

TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI CÁC QUỐC GIA CHÂU Á

Huỳnh Thị Tuyết Ngân*

Trường Đại học Công Thương Thành phố Hồ Chí Minh

*Email: nganhtt@huit.edu.vn

Ngày nhận bài: 15/4/2024; Ngày nhận bài sửa: 03/5/2024; Ngày chấp nhận đăng: 20/5/2024

TÓM TẮT

Trong bối cảnh những năm gần đây, chủ đề về mối liên hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tiếp tục nhận được sự quan tâm đáng kể từ giới nghiên cứu. Tuy nhiên, các kết quả thực nghiệm trong lĩnh vực này vẫn chưa thống nhất, cho thấy sự tồn tại của nhiều tác động khác nhau. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp ước lượng System Generalized Method of Moments (SGMM) với dữ liệu của 30 quốc gia châu Á trong giai đoạn 2004–2019. Kết quả chỉ ra rằng, khi đo lường phát triển tài chính bằng tỷ lệ dư nợ tín dụng trên GDP, biến này không có tác động đáng kể đến tăng trưởng kinh tế. Ngược lại, khi sử dụng tỷ số cung tiền M2 trên GDP, phát triển tài chính thể hiện tác động tiêu cực tới tăng trưởng.

Từ khóa: Phát triển tài chính, tăng trưởng kinh tế, các quốc gia châu Á, SGMM.

1. GIỚI THIỆU

Nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy hệ thống tài chính đóng vai trò trọng yếu đối với tiến trình phát triển kinh tế của một quốc gia [1, 2, 3, 4]. Các cơ chế tài chính hiệu quả có thể thúc đẩy tăng trưởng thông qua gia tăng tích lũy vốn, cải thiện tiến bộ công nghệ, nâng cao tỷ lệ tiết kiệm, tạo điều kiện thu hút vốn đầu tư nước ngoài và tối ưu hóa phân bổ nguồn lực. Những quốc gia sở hữu hệ thống tài chính phát triển thường có tốc độ tăng trưởng bền vững hơn, và nhiều nghiên cứu khẳng định mối quan hệ này mang tính nhân quả. Do đó, phát triển tài chính không chỉ là kết quả của tăng trưởng kinh tế mà còn là nhân tố thúc đẩy nó.

Mặc dù vậy, các nghiên cứu trước đây vẫn chưa đạt được sự đồng thuận về bản chất của mối quan hệ này. Ví dụ, Cheng và cộng sự (2021) chỉ ra rằng phát triển tài chính có ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế ở 72 quốc gia giai đoạn năm 2000-2015 [5]. Trong khi đó, Abu-Bader và Abu-Qarn (2008) lại phát hiện quan hệ nhân quả hai chiều tại Ai Cập trong giai đoạn 1960-2001 [6]. Uddin và cộng sự (2013) xác định tác động tích cực lâu dài của phát triển tài chính đối với tăng trưởng ở Kenya [7]. Kết quả này tương đồng với Samargandi và cộng sự (2014) ở Ả Rập Saudi [8]. Ở một nghiên cứu khác, Wolde-Rufael (2009) chứng minh tồn tại quan hệ nhân quả hai chiều giữa tăng trưởng và phát triển tài chính ở Kenya [9]. Trong khi đó, Hao và cộng sự (2020) tìm thấy bằng chứng cho mối quan hệ một chiều từ tăng trưởng kinh tế đến phát triển tài chính ở Trung Quốc [10]. Ngoài ra, Aghion và cộng sự (1998) nhấn mạnh vai trò của phát triển tài chính trong việc cắt giảm chi phí và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế [11].

Xuất phát từ bối cảnh đó, nghiên cứu này được tiến hành nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại khu vực châu Á – một trong những khu vực có thị trường tài chính phát triển năng động. Đặc biệt, nghiên cứu áp dụng không chỉ phương pháp SGMM truyền thống mà còn cả phương pháp SGMM hiệu chỉnh theo Windmeijer (2005), nhằm khắc phục hạn chế về ước lượng sai số chuẩn của phương pháp gốc và từ đó nâng cao độ tin cậy của kết quả phân tích [12].

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Khái niệm phát triển tài chính

Theo Adnan (2011), phát triển tài chính được hiểu là tổng hòa các yếu tố, chính sách và thể chế nhằm xây dựng hệ thống các thị trường và trung gian tài chính hiệu quả, đảm bảo khả năng tiếp cận vốn cũng như các dịch vụ tài chính rộng rãi [13].

Ngân hàng Thế giới (World Bank, 2012) đã đề xuất một khung khái niệm 4x2 để đánh giá mức độ phát triển tài chính trên phạm vi toàn cầu. Khung này bao gồm bốn nhóm chỉ số phản ánh đặc trưng của một hệ thống tài chính hoạt động tốt: chiều sâu, khả năng tiếp cận, hiệu quả và tính ổn định [14].

