ số  $FD^2$  dương, có ý nghĩa thống kê đối với trường hợp Nhật Bản và Hàn Quốc. Điều này cho thấy, ở các quốc gia phát triển thì hoạt động tài chính được thực hiện theo cơ chế thị trường, nguồn lực được phân bổ hiệu quả. Do đó, các khoản tín dụng cho khu vực tư nhân trở nên hiệu quả và không bị giới hạn giá trị so với khu vực đầu tư công. Các kết quả lựa chọn đánh giá tác động của FD tới phân bổ tài chính trong lĩnh vực sản xuất được thể hiện ở Bảng 5.

Kết quả kiểm định mối tương quan dài hạn, tự tương quan, phương sai của sai số thay đổi, tính bền vững, mô hình không thiếu biến được trình bày ở Bảng 4 đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, mô hình ước lượng phù hợp.

Bảng 5. Kết quả ước lượng dài hạn lĩnh vực sản xuất η một số quốc gia

Quốc gia	Indonesia		Nhật Bản		Campuchia		Hàn Quốc	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
FD2	2,06	0,14	9,54	0,00	0,05	0,33	0,35	0,03
FD	-14,52	0,14	-100,57	0,00	-0,42	0,28	-2,79	0,04
FDI	-0,03	0,38			0,14	0,21		
FMD			-0,01	0,56				
GOV	2,74	0,09					-0,98	0,03
M2								
SPREAD	0,01	0,35			0,03	0,34	-0,13	0,01
TRADE	0,72	0,14	0,01	0,81	0,11	0,58	0,00	0,98
C	16,65	0,17	264,90	0,00	0,06	0,96	8,02	0,02
Kiểm định đường bao	3,21		15,74				7,36	
Tự tương quan	0,64		0,21				0,86	
Phương sai thay đổi	0,79		0,68				0,83	
Kiểm định Ramsey	1,00		0,50				0,46	
Kiểm định CUSUM	ổn định		ổn định				ổn định	
Kiểm định CUSUMSQ	ổn định		ổn định				ổn định	



Quốc gia	Malaysia		Philippines		Singapore		Thái Lan	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
FD2	-3,13	0,05	0,50	0,09	4,51	0,01	-2,41	0,12
FD	29,62	0,05	-3,71	0,09	-42,64	0,01	22,62	0,12
FDI	-0,06	0,05	0,02	0,47				
FMD	0,23	0,12	-0,03	0,53	-0,35	0,09	0,24	0,04
GOV	-0,29	0,67			-0,96	0,05		
M2					0,16	0,05		
SPREAD	0,02	0,79					0,05	0,28
TRADE	-0,16	0,67	-0,22	0,03			-0,40	0,26
C	-68,90	0,05	7,91	0,06	104,00	0,01	-52,22	0,12
Kiểm định đường bao	7,24		4,44		9,77		7,44	
Tự tương quan	0,23		0,11		0,16		0,20	
Phương sai thay đổi	0,22		0,56		0,55		0,25	
Kiểm định Ramsey	0,46		0,78		0,73		0,07	
Kiểm định CUSUM	ổn định		ổn định		ổn định		ổn định	
Kiểm định CUSUMSQ	ổn định		ổn định		ổn định		ổn định	

Nguồn: Tính toán của tác giả.

## 5. Kết luận

Dựa theo nghiên cứu về đo lường hiệu quả phân bổ của Wrugler (2000), nghiên cứu này đã thực hiện ước lượng hiệu quả phân bổ đối với các lĩnh vực nông nghiệp, sản xuất, công nghiệp và dịch vụ của Việt Nam và một số quốc gia lân cận. Dựa trên giả định về hiệu quả phân bổ được xác định, bài viết đề xuất mô hình đánh giá tác động của FD và các nhân tố trong quá trình phát triển kinh tế. Kết quả nghiên cứu cho thấy bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến tính giữa tín dụng cho khu vực tư nhân và hoạt động phân bổ nguồn lực tài chính.

Về cơ bản, chúng tôi ủng hộ quan điểm rằng các nước sẽ tập trung vào các lĩnh vực có thể mạnh để tăng cường nguồn lực tài chính, từ đó đạt được hiệu quả kinh tế cao nhất. Mối quan hệ phi tuyến tính giữa phát triển tài chính và hiệu quả phân bổ theo đồ thị phương trình bậc 2 hàm ý rằng các nước có thể dựa vào giá trị FD tối ưu để xác định lượng tín dụng cho khu vực tư nhân nhằm đạt hiệu quả cao nhất.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi cũng chỉ ra hiệu quả phân bổ qua thị trường chứng khoán

ở một số quốc gia phát triển và chênh lệch lãi suất huy động, cho vay có tác động giảm đáng kể đến hiệu quả phân bổ. Do đó, điều kiện chính sách tiền tệ ổn định và tăng cường phát triển thị trường chứng khoán sẽ giúp tăng hiệu quả phân bổ.

