

# Giới hạn phát triển hệ thống tài chính ngân hàng tại các quốc gia châu Á

Phan Thị Bích Nguyệt  
Phạm Dương Phương Thảo

Ngày nhận: 21/12/2018

Ngày nhận bản sửa: 26/12/2018

Ngày duyệt đăng: 26/12/2018

*Bằng phương pháp hồi quy ngưỡng cho dữ liệu bảng, bài nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mức ngưỡng giới hạn để phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng hướng tới mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại 33 quốc gia châu Á (bao gồm Việt Nam). Kết quả nghiên cứu này xác định rằng mối quan hệ giữa mức độ phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng trong nền kinh tế lên tăng trưởng kinh tế không phải là tuyến tính mà tồn tại giá trị ngưỡng giới hạn. Khi hệ thống tài chính-ngân hàng chưa vượt mức ngưỡng giới hạn này thì khu vực tài chính có ảnh hưởng tích cực, thúc đẩy tăng trưởng GDP. Ngược lại, vượt trên mức ngưỡng giới hạn thì phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng lại cản trở và kìm hãm tăng trưởng kinh tế. Phân tích của bài viết hàm ý rằng tập trung quá mức cho sự phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng tại Việt Nam cũng như các quốc gia châu Á khác không phải lúc nào cũng có lợi. Các chính sách để phát triển khu vực tài chính -ngân hàng cần được cân nhắc ở một mức độ phù hợp để phát huy vai trò tích cực lên tăng trưởng kinh tế là một vấn đề mà các nhà hoạch định chính sách cần phải quan tâm. Từ khóa: Phát triển hệ thống tài chính-ngân hàng, tăng trưởng kinh tế, quan hệ phi tuyến*

## 1. Giới thiệu

**M**ặc dù phát triển sau khu vực châu Âu và châu Mỹ, các nền kinh tế mới nổi châu Á có tốc độ tăng trưởng nhanh đã thu hút nhiều sự quan tâm trên thế giới. Tuy nhiên trong bối cảnh kinh tế thế giới

thời gian gần đây nhiều bất ổn, các nước trong khu vực châu Á phải đối mặt với hàng loạt thách thức và tốc độ tăng trưởng có xu hướng suy giảm. Theo dự báo của IMF, trong vòng ba thập kỷ tới, xu hướng này ngày càng nghiêm trọng hơn. Cho dù được đánh giá là còn nhiều khả năng để phát triển, nhưng các nền kinh tế châu Á cần có những đối sách phù hợp với bối

cảnh và tình hình mới để giải quyết các thách thức, nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững. Hơn thế nữa, đối với các nước đang phát triển châu Á, trong đó có Việt Nam, làm thế nào để thúc đẩy kinh tế phát triển nhanh nhưng bền vững là một câu hỏi đầy thử thách và không dễ tìm ra câu trả lời duy nhất. Dùng phương pháp hồi quy ngưỡng cho dữ liệu bảng được đề xuất bởi Hansen (1999) và được kế thừa tiếp tục phát triển kết hợp với Fixed Effect bởi Wang (2015), bài nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia châu Á, trong đó có Việt Nam. Trên cơ sở đó xác định mức độ phát triển tối ưu của hệ thống tài chính trong nền kinh tế.

### 2. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

Hệ thống tài chính-ngân hàng của một quốc gia, thường được gọi vắn tắt là hệ thống tài chính (financial system) hoặc khu vực tài chính (financial sector), được định nghĩa là một nhóm các định chế trong nền kinh tế giúp kết nối tiết kiệm của người này với đầu tư của người khác. Các định chế tài chính có thể phân làm hai loại: các thị trường tài chính và các trung gian tài chính. Theo Mankiw (2011), thị trường tài chính quan trọng nhất của nền kinh tế là thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu; những trung gian tài chính quan trọng nhất đó là các ngân hàng và các quỹ đầu tư. Nguyễn Trọng Hoài (2006) giải thích rõ hơn về khái niệm trên, theo đó hệ thống tài chính là một tập hợp rộng lớn các mối quan hệ cung cầu về vốn diễn ra dưới hình thức vay mượn, mua bán vốn hoặc tiền tệ hoặc các chứng từ có giá, nhằm dịch chuyển vốn từ nơi cung cấp đến nơi có nhu cầu về vốn. Vốn có thể được chuyển trực tiếp bằng việc sử dụng các công cụ tài chính và thông qua các thị trường tài chính, hoặc gián tiếp thông qua các tổ chức tài chính trung gian như các ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, công ty tài chính.

Lý thuyết truyền thống tin tưởng rằng hệ thống tài chính- ngân hàng càng phát triển thì càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Levine (2005) phát biểu rằng sự phát triển của hệ thống tài

chính- ngân hàng (mà sau đây được gọi tắt là sự phát triển tài chính) là việc cải thiện các chức năng được cung cấp bởi hệ thống tài chính bao gồm: tích lũy tiết kiệm, phân phối nguồn vốn đến các cơ hội đầu tư sinh lợi, giám sát và quản trị rủi ro các khoản đầu tư này, đa dạng hóa rủi ro, tạo điều kiện thuận lợi cho trao đổi hàng hóa và cung cấp dịch vụ. Mỗi chức năng nói trên của hệ thống tài chính có thể ảnh hưởng đến tiết kiệm và các quyết định đầu tư cũng như ảnh hưởng đến mức độ hiệu quả của các nguồn vốn được phân bổ. Sự phát triển tài chính còn được hiểu là quá trình đổi mới cũng như cải thiện thể chế và tổ chức trong hệ thống tài chính- ngân hàng, làm giảm bất cân xứng thông tin, tăng sự hoàn thiện của thị trường, tăng khả năng cho các tổ chức tham gia vào các giao dịch tài chính bằng hợp đồng, giảm chi phí giao dịch, tăng sự cạnh tranh (Hartmann và cộng sự, 2007). Ngày nay, sự phát triển tài chính cần được hiểu cả theo chiều rộng và chiều sâu, đó là một quá trình cải thiện về số lượng, chất lượng và hiệu quả của dịch vụ, trung gian tài chính liên quan đến sự hoạt động và tương tác của nhiều tổ chức, cá nhân khác nhau.

