

TÁC ĐỘNG PHI TUYẾN CỦA TÍN DỤNG NGÂN HÀNG ĐẾN SẢN LƯỢNG KINH TẾ VIỆT NAM: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM THEO NGÀNH

Phạm Duy Tính<sup>1</sup>

*Trường Đại học Sài Gòn, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam*

Ngày nhận: 29/04/2025; Ngày hoàn thành biên tập: 07/07/2025; Ngày duyệt đăng: 29/08/2025

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.042025.1287>

**Tóm tắt:** Nghiên cứu kiểm tra tác động phi tuyến của tín dụng ngân hàng đến sản lượng kinh tế dưới góc độ vi mô và phân tích sự khác biệt giữa các ngành tại Việt Nam trong bối cảnh tín dụng đang mở rộng ở mức cao. Dữ liệu từ 623 doanh nghiệp niêm yết tại HOSE và HNX giai đoạn 2004-2023 được ước lượng bằng mô hình tác động cố định và tác động ngẫu nhiên (Pooled OLS, FEM và REM). Kết quả cho thấy tác động phi tuyến dạng chữ U ngược khi xem xét dưới góc độ hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, đồng thời chỉ ra sự khác biệt đáng kể trong mức độ nhạy cảm tiêu cực của các ngành kinh tế đối với việc gia tăng tín dụng ngân hàng khi ở mức cao. Các ngành nguyên vật liệu và công nghiệp thể hiện tác động biên giảm dần ít nhất, hàm ý dự địa hấp thụ vốn tốt hơn các ngành có tác động biên giảm dần mạnh nhất như bất động sản hay tiện ích công cộng, tiêu dùng. Từ đó, bài viết đưa ra một số hàm ý chính sách cho Ngân hàng Nhà nước trong việc định hướng chính sách tín dụng hiệu quả hơn trong bối cảnh tín dụng đang ở mức cao.

**Từ khóa:** Tín dụng ngân hàng, Sản lượng kinh tế, Tác động phi tuyến, Phân tích theo ngành

**THE NONLINEAR IMPACT OF BANK CREDIT ON ECONOMIC OUTPUT IN VIETNAM: SECTORAL EMPIRICAL EVIDENCE**

**Abstract:** This study examines the nonlinear impact of bank credit on economic output from a micro-level perspective and analyzes the differences across various sectors in Vietnam amidst a context of high credit expansion. Data from 623 firms listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) for the period 2004-2023 are estimated using panel data models, including Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS), Fixed Effects Model (FEM), and Random Effects Model (REM). The results reveal an inverted U-shaped nonlinear effect when considering the firm performance. Furthermore, the findings indicate significant differences in the negative sensitivity of economic sectors to increases in bank credit at high levels. The basic materials and industrials sectors exhibit the least diminishing marginal impact, which implies a better capacity for capital absorption compared to sectors with the strongest diminishing marginal impact, such as real estate, utilities and consumer sectors. From these findings, the paper proposes several policy implications for the State Bank of Vietnam to orient credit policy more

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ, Email: [pdtinh@sgu.edu.vn](mailto:pdtinh@sgu.edu.vn)

effectively in the context of high credit levels.

**Keywords:** Bank Credit, Economic Output, Nonlinear Impact, Sectoral Analysis

## 1. Giới thiệu

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cả ở cấp độ vĩ mô và vi mô đã cung cấp bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến, cụ thể là dạng chữ U ngược, giữa mức độ tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế Việt Nam (Đinh, 2022; Nguyen, 2022; Phạm, 2024b). Điều này hàm ý rằng, sau khi vượt qua một ngưỡng tối ưu nhất định, việc gia tăng tín dụng không những không thúc đẩy thêm tăng trưởng mà còn có thể gây ra những tác động tiêu cực do phân bổ nguồn lực kém hiệu quả và gia tăng rủi ro bất ổn tài chính. Trong bối cảnh đó, việc phân bổ tín dụng một cách hiệu quả trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết. Dù mối quan hệ phi tuyến tổng thể giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng ngày càng được thừa nhận nhưng hiểu biết về sự khác biệt trong tác động này giữa các ngành kinh tế cụ thể tại Việt Nam vẫn còn hạn chế. Các nghiên cứu hiện tại chủ yếu tập trung vào phân tích ở cấp độ tổng thể hoặc chỉ xem xét một vài lĩnh vực riêng lẻ. Tại Việt Nam, nghiên cứu thực nghiệm về tính không đồng nhất theo ngành trong mối quan hệ phi tuyến này chưa được thực hiện. Điều này đã tạo ra một khoảng trống nghiên cứu quan trọng và mang tính cấp thiết. Cụ thể, cần có nghiên cứu chỉ ra ngành nào “đư địa” hấp thụ vốn để Ngân hàng Nhà nước phân bổ hiệu quả dòng vốn tín dụng đang có xu hướng tiếp tục gia tăng.

Vì vậy, nghiên cứu được thực hiện với mục tiêu chính là phân tích sự khác biệt trong tác động phi tuyến của tín dụng ngân hàng đến sản lượng khi nhìn dưới góc độ vi mô theo ngành tại Việt Nam. Cụ thể, bài viết sẽ tìm lời giải xem ngành nào thể hiện độ dốc thoải hơn ở phần đi xuống của đường cong chữ U ngược, đồng thời hàm ý sự nhạy cảm tiêu cực có thấp hơn khi tín dụng ngân hàng đang ở mức cao hay không.

Bài viết được cấu trúc thành 5 phần chính. Sau phần giới thiệu, phần 2 trình bày tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm. Phần 3 đi sâu vào mô hình, dữ liệu và phương pháp nghiên cứu. Tiếp đó, phần 4 báo cáo kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần 5 đưa ra hàm ý chính sách và kết luận.