Trong thực tế nghiên cứu, các thước đo phổ biến cho phát triển tài chính thường là tỷ lệ dư nợ tín dụng và tỷ lệ cung tiền M2 so với tổng sản phẩm nội địa (GDP). Do đó, trong nghiên cứu này, tác giả cũng lựa chọn hai biến số này để đại diện cho mức độ phát triển tài chính ở các quốc gia trong mẫu nghiên cứu.

2.2. Khái niệm tăng trưởng kinh tế

Theo Samuelson và Nordhaus (1985), tăng trưởng kinh tế được định nghĩa là sự mở rộng GDP hay sản lượng tiềm năng của một quốc gia [15]. Nói cách khác, quá trình tăng trưởng diễn ra khi đường giới hạn khả năng sản xuất (PPF) dịch chuyển ra phía ngoài. Một khái niệm liên quan chặt chẽ là tăng trưởng sản lượng bình quân đầu người. Như vậy, có thể hiểu tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng về số lượng, chất lượng, tốc độ cũng như quy mô sản lượng trong một giai đoạn xác định, được đo lường thông qua GDP hoặc GNP.

Samuelson và Nordhaus (1985) cho rằng mặc dù mỗi quốc gia có thể đi theo con đường riêng để đạt tăng trưởng, song vẫn tồn tại bốn yếu tố cốt lõi chi phối: (i) nguồn nhân lực (cung lao động, trình độ giáo dục, động cơ khuyến khích và kỷ luật), (ii) tài nguyên thiên nhiên (đất đai, khoáng sản, năng lượng và môi trường), (iii) vốn vật chất (máy móc, nhà xưởng, cơ sở hạ tầng) và (iv) công nghệ (bao gồm cả quản lý và tinh thần kinh doanh) [15].

2.3. Các lý thuyết liên quan

2.3.1. Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

Theo Dilek (2017), dựa trên nền tảng lý thuyết tăng trưởng Tân cổ điển của Solow (1957), phát triển tài chính có thể trở thành động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế [16, 17].

Thứ nhất, nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng một hệ thống tài chính phát triển đóng vai trò quan trọng trong việc luân chuyển vốn sang khu vực sản xuất thực, đảm bảo phân bổ nguồn lực hợp lý vào những ngành, lĩnh vực trọng điểm, qua đó góp phần tái cơ cấu kinh tế và khuyến khích khu vực tư nhân phát triển. [18, 19, 20].

Thứ hai, sự phát triển tài chính làm phong phú hóa các công cụ và sản phẩm đầu tư, cho phép doanh nghiệp đa dạng hóa danh mục, giảm thiểu rủi ro và tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng [21].

Thứ ba, tài chính phát triển nâng cao khả năng thanh khoản, tạo ra cơ chế rút lui hiệu quả cho các nhà đầu tư và cải thiện vai trò của trung gian tài chính, từ đó nâng cao tính an toàn của dòng vốn [22, 23].

Thứ tư, hệ thống tài chính hoàn thiện còn hỗ trợ mạnh mẽ cho hoạt động khởi nghiệp và đổi mới công nghệ, bởi doanh nghiệp dễ dàng huy động vốn hơn, từ đó hình thành môi trường cạnh tranh lành mạnh và nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực [24].

Cuối cùng, thị trường tài chính có thể tác động tích cực đến hiệu quả quản trị doanh nghiệp, nhờ cơ chế phản ánh chính xác thông tin qua giá cả và hoạt động giao dịch [25].

2.3.2. Tác động nhân quả giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Robinson (1979) cho rằng tăng trưởng kinh tế mới là động lực chính dẫn đến phát triển tài chính, thay vì ngược lại [26]. Quan điểm này cho thấy các ngân hàng và thị trường tài chính thường phản ứng trước nhu cầu tăng trưởng, hơn là giữ vai trò tiên phong. Các mô hình phát triển tài chính nội sinh sau này đã mở rộng góc nhìn, cho rằng tăng trưởng cao sẽ kéo theo nhu cầu lớn hơn về dịch vụ tài chính, đồng thời sự mở rộng của hệ thống tài chính cũng tạo điều kiện cho tích lũy vốn, từ đó thúc đẩy tăng trưởng. Thực nghiệm cho thấy nhiều bằng chứng về mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Chẳng hạn, Ibrahim và Alagidede (2018) sử dụng phương pháp SGMM

và phát hiện phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng ở 29 quốc gia châu Phi cận Sahara giai đoạn 1980–2014 [27]. Shahbaz và cộng sự (2013) cũng khẳng định quan hệ hai chiều khi phân tích mối liên hệ giữa tăng trưởng, tiêu thụ năng lượng, phát triển tài chính và thương mại tại Trung Quốc [28]. Pradhan và cộng sự (2018) tiếp tục củng cố bằng chứng này với dữ liệu 35 quốc gia giai đoạn 1961–2015 [29].

