

ẢNH HƯỞNG CỦA PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH LÊN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ CÁC NƯỚC ASEAN

Lê Phương Thảo Quỳnh¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thị Phương Thảo

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 01/11/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 15/03/2022; **Ngày duyệt đăng:** 21/03/2022

Tóm tắt: Trong bài báo này, tác giả áp dụng mô hình ước lượng hồi quy gộp (POLLS) để đánh giá tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế các nước ASEAN. Mô hình xem xét tác động của các chỉ số phát triển tài chính đại diện: tỷ lệ nợ thanh khoản trên GDP, tỷ trọng tín dụng tư nhân trong nước và quy mô các ngân hàng thương mại trong khu vực tác động đến GDP bình quân đầu người. Kết quả nghiên cứu cho thấy, phát triển tài chính có tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế, từ đó giúp các nhà hoạch định chính sách đưa ra những quyết định phát triển và cải thiện các chỉ số tài chính để góp phần nâng cao và duy trì sự tăng trưởng trong dài hạn cho cả khu vực Đông Nam Á.

Từ khóa: Phát triển tài chính, Tăng trưởng kinh tế, Mô hình hồi quy POLS, Các nước ASEAN

IMPACT OF FINANCIAL DEVELOPMENT ON ECONOMIC GROWTH OF ASEAN COUNTRIES

Abstract: In this paper, we apply the POLS regression model to assess the impact of financial development on the economic growth of ASEAN countries. The model considers the impact of representative financial development indicators: the ratio of liquid liabilities to GDP, the share of domestic private credit, and the size of commercial banks in the region on GDP per capita. The results show that financial development has a positive impact on economic growth, thereby can be used as the basis for policymakers to make development decisions and improve financial indicators to contribute to long-term growth for the whole Southeast Asian region.

Keywords: Financial Development, Economic Growth, The POLS Regression Model, ASEAN Countries

¹ Tác giả liên hệ, Email: quynhlpt@ftu.edu.vn

1. Đặt vấn đề

Kể từ khi được thành lập cách đây hơn 50 năm, Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN) đã đạt được nhiều thành tựu trong các lĩnh vực khác nhau từ thúc đẩy hợp tác quốc tế, phát triển kinh tế tới xây dựng cộng đồng. Về thành tựu kinh tế, theo số liệu báo cáo của Ban Thư ký ASEAN, tổng giá trị GDP của mười quốc gia thành viên ASEAN trị giá 3,08 nghìn tỷ USD vào năm 2020, đã giảm khoảng 4% so với năm 2019 do ảnh hưởng của dịch bệnh. Điều này đưa ASEAN trở thành nền kinh tế lớn thứ năm trên thế giới, sau Hoa Kỳ (21,4 nghìn tỷ USD), Trung Quốc (14,4 nghìn tỷ USD), Nhật Bản (5,1 nghìn tỷ USD) và Đức (3,9 nghìn tỷ USD). GDP của ASEAN có xu hướng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2000-2019, bất chấp cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008-2009. Tổng GDP của khu vực vào năm 2019 đã tăng gấp đôi so với một thập kỷ trước (1,6 nghìn tỷ USD năm 2008) và gần gấp 5 lần giá trị vào năm 2000 (0,6 nghìn tỷ USD). Xu hướng tương tự cũng được quan sát thấy đối với GDP bình quân đầu người của ASEAN, đạt 4.827,4 USD vào năm 2019, so với năm 2010 là 3313,6 USD và gấp hơn 4 lần giá trị của nó vào năm 2000 (1200,3 USD). Giá trị đóng góp của ASEAN trong GDP danh nghĩa thế giới đã tăng từ 2,5% vào năm 2008 lên 3,7% vào năm 2019 (The ASEAN Secretariat, 2020). Trong giai đoạn 2000-2019, mặc dù chịu ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008, kinh tế ASEAN vẫn duy trì được mức tăng trưởng tương đối ổn định, với mức tăng trưởng trung bình hàng năm là 5,7%. Trong đó, Myanmar, Lào và Campuchia ghi nhận mức tăng trưởng GDP cao nhất, với mức tăng trưởng bình quân hàng năm lần lượt là 13,2%, 7,7% và 7,6%. Tăng trưởng kinh tế về cơ bản phụ thuộc vào sự tích lũy các yếu tố đầu vào là các yếu tố trong quá trình sản xuất như vốn và lao động và quy trình kỹ thuật. Bên cạnh đó, phát triển tài chính cũng đóng vai trò quan trọng trong quá trình tích lũy cho quá trình tăng trưởng kinh tế bền vững. Phát triển tài chính có thể được hiểu là các chính sách, các yếu tố và tổ chức giúp hình thành các trung gian tài chính và thị trường tài chính hiệu quả. Phát triển tài chính tạo điều kiện cho các hoạt động kinh doanh thông qua huy động tiết kiệm và phân bổ hiệu quả các nguồn lực, giảm thiểu vấn đề thông tin bất cân xứng, quản lý rủi ro và giảm chi phí giao dịch và là một bộ phận quan trọng của nguồn vốn để thúc đẩy hoạt động kinh tế ở mỗi quốc gia, tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình tìm kiếm vốn cho các mục đích đầu tư vào các lĩnh vực như thương mại, xuất khẩu, bất động sản và các lĩnh vực khác (The ASEAN Secretariat, 2020).