Các bằng chứng thực nghiệm trước đây trên thế giới tựu chung thành hai xu hướng chính là:

(1) Sự phát triển tài chính ảnh hưởng tuyến tính và tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế, tiêu biểu như các nghiên cứu ban đầu trong giai đoạn thế kỷ 20 của Schumeter và Opie (1934); Gurley và Shaw (1955). McKinnon (1973), Shaw (1973) cho rằng những biện pháp hạn chế của chính phủ can thiệp vào hệ thống ngân hàng như áp dụng trần lãi suất, yêu cầu dự trữ bắt buộc cao và các chương trình tín dụng chỉ định sẽ làm giảm tính linh hoạt, đa dạng của các sản phẩm, dịch vụ tài chính, gây tổn động vốn, do đó tác động bất lợi đến tốc độ tăng trưởng kinh tế. Mối quan hệ tương quan thuận giữa sự phát triển của hệ thống tài chính – ngân hàng và tăng trưởng kinh tế được ủng hộ mạnh mẽ hơn bởi các nghiên cứu tiếp nối King và Levine (1993a, b), Levine (1997, 2003), Rajan và Zingales (1998), Levine và cộng sự (2000), Beck và Levine (2004), Beck và cộng sự (2000, 2005). Levine và Zervos (1998) dùng phương pháp hồi quy trên dữ liệu chéo của 41 quốc gia

trong giai đoạn 1976-1993 và tìm thấy bằng chứng chứng minh rằng sự phát triển tài chính thể hiện mối tương quan tích cực lên thành quả hoạt động kinh tế thực, và mối tương quan này đặc biệt mạnh mẽ hơn tại các nước đang phát triển. Levine (2005) nghiên cứu và kết luận rằng các quốc gia có hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính thực hiện chức năng tốt hơn thì nền kinh tế quốc gia đó tăng trưởng nhanh hơn. Thời gian gần đây hơn, có các bằng chứng thực nghiệm như Johannes và cộng sự (2011) tìm thấy mối quan hệ tích cực dài hạn giữa sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế khi nghiên cứu dữ liệu chuỗi thời gian về Cameroon giai đoạn 1970-2005; Shun-Jen và cộng sự (2013) cho thấy rằng các biến đại diện cho sự phát triển tài chính thì có tác động định hướng cho tăng trưởng kinh tế ở một vài nước Châu Á, đặc biệt là Trung Quốc; hay nghiên cứu của Durusu và cộng sự (2016) phân tích trên dữ liệu bảng 40 quốc gia giai đoạn 1989-2011; Zarrouk và cộng sự (2016) phân tích với mẫu là Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống Nhất (UAE) trong khoảng thời gian từ 1990- 2012. Tóm lại, các học giả thuộc trường phái thứ nhất này cho rằng sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng liên quan đến việc tích lũy vốn, chính là động lực cho tăng trưởng kinh tế. Do vậy, chính sách của chính phủ phải hướng tới khuyến khích sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng (2) Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008 đã buộc cả giới nghiên cứu lẫn các nhà hoạch định chính sách thực tiễn phải cân nhắc lại kết luận trước đây của họ. Cuộc khủng hoảng này là minh chứng cho thấy khả năng hệ thống tài chính- ngân hàng hoạt động sai lệch sẽ trực tiếp và gián tiếp làm lãng phí nguồn lực quốc gia như thế nào. Trái với quan điểm của các tác giả đã nêu trên, các học giả trong trường phái thứ hai này lập luận rằng hệ thống tài chính- ngân hàng chỉ tạo ra cơ hội cho khu vực tư nhân tìm kiếm lợi nhuận hoặc họ sẽ bị thua lỗ (Lucas, 1988). Deidda và Fattouh (2002) đã xem xét mối quan hệ giữa sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế trên mẫu dữ liệu khá lớn gồm 119 quốc gia phát triển và đang phát triển giai đoạn 1960- 1989 trên dữ liệu chéo. Bước đầu, các tác giả này tìm thấy

rằng sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng là nhân tố quyết định có ý nghĩa thống kê lên tăng trưởng kinh tế ở nhóm nước có thu nhập cao nhưng lại không đạt ý nghĩa thống kê ở nhóm nước có thu nhập thấp. Các tác giả này hoài nghi mối quan hệ giữa mức độ phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng và tăng trưởng kinh tế không phải là tuyến tính. Khan và Senhadji (2003) tìm thấy bằng chứng rằng hệ số hồi quy của biến đại diện cho sự phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế là không có ý nghĩa thống kê; đồng thời cũng tìm thấy trong khi sự phát triển tài chính có thể diễn ra một cách chậm chạp ở một số quốc gia, tăng trưởng kinh tế vẫn gia tăng nhanh hơn, do đó hai nhà nghiên cứu này kết luận không có ảnh hưởng từ sự phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Tương tự, Andersen và Tarp (2003) kết luận rằng không có bằng chứng rõ ràng về mối quan hệ giữa sự phát triển tài chính và phát triển kinh tế. Gần đây hơn, Cecchetti và Kharroubi (2012) đã tìm thấy rằng khu vực tài chính càng phát triển nhanh thì tổng thể nền kinh tế lại tăng trưởng chậm lại. Trong phạm vi nào đó, sự phát triển tài chính có ảnh hưởng tích cực lên tăng trưởng kinh tế nhưng vượt qua một giá trị ngưỡng, tác động của sự phát triển tài chính sẽ thay đổi và gây ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế (Arcand và cộng sự, 2012). Các bằng chứng thực nghiệm của Law và Singh (2014), Samargandi và cộng sự (2014), Bayar (2014) cũng ủng hộ lập luận này. Riêng đối với Việt Nam, Anwar và Nguyen (2011) nghiên cứu dữ liệu bảng số liệu 61 tỉnh thành của Việt Nam trong giai đoạn 1997- 2006 để xem xét mối liên hệ giữa sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Dựa trên phân tích về lý thuyết tăng trưởng nội sinh, kết quả nghiên cứu này cho thấy sự phát triển tài chính đóng góp cho tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Tuy nhiên chưa có nghiên cứu chính thức nào phối hợp đầy đủ cả hai phương diện của sự phát triển tài chính là sự phát triển của khu vực ngân hàng và sự phát triển của thị trường chứng khoán (TTCK) được thực hiện. Các nghiên cứu trước đây về nền kinh tế Việt Nam chỉ mới phân tích một trong hai khía cạnh này một cách độc lập. Hầu hết các nghiên cứu không có dữ