2.3.3. Tác động tiêu cực của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế

Bên cạnh nhiều quan điểm nhấn mạnh tác động tích cực, cũng có những nghiên cứu chỉ ra hệ quả tiêu cực của phát triển tài chính. Lucas (1988) cho rằng vai trò của các khu vực tài chính đối với tăng trưởng kinh tế thường bị phóng đại [30]. Morck và Nakamura (1999) thậm chí cho rằng hệ thống ngân hàng có thể gây cản trở đến tăng trưởng kinh tế [31].

Một mức độ phát triển tài chính quá cao có thể dẫn tới phân bổ vốn sai lệch vào các dự án kém hiệu quả, tạo nên chu kỳ tăng trưởng nóng và sụt giảm, tác động bất lợi đến dài hạn. Sau cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính toàn cầu, phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế thể hiện mối quan hệ tích cực vì thị trường tài chính phát triển hơn sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế [4]. Mối liên kết tích cực này dường như được giữ vững ở các nền kinh tế phát triển, mới nổi và đang phát triển. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu gần đây đã chỉ ra mối quan hệ tiêu cực giữa tài chính và tăng trưởng kinh tế khi kết hợp thời kỳ trước và sau khủng hoảng [22]. Sự phát triển tài chính quá mức có thể tạo ra sự biến động đối với năng suất, đầu tư và toàn bộ nền kinh tế. Thật vậy, các cuộc khủng hoảng tài chính, đặc biệt là ở các nền kinh tế mới nổi là nguyên nhân dẫn đến những đợt suy thoái kinh tế quan trọng.

Thị trường tài chính phát triển hơn có liên quan đến tăng trưởng kinh tế cao hơn ở các nền kinh tế có mức độ phát triển tài chính thấp và tăng trưởng kinh tế chậm hơn sau một ngưỡng hoạt động kinh tế nhất định, ước tính vào khoảng 90% GDP [32]. Cecchetti và Kharroubi (2012) chỉ ra mô hình chữ U ngược giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế [33]. Mối quan hệ tích cực chuyển thành tiêu cực khi khu vực tài chính tăng trưởng rất lớn hoặc khi việc làm trong hệ thống tài chính lớn hơn 3,5% tổng số việc làm, tác động của nó đối với tăng trưởng kinh tế là tiêu cực. Các tác giả đã chỉ ra sự gia tăng nhanh chóng của tài chính ở các nước tiên tiến dường như có hại cho tăng trưởng kinh tế thực tế. Cụ thể, ngành tài chính tăng trưởng nhanh sẽ cạnh tranh với các ngành khác về phân bổ nguồn lực hoặc sử dụng lao động có trình độ cao, và do đó tác động tiêu cực đến các ngành khác trong nền kinh tế.

Tổng hợp lại, đến nay vẫn chưa có sự thống nhất tuyệt đối về chiều hướng của mối quan hệ phát triển tài chính - tăng trưởng kinh tế. Trong thời gian dài, các nghiên cứu đã chấp nhận rằng hai biến số này có mối quan hệ cùng chiều vì phát triển tài chính và đổi mới tài chính ngụ ý một sự hội nhập tài chính cao thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Tuy nhiên, kể từ khi các cuộc suy thoái và khủng hoảng kinh tế xảy ra, nhiều bằng chứng cho thấy một mối quan hệ nghịch chiều dường như được khẳng định nhiều hơn.

2.4. Các nghiên cứu thực nghiệm

Để làm rõ hơn mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành ở các khu vực và quốc gia khác nhau. Bảng 1 dưới đây tổng hợp một số nghiên cứu tiêu biểu.

Bảng 1. Tổng hợp các nghiên cứu liên quan

Tác giả (năm)	Vấn đề nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Fengju và cộng sự (2024) [34]	Mối quan hệ phát triển tài chính - tăng trưởng kinh tế ở 18 quốc gia Đông Phi giai đoạn 1995 - 2021.	Nghiên cứu chỉ ra rằng phát triển tài chính có tác động tích cực, song hiệu quả này mạnh hơn đáng kể tại những nước có khuôn khổ thể chế vững chắc hơn.
Bayraktar và cộng sự (2023) [35]	Mối quan hệ tăng trưởng kinh tế - phát triển tài chính tại các nền kinh tế mới nổi và thu nhập trung bình trong giai đoạn 1990-2020.	Kết quả cho thấy chỉ số phát triển tài chính có tác động tích cực khi được đưa vào cùng biến kiểm soát chất lượng thể chế. Tuy nhiên, nếu thiếu yếu tố này, mối quan hệ trở nên không còn ý nghĩa thống kê
Singh và cộng sự (2023) [36]	Tác động của phát triển tài chính tới tăng trưởng kinh tế ở Ấn Độ từ 1976 đến 2020.	Nghiên cứu phát hiện sự tác động tiêu cực khá rõ rệt của phát triển tài chính và dòng vốn nước ngoài đến tăng trưởng cả trong ngắn hạn và dài hạn.
Oroud và cộng sự (2023) [37]	Mối liên hệ giữa tài chính và tăng trưởng bằng cách sử dụng nền kinh tế thị trường đang phát triển	Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng. Đồng thời, sự hội tụ của quá trình tăng trưởng kinh tế sẽ đạt được con đường cân bằng