## 2. Tổng quan lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

### 2.1 Cơ sở lý thuyết

Sản lượng kinh tế có thể được phân tích ở cả cấp độ vĩ mô và vi mô, đây là một chỉ số cốt lõi để đánh giá sức khỏe và hiệu quả hoạt động của một quốc gia. Ở góc độ vĩ mô, sản lượng thường được đo lường bằng tổng sản phẩm quốc nội (GDP), phản ánh toàn bộ giá trị tiền tệ của hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được tạo ra trong phạm vi một nước trong một giai đoạn nhất định (Mankiw, 2018). Phương pháp tiếp cận theo thu nhập cho thấy mối liên kết trực tiếp giữa hai cấp độ vĩ mô và vi mô, trong đó GDP vĩ mô chính là tổng hợp sản lượng của tất cả các tác nhân kinh tế vi mô. Cụ thể, sản lượng kinh tế ở cấp độ vi mô không chỉ bao gồm lợi nhuận được tạo ra bởi các doanh nghiệp, mà còn bao gồm toàn bộ thu nhập của các cá nhân và hộ gia đình, chẳng hạn như tiền lương từ sức lao động, thu nhập từ cho thuê tài sản và các khoản lãi, cuối cùng là thu nhập của Chính phủ từ thuế sản xuất và nhập khẩu (McConnell & cộng sự, 2017).

Mối quan hệ giữa tín dụng và sản lượng là nền tảng của nhiều lý thuyết kinh tế và tài

chính. Dưới góc độ kinh tế vĩ mô, các lý thuyết tăng trưởng kinh tế, từ trường phái cổ điển Keynes (mô hình Harrod-Domar), tân cổ điển (Solow) đến lý thuyết tăng trưởng nội sinh (Romer), đều nhấn mạnh vai trò cốt lõi của vốn trong việc thúc đẩy đầu tư và sản xuất (Mishkin, 2012). Hệ thống tài chính, đặc biệt là các trung gian tài chính như ngân hàng thương mại, đóng vai trò then chốt trong việc huy động tiết kiệm và phân bổ hiệu quả nguồn vốn này đến các cơ hội đầu tư sinh lợi nhất, qua đó thúc đẩy tích lũy vốn và tăng trưởng kinh tế. Các lý thuyết về tài chính và tăng trưởng với các đóng góp tiên phong như của Schumpeter, Goldsmith, McKinnon và Shaw đã lập luận rằng một hệ thống tài chính phát triển giúp giảm chi phí thông tin và giao dịch, cải thiện quản trị doanh nghiệp, đa dạng hóa và quản lý rủi ro, từ đó nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực và thúc đẩy đổi mới công nghệ (McConnell & cộng sự, 2017). Tín dụng ngân hàng, với vai trò là kênh dẫn vốn quan trọng, đặc biệt có ý nghĩa trong việc giảm bớt các ràng buộc tài chính (financing constraints) cho doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs) khó tiếp cận thị trường vốn, cho phép họ thực hiện các dự án đầu tư có lợi nhuận mà lẽ ra không thể thực hiện được.

Tuy nhiên, các nghiên cứu lý thuyết cũng đã quan tâm đến rủi ro tiềm ẩn của việc gia tăng tín dụng. Giả thuyết “Tài trợ quá mức” (Too much finance), được phát triển dựa trên các công trình của Arcand & cộng sự (2015) và nhiều nhà khoa học khác, cho rằng tồn tại một điểm tối ưu trong sự phát triển tài chính. Vượt qua ngưỡng này, việc gia tăng tín dụng có thể gây hại thông qua các cơ chế bao gồm phân bổ sai lệch nguồn lực, gia tăng rủi ro hệ thống và hiệu ứng “lấn át”. Chi tiết hơn, phân bổ sai lệch nguồn lực xảy ra khi tín dụng ngân hàng dư thừa chảy vào các hoạt động đầu cơ tài sản thay vì đầu tư sản xuất thực (Tobin, 1984), dẫn đến bong bóng tài sản và sử dụng vốn kém hiệu quả. Rủi ro hệ thống gia tăng từ hành vi nói lỏng tiêu chuẩn cho vay, gia tăng đòn bẩy và rủi ro đạo đức, dẫn đến bất ổn tài chính và khủng hoảng, như “Lý thuyết bất ổn tài chính” của Minsky mô tả qua các giai đoạn cho vay từ phòng ngừa (hedge) đến đầu cơ (speculative) và Ponzi (De la Torre & cộng sự, 2012; Minsky, 1992). Ngoài ra, khu vực tài chính quá lớn có thể thu hút nguồn nhân lực chất lượng cao khỏi các ngành sản xuất khác hoặc làm giảm động lực đổi mới trong các lĩnh vực phi tài chính (Dell’Ariccia & cộng sự, 2014). Tất cả những yếu tố này dẫn đến kỳ vọng về một mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế.

## **2.2 Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm**

Các nghiên cứu thực nghiệm về tài chính-tăng trưởng (finance-growth nexus) rất phong phú, trong đó các nghiên cứu ban đầu của King & Levine (1993) và Levine (1999) tìm thấy mối tương quan dương mạnh mẽ giữa các chỉ số phát triển tài chính (tín dụng ngân hàng/GDP) và tăng trưởng kinh tế dài hạn, đặc biệt ở các nước đang phát triển. Tuy nhiên, các nghiên cứu sau này sử dụng các phương pháp kinh tế lượng tiên tiến hơn (GMM động, biến công cụ) để giải quyết vấn đề nội sinh và quan hệ nhân quả đã đưa ra các kết quả thận trọng hơn, nhưng vẫn ủng hộ vai trò tích cực của tài chính. Đặc biệt, những nghiên cứu gần đây tập trung kiểm định giả thuyết “quá nhiều tài chính” đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm mạnh mẽ cho mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược hoặc dạng ngưỡng ở nhiều quốc gia và khu vực khác nhau. Arcand & cộng sự (2015) và Ho & Saadaoui (2022) đã xác định các ngưỡng tín dụng ngân hàng/GDP khác nhau (thường từ 90-100%) mà tại đó lợi ích của tín dụng ngân hàng bắt đầu suy giảm. Ở cấp độ doanh nghiệp, các nghiên cứu quốc tế cũng cho thấy mở rộng tín dụng giúp nói lỏng ràng buộc tài chính, thúc đẩy đầu tư, đổi mới và tăng trưởng, nhưng đòn bẩy quá cao lại làm tăng rủi

ro phá sản. Dimelis & cộng sự (2013) và Galindo & Meléndez (2013) tìm thấy mối liên hệ tích cực (thường giả định tuyến tính) giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Chu (2016), Nguyễn & Phạm (2023) và Nguyễn (2016), khi xem xét các giai đoạn trước đây, thường tập trung vào mô hình tuyến tính và kết luận tín dụng ngân hàng có tác động tích cực, là kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ hiệu quả đến tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, khi bối cảnh tín dụng ngân hàng/GDP ngày càng tăng cao, các nghiên cứu gần đây của Đinh (2022), Nguyen (2022) và Phạm (2024b) đã chuyển sang mô hình phi tuyến và cung cấp bằng chứng mạnh mẽ về mối quan hệ chữ U ngược ở cấp độ vĩ mô. Ở cấp độ vi mô, số lượng các nghiên cứu còn hạn chế hơn. Phạm (2023, 2024a) tìm thấy tác động tích cực (giả định tuyến tính) của tín dụng ngân hàng lên hiệu quả doanh nghiệp bất động sản.