ASEAN bao gồm quốc gia thành viên với mức độ phát triển kinh tế và tài chính khác nhau. Tuy nhiên, cho đến nay sự phát triển tài chính của các quốc gia trong khu vực ASEAN chưa được nghiên cứu đúng mức và đầy đủ. Điều này cũng đặt ra hỏi: Liệu phát triển tài chính có tác động đến tăng trưởng kinh tế của các quốc gia Đông Nam Á hay không và tác động này là tác động tích cực hay tiêu cực? Các quốc gia Đông Nam Á cần có đối sách gì cho phù hợp để có thể duy trì mức tăng trưởng kinh tế trong dài hạn, cải thiện tình hình phát triển hệ thống tài chính của mỗi quốc gia?

Do đó, bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế các quốc gia ASEAN nhằm xác định rõ chiều ảnh hưởng và từ đó đưa ra một số khuyến nghị để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ASEAN trong thời gian tới.

Ngoài phần giới thiệu và kết luận, bài viết trình bày tổng quan tình hình nghiên cứu về tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế, phân tích thực trạng phát triển tài chính tại các quốc gia ASEAN giai đoạn 2001-2019, từ đó xây dựng mô hình ước lượng ảnh hưởng của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế của các quốc gia ASEAN.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1 Tác động tích cực của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế

2.1.1 Về các nghiên cứu theo nước hoặc khu vực

Bojanic (2012) sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian trong giai đoạn 1940-2010 phân tích tác động của phát triển tài chính, mở cửa thương mại và phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế của Bolivia. Kết quả xác nhận rằng có mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế, phát triển tài chính và các chỉ số mở cửa thương mại trong dài hạn.

Đối với Việt Nam, Anwar & 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 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 phát triển tài chính đóng góp cho tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Tỷ lệ tín dụng trên GPP (Gross Provincial Product) càng cao thì càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Khi thay thế các thước đo khác của mức độ phát triển tài chính, các tác giả cũng vẫn ủng hộ cho lập luận rằng càng phát triển tài chính càng có lợi.

Jedidia & cộng sự (2014) nghiên cứu để xem xét sự phát triển tài chính có tác động như thế nào đối với tăng trưởng kinh tế của Tunisia. Sau khi thu thập số liệu đưa vào mô hình, họ đưa ra kết quả và khẳng định rằng phát triển tài chính có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế.