Tác giả (năm)	Vấn đề nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
	của Jordan làm trường hợp nghiên cứu điển hình (1980-2020).	dài hạn thông qua các kênh phát triển tài chính với tốc độ điều chỉnh nhanh.
Lê Phương Thảo Quỳnh và cộng sự (2022) [38]	Ảnh hưởng của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế ở các nước ASEAN.	Kết quả khẳng định vai trò tích cực của phát triển tài chính đối với tăng trưởng, nhấn mạnh nhu cầu cải thiện mức độ phát triển, hiệu quả giám sát ngân hàng và thị trường chứng khoán.
Nguyen và cộng sự (2021) [39]	Tác động của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế bằng cách sử dụng dữ liệu bảng về 22 thị trường mới nổi từ 1980 đến 2020.	Các phát hiện thực nghiệm đã nhận thấy mối quan hệ nhân quả Granger hai chiều vững chắc giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế trong tất cả các cách thức đo lường phát triển tài chính.
Zhang và Zhou (2021) [40]	Mối quan hệ phát triển tài chính - tăng trưởng kinh tế với bối cảnh nền kinh tế mở nhỏ tại 52 quốc gia thuộc 7 khu vực từ 1960 đến 2011.	Trong dài hạn, tốc độ tăng trưởng của một nền kinh tế mở nhỏ có thể đạt được 6,75% ở mức phát triển tài chính tối đa. Tuy nhiên, mức độ phát triển tài chính tối đa hóa phúc lợi thấp hơn nhiều, đạt mức tăng trưởng dài hạn thấp hơn chỉ là 2,62%.
Song và cộng sự (2020) [41]	Tác động ngưỡng của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế biến của Trung Quốc.	Nghiên cứu phát hiện quan hệ hình chữ U giữa phát triển tài chính và tăng trưởng. Chỉ khi vượt qua ngưỡng nhất định, phát triển tài chính mới mang lại tác động tích cực
Wu và cộng sự (2020) [20]	Đồng liên kết và quan hệ nhân quả của phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế từ 1960 – 2016 tại các nền kinh tế lớn ở châu Á.	Mặc dù kết quả đồng liên kết dài hạn không rõ ràng, nhưng có bằng chứng cho thấy mối quan hệ nhân quả tồn tại trong ngắn hạn.

3. MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết tăng trưởng do Romer (1986) [42] và Solow (1957) [17], cùng với lý thuyết, mô hình Solow-Swan về hội tụ, nghiên cứu này kế thừa và điều chỉnh từ các nghiên cứu thực nghiệm của Cheng và cộng sự (2021) [5], Sassi và Goaid (2013) [43], Niebel (2018) [44]. Từ đó, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau (cụ thể qua hình 1):

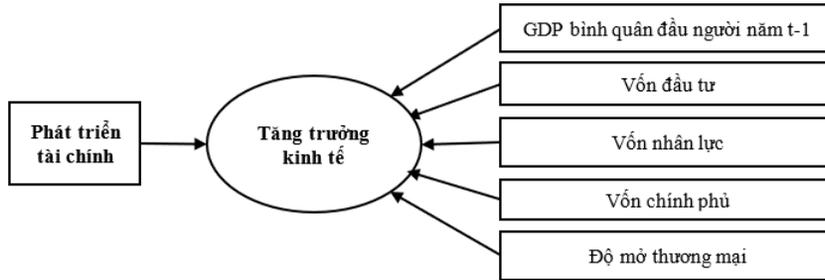
$$growth_{it} = \beta_0 + \beta_1gdpp_{it-1} + \beta_2k_{it} + \beta_3l_{it} + \beta_4FD_{it} + \beta_5g_{it} + \beta_6open_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, hệ số β_4 là thước đo mức độ ảnh hưởng của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia châu Á và các biến được mô tả ở Bảng 2.