Tổng quan trên cho thấy, khi mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế ngày càng được chấp nhận rộng rãi ở cả cấp độ vĩ mô và vi mô tại Việt Nam. Tuy nhiên, hầu hết các phân tích vẫn tập trung dưới góc độ vĩ mô hoặc chỉ tập trung vào một vài nhóm ngành hẹp (điển hình như bất động sản). Tính không đồng nhất (heterogeneity) trong tác động phi tuyến của tín dụng ngân hàng giữa các ngành kinh tế cụ thể vẫn là một khoảng trống nghiên cứu lớn. Các ngành khác nhau về đặc điểm công nghệ, thâm dụng vốn, chu kỳ kinh doanh, mức độ rủi ro, cấu trúc tài sản và sự phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng nên phản ứng của chúng đối với sự thay đổi mức độ tín dụng ngân hàng khó có thể đồng nhất. Vì vậy, việc hiểu rõ ngành nào còn dư địa hấp thụ vốn hiệu quả và ngành nào đã tiến gần hoặc vượt qua ngưỡng bão hòa là thông tin then chốt cho việc nâng cao hiệu quả phân bổ tín dụng ngân hàng.

### 3. Mô hình, dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này áp dụng phương pháp định lượng, phân tích dữ liệu bảng (panel data) nhằm kiểm định giả thuyết về mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa mức độ tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế khi xem xét dưới góc độ vi mô. Để thực hiện phân tích ở cấp độ vi mô này, cần có một thước đo phù hợp phản ánh sản lượng của từng doanh nghiệp. Dù lợi nhuận doanh nghiệp là một thành phần cấu thành của tổng sản phẩm quốc nội (Konchitchki & Patatoukas, 2014), việc sử dụng số tuyệt đối của lợi nhuận sau thuế cần được chuẩn hóa (deflating) để kiểm soát ảnh hưởng của quy mô khi so sánh giữa các doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở phương pháp luận của các nghiên cứu nền tảng quan trọng đã chuẩn hóa thước đo lợi nhuận bằng cách chia cho doanh thu (sales) (Gaertner & cộng sự, 2020; Konchitchki & Patatoukas, 2014; Zhang & Fargher, 2021), nghiên cứu lựa chọn tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (Return On Sales - ROS) làm biến phụ thuộc chính. Việc sử dụng ROS cho phép đánh giá khả năng sinh lời tương đối, gắn liền trực tiếp với quy mô hoạt động bán hàng và doanh thu tạo ra, làm thước đo sản lượng kinh tế vi mô phù hợp trong mối liên hệ với các yếu tố vĩ mô như tín dụng ngân hàng.

Để thực hiện mục tiêu trên, mô hình hồi quy cơ bản được xây dựng như sau:

$$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CRE_t + \beta_2 CRE_t^2 + \sum_{k=1}^9 \gamma_k CONTROL_{i,t,k} + \varepsilon_{i,t}$$

trong đó,  $ROS_{i,t}$  là biến phụ thuộc,  $CRE_t$  là biến độc lập chính đo lường mức độ tín dụng

ngân hàng,  $CRE_t^2$  là bình phương của biến tín dụng ngân hàng nhằm kiểm định tính phi tuyến,  $CONTROL_{i,t,k}$  là vector các biến kiểm soát,  $\varepsilon_{i,t} = \alpha_i + u_{i,t}$  là sai số gộp với  $\alpha_i$  đại diện cho các hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và  $u_{i,t}$  là sai số ngẫu nhiên.

Để đảm bảo tính chính xác của mô hình, các biến kiểm soát được lựa chọn một cách cẩn trọng, dựa trên bằng chứng từ các nghiên cứu thực nghiệm uy tín trước đây. Cụ thể, mô hình bao gồm các biến kiểm soát phản ánh đặc điểm nội tại của doanh nghiệp là tuổi đời (AGE), quy mô (SIZE), cấu trúc vốn (CS), khả năng thanh khoản (LIQ), mức độ đầu tư tài sản cố định (CAPEX), và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GREV). Bên cạnh đó, các yếu tố vĩ mô nền tảng như tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP), lạm phát (INF) và lãi suất cho vay (LR) cũng được kiểm soát. Nhóm biến này đã được Phạm (2023) và Trung (2021) chứng minh là có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tại Việt Nam, việc đưa chúng vào mô hình giúp giảm thiểu sai lệch do bỏ sót biến quan trọng. Các biến số được định nghĩa và đo lường cụ thể trình bày tại Bảng 1.

**Bảng 1. Mô tả dữ liệu nghiên cứu**

Ký hiệu biến	Tên biến và cách tính	Nguồn dữ liệu
<i>Biến phụ thuộc</i>		
ROS	Tỷ suất sinh lợi trên tổng vốn đầu tư được tính từ lợi nhuận sau thuế chia doanh thu bình quân	Fiipro
<i>Biến độc lập chính</i>		
CRE	Được tính toán từ tổng dư nợ tín dụng ngân hàng chia cho tổng sản phẩm quốc nội	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) Fiipro
<i>Biến kiểm soát (control) – bên trong doanh nghiệp</i>		
CS	Cấu trúc vốn, được đo lường theo ba cách: tổng nợ trên tổng tài sản (TDTA), nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDTA) và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDTA)	Fiipro
SIZE	Quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản	Fiipro
AGE	Logarithm tự nhiên của hiệu số giữa năm hiện tại và năm niêm yết	Fiipro
LIQ	Sai phân bậc nhất của logarithm tự nhiên hệ số thanh khoản bằng tổng tài sản ngắn hạn trên tổng nợ ngắn hạn	Fiipro
CAPEX	Tỷ lệ mua sắm tài sản cố định trên tổng tài sản	Fiipro
GREV	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm	Fiipro
<i>Biến kiểm soát (control) – bên ngoài doanh nghiệp</i>		
INF	Tỷ lệ lạm phát dựa trên chỉ số giá tiêu dùng	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
LR	Lãi suất cho vay	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
GDP	Logarithm tự nhiên của tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)

### **3.2 Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp ước lượng**

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng (unbalanced panel data) của 623 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2004-2023. Dữ liệu tài chính doanh nghiệp được thu thập từ cơ sở dữ liệu FiinPro trong khi dữ liệu kinh tế vĩ mô được tổng hợp từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Sau khi loại bỏ các doanh nghiệp tài chính và các quan sát thiếu dữ liệu, mẫu cuối cùng gồm 9.401 quan sát.