Estrada & cộng sự (2010) nghiên cứu mối liên hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tại các nước Châu Á đang phát triển trên mẫu gồm 116 quốc gia, trong đó có 22 nước đã là thành viên của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) trong giai đoạn 1987-2008. Các tác giả đưa ra kết luận rằng, đối với tất cả các thước đo tài chính đều tìm thấy mối tương quan tích cực có ý nghĩa thống kê của phát triển tài chính lên tăng trưởng GDP bình quân đầu người. Hơn thế nữa, kết quả các mô hình ước lượng đều cho thấy độ sâu tài chính càng lớn (thông qua đo lường bằng nợ thanh khoản - liquid liabilities) thì càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Hai thước đo còn lại là tín dụng của ngân hàng thương mại và quy mô vốn hóa của thị trường chứng khoán cũng đều thể hiện tác động tích cực của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Đặc biệt, theo các tác giả này, đối với các quốc gia Châu Á đang phát triển thì hệ thống tài chính giữ một vai trò chính yếu, nhất là trong thời kỳ hậu khủng hoảng bởi vì nó giúp

cải thiện hiệu quả đầu tư, đóng góp vào sự gia tăng sản lượng của nền kinh tế. Các tác giả sử dụng các biến độc lập chính là tổng nợ phải trả so với GDP, giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán so với GDP và tín dụng tư nhân của ngân hàng so với GDP để đánh giá mức độ ảnh hưởng đến năng suất nhân tố tổng hợp của các quốc gia Châu Á.

2.1.2 Về các nghiên cứu cho thấy kênh truyền dẫn tác động tích cực của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế

Schumpeter (1911) cho rằng tăng trưởng kinh tế về cơ bản chịu ảnh hưởng của khu vực tài chính. Khu vực tài chính hoạt động theo cơ chế của thị trường, là cầu nối phân tiết kiệm và đầu tư của nền kinh tế. Khi hệ thống hoạt động tốt nó sẽ khơi thông hiệu quả cho dòng chảy vốn và cung cấp thêm cơ sở giao dịch nhằm mở rộng sự đổi mới trong công nghệ và sự phát triển của nền kinh tế. Các nghiên cứu của McKinnon (1973) và Shaw (1973) được trích dẫn trong Majid & Mahrizal (2007) ủng hộ quan điểm của Schumpeter rằng phát triển tài chính sẽ tăng cường tiết kiệm và đầu tư và do đó tăng trưởng kinh tế sẽ được cải thiện.

Các nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ của phát triển tài chính - tăng trưởng phần lớn cho thấy mối liên hệ tích cực giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. De Gregorio & Guidotti (1995) thông qua những phát hiện của họ sử dụng dữ liệu xuyên quốc gia cho thấy rằng phát triển tài chính dẫn đến hiệu quả tăng trưởng được nâng cao. Nghiên cứu của Rajan & Zingales (1998) cho thấy phát triển tài chính có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế bằng cách giảm chi phí tài chính bên ngoài cho các công ty phụ thuộc vào tài chính.

Beck & cộng sự (2000) đã tìm thấy mối quan hệ cơ bản giữa phát triển trung gian tài chính, tăng trưởng GDP bình quân đầu người thực tế và tăng trưởng năng suất các nhân tố tổng hợp. Kết quả của bài báo đang ủng hộ quan điểm của các trung gian tài chính mở rộng phân bổ nguồn lực và đẩy nhanh tốc độ tăng năng suất các yếu tố tổng hợp và có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn.

Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và tăng trưởng kinh tế trong dài hạn đã được nghiên cứu bởi Christopoulos & Tsionas (2004). Kết quả thực nghiệm cho thấy ở 10 nước đang phát triển, độ sâu tài chính và các biến số bổ sung tác động lên tăng trưởng.

Narayan & Narayan (2013) chỉ ra rằng phát triển khu vực tài chính có thể dẫn đến tăng trưởng kinh tế bằng các biến độc lập như lạm phát, tổng vốn cố định, độ mở thương mại, cổ phiếu được giao dịch theo tỷ lệ GDP, tỷ lệ vốn hóa thị trường trên GDP và tín dụng khu vực ngân hàng dành cho khu vực tư nhân.