Bảng 2. Các biến trong mô hình

Biến số	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng về dấu
Biến phụ thuộc			
Tăng trưởng kinh tế	$growth_{it}$	$lny_{it} - lny_{i(t-1)}$ với y_{it} và $y_{i(t-1)}$ lần lượt là GDP bình quân đầu người năm t và t-1	
Biến độc lập chính			
Phát triển tài chính	FD_{it}	Tỷ lệ giữa dư nợ tín dụng trên GDP (mc)	+/-
		Tỷ lệ giữa cung tiền M2 trên GDP (br)	+/-
Các biến độc lập kiểm soát (<i>bổ sung nhằm kiểm soát hiện tượng độ tăng trưởng chậm lại theo thời gian và tác động nhất quán của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế</i>)			
GDP bình quân đầu người năm t-1	$gdpp_{it-1}$	Logarit tự nhiên của GDP bình quân đầu người vào năm t-1	+
Vốn đầu tư	k_{it}	Tỷ lệ tổng đầu tư trong nước so với GDP	+
Vốn nhân lực	l_{it}	Tỷ lệ lực lượng lao động trong dân số	+
Vốn chính phủ	g_{it}	Tỷ lệ chi tiêu công so với GDP	+/-
Độ mở thương mại	$open_{it}$	Tỷ lệ kim ngạch xuất nhập khẩu so với GDP	+

Trong nghiên cứu này, cả phương pháp SGMM truyền thống và SGMM hiệu chỉnh theo Windmeijer (2005) đều được sử dụng để ước lượng, với mục tiêu khắc phục vấn đề sai số chuẩn thấp và đảm bảo tính bền vững của kết quả [12]. Kiểm định Hansen và Arellano-Bond được áp dụng để kiểm tra độ phù hợp của mô hình.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 30 quốc gia châu Á, trong đó có 19 quốc gia đang phát triển, 4 quốc gia mới nổi và 7 quốc gia phát triển, chiếm khoảng 60% tổng số quốc gia của khu vực. Việc phân loại dựa theo tiêu chí của Niebel (2018) [44], chi tiết tại Bảng 3.

Nguồn dữ liệu thứ cấp được lấy từ cơ sở dữ liệu World Economic Outlook (WEO) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và World Development Indicators (WDI) của Ngân hàng Thế giới (WB), giai đoạn 2004–2019. Khoảng thời gian này bao gồm cả thời kỳ trước, trong và sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, do đó đảm bảo phản ánh đầy đủ các chu kỳ kinh tế.

Bảng 3. Phân loại các quốc gia theo Niebel (2018) [44]

TT	Tên quốc gia	Mã	GDP bình quân đầu người	TT	Tên quốc gia	Mã	GDP bình quân đầu người
Các quốc gia đang phát triển				Các quốc gia mới nổi			
1	Armenia	ARM	3838,2	1	Azerbaijan	AZE	7875,8
2	Bangladesh	BGD	981,8	2	China	CHN	7050,6
3	Bhutan	BTN	2472,7	3	Kazakhstan	KAZ	13890,6
4	Georgia	GEO	4623,7	4	Malaysia	MYS	10970,1
5	Indonesia	IDN	3623,9	Các quốc gia phát triển			
6	India	IND	1449,6	1	United Arab Emirates	ARE	42412,6
7	Jordan	JOR	4043,7	2	Brunei Darussalam	BRN	44740,1
8	Kyrgyz Republic	KGZ	1282,4	3	Israel	ISR	36309,5
9	Cambodia	KHM	1013,4	4	Japan	JPN	40454,5
10	Sri Lanka	LKA	3610,3	5	Kuwait	KWT	49388,1
11	Myanmar	MMR	1162,3	6	Qatar	QAT	85050,9
12	Mongolia	MNG	4366,1	7	Singapore	SGP	56967,4
13	Nepal	NPL	715,9				
14	Pakistan	PAK	1208,9				
15	Philippines	PHL	2871,4				
16	Thailand	THA	6168,3				
17	Tajikistan	TJK	1048,2				
18	Timor-Leste	TLS	1210,0				
19	Vietnam	VNM	1886,7				

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Thống kê mô tả, ma trận tương quan và kiểm tra đa cộng tuyến

Bảng 4 trình bày thống kê mô tả cho các biến nghiên cứu, bao gồm giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất. Kết quả cho thấy dữ liệu có sự biến động đáng kể giữa các quốc gia và qua các năm.

Bảng 4. Kết quả thống kê mô tả

Biến quan sát	Số quan sát	Giá trị trung bình	Sai số chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
gdp	480	3,687557	4,553522	-15,15126	32,99707
gdpp	480	8,375864	1,468077	6,193531	11,15166
k	480	28,61434	10,03125	7,374343	69,52741
l	480	68,93296	10,85025	41,47	88,51
g	480	15,29082	13,03822	3,460335	115,9326
open	480	95,56197	65,16268	,1674176	437,3267
mc	480	53,74356	35,35815	3,121103	165,3904
br	480	73,25441	48,0905	10,57148	254,8189

Bảng 5 thể hiện ma trận hệ số tương quan. Hầu hết các cặp biến độc lập có hệ số tương quan dưới 50%, chứng tỏ khả năng đa cộng tuyến thấp. Ngoại trừ cặp (br và mc) có tương quan hơn 60%, nhưng hai biến này không đồng thời xuất hiện trong cùng mô hình, nên vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng không xảy ra.