liệu với độ dài đủ để phân tích bằng các mô hình phù hợp. Hơn nữa, các học giả tập trung nhiều vào các nền kinh tế châu Âu với đặc thù văn hóa- xã hội, kinh tế, chính trị không giống như các nước châu Á. Cho nên, các kết luận tìm thấy từ mẫu các nước châu Âu có thể không phù hợp để áp dụng tại các nước châu Á. Sự mâu thuẫn và hoài nghi trong các kết luận tìm thấy về mối quan hệ giữa sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế đã dẫn đến khoảng trống nghiên cứu và nhu cầu cần thiết làm sáng tỏ, kiểm định lại tác động thực của sự phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Vì vậy bài nghiên cứu này phân tích tác động của sự phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế với mẫu các quốc gia châu Á với những đặc thù của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển, từ đó xác định mức ngưỡng phát triển tối ưu cho hệ thống tài chính- ngân hàng của các nền kinh tế này và đề xuất các gợi ý chính sách về phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng để duy trì tăng trưởng kinh tế.

**3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu**

Mẫu nghiên cứu gồm 33 quốc gia châu Á trong giai đoạn 2004- 2016. Số liệu về các nước trong mẫu được đánh giá trên cả hai phương diện: Khu vực ngân hàng và TTCK. Ngoài ra, khi phân tích về TTCK, mẫu phải loại trừ 5 trường hợp Brunei, Maldives, Cambodia, Myanmar, Tajikistan vì các nước này không có TTCK hoặc khoảng thời gian thiếu dữ liệu, do phương pháp hồi quy ngưỡng trên Fixed Effect đòi hỏi dữ liệu phải là dạng bảng cân bằng. Vì thế các phân tích dựa trên số liệu TTCK chỉ còn 28 quốc gia trong giai đoạn 2004- 2012. Dữ liệu được thu thập từ Ngân hàng Thế giới (WB), Thống kê của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), Chương trình Phát triển Liên Hiệp Quốc (UNDP).

Phương pháp phân tích dùng ước lượng hồi quy ngưỡng cho dữ liệu bảng được đề xuất bởi Hansen (1999) kết hợp với Fixed Effect theo Wang (2015), dùng ước lượng bootstrap để kiểm định giả thuyết Ho là không tồn tại ngưỡng.

Các nước trong mẫu bao gồm Bahrain, Brunei, Israel, Japan, South Korea, Kuwait, Qatar, Saudia Arab, Singapore, UAE, Armenia, China,

**Bảng 1. Các biến số trong mô hình nghiên cứu**

	Nhân tố	Ký hiệu biến	Nội dung	Đơn vị	Nguồn
Biến phụ thuộc	Tăng trưởng kinh tế	GROWTH	tốc độ tăng trưởng GDP thực hằng năm	%	WDI
Biến độc lập	Sự phát triển của hệ thống tài chính – ngân hàng (FD)	privatecre	Tỷ số tín dụng cho khu vực tư nhân trên GDP	%	WDI
		domescre	Tỷ số tín dụng trong nước trên GDP	%	WDI
		liq	Cung tiền M3 trên GDP	%	GFDD
		sm_turnover	Tỷ suất sinh lợi của TTCK	%	GFDD
		sm_capliz	Tỷ số Quy mô vốn hóa của TTCK trên GDP	%	GFDD
Biến kiểm soát	Dân số	pop	Tỷ lệ gia tăng dân số hàng năm	%	WDI
	Thu nhập	income	GDP bình quân đầu người		WDI
	Đầu tư	invest	Tỷ số đầu tư vốn gộp trên GDP	%	WDI
	Thương mại	tradeop	Độ mở thương mại % so với GDP	%	WDI
	Lạm phát	infla	chỉ số lạm phát tính theo CPI	%	WDI
	Thế chế	inst	Điểm số trung bình trên 6 phương diện		WGI
	Vốn con người	mys	Số năm đi học trung bình		năm
hci		Chỉ số phát triển con người			UNDP

*Nguồn: Law và Singh (2014)*

Iran, Jordan, Kazakhstan, Maldives, Malaysia, Russia, Thailand, Turkey, Bangladesh, Cambodia, India, Indonesia, Kyrgyz Republic, Mongolia, Myanmar, Pakistan, Phillipines, Sri Lanka, Vietnam, Nepal, Tajikistan.