## Tài liệu tham khảo

- [1] Wurgler, J., "Financial markets and the allocation of capital", *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), 187-214.
- [2] Fisman, R., & Love, I., "Financial Development and Growth in the Short and Long Run", *NBER Working Paper Series*, 2003.
- [3] Ahmed, M. H., Lemma, Z., & Endrias, G., "Measuring technical, economic and allocative efficiency of maize production in subsistence farming: Evidence from the central", *Applied studies in Agribusiness and Commerce - APSTRACT*, 9 (2015) 3, 63-74.
- [4] Lala, A., & Kuri, P. K., "Measurement of Allocative Efficiency in Agriculture and its Determinants: Evidence from Rural West Bengal, India", *International Journal of Agricultural Research*, 6 (2011) 5, 377-388.
- [5] Liu, Z. Y., "An Overview of Financial Resources Allocation in China", Paper presented at the 2011

- International Conference on Financial Management and Economics, Singapore, 2011.
- [6] Hsieh, C. T., & Klenow, P. J., “Misallocation and manufacturing TFP in China and India”, *Quarterly Journal of Economics*, 124 (2009) 4, 1403-1448.
- [7] Whited, T. M., & Zhao, J., “The Misallocation of Finance”, *Ross School of Business Paper No. 1295* (2016).
- [8] Lashitew, A. A., “Misallocation, Aggregate Productivity and Policy Constraints: Cross-country Evidence in Manufacturing”, 2012.
- [9] Libert, T., “Misallocation and aggregate productivity: Evidence from the French manufacturing sector”, 2016.
- [10] Ha, D. T. T., Kiyota, K., & Yamanouchi, K., “Misallocation and Productivity: The Case of Vietnamese Manufacturing”, *Asian Development Review*, 33 (2016) 2, 94-118.
- [11] Yuan, Y. F., & Cao, X. H., “Empirical research on the nexus of finance and growth efficiency”, *Statistical Research*, 24 (2007) 5, 60-66.
- [12] Zhang, H. B., & Q., X., “The Relationship between Financial Resource Allocation Efficiency and Growth in Different Areas of China”, Paper presented at the The 19th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management, 2012.
- [13] Zhang, Y. M., Jin, H., & Li, Y. Y., “A Study on the Relationship between Financial Resource Allocation and Economic Growth Basedon Hebei Province”, 2015 International Conference on Management Science & Engineering (22th), Dubai, UnitedArabEmirates.
- [14] Ahmad, E., & Malik, A., “Financial sector development and economic growth: An empirical analysis of developing countries”, *Journal of Economic Cooperation and Development*, 30 (2009) 1, 17-40.
- [15] Juan, S., Jie, D., & Ping, K., *International Journal of Applied Economic Studies*, 4 (2016) 4, 1-9.
- [16] Adu, G., Marbuah, G., & Mensah, J. T., “Financial development and economic growth in Ghana: Does the measure of financial development matter. *Review of Development Finance*, 3 (2013), 192-203.
- [17] Bena, J., & Ondko, P., “Financial Development and Allocation of External Finance”, *Working Paper Series CERGE-EI*, 2009.
- [18] Fisman, R., & Love, I., “Financial Development and Growth in the Short and Long Run”, *NBER Working Paper Series*, 2004.
- [19] Ang, J. B., & Mckibbin, W. J., “Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia”, *Brookings Discussion Papers In International Economics*, No. 168 (2005).
- [20] Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J., “Bounds testing approaches to the analysis of level relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, 16, 3, 289- 326.

## Examining and Measuring the Factors Affecting the Allocation of Financial Resources in Vietnam

Le Trung Thanh<sup>1</sup>, Nguyen Duc Khuong<sup>2</sup>

<sup>1</sup>VNU University of Economics and Business,  
144 Xuan Thuy Str., Cau Giay Dist., Hanoi, Vietnam

<sup>2</sup>Thai Binh Province Department of Finance, 142 Le Loi, Thai Binh town, Thai Binh Province, Vietnam

**Abstract:** This study introduces a method of measuring financial resources allocation and examining the impacts of some factors on the economic development. Based on Wurgle (2000), the study establishes the coefficient by economic structure and examines the main impact of financial development on the allocative efficiencies from 1995 to 2016 in Vietnam and some neighboring countries. The results from the Autoregressive distribution lag model ARDL show the non-linear relationship follows inverted U-shaped between credit to the private sector and the efficiency of allocation follows the inverted U shape. This supports an increase in credit for the private sector so as to optimize allocation. In addition, the study also provides evidence of the impact of external financial resources, the development of the stock market, trade openness, money supply, interest rate spread and government spending on the efficiency of the financial resources allocation.

**Keywords:** Financial resources allocation, financial development, efficiency.