Để ước lượng mô hình, nghiên cứu chỉ sử dụng các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng bao gồm Pooled OLS, tác động cố định (fixed effects model - FEM) và tác động ngẫu nhiên (random effects model - REM). Kiểm định F được sử dụng để so sánh FEM với Pooled OLS trong khi kiểm định Breusch-Pagan LM được sử dụng để so sánh lựa chọn giữa REM với Pooled OLS. Tiếp theo, kiểm định Hausman được dùng để lựa chọn giữa FEM và REM. Các kiểm định về phương sai của sai số thay đổi (heteroskedasticity) và tự tương quan (autocorrelation) trong phần dư cũng được thực hiện.

## **4. Kết quả nghiên cứu**

### **4.1 Thống kê mô tả**

Các biến nội tại doanh nghiệp có giá trị cực đoan đã được thay thế bằng giá trị ở phân vị 1% và 99% để xử lý ngoại lai. Phân loại các doanh nghiệp vào các nhóm ngành kinh tế chính (nguyên vật liệu, công nghiệp, tiện ích cộng đồng, hàng tiêu dùng, dịch vụ tiêu dùng, bất động sản, công nghệ thông tin, dược phẩm và y tế, dầu khí, viễn thông) dựa trên hệ thống phân ngành của FiinPro, nhằm phục vụ cho mục tiêu phân tích so sánh theo ngành. Tuy nhiên, số lượng doanh nghiệp ở một số ngành ít hơn số năm quan sát nên các ngành này được nhóm với nhau để gia tăng số quan sát. Cụ thể, các ngành gồm công nghệ thông tin (17 doanh nghiệp), dược phẩm và y tế (23 doanh nghiệp), dầu khí (5 doanh nghiệp) và viễn thông (1 doanh nghiệp) được gộp lại thành nhóm “khác”.

Bảng 2 cho thấy về tổng thể, các doanh nghiệp trong mẫu có tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) trung bình đạt 10,3%, tuy nhiên độ lệch chuẩn lớn (0,157) cho thấy sự phân tán đáng kể về hiệu quả sinh lời. Các doanh nghiệp có tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (TDTA) trung bình là 21,4%, trong đó nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn (trung bình 14,2%) so với nợ dài hạn (trung bình 7,2%). Giá trị trung bình của quy mô doanh nghiệp (SIZE) là 6,526 và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GREV) trung bình đạt 10,5%, song cũng ghi nhận sự biến động rất lớn giữa các quan sát với độ lệch chuẩn 0,426.

Phân tích sâu hơn theo từng ngành cho thấy sự khác biệt rõ rệt về các đặc điểm tài chính và hoạt động. Về hiệu quả sinh lời (ROS), ngành bất động sản (0,209) và tiện ích cộng đồng (0,164) thể hiện mức sinh lời trên doanh thu trung bình cao nhất, tuy nhiên đi kèm với độ biến động rất lớn (độ lệch chuẩn lần lượt là 0,232 và 0,202), hàm ý sự phân hóa mạnh và rủi ro cao trong các ngành này. Ngược lại, ngành nguyên vật liệu có ROS trung bình thấp nhất (0,072). Về tăng trưởng doanh thu (GREV), ngành tiện ích cộng đồng (13,1%) và bất động sản (12,6%) cũng dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng trung bình, nhưng ngành bất động sản lại cho thấy mức độ biến động rất cao (độ lệch chuẩn 0,683), phản ánh tính chu kỳ và rủi ro đặc thù, trong khi ngành dịch vụ tiêu dùng có tốc độ tăng trưởng thấp nhất (8,1%). Về quy mô (SIZE), các doanh nghiệp bất động sản trong mẫu

**Bảng 2. Thống kê mô tả các biến**

Ngành	Nguyên vật liệu		Công nghiệp		Tiện ích cộng đồng		Hàng tiêu dùng		Dịch vụ tiêu dùng		Bất động sản		Khác		Tất cả		
	1.339	92	3.313	213	791	55	1.412	91	772	1.033	75	741	46	741	623	9.401	
Số quan sát																	
Số doanh nghiệp																	
<i>Biến</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	
ROS	0,072	0,124	0,086	0,134	0,164	0,202	0,079	0,101	0,086	0,157	0,209	0,232	0,083	0,121	0,103	0,157	
CRE	1,163	0,184	1,150	0,189	1,161	0,189	1,145	0,196	1,155	0,188	1,177	0,176	1,141	0,194	1,155	0,189	
GHTTTD	0,828	0,377	0,806	0,396	0,826	0,380	0,788	0,409	0,820	0,384	0,850	0,357	0,787	0,410	0,813	0,390	
TDTA	0,269	0,199	0,207	0,185	0,241	0,201	0,255	0,199	0,156	0,186	0,170	0,137	0,165	0,148	0,214	0,187	
LDTA	0,062	0,111	0,073	0,123	0,155	0,177	0,055	0,090	0,038	0,092	0,086	0,103	0,042	0,084	0,072	0,119	
SDTA	0,205	0,173	0,133	0,133	0,083	0,100	0,200	0,171	0,117	0,153	0,084	0,084	0,124	0,123	0,142	0,147	
SIZE	6,791	1,362	6,139	1,410	7,018	1,522	6,731	1,503	5,494	1,819	7,606	1,440	6,437	1,746	6,526	1,594	
AGE	3,051	0,280	3,045	0,304	3,027	0,292	3,059	0,290	3,064	0,269	3,026	0,268	3,045	0,320	3,046	0,292	
LIQ	0,007	0,221	0,009	0,248	-0,004	0,274	0,010	0,243	0,015	0,301	-0,010	0,342	0,005	0,287	0,006	0,266	
CAPEX	0,051	0,068	0,051	0,071	0,061	0,077	0,054	0,064	0,046	0,071	0,027	0,049	0,047	0,066	0,049	0,068	
GREV	0,105	0,370	0,095	0,394	0,131	0,364	0,114	0,354	0,081	0,360	0,126	0,683	0,096	0,443	0,105	0,426	
INF	5,681	5,247	5,931	5,388	5,652	5,278	5,947	5,350	5,767	5,268	5,460	5,092	6,124	5,487	5,824	5,321	
LR	9,495	2,887	9,650	2,949	9,465	2,866	9,646	2,917	9,554	2,904	9,367	2,844	9,757	2,980	9,581	2,917	
GDP	2,010	2,048	2,052	1,993	1,994	2,056	2,042	2,000	2,027	2,016	1,983	2,086	2,074	1,970	2,032	2,017	