Kế thừa từ nghiên cứu của Law và Singh

(2014), phương trình nghiên cứu có dạng:

$$GROWTH_{it} = \mu_i + \beta_1 FD_{it-1} I(FD_{it-1} \leq \lambda) + \delta_1 I(FD_{it-1} \leq \lambda) + \beta_2 FD_{it-1} I(FD_{it-1} > \lambda) + \gamma X_{it} + \theta_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

$i = 1, \dots, N$  là chỉ số thể hiện quốc gia.

$t = 1, \dots, T$  là chỉ số đại diện cho thời gian.

$\mu_i$  là hiệu ứng cố định theo từng quốc gia. là hiệu ứng thời gian. Mức độ phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng được thể hiện qua biến độc lập chính, ký hiệu chung là FD. Để phản ánh sự phát triển đa diện của hệ thống tài chính- ngân hàng, biến thể hiện sự phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng này lần lượt được đo lường bằng 3 chỉ số liên quan đến khu vực ngân hàng là Tỷ số Tín dụng tư nhân/GDP (mô hình 1); Tỷ số Tín dụng trong nước/GDP (mô hình 2); Tỷ số Cung tiền M3/GDP (mô hình 3); và 2 chỉ số liên quan đến TTCK là Tỷ suất sinh lợi của TTCK (mô hình 4); Tỷ số Quy

mô vốn hóa của TTCK/GDP (mô hình 5).

Biến FD là biến có ngưỡng được dùng trong mô hình với vai trò là biến giải thích, vừa dùng để phân chia các quan sát thành hai miền tác động;  $\lambda$  là tham số của ngưỡng, và giá trị này không biết trước;  $I(.)$  là hàm chỉ báo (indicator function), sẽ nhận giá trị= 1 nếu biểu thức trong ngoặc là đúng, và nhận giá trị= 0 trong trường hợp ngược lại. Các quan sát sẽ đưa chia vào hai miền tác động tùy thuộc giá trị của biến FD lớn hơn hay nhỏ hơn giá trị tham số ngưỡng  $\lambda$ . Chi tiết giải thích các biến tại Bảng 1.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

##### 4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê cho thấy các nền kinh tế châu Á trong mẫu nghiên cứu có tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình khoảng 5,38% với giá trị cao nhất ghi nhận lên đến 26,17%. So với khu vực các nước đã phát triển châu Âu và châu Mỹ thì tốc độ tăng trưởng này là khá cao vì trong mẫu có nhiều nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ, Indonesia, Hàn Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ, Iran, Saudi Arab, Russia, Singapore,

**Bảng 2. Thống kê mô tả**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	GT nhỏ nhất	GT lớn nhất
growth	429	5,377195	4,277762	-14,15	26,1702
pop	429	2,033399	2,440679	-0,8638	16,3316
income	429	14055,7	17567,18	491,6975	72670,96
invest	429	27,51565	7,944809	10,3775	58,1507
tradeop	429	94,68592	66,81454	0,1674	441,6038
infla	429	5,938118	5,431072	-4,8633	39,2664
goexp	429	13,68105	5,038939	3,4603	30,0035
inst	429	-0,2190224	0,6902128	-1,7516	1,5922
mys	429	8,415385	2,579076	2,7	12,8
hci	429				
privatecre	429	58,65262	39,22993	3,1211	173,537
domescre	429	71,829	59,13059	-10,1518	345,7219
liquid	429	65,41786	42,66564	6,7058	217,702

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 15

Thái Lan có tốc độ tăng trưởng nhanh vượt bậc. Tuy nhiên năm 2008 khủng hoảng tài chính xảy ra trên toàn cầu, vì thế không tránh khỏi một số thị trường không giữ vững được tốc độ tăng trưởng cao như trước, thậm chí còn giảm đến mức -14,15% (Armenia năm 2009). Thu nhập bình quân đầu người của các nền kinh tế trong mẫu nghiên cứu là 14 055,7 USD/năm. Về các chỉ tiêu phản ánh sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng cho thấy các quốc gia trong mẫu đang trong giai đoạn thúc đẩy sự phát triển tài chính, tỷ số tín dụng cung ứng cho khu vực tư nhân chiếm trung bình 58,65% so với GDP, tín dụng trong nước chiếm trung bình là 71,83% GDP, cung tiền mở rộng M3 chiếm trung bình là 65,42% GDP. Ma trận tương quan cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến trong mô hình.

### 4.2. Phân tích hồi quy ngưỡng

Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng hồi quy ngưỡng và giá trị ngưỡng (xác định theo độ tin cậy 95%) theo dữ liệu ngân hàng. Việc ước lượng các mô hình sử dụng biến FD có độ trễ nhằm kiểm soát vấn đề nội sinh có thể xảy ra cho biến FD với hàm ý tương lai không tác động ngược lại quá khứ. Độ trễ được xác định bằng phân tích nhân quả Granger trên dữ liệu bảng theo Lopez và Weber (2017).

Cả ba phương trình hồi quy ngưỡng đều đạt ý nghĩa thống kê và biến số thể hiện sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng gây ra tác động đối chiều lên biến tăng trưởng kinh tế khi giá trị của biến này vượt qua giá trị ngưỡng, cụ thể là:

Khi tín dụng dành cho khu vực tư nhân thấp hơn 8,8375% so với GDP thì sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, 1% tăng thêm trong tín dụng dành cho khu vực tư nhân sẽ dẫn đến tăng 0,707% trong GDP. Tuy nhiên khi tín dụng dành cho khu vực tư nhân vượt ngưỡng này thì lại gây ra tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế. Điều này có nghĩa là càng tăng lượng tín dụng cung ứng thì nền kinh tế lại bị kìm hãm làm cho giảm mức tăng trưởng. Hệ số

tương quan của biến FD lên biến phụ thuộc bị âm (- 0,0278), có ý nghĩa thống kê. Tương tự, khi Tín dụng trong nước thấp hơn 10,3827% so với GDP, cung tiền mở rộng M3 chiếm tỷ lệ thấp hơn 18,4802% so với GDP thì sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ thuận chiều, hàm ý rằng càng gia tăng sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, trong dài hạn, nếu Tín dụng trong nước và cung tiền mở rộng M3 vượt ngưỡng trên thì xảy ra mối quan hệ ngược chiều, hàm ý một tác động tiêu cực từ sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng ảnh hưởng lên tăng trưởng kinh tế.