Bảng 5. Ma trận tương quan

Biến	gdp	gdpp	k	l	g	open	mc	br
gdp	1,0000							
gdpp	-0,3716	1,0000						
k	0,2094	-0,1224	1,0000					
l	-0,0239	0,3286	0,1145	1,0000				
g	-0,0964	-0,0378	0,1743	-0,0424	1,0000			
open	-0,0524	0,3163	-0,0249	0,1904	0,0024	1,0000		
mc	-0,1400	0,4604	0,0675	0,3144	-0,1229	0,3695	1,0000	
br	-0,1444	0,4164	0,0626	0,2101	-0,0376	0,1641	0,8762	1,0000

4.2. Kết quả ước lượng mô hình

Kết quả hồi quy bằng SGMM được thể hiện ở Bảng 6. Kết quả kiểm định cho thấy cả 2 kiểm định Hansen và Arellano-Bond đều thỏa mãn yêu cầu và cho thấy các mô hình đảm bảo độ tin cậy để phân tích.

Bảng 6. Kết quả ước lượng mô hình (1)

growth	Biến độc lập mc		Biến độc lập br	
	Hiệu chỉnh Windmeijer	Thông thường	Hiệu chỉnh Windmeijer	Thông thường
gdpp	-5,78898***	-6,884523***	-5,438835***	-5,60635***
k	,1036119***	,0415118**	,1780786***	,1667027***
l	,475163***	,3831634***	,1309178	,0979628
g	-,1278861***	-,2211258***	-,1873166***	-,2716159***
open	,1083937***	,1699293***	,0935555***	,140843***
mc	,0087337	,0382556		

br			-,031903**	-,0709013***
Hằng số	7,772996	19,17564**	31,11037***	35,23876***
AR (1) p-value	0,016	0,014	0,025	0,025
AR (2) p-value	0,085	0,117	0,067	0,074
Hansen p-value	0,397	0,320	0,277	0,379
Number of groups	30	30	30	30
Number of instruments	28	28	29	29
Second stage F-test p-value	0,000	0,000	0,000	0,000

Trong mô hình với biến mc/ br thì các biến độc lập gdp, k, l được xem là nội sinh.

***: có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

** : có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

* : có ý nghĩa thống kê ở mức 10%

Với biến mc (dư nợ tín dụng trên GDP): các hệ số hồi quy đều không có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, đồng nghĩa rằng phát triển tài chính theo thước đo này không có ảnh hưởng rõ ràng đến tăng trưởng kinh tế.

Với biến br (M2 trên GDP): hệ số mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này hàm ý rằng gia tăng cung tiền M2 trên GDP lại gây tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, nếu tỷ lệ này tăng 1%, tốc độ tăng trưởng kinh tế có thể giảm trung bình 0,05%. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu trước đó, cũng có thêm bằng chứng cho quan điểm phát triển tài chính trong một số điều kiện có thể kim hãm thay vì thúc đẩy tăng trưởng.

Có một số lý do được đề cập trong các nghiên cứu trước giải thích vì sao phát triển tài chính có thể mang lại tác động tiêu cực đến sự tăng trưởng của kinh tế. Ví dụ, Ihsan & Anjum (2013) cho rằng gia tăng mạnh cung tiền M2 dễ gây lạm phát cao, ảnh hưởng xấu tới nền kinh tế Pakistan [45]. Tương tự, Nijskens & Wagner (2011) chỉ ra rằng khi ngân hàng mở rộng cho vay quá mức với tỷ lệ vốn tự có thấp, rủi ro hệ thống sẽ tăng, đe dọa sự ổn định dài hạn [46].

Bên cạnh đó, kết quả của nghiên cứu cũng cho thấy các biến kiểm soát như GDP bình quân đầu người, vốn đầu tư, chi tiêu công và độ mở thương mại (gdp, k, l, g, open) đều có ý nghĩa trong việc lý giải tăng trưởng kinh tế. Điều này chứng tỏ mô hình đã nắm bắt được những yếu tố nền tảng quan trọng ngoài biến phát triển tài chính.

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Dựa trên dữ liệu 30 quốc gia châu Á giai đoạn 2004–2019 và phương pháp SGMM, nghiên cứu này đưa ra hai kết quả chính. Thứ nhất, khi đo lường phát triển tài chính bằng tỷ lệ dư nợ tín dụng trên GDP, biến số này không có tác động đáng kể đến tăng trưởng kinh tế. Thứ hai, khi sử dụng tỷ lệ cung tiền M2 trên GDP, phát triển tài chính lại cho thấy ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng.