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

có quy mô trung bình lớn nhất, còn doanh nghiệp dịch vụ tiêu dùng có quy mô nhỏ nhất. Xét về cấu trúc vốn, ngành nguyên vật liệu và hàng tiêu dùng có tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản (TDTA) và nợ ngắn hạn/tổng tài sản (SDTA) cao, cho thấy sự phụ thuộc nhiều hơn vào nợ, đặc biệt là nợ ngắn hạn. Ngược lại, ngành tiện ích cộng đồng tuy có tỷ lệ nợ dài hạn (LDTA) cao nhất nhưng tỷ lệ nợ ngắn hạn lại thấp nhất, phù hợp với nhu cầu vốn đầu tư dài hạn cho hạ tầng. Đáng chú ý, ngành bất động sản lại có tỷ lệ TDTA và SDTA trung bình tương đối thấp so với các ngành khác. Về đầu tư tài sản cố định (CAPEX), ngành tiện ích cộng đồng có tỷ lệ đầu tư cao nhất, trong khi ngành bất động sản có tỷ lệ này thấp nhất. Nhìn chung, các ngành thể hiện đặc điểm tài chính (financial profile) và hoạt động rất khác biệt, đặc biệt ngành bất động sản với đặc trưng lợi nhuận và tăng trưởng trung bình cao nhưng đi kèm rủi ro và biến động lớn nhất.

#### 4.2 Kết quả ước lượng

Kết quả ước lượng từ mô hình hồi quy (Bảng 3) cung cấp những hiểu biết quan trọng về tác động phi tuyến của tín dụng ngân hàng lên sản lượng kinh tế khi xem xét dưới góc độ vi mô thông qua thước đo ROS. Mẫu nghiên cứu đã được phân chia theo các ngành khác nhau để ước lượng và thực hiện kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả cho thấy có sự tồn tại của các đặc điểm đặc trưng theo doanh nghiệp ảnh hưởng đến ROS. Mặc dù vậy, không có sự thống nhất theo ngành về sự lựa chọn giữa mô hình FEM và REM. Bên cạnh đó, sai số chuẩn được sử dụng để tăng cường tính hiệu lực của các suy diễn thống kê do tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong tất cả các mô hình ước lượng.

Kết quả cho toàn bộ mẫu khẳng định mạnh mẽ giả thuyết chữ U ngược với hệ số âm và có ý nghĩa thống kê cao. Điều này xác nhận rằng, ở cấp độ tổng thể, tín dụng ngân hàng ban đầu có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng khi mức độ tín dụng trong nền kinh tế tăng lên quá cao, tác động này sẽ đảo chiều và trở nên tiêu cực. Với bối cảnh tín dụng ngân hàng tại Việt Nam đang ở mức cao, kết quả này hàm ý rằng ngân hàng nhà nước cần điều hành chính sách tín dụng thu hẹp trong tương lai. Hàm ý này đã được nghiên cứu của Phạm (2024b) đưa ra nhằm kiểm soát và hạn chế rủi ro gây hại tiêu cực cho sản lượng khi đang phụ thuộc quá nhiều vào vốn tín dụng từ hệ thống ngân hàng. Kết quả này phù hợp với cơ chế hình thành mối quan hệ phi tuyến đã được khảo luận trong phần tổng quan nghiên cứu, đặc biệt là kỳ vọng của giả thuyết “tài trợ quá mức” (Too much finance). Ngoài ra, phát hiện này cũng đồng nhất với các phát hiện trước đây về tác động biên giảm dần của tín dụng ngân hàng đến sản lượng ở các quốc gia khác nhau như của Arcand & cộng sự (2015), Ho & Saadaoui (2022). Tại Việt Nam, Đinh (2022), Nguyen (2022) và Phạm (2024b) đã phát hiện và phân tích sâu sắc về mối quan hệ phi tuyến này. Chính vì vậy, nghiên cứu không đi sâu vào phân tích kết quả ở cấp độ tổng thể này. Đây chỉ là cơ sở để bài viết thực hiện các phân tích sâu hơn theo ngành, vốn chưa có nghiên cứu nào thực hiện.

**Bảng 3. Kết quả ước lượng**

Ngành	Nguyên vật liệu	Công nghiệp	Tiện ích Cộng đồng	Hàng Tiêu dùng	Dịch vụ Tiêu dùng	Bất động sản	Khác	Tất cả
CRE	0,020 (0,027)	0,038* (0,021)	-0,039 (0,045)	0,021 (0,019)	0,012 (0,040)	0,376*** (0,071)	0,056 (0,040)	(0,014)

**Bảng 3. Kết quả ước lượng (tiếp theo)**

Ngành	Nguyên vật liệu	Công nghiệp	Tiện ích Cộng đồng	Hàng Tiêu dùng	Dịch vụ Tiêu dùng	Bất động sản	Khác	Tất cả
CRE <sup>2</sup>	-0,119*		-0,266**		-0,261*	-0,744***	0,029	
	(0,069)	(0,065)	(0,132)	(0,075)	(0,104)	(0,189)	(0,091)	(0,039)
N	1339	3313	791	1412	772	1033	741	9401
Thống kê F/Wald	8,628	13,483	4,966	176,595	64,127	230,693	10,143	30,513
P-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Lựa chọn mô hình	FEM	FEM	FEM	REM	REM	REM	FEM	FEM

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Tuy nhiên, phân tích sâu hơn theo từng ngành hé lộ sự khác biệt rất lớn trong mức độ tác động tiêu cực này, trả lời trực tiếp cho câu hỏi nghiên cứu về tính không đồng nhất theo ngành. Kết quả ước lượng cho thấy mức độ nhạy cảm tiêu cực của hiệu quả hoạt động đối với sự gia tăng tín dụng ngân hàng (phản ánh qua độ lớn của hệ số CRE<sup>2</sup> âm) có sự khác biệt rõ rệt giữa các nhóm ngành.