Ngoài ra, kết hợp phân tích cùng với biến kiểm soát *tradeop* thể hiện mức độ tự do hóa thương mại của nền kinh tế, tìm thấy kết luận tương đồng với các tài liệu nghiên cứu trước đây, đó là: Tự do hóa thương mại càng nhiều (hay độ mở thương mại càng lớn) thì càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Hệ số tương quan của biến *tradeop* đạt mức ý nghĩa 1% và cho thấy: Khi độ mở thương mại so với GDP tăng 1% sẽ thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng GDP trung bình từ 0,0388% đến 0,0597%. Tác động tích cực này được ghi nhận cũng phù hợp với thực tiễn của các nền kinh tế đang phát triển châu Á và phù hợp với một số kết quả thực nghiệm trong những nghiên cứu trước đây (Dollar, 1992; Ben-David, 1993; Harrison, 1996; Easterly và Levine, 2001; Dollar và Kraay, 2003). Đặc biệt, đối với những quốc gia mà trình độ phát triển về kinh tế còn thấp như Việt Nam thì điều này chính là một cơ hội to lớn để hội nhập vào xu thế phát triển chung của nền kinh tế quốc tế. Đối với biến thu nhập (*income*) và đầu tư (*invest*), kết quả ở cả ba phương trình phản ánh tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế đạt ý nghĩa thống kê. Điều này tương đồng với quan điểm của các mô hình tăng trưởng kinh tế trong lý thuyết. Khi mức đầu tư tích lũy vốn so với GDP tăng 1% sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế gia tăng từ 0,126% đến 0,145%. Tác động tích cực này của đầu tư rất đáng lưu ý bởi vì nó ảnh hưởng mạnh mẽ lên tăng trưởng kinh tế, đồng thời cũng có thể thấy rằng một hệ thống tài chính- ngân hàng trong nền kinh tế vận hành

tốt và thực hiện hiệu quả các chức năng của nó thì cũng góp phần tạo điều kiện thuận lợi để gia tăng đầu tư. Như vậy, sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng không chỉ trực tiếp có vai trò quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế mà còn là nền tảng hỗ trợ cho các nhân tố khác trong nền kinh tế tạo ảnh hưởng tích cực hay tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế.

Chỉ tiêu Chính phủ thể hiện tác động tiêu cực có ý nghĩa thống kê lên tăng trưởng kinh tế. Điều này có thể được giải thích là bởi vì vốn đầu tư vào cơ sở hạ tầng ở các quốc gia châu Á này chưa thực sự được quản lý hiệu quả, việc đầu tư còn dàn trải, đôi khi sai lệch mục tiêu nên không khuyến khích tăng trưởng kinh tế mà còn làm tiêu hao nguồn lực của quốc gia. Kết luận này là quan trọng đối với các nhà quản lý của chính phủ các quốc gia châu Á đang phát triển, trong đó có Việt Nam, trong việc hoạch định chiến lược và thực hiện xây dựng cơ sở hạ tầng, phải đúng trọng tâm và mục tiêu thì mới có thể là động lực cho tăng trưởng kinh tế. Lạm phát, dân số, thể chế, và nguồn vốn con người

không đạt ý nghĩa thống kê. Đây cũng là phần còn hạn chế của nghiên cứu này.

Thực hiện mở rộng phân tích, bài nghiên cứu dùng các chỉ tiêu liên quan TTCK để đo lường biến sự phát triển của hệ thống tài chính- ngân hàng, kết quả trình bày trong Bảng 4.

Khi đo lường bằng biến tỷ suất sinh lợi của TTCK thì trong miền  $FD <$  giá trị ngưỡng là 31,7437%, TTCK gia tăng tỷ suất sinh lợi 1% thì nền kinh tế tăng trưởng 0,0541%. Trong miền  $FD >$  giá trị ngưỡng,  $FD$  gây tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế nhưng kết quả không đạt ý nghĩa thống kê. Khi thể hiện độ sâu của TTCK, trong ngưỡng quy mô vốn hóa thị trường còn thấp hơn 95,68% so với GDP, TTCK gia tăng tỷ suất sinh lợi 1% thì nền kinh tế tăng trưởng 8,027%. Trong miền  $FD >$  giá trị ngưỡng, TTCK không còn tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nữa mà đảo chiều gây ra tác động cản trở, 1% tăng thêm của quy mô vốn hóa thị trường so với GDP sẽ khiến cho tốc độ thay đổi GDP giảm 0,0373%. Mặc dù sự sụt giảm này nhỏ nhưng vẫn là dấu hiệu cảnh báo

**Bảng 4. Kết quả hồi quy ngưỡng theo dữ liệu TTCK**

	<b>Mô hình 4</b> <b>FD = Tỷ suất sinh lợi của TTCK</b> (t - 1)	<b>Mô hình 5</b> <b>FD = Quy mô vốn hóa TTCK/GDP</b> (t - 2)
<b>Giá trị ngưỡng</b>	31,7437	0,9568
<b>Tác động của FD</b>		
$\beta_1$	0,0541**	8,027***
$\beta_2$	-0,0409	-0,0373**
<b>Các biến kiểm soát:</b>		
pop	-0,26	-0,359
income	0,000459***	0,000420**
invest	0,280***	0,359***
tradeop	0,0432*	0,00905*
infla	-0,0650	-0,00330
goexp	-0,724***	-0,554**
inst	-4,883	-7,846*
hci	-11,6**	-13,3**
<b>Số quan sát</b>	224	196
<b>Adj-R2</b>	0,072	0,121