Phát hiện này mang hàm ý chính sách quan trọng: các nền kinh tế châu Á có thể chịu tác động nhạy cảm từ biến động của thị trường tài chính. Do đó, các nhà hoạch định chính sách cần thận trọng trong việc thúc đẩy mở rộng tài chính, đồng thời phải tính đến khả năng rủi ro phát sinh. Cụ thể, ngân hàng trung ương ở các quốc gia châu Á nên điều hành chính sách tiền tệ một cách linh hoạt, nhằm trung hòa lượng cung tiền dư thừa trong nền kinh tế, hạn chế tác động bất lợi của sự mở rộng tài chính đến tăng trưởng.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Beck Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, & Ross Levine - A new database on the structure and development of the financial sector. *World Bank Economic Review* **14** (3) (2000) 597–605. <https://doi.org/10.1093/wber/14.3.597>.
2. Čihák, Martin, Asli Demirguc-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine - Benchmarking Financial Development Around the World. *Policy Research Working Paper* **6175** (10.1596) (2012) 1813–9450.

3. Demircuc-Kunt Asli - Finance, financial sector policies, and long- run growth (2008).
4. Levine, Ross - Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of Economic Growth* **1** (2005) 865-934. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
5. Cheng, C. Y., Chien, M. S., & Lee, C. C. - ICT diffusion, financial development, and economic growth: An international cross-country analysis. *Economic Modelling* **94** (2021) 662-671. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.008>.
6. Abu-Bader, S., & Abu-Qarn, A. S. - Financial development and economic growth: The Egyptian experience. *Journal of Policy Modeling* **30** (5) (2008) 887–898. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2007.02.001>
7. Uddin, G. S., Sjo, B., & Shahbaz, M. - The causal nexus between financial development and economic growth in Kenya. *Economic Modelling* **35** (2013) 701-707. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.08.031>
8. Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. - Financial development and economic growth in an oil-rich economy: The case of Saudi Arabia. *Economic Modelling* **43** (2014) 267–278. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.07.042>.
9. Wolde-Rufael, Y. - Re-examining the financial development and economic growth nexus in Kenya. *Economic Modelling* **26** (6) (2009) 1140–1146. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2009.05.002>
10. Hao, Y., Wang, L. O., & Lee, C. C. - Financial development, energy consumption and China's economic growth: New evidence from provincial panel data. *International Review of Economics & Finance* **69** (2020) 1132-1151. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.12.006>
11. Aghion, P., Howitt, P., Howitt, P.W., Brant-Collett, M., García- Peñalosa, C. - *Endogenous Growth Theory*. MIT Press (1998).
12. Windmeijer, F. - A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics* **126** (1) (2005) 25–51. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.02.005>
13. Adnan, N. - Measurement of financial development: A fresh approach. 8th International Conference on Islamic Economics and Finance (2011) 1-23.
14. World Bank - *Global Financial Development Report 2013: Rethinking the Role of the State in Finance*. World Bank (2012). <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9503-5>
15. Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. - *Economics* (12th ed.). New York: McGraw-Hill (1985).
16. Dilek, D. C., Ispir, M. S., Yetkiner, H. - Financial development and economic growth: Some theory and more evidence. *Journal of Policy Modeling* **39** (2) (2017) 290-306. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.08.001>
17. Solow, R. M. - Technical change and the aggregate production function. *The Review of Economics and Statistics* **39** (3) (1957) 312-320. <https://doi.org/10.2307/1926047>
18. Greenwood, J., & Jovanovic, B. - Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy* **98** (5) (1990) 1076-1107.
19. Bencivenga, V.R. and Smith, B.D - Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies* **58** (1991) 195-209. <https://doi.org/10.2307/2297964>
20. Wu, C. F., Huang, S. C., Chang, T., Chiou, C. C., & Hsueh, H. P. - The nexus of financial development and economic growth across major Asian economies: Evidence from bootstrap ARDL testing and machine learning approach. *Journal of Computational and Applied Mathematics* **372** (2020) 112660. <https://doi.org/10.1016/j.cam.2019.112660>
21. Saint-Paul, G. - Fiscal policy in an endogenous growth model. *The Quarterly Journal of Economics* **107** (4) (1992) 1243-1259. <https://doi.org/10.2307/2118387>
22. Rousseau, P. L., & Wachtel, P. - What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?. *Economic inquiry* **49** (1) (2011) 276-288. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2009.00197.x>