Nổi bật nhất là ngành bất động sản, với hệ số có giá trị âm lớn nhất và ý nghĩa thống kê cao nhất. Giá trị này lớn hơn đáng kể (gần gấp 3 lần) so với hệ số của mẫu tổng thể và của hầu hết các ngành khác. Điều này cho thấy hiệu quả hoạt động (ROS) của các doanh nghiệp bất động sản suy giảm mạnh mẽ nhất khi mức độ tín dụng ngân hàng trong nền kinh tế tăng cao. Nói cách khác, ngành bất động sản là ngành nhạy cảm tiêu cực nhất với mức tín dụng ngân hàng cao, phần dốc xuống của đường cong chữ U ngược là dốc nhất đối với ngành này. Kết quả này phù hợp với phát hiện của Phạm (2025) khi cho thấy các doanh nghiệp bất động sản nhạy cảm mạnh mẽ hơn các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khác. Phạm (2025) đã lý giải nguyên nhân xuất phát từ ba đặc điểm quan trọng của ngành dựa trên kết quả thống kê mô tả giữa nhóm bất động sản và phi bất động sản. Thứ nhất, tính chu kỳ mạnh mẽ và sự phụ thuộc lớn vào các yếu tố thị trường, lãi suất và chính sách vĩ mô, khiến ngành dễ rơi vào tình trạng dư cung hoặc đóng băng khi tín dụng bị thắt chặt sau giai đoạn tăng trưởng nóng. Thứ hai, nhu cầu vốn đầu tư ban đầu rất lớn và thời gian thu hồi vốn kéo dài, khiến doanh nghiệp dễ tổn thương khi chi phí tài chính tăng hoặc dòng tiền chậm lại. Thứ ba, tiềm năng đầu cơ cao, khiến dòng vốn tín dụng ngân hàng dư thừa có thể không chảy vào các dự án thực sự hiệu quả mà vào các hoạt động tích trữ, đẩy giá, dẫn đến việc sử dụng vốn kém hiệu quả và bong bóng tài sản.

Nghiên cứu này đã có đóng góp quan trọng trong việc so sánh trong các ngành phi bất động sản. Kết quả cho thấy các ngành trong nhóm phi bất động sản đều có hệ số âm nhỏ hơn đáng kể so với bất động sản. Cụ thể, nhóm ngành nguyên vật liệu và công nghiệp thể hiện độ nhạy cảm thấp nhất, hàm ý đường cong chữ U ngược của chúng thoải hơn ở phần dốc xuống. Điều này phù hợp với lý thuyết tăng trưởng nội sinh, vốn cho rằng việc mở rộng tín dụng ngân hàng có tác động đáng kể trong việc thúc đẩy hoạt động đầu tư và nghiên cứu, giúp cải thiện năng suất sản xuất và hiệu quả hoạt động. Cụ thể, đặc thù của

các ngành này gắn liền với hoạt động sản xuất vật chất, đòi hỏi đầu tư lớn vào tài sản cố định hữu hình. Tín dụng mở rộng sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp đầu tư vào máy móc, thiết bị, nhà xưởng. Việc tập trung vào sản xuất thực và sở hữu tài sản hữu hình lớn có thể giúp giảm thiểu rủi ro liên quan đến bong bóng đầu cơ tài sản thuần túy như ngành bất động sản gây ra. Mặc dù tín dụng quá mức vẫn có thể dẫn đến dư thừa công suất hoặc đầu tư kém hiệu quả, nhưng tác động tiêu cực lên hiệu quả hoạt động có thể diễn ra từ từ hơn, khiến các ngành này có dư địa hấp thụ vốn tốt hơn so với các ngành khác trong bối cảnh tín dụng ngân hàng đang tăng trưởng cao.

Ở mức độ nhạy cảm trung bình là các ngành dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng và tiện ích cộng đồng. Kết quả này phù hợp với lý thuyết về kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ là hiệu ứng tài sản (wealth effect) (Mishkin, 2012). Cụ thể, đặc điểm quan trọng của ngành tiêu dùng là hành vi tiêu dùng phụ thuộc vào thu nhập khả dụng và tâm lý tiêu dùng, vốn biến động theo chu kỳ kinh doanh. Tín dụng tăng trưởng vừa phải làm giá tài sản tăng trưởng, tạo nên hiệu ứng thu nhập và kích cầu. Tuy nhiên, khi tín dụng tăng quá mức tạo nên kỳ vọng về chu kỳ điều chỉnh giảm giá tài sản trong tương lai do sự tích lũy nợ và bong bóng tài sản, làm cho nền kinh tế trở nên dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc và sẽ có các phản ứng thắt chặt chính sách diễn ra. Do đó, hành vi tiêu dùng có sự gia tăng khi tín dụng ngân hàng tăng trưởng ở mức vừa phải (nền kinh tế ổn định trong giai đoạn chu kỳ kinh doanh đi lên) và giảm mạnh khi tín dụng ngân hàng tăng trưởng quá mức (nền kinh tế bất ổn kèm với chu kỳ kinh doanh đi xuống). Ngoài ra, hành vi của chính các doanh nghiệp cũng góp phần dẫn đến kết quả này. Cụ thể, tín dụng ngân hàng ban đầu tài trợ cho các nhu cầu thiết yếu của hoạt động kinh doanh, giúp duy trì mức tồn kho phù hợp, quản lý các khoản phải thu, tài trợ cho các chiến dịch Marketing và bán hàng, cũng như mở rộng mạng lưới phân phối và nâng cấp cơ sở cung cấp dịch vụ. Những yếu tố này có thể góp phần thúc đẩy doanh thu và cải thiện hiệu quả hoạt động trong giai đoạn đầu tiếp cận tín dụng ngân hàng. Hơn nữa, tín dụng ngân hàng dễ dàng thúc đẩy cạnh tranh gay gắt trong ngành, dẫn đến các cuộc chiến về giá hoặc chi tiêu quảng cáo quá mức, làm xói mòn biên lợi nhuận. Rủi ro về quản lý hàng tồn kho và đầu tư quá mức vào năng lực dựa trên các dự báo lạc quan trong giai đoạn bùng nổ tín dụng ngân hàng cũng góp phần làm suy giảm hiệu quả hoạt động khi chu kỳ đảo chiều. Sự kết hợp của các yếu tố này giúp lý giải vì sao hiệu quả hoạt động của các ngành tiêu dùng lại có xu hướng suy giảm mạnh hơn so với các ngành nguyên vật liệu và công nghiệp sau khi tín dụng vượt qua một ngưỡng nhất định.