\* $p < 0,1$ , \*\* $p < 0,05$ , \*\*\* $p < 0,01$

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 15

tác động thúc đẩy cho nền kinh tế đã mất đi và thay bằng ảnh hưởng tiêu cực. Điều đó cho thấy quy mô TTCK không nên vượt quá mức ngưỡng tối ưu này. Các biến income, invest, tradeop tiếp tục tương quan dương với biến phụ thuộc; biến goexp và hci tương quan âm với biến phụ thuộc. Các kết quả này đều có ý nghĩa thống kê. Trong mô hình hồi quy này, biến mys vẫn không đạt ý nghĩa thống kê. Tác giả thay thế biến mys bằng biến hci (phản ánh chỉ số chất lượng con người); kết quả hệ số tương quan của biến này đạt ý nghĩa thống kê nhưng lại phản ánh tác động ngược chiều với tăng trưởng, là sự khác biệt so với các kết quả nghiên cứu trước đây tại các nền kinh tế châu Âu và Mỹ, đó cũng là điểm đặc trưng của các nước châu Á. Nền kinh tế tăng trưởng nhưng chỉ số thu nhập của người dân không được cải thiện, các đô thị lớn phát triển kinh tế mạnh mẽ cũng là nơi dân cư đổ dồn về sinh sống, mật độ tập trung dân cư cao, chất lượng cuộc sống không được cải thiện. Tăng trưởng nóng thì các chỉ số phát triển con người lại sụt giảm

Tóm lại, kết quả hồi quy là nhất quán cho thấy mức tối ưu tín dụng dành cho khu vực tư nhân chỉ nên là 8,8375% so với GDP, Tín dụng trong nước là 10,3827% so với GDP, cung tiền mở rộng M3 chỉ nên là 18,4802% so với GDP, Quy mô vốn hóa TTCK không vượt quá 95,68% so với GDP, tỷ suất sinh lợi của TTCK là 31,7437%. Sự phát triển tài chính có vai trò thúc đẩy tăng trưởng kinh tế khi giá trị của nó chưa vượt mức ngưỡng tối ưu, hàm ý rằng trong dài hạn, sự phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng vẫn giữ vai trò là nhân tố quan trọng trong việc làm gia tăng mức sản lượng của nền kinh tế, miễn là đừng phát triển vượt quá mức tối ưu của nó.

### **5. Kết luận và đề xuất cho phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng hướng đến tăng trưởng kinh tế**

Kết quả phân tích với các chỉ tiêu đo lường sự phát triển tài chính đều đạt ý nghĩa thống kê và các kết quả nhất quán với nhau, cũng như tương đồng với nhận định của các chuyên gia kinh tế của IMF trong thời gian gần đây. Điều này

cho thấy sự phát triển của hệ thống tài chính-ngân hàng thực sự là nhân tố quan trọng, đóng góp cho sự phát triển của nền kinh tế. Kết quả nghiên cứu này xác nhận rằng không chỉ tại các quốc gia châu Âu hay châu Mỹ, mà tại các nước đang phát triển châu Á- là các nền kinh tế đang tập trung hết nguồn lực hướng đến tăng trưởng nhanh- thì sự phát triển dành cho hệ thống tài chính nói chung và khu vực ngân hàng nói riêng cũng chỉ nên đạt đến mức ngưỡng. Đó là mức tối ưu mà các chính phủ cần hướng đến và có chính sách khuyến khích phát triển để có thể phát huy các nguồn lực về vốn vật chất một cách hiệu quả, để đạt được tăng trưởng kinh tế như mục tiêu mà các nước này kỳ vọng. Phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng quá nhiều sẽ dẫn đến khu vực tài chính cạnh tranh nguồn lực khan hiếm với phần còn lại của nền kinh tế, dẫn đến là khu vực này càng tăng trưởng mạnh thì các ngành còn lại bị thiệt hại, không thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong dài hạn mà còn gây tác động tiêu cực, kìm hãm nền kinh tế tăng trưởng. Vì vậy, vấn đề ở đây là phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng tại các quốc gia châu Á không phải là hoạt động mở rộng hệ thống ngân hàng hay TTCK mà các giải pháp cần tập trung hướng đến khai thác tính hiệu quả và vai trò tích cực của khu vực này. Có như vậy trong dài hạn mới hướng đến mục tiêu mà các nước này đang theo đuổi là tăng trưởng nền kinh tế bền vững, giảm khoảng cách với các quốc gia đã phát triển trên thế giới. Do đó, để tăng tính hiệu quả và vai trò tích cực của hệ thống tài chính- ngân hàng tại các quốc gia châu Á, chúng tôi đề xuất các giải pháp sau: Thứ nhất, cơ cấu phát triển và cách thức quản lý hệ thống tài chính- ngân hàng cần linh hoạt, tăng khả năng cạnh tranh. Thực trạng hiện tại của các nước châu Á đang phát triển, trong đó có Việt Nam, việc cung ứng vốn cho nền kinh tế chủ yếu phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng. Mặc dù còn một số ít quốc gia chưa hình thành TTCK do nền kinh tế còn lạc hậu và chưa đủ tiềm lực như Myanmar, Cambodia, Tajikistan hay do điều kiện đặc biệt về địa lý và tài nguyên thiên nhiên như Brunei, Maldives, thì hầu hết các nước châu Á đều có thị trường tiền tệ, thị trường ngoại hối, TTCK và thị trường