Mặc dù các nghiên cứu kể trên ủng hộ tác động tích cực của phát triển tài chính tới tăng trưởng kinh tế, cũng có những lập luận cho rằng phát triển tài chính có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

2.2 Tác động tiêu cực của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế

Rajan (2005) lập luận rằng hệ thống tài chính quá lớn và phức tạp có thể là khởi nguồn của các cuộc khủng hoảng tài chính. Hệ thống tài chính lớn cũng có thể dẫn

tới tình trạng phân bổ nguồn lực không hiệu quả giữa các lĩnh vực. Khi lĩnh vực tài chính thu hút quá nhiều nguồn lực từ các lĩnh vực khác cùng với lợi suất ngày một giảm dần thì tác động dương tới tổng thể nền kinh tế có thể bị giảm đi, thậm chí bị âm (Philippon & Reshef, 2013; Cecchetti & Kharroubi, 2015). Rioja & Valle (2004) chia 45 quốc gia nghiên cứu thành ba nhóm dựa theo mức độ phát triển tài chính. Các tác giả đã kết luận rằng chiều của tác động là không đồng nhất giữa các nhóm quốc gia và mức độ ảnh hưởng cũng khác nhau. Đặc biệt, phát triển tài chính có tác động tích cực mạnh nhất tới tăng trưởng kinh tế khi nền kinh tế đạt ngưỡng tại quy mô nhất định. Khi nghiên cứu ngưỡng của tỷ lệ tín dụng trên GDP cho 136 quốc gia từ năm 1961 tới 2010, Arcand & cộng sự (2015) tìm ra rằng khi vượt ngưỡng trong khoảng 80% - 120%, tín dụng dành cho khu vực tư nhân sẽ tác động tiêu cực đến các quốc gia có hệ thống tài chính quy mô nhỏ và vừa.

Khi tăng trưởng kinh tế quá cao, nền kinh tế sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro và thiếu bền vững, có thể dẫn đến những tác động tiêu cực đến phát triển tài chính. Bởi vì, khi nền kinh tế phát triển và hệ thống tài chính phát triển, các ngân hàng sẽ tăng cường cung ứng tín dụng và không thể kiểm soát chất lượng tín dụng tốt như trước, dẫn đến nguy cơ hệ thống tài chính bị khủng hoảng và suy thoái trong tương lai. Theo quan điểm này, Ram (1999) và Naceur (2014) đã phân tích dữ liệu từ 95 quốc gia và cho rằng tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa tăng trưởng kinh tế và phát triển tài chính. Trong khi đó, Naceur (2014) cho rằng tăng trưởng kinh tế có tác động tiêu cực đến sự phát triển của hệ thống ngân hàng ở các nước.

Narayan & Narayan (2013) xem xét tác động của hệ thống tài chính đối với tăng trưởng kinh tế của 65 quốc gia đang phát triển. Nghiên cứu của họ cho thấy tín dụng ngân hàng có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Khu vực tài chính và ngân hàng không có đóng góp vào tăng trưởng kinh tế ở các nước Trung Đông. Ở khu vực Châu Á, vai trò của phát triển khu vực tài chính đối với tăng trưởng kinh tế còn khá yếu.

Một nghiên cứu của Grassa & Gazdar (2014) xem xét tác động của phát triển tài chính Hồi giáo và phát triển tài chính thông thường đối với tăng trưởng kinh tế ở 5 quốc gia Hội đồng hợp tác Vùng Vịnh (Gulf Cooperation Council - GCC) là Bahrain, Kuwait, Qatar, Vương quốc Ả Rập Xê Út và Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất. Các phát hiện thực nghiệm của họ cho thấy không có mối quan hệ đáng kể nào giữa phát triển tài chính thông thường và tăng trưởng. Tuy nhiên, tài chính Hồi giáo dẫn đến tăng trưởng ở khu vực này.