Đối với ngành tiện ích cộng đồng, cơ chế hình thành đường cong chữ U ngược có những nét riêng biệt. Tín dụng ngân hàng đóng vai trò thiết yếu trong việc tài trợ cho các dự án đầu tư hạ tầng quy mô lớn, dài hạn và có tính chất không thể chia nhỏ như nhà máy điện, mạng lưới truyền tải, hệ thống cấp thoát nước. Điều này được minh chứng thông qua kết quả thống kê mô tả cho thấy quy mô (SIZE) ngành này lớn hơn so với các ngành còn lại (ngoại trừ bất động sản). Các khoản đầu tư này, khi được thực hiện hiệu quả, có thể mang lại lợi ích đáng kể về hiệu suất vận hành và lợi thế kinh tế nhờ quy mô, qua đó cải thiện hiệu quả hoạt động ban đầu. Tuy nhiên, đặc thù của ngành này cũng tạo ra những yếu tố dẫn đến sự suy giảm hiệu quả ở mức tín dụng ngân hàng cao. Thứ nhất, quy luật lợi suất biên giảm dần thể hiện rõ khi việc tìm kiếm các dự án hạ tầng mới có hiệu quả tương đương ngày càng khó khăn hơn sau khi các cơ hội tốt nhất đã được khai thác. Thứ hai, môi trường pháp lý với sự điều tiết về giá và tỷ suất lợi nhuận có thể giới hạn mức độ cải thiện hiệu quả hoạt động mà doanh nghiệp có thể đạt được, ngay cả khi đầu tư thêm.

Thứ ba, mặc dù có nhu cầu ổn định, ngành tiện ích không hoàn toàn miễn nhiễm với các yếu tố kinh tế vĩ mô rộng hơn có thể liên quan đến mức tín dụng ngân hàng chung quá cao (suy giảm nhu cầu từ các ngành công nghiệp khác, khó khăn trong thu hồi công nợ). Sự cân bằng giữa lợi ích từ các dự án đầu tư quy mô lớn và các yếu tố giới hạn về lợi suất biên, điều tiết pháp lý và ảnh hưởng vĩ mô giải thích cho mối quan hệ chữ U ngược với độ nhạy cảm ở mức trung bình của ngành này.

Nhóm ngành khác không thể hiện mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động. Cả hệ số của CRE và CRE<sup>2</sup> đều không có ý nghĩa thống kê ở bất kỳ mức thông thường nào. Việc thiếu ý nghĩa thống kê này xuất phát từ chính đặc điểm của các ngành cấu thành nên nhóm khác. Công nghệ thông tin (phần mềm, dịch vụ), dược phẩm (giai đoạn nghiên cứu và phát triển - R&D), dầu khí (các dự án lớn) và viễn thông (các tập đoàn lớn) thường không phụ thuộc chủ yếu vào nguồn tín dụng từ ngân hàng thương mại trong nước. Họ có khả năng tiếp cận các nguồn vốn đa dạng và phù hợp hơn với mô hình kinh doanh của mình như vốn đầu tư mạo hiểm, vốn cổ phần tư, phát hành cổ phiếu/trái phiếu trên thị trường vốn trong nước và quốc tế, tài trợ dự án và nguồn lợi nhuận giữ lại dồi dào. Do đó, tỷ lệ tín dụng ngân hàng/GDP có thể không phản ánh chính xác sự thay đổi trong khả năng tiếp cận hay chi phí vốn thực tế của các doanh nghiệp này. Điều này giúp lý giải việc thay đổi lượng cung ứng tín dụng ngân hàng không ảnh hưởng một cách có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của các ngành này. Tuy nhiên, không thể loại trừ nguyên nhân xuất phát từ việc gộp các ngành lại với nhau tạo thành một tập hợp không đồng nhất đã dẫn đến các tác động có thể triệt tiêu lẫn nhau nên không quan sát được.

## 5. Hàm ý chính sách và kết luận

Nghiên cứu xác nhận mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng khi xem xét dưới góc độ hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Quan trọng hơn, nghiên cứu chỉ ra sự khác biệt đáng kể trong mức độ nhạy cảm tiêu cực của các ngành kinh tế đối với việc gia tăng tín dụng ngân hàng khi đã ở mức cao. Kết quả cho thấy các ngành nguyên vật liệu và công nghiệp thể hiện độ nhạy cảm thấp nhất (đường cong chữ U ngược thoải nhất), trong khi ngành bất động sản có độ nhạy cảm tiêu cực cao nhất và rõ rệt nhất (đường cong dốc nhất).

Nghiên cứu này có đóng góp quan trọng trên cả phương diện lý thuyết và thực tiễn đối với bối cảnh tín dụng ngân hàng đang ở mức cao tại Việt Nam. Về mặt học thuật, công trình này phân tích chi tiết tác động phi tuyến của tín dụng ngân hàng đến sản lượng ở cấp độ vi mô theo từng ngành, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm củng cố cho mô hình chữ U ngược dựa trên đặc thù ngành. Về mặt thực tiễn, các phát hiện của nghiên cứu cung cấp cơ sở khoa học để ngân hàng Nhà nước và các cơ quan chức năng có thể định hướng dòng vốn tín dụng ngân hàng một cách hiệu quả hơn.