trái phiếu. Tuy nhiên, các thị trường này phát triển không đồng đều, không tạo nên một môi trường cạnh tranh thực sự về vốn. Vì thế việc các nước này cần làm trong chiến lược phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng của họ không phải là bành trướng, mở rộng về quy mô hay số lượng mà phải tập trung hướng đến phát triển theo chiều sâu, tăng hiệu quả và tăng giá trị mới là mục đích hướng đến. Việc chọn lựa cơ cấu để phát triển hệ thống tài chính- ngân hàng cần đảm bảo nguyên tắc linh hoạt, tôn trọng thị trường. Các giải pháp cụ thể bao gồm: Cải thiện thể chế và tổ chức trong hệ thống tài chính- ngân hàng; quy định và luật pháp liên quan đến hoạt động của toàn bộ hệ thống tài chính cần chặt chẽ, rõ ràng để thực thi, đảm bảo việc giám sát chặt chẽ để làm giảm bất cân xứng thông tin, tăng sự hoàn thiện của thị trường; trao quyền hợp lý để tăng khả năng cho các tổ chức tham gia vào các giao dịch tài chính bằng hợp đồng, giảm chi phí giao dịch, tăng sự cạnh tranh; cải tiến, đổi mới sản phẩm tài chính, nâng cao năng lực của các chủ thể và tổ chức trong hệ thống tài chính- ngân hàng.

**Thứ hai**, nhằm nâng cao tính hiệu quả trong hoạt động của hệ thống tài chính- ngân hàng thì minh bạch thông tin cần là mục tiêu hàng đầu trong việc xây dựng các chiến lược hoạt động, hành lang pháp lý, quy chế và quy định cho hoạt động của hệ thống ngân hàng và các định chế tài chính trung gian khác, cho hoạt động giao dịch trên các thị trường vốn và TTCK.

Thậm chí, trong công tác đào tạo từ bậc giáo dục đại học hay đào tạo nhân sự chuyên sâu cũng cần nhấn mạnh tầm quan trọng và hình thành thói quen, cách suy nghĩ và hành động

hướng tới minh bạch thông tin. Tăng cường giám sát và xử lý phạt nặng các vi phạm về che giấu thông tin hay không đảm bảo minh bạch thông tin gây thiệt hại cho các chủ thể tham gia thị trường. Có như vậy mới có thể cải thiện dần tình trạng bất cân xứng thông tin rất phổ biến tại các nước nghèo, chậm phát triển.

**Ngoài ra**, cần đảm bảo an toàn và hiện đại hóa hệ thống tài chính- ngân hàng; chính sách tiền tệ linh hoạt; cũng như nâng cao vai trò của các chủ thể tham gia hệ thống tài chính- ngân hàng; giảm chi tiêu Chính phủ để giảm bội chi ngân sách; cải thiện hiệu quả sử dụng các khoản chi của Chính phủ để khoản tiền ngân sách chi tiêu đem lại tác động tích cực cho GDP; đầu tư tập trung và hiệu quả, tăng cường hiệu quả đầu tư từ vốn nhà nước bằng cơ chế quản lý rõ ràng đối với các chủ thể tham gia. Các giải pháp nói trên không rời rạc mà nằm trong một tổng thể quá trình cải thiện về số lượng, chất lượng và hiệu quả của hệ thống tài chính- ngân hàng.

Trên đây là một số đề xuất của tác giả, hy vọng làm tài liệu tham khảo hữu ích cho giới chuyên môn. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng không tránh khỏi mặt hạn chế là số quốc gia có đủ dữ liệu để thu thập còn ít, nên cỡ mẫu nhỏ. Một số biến trong mô hình chưa đạt được ý nghĩa thống kê. Vì vậy, hướng nghiên cứu mở rộng cho tác giả sau này là mở rộng mẫu quan sát lớn hơn, nghiên cứu thêm các nhân tố khác như địa chính trị, phát triển khoa học công nghệ, đổi mới sáng tạo để có những phân tích chuyên sâu phù hợp với những nền kinh tế đang phát triển và phù hợp với bối cảnh thế giới đang hướng đến cách mạng công nghiệp 4.0. ■

### **Tài liệu tham khảo**

1. Anwar, S. & Lan Phi Nguyen, (2011), "Financial development and economic growth in Vietnam", *Journal of Economics and Finance*, 35, 348-360.
2. Andersen, T.B. & Tarp, F. (2003), "Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs", *Journal of International Development*, 15 (2), 189-209
3. Arcand, J., Berkes, E., Panizza, U. (2012), "Too Much Finance?", *International Monetary Fund. Research Department*
4. Bayar, Y. (2014), "Financial Development and Economic Growth in Emerging Asian Countries", *Asian Social Science*, Vol. 10, No. 9
5. Beck, T., Levine, R. & Loayza, N. (2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1), 261-300
6. Beck, T. & Levine, R. (2004), "Stock markets, banks, and growth: panel evidence", *Journal of Banking and Finance* 28 (3), 423-442.
7. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2005), "Financial and legal constraints to firm growth: does size matter?",

*Journal of Finance* 60 (1), 137–177.