23. Arestis, P., Demetriades, P. O., & Luintel, K. B. - Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of money, credit and banking* (2001) 16-41. <https://doi.org/10.2307/2673870>
24. Greenwood, J., & Smith, B. D. - Financial markets in development, and the development of financial markets. *Journal of Economic Dynamics and Control* **21** (1) (1997) 145–181. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(95\)00928-0](https://doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0).
25. Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. - Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *The World Bank Economic Review* **10** (2) (1996) 223-239. <https://doi.org/10.1093/wber/10.2.223>.
26. Robinson, J. - The generalization of the general theory. *The Generalization of the General Theory and Other Essays* (1979) 1761.
27. Ibrahim, M., & Alagidede, P. - Effect of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. *Journal of Policy Modeling* **40** (6) (2018) 1104–1125. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2018.08.001>.
28. Shahbaz, M., Khan, S., & Tahir, M. I. - The dynamic links between energy consumption, economic growth, financial development and trade in China: Fresh evidence from multivariate framework analysis. *Energy Economics* **40** (2013) 8-21. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2013.06.006>.
29. Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Nair, M., Bennett, S. E., & Hall, J. H. - The dynamics between energy consumption patterns, financial sector development and economic growth in financial action task force (FATF) countries. *Energy* **159** (2018) 42-53. <https://doi.org/10.1016/j.energy.2018.06.094>.
30. Lucas, R. E. - On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics* **22** (1) (1988) 3–42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7).
31. Morck, R., & Nakamura, M. - Banks and corporate control in Japan. *The Journal of Finance* **54** (1) (1999) 319–339. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00106>.
32. Cournède, B., & Denk, O. - Finance and economic growth in OECD and G20 countries. Available at SSRN 2649935 (2015).
33. Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. - Reassessing the impact of finance on growth (2012).
34. Fengju, X., & Wubishet, A. - Analysis of the Impacts of Financial Development on Economic Growth in East Africa: How do the institutional qualities matter?. *Economic Analysis and Policy* (2024). <https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.04.002>.
35. Bayraktar, Y., Ozyilmaz, A., Toprak, M., Olgun, M. F., & Isik, E. - The role of institutional quality in the relationship between financial development and economic growth: Emerging markets and middle-income economies. *Borsa Istanbul Review* **23** (6) (2023) 1303-1321. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.10.002>.
36. Singh, S., Arya, V., Yadav, M. P., & Power, G. J. - Does financial development improve economic growth? The role of asymmetrical relationships. *Global Finance Journal* **56** (2023) 100831. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100831>.
37. Oroud, Y., Almahadin, H. A., Alkhazaleh, M., & Shneikat, B. - Evidence from an emerging market economy on the dynamic connection between financial development and economic growth. *Research in Globalization* **6** (2023) 100124. <https://doi.org/10.1016/j.resglo.2023.100124>.
38. Lê Phương Thảo Quỳnh, Nguyễn Thị Phương Thảo - Ảnh hưởng của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế các nước ASEAN. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế* **145** (2022) 53-68.
39. Nguyen, H. M., Le, Q. T. T., Ho, C. M., Nguyen, T. C., Vo, D. H. - Does financial development matter for economic growth in the emerging markets?. *Borsa Istanbul Review* **22** (4) (2021) 688-698. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.004>.
40. Zhang, B., & Zhou, P. - Financial development and economic growth in a microfounded small open economy model. *The North American Journal of Economics and Finance* **58** (2021) 101544. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101544>.

41. Song, Y., Chen, B., Tao, R., Su, C. W., & Umar, M. - Too much or less? Financial development in Chinese marine economic growth. *Regional Studies in Marine Science* **37** (2020) 101324. <https://doi.org/10.1016/j.rsma.2020.101324>.
42. Romer, P. - Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy* **94** (5) (1986) 1002-1037.
43. Sassi, S., Goaid, M. - Financial development, ICT diffusion and economic growth: Lessons from MENA region. *Telecommunications Policy* **37** (4–5) (2013) 252-261. <https://doi.org/10.1016/j.telpol.2012.12.004>.
44. Niebel, T. - ICT and economic growth - Comparing developing, emerging and developed countries. *World Development* **104** (2018) 197-211. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2017.11.024>.
45. Ihsan, I., & Anjum, S. - Impact of money supply (M2) on GDP of Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research Finance* **13** (6) (2013) 1-8.
46. Nijskens, R., Wagner, W. - Credit risk transfer activities and systemic risk: how banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time. *J. Bank. Finance* **35** (6) (2011) 1391-1398. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.001>.

ABSTRACT

THE IMPACT OF FINANCIAL DEVELOPMENT ON THE ECONOMIC GROWTH IN ASIA COUNTRIES

Huỳnh Thị Tuyet Ngan*

Ho Chi Minh City University of Industry and Trade

*Email: nganhtt@huit.edu.vn

In recent years, the topic of the relationship between financial development and economic growth has continued to receive considerable attention from researchers. However, empirical findings in this field remain inconsistent, indicating the existence of diverse effects. This study applies the System Generalized Method of Moments (SGMM) estimation technique with data from 30 Asian countries during the period 2004–2019. The results reveal that financial development, when measured by the ratio of credit to GDP, has no significant impact on economic growth. In contrast, when measured by the ratio of money supply M2 to GDP, financial development exerts a negative effect on growth.

Keywords: Financial development, economic growth, Asian countries, SGMM.