Mức độ tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế có sự khác biệt giữa nhóm nước khác nhau về cả trình độ phát triển (Deidda & Fattouh, 2002; Beck, & cộng sự, 2014) cho thấy chính sách phát triển hệ thống tài chính cần phù hợp với bối cảnh của nền kinh tế. Quốc gia đang phát triển có những yếu tố thuận lợi nhưng cũng có những thách thức khó khăn, không giống với quốc gia đã có trình độ phát triển cao. Tuy nhiên các nghiên cứu trước đây chỉ thực nghiệm đơn lẻ với từng nhóm nước chứ chưa kết hợp so sánh để đề ra chính sách giải pháp thích hợp. Bên

ạnh đó, quy mô và sự tăng trưởng của khối ngành tài chính trong nền kinh tế ảnh hưởng tích cực hay tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế là vấn đề cần phải được kiểm định lại để có câu trả lời xác đáng hơn. Các nghiên cứu mới gần đây đặt ra vấn đề cần xem xét lại chính xác hơn tác động này có thực sự là luôn tích cực hay không. Điều này dẫn đến nhu cầu cần đánh giá lại vai trò của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh hiện đại, cũng chính là một trong các khoảng trống nghiên cứu và nhu cầu cần thiết làm sáng tỏ, kiểm định lại tác động thực sự của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế với mẫu dành cho các quốc gia Đông Nam Á, xem xét cả nhân tố thu nhập và những đặc thù của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Nghiên cứu này kỳ vọng đóng góp thêm cho học thuật những hiểu biết hơn về các nền kinh tế khu vực Đông Nam Á trong bối cảnh mới.

3. Phát triển tài chính tại các quốc gia ASEAN

3.1 Chỉ tiêu đo lường phát triển tài chính

Theo cơ sở dữ liệu chỉ số phát triển tài chính do IMF đề xuất, sự phát triển tài chính có thể được đo lường bằng độ sâu, hiệu quả và khả năng tiếp cận của các tổ chức tài chính và thị trường.

Độ sâu tài chính: thể hiện quy mô vốn của khu vực tài chính so với nền kinh tế. Khu vực tài chính sâu hơn sẽ nắm bắt được khả năng cung cấp vốn cho nền kinh tế mạnh mẽ hơn. Về các thước đo, tín dụng trong nước đối với khu vực tư nhân và vốn hóa thị trường chứng khoán là hai chỉ số thường được sử dụng làm đại diện cho độ sâu tài chính. Ở các nước phát triển, sự phát triển tài chính thường được thể hiện qua sự phát triển của hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán, còn ở các nền kinh tế đang phát triển hoặc mới nổi có thị trường chứng khoán tương đối non trẻ thì các nghiên cứu thường tập trung hơn về sự phát triển của hệ thống ngân hàng

Hiệu quả tài chính: đề cập đến những cải thiện về hiệu quả hoạt động theo quan điểm của hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán. Hiệu quả tài chính được cải thiện mang lại cho các hộ gia đình và doanh nghiệp nhiều lợi ích hơn khi sử dụng các dịch vụ tài chính mà ngân hàng cung cấp như tính thanh khoản của tín dụng tư nhân.

Tiếp cận tài chính: nắm bắt những cải thiện trong tiếp cận hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán. Nói cách khác, điều này cho thấy mức độ lan tỏa của hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán trong toàn dân. Tiếp cận tài chính theo quan điểm của hệ thống ngân hàng thường được xấp xỉ bởi chi nhánh ngân hàng trên 100.000 người lớn và ATM trên 100.000 người lớn trong khi tỷ lệ vốn hóa thị trường bên ngoài 10 công ty lớn nhất trên tổng vốn hóa thị trường được sử dụng để đo lường khả năng tiếp cận từ quan điểm của thị trường chứng khoán.

Noureen (2011) cho rằng phát triển tài chính được hiểu cả theo chiều rộng và theo chiều sâu. Theo chiều rộng, phát triển tài chính đề cập đến sự phát triển chủ yếu dựa vào yếu tố vốn đầu tư và lao động, gia tăng lượng vốn đầu tư phù hợp với sự gia tăng của lao động. Bên cạnh đó, phát triển tài chính còn được đề cập đến theo chiều sâu, đó là sự gia tăng tỷ lệ giá trị các tài sản tài chính so với GDP.

3.2 Phát triển tài chính tại các quốc gia ASEAN giai đoạn 2000-2019

Cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 đã tạo động lực trực tiếp cho các quốc gia nhận ra sự cần thiết của hợp tác