8. Ben-David, D. (1993), “Equalizing exchange: Trade liberalization and income convergence”, *Quarterly Journal of Economics*, 108(3).
9. Cecchetti, G. & Kharroubi, E. (2012), “Reassessing the impact of finance on growth”, *BIS Working Paper No. 381. Bank for International Settlements*.
10. Deidda, L. & Fattouh, B. (2002), “Non-linearity between finance and growth”, *Economics Letters*, 74(3), 339–345.
11. Dollar, D. (1992), “Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly: Evidence from 95 LDCs 1976–85”. *Economic Development and Cultural Change*, 523–544.
12. Dollar, D. & Kraay, A. (2003), “Institutions, trade, and growth”, *Journal of International Economics*, 50, 133–162.
13. Durusu, D., Serdar, I.M, Yetkiner, H. (2016), “Financial Development and Economic Growth: Some Theory and More Evidence”, *Journal of Policy Modeling*, 39, 290-306
14. Easterly, W. & Levine, R. (2001), “What have we learned from a decade of empirical research on growth? It’s not factor accumulation: Stylized facts and growth models”, *World Bank Economic Review*, 15(2), 177–219.
15. Gurley, J. G. & Shaw, E. S. (1955), “Financial aspects of economic development”, *The American Economic Review*, 45(4), 515–538.
16. Hansen, B.E. (1999), “Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference”, *Journal of Econometrics* 93 (1999) 345-368
17. Harrison, A. (1996), “Openness and growth: A time-series, cross-country analysis for developing countries”, *Journal of Development Economics*, 48, 419–447.
18. Hartmann, P., Heider, F., Papaioannou, E., Duca, M.L. (2007), *The Role of Financial Markets and Innovation in Productivity and Growth in Europe. Occasional Paper Series No: 72. European Central Bank*
19. Johannes, T.A., Njong, A.M., Cletus, N. (2011), *Financial development and economic growth in Cameroon, 1970-2005. Journal of Economics and International Finance*, 3, 367-375
20. Khan, M. S. & Senhadji, A. S. (2003), “Financial development and economic growth: A review and new evidence”, *Journal of African Economies*, 12(2), 89–110.
21. King, G.R. & Levine, R. (1993a), “Finance and growth: Schumpeter might be right”, *Quarterly Journal of Economics* 108 (3), 717–737.
22. King, G.R. & Levine, R. (1993b), “Finance, entrepreneurship and growth”, *Journal of Monetary Economics* 32 (3), 1–30.
23. Mankiw, N. G. (2011), *Kinh tế học vĩ mô. Dịch từ tiếng Anh. Người dịch: GV Đại học Kinh tế Tp.HCM, 2014. Singapore: Cengage Learning.*
24. Law, S. H. & Singh, N. (2014), “Does too much finance harm economic growth?”, *Journal of Banking and Finance*, 41, 36–44.
25. Levine, R. (1997), “Financial development and economic growth: views and agenda”, *Journal of Economic Literature* 35 (2), 688–726.
26. Levine, R., Zervos, S. (1998), *Stock markets, banks and economic growth. American Economic Review* 88 (3), 537–558
27. Levine, R., Loayze, N. & Beck, T. (2000), “Financial intermediation and growth: causality and causes”, *Journal of Monetary Economics* 46 (1), 31–77.
28. Levine, R. (2003), “More on finance and growth: more finance, more growth?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 85 (July), 31–46.
29. Levine, R. (2005), *Finance and Growth: Theory and Evidence, Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth, edition 1, volume 1, chapter 12, pages 865-934.*
30. Lopez, L. & S. Weber. (2017), “Testing for Granger causality in panel data”, *The Stata Journal*, 17, Number 4, 972–984
31. Lucas, R. E. (1988), “On the mechanics of economic development”, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3–42
32. Nguyễn Trọng Hoài (2006), *Bài giảng môn Tài chính phát triển, Chương trình kinh tế Fulbright Việt Nam*
33. McKinnon, R.I. (1973), *Money and capital in economic development, Washington: Brookings Institution Press.*
34. Rajan, R. & Zingales, L. (1998), *Financial dependence and growth. American Economic Review* 88 (3), 559–586.
35. Samargandi, N., J. Fidrmuc & S. Ghosh. (2014), “Is the relationship between Financial Development and Economic Growth monotonic? Evidence from a sample of Middle-income countries”, *World Development, Vol. 68, pp. 66-81.*
36. Shaw, E. S. (1973), *Financial deepening in economic development, New York: Oxford University Press*
37. Schumpeter, J. A. & Opie, R. (1934), *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.*
38. Shun-Jen H., Y. Hu, C.Tu. (2013), *Economic growth and financial development in Asian countries: A bootstrap panel Granger causality analysis. Economic Modelling* 32 (2013) 294–301
39. Wang, Q. (2015), “Fixed-effect panel threshold model using Stata”, *The Stata Journal* (2015) 15, Number 1, 121–134
40. Zarrouk, H., Ghak, T.E., Haija, E.A. (2016), “Financial development, Islamic Finance and economic growth: evidence from UAE”, *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 1, 2-22

**Thông tin tác giả**

**Phan Thị Bích Nguyệt**, Phó Giáo sư, Tiến sĩ  
Đại học Kinh tế Tp.HCM  
Email: nguyettcdn@ueh.edu.vn

**Phạm Dương Phương Thảo**, Thạc sĩ  
Khoa Tài chính, Đại học Kinh tế Tp.HCM  
Email: pdpthao@ueh.edu.vn

**Summary**

**Threshold of financial- banking system development in Asian countries**

By threshold regression for panel data, this study provides a new empirical evidence on development of financial - banking system for enhancing economic growth in 33 Asian countries (including Vietnam). The results confirm that relationship of financial-banking system development and economic growth is nonlinear. There is a threshold at which financial-banking system development shows positive effects on growth of GDP; beyond this turning point financial-banking system development will negatively impact on growth. This implies that high level of financial-banking system development is not always beneficial for national economic growth. Nowadays, an optimal level of financial-banking system development which fosters sustainable growth should be taken into consideration for those countries.

Key words: Financial-banking system development, economic growth, nonlinear relationship.

**Nguyet Thi Bich Phan**, Assoc. Prof. PhD.  
University of Economics Ho Chi Minh City

**Thao Duong Phuong Pham**, MEd.  
University of Economics Ho Chi Minh City, School of Finance