Trong bối cảnh tỷ lệ tín dụng ngân hàng/GDP của Việt Nam đã ở mức cao và hiệu quả biên tổng thể có xu hướng suy giảm, chính sách phân bổ tín dụng ngân hàng cần có sự phân hóa theo ngành nhằm tối ưu hóa hiệu quả và tăng cường quản lý rủi ro. Dựa trên bằng chứng về độ nhạy cảm khác biệt, để giảm thiểu tác động tiêu cực lên hiệu quả hoạt động chung khi mở rộng tín dụng ngân hàng, các nhà hoạch định chính sách nên đưa ra các chính sách định hướng dòng vốn tín dụng chảy vào các ngành có độ nhạy cảm thấp như nguyên vật liệu và công nghiệp. Diễn hình như thực hiện tái cấp vốn thông thoáng và có lợi cho các ngân hàng trong danh mục tài sản có tỷ trọng các ngành này cao hơn.

Đồng thời, cần duy trì sự thận trọng và các biện pháp giám sát chặt chẽ đối với các ngân hàng có tỷ trọng vốn chảy vào các lĩnh vực nhạy cảm cao như bất động sản nhằm hạn chế rủi ro bất ổn. Tuy nhiên, các giải pháp giúp nâng cao chất lượng thẩm định tín dụng ngân hàng cho từng dự án/doanh nghiệp cụ thể vẫn là yếu tố then chốt trong mọi trường hợp.

Các kết quả và hàm ý chính sách của bài viết này được hình thành từ mô hình tĩnh với các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng truyền thống là Pooled OLS, FEM và REM. Tuy nhiên, lý thuyết kinh tế cho thấy sản lượng có tính quán tính, tức là gia tăng sản lượng năm trước là tiền đề quan trọng để gia tăng sản lượng năm sau. Điều này hàm ý rằng mô hình bao gồm biến trễ của biến phụ thuộc như biến độc lập (mô hình động) sẽ nắm bắt tốt hơn mối quan hệ giữa các yếu tố so với mô hình tĩnh. Như vậy, bài viết vẫn còn hạn chế khi chưa kiểm tra sự tồn tại của hiệu ứng này với các kỹ thuật ước lượng phù hợp là GMM. Các khảo cứu trong tương lai có thể tiến hành theo hướng này để mang lại góc nhìn toàn diện hơn.

### Tài liệu tham khảo

- Arcand, J.L., Berkes, E. & Panizza, U. (2015), “Too much finance?”, *Journal of Economic Growth*, Vol. 20 No. 2, pp. 105-148.
- Chu, K.L. (2016), *Truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng của các ngân hàng thương mại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Học viện Ngân hàng.
- De la Torre, A., Ize, A. & Schmukler, S. (2012), *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*, The World Bank: Washington, DC.
- Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. & Tong, H. (2014), “Policies for Macro-Financial Stability: Dealing with Credit Booms and Busts”, in Stijn, C., Ayhan, K., Luc, L. & Fabian, V. (eds.), *Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses*, International Monetary Fund: Washington, DC.
- Dimelis, S., Giotopoulos, I. & Louri, H. (2013), “The credit crunch and firm growth in the Euro area: 2005-2011. A quantile panel analysis”, Working Paper No 165, Bank of Greece - Eurosystem, November.
- Đình, V.H. (2022), *Tác động của tín dụng ngân hàng tới tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh.
- Gaertner, F.B., Kausar, A. & Steele, L.B. (2020), “Negative accounting earnings and gross domestic product”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 25 No. 4, pp. 1382-1409.
- Galindo, A.J. & Meléndez, M. (2013), “Firm-Level Evidence of the Link between Credit, Firm Size and Competitiveness in Colombia”, Working Paper No IDB-WP-395, Inter-American Development Bank, April.
- Ho, S.H. & Saadaoui, J. (2022), “Bank credit and economic growth: a dynamic threshold panel model for ASEAN countries”, *International Economics*, Vol. 170, pp. 115-128.
- King, R.G. & Levine, R. (1993), “Finance and growth: schumpeter might be right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 No. 3, pp. 717-737.
- Konchitchki, Y. & Patatoukas, P.N. (2014), “Accounting earnings and gross domestic

- product”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 57 No. 1, pp. 76-88.
- Levine, R. (1999), *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, The World Bank.
- McConnell, C., Brue, S. & Flynn, S. (2017), *Macroeconomics*, McGraw Hill:New York.
- Minsky, H. (1992), “The Financial Instability Hypothesis”, Working Paper No.74, Levy Economics Institute, May.
- Mishkin, F.S. (2012), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson College Div:Toronto.
- Nguyễn, C.Đ. & Phạm, D.T. (2023), “Tín dụng ngân hàng và tăng trưởng kinh tế Việt Nam”, *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, Tập 248+249, tr. 11-19.
- Nguyễn, P.C. (2016), *Truyền dẫn của chính sách tiền tệ và kênh cho vay tại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyen, P.T. (2022), “The impact of banking sector development on economic growth: the case of Vietnam’s transitional economy”, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 15 No. 8, pp. 1-18.
- Phạm, D.T. (2023), “Tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Tập 315, tr. 43-51.
- Phạm, D.T. (2024a), “Ảnh hưởng của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bất động sản”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, Tập 4, Số 551, tr. 13-24.
- Phạm, D.T. (2024b), “Mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và quy mô nền kinh tế Việt Nam”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, Tập 2, Số 549, tr. 112-120.
- Phạm, D.T. (2025), “Vai trò điều tiết của giới hạn tăng trưởng tín dụng: tác động khác biệt lên doanh nghiệp bất động sản và phi bất động sản tại Việt Nam”, [https://jables.ueh.edu.vn/Home/SearchArticle?article\\_Id=585f948c-521f-488b-9e3c-b0b41502fce2](https://jables.ueh.edu.vn/Home/SearchArticle?article_Id=585f948c-521f-488b-9e3c-b0b41502fce2), truy cập ngày 01/07/2025.
- Tobin, J. (1984), “On the efficiency of the financial system”, *Lloyds Bank Review*, Vol. 153, pp. 1-15.
- Trung, N.K.Q. (2021), “Determinants of small and medium-sized enterprises performance: The evidence from Vietnam”, *Cogent Business & Management*, Vol. 8 No. 1, pp. 1-26.
- Zhang, L. & Fargher, N. (2021), “Aggregate accounting earnings, special items and growth in gross domestic product: evidence from Australia”, *Accounting & Finance*, Vol. 62 No. 2, pp. 2467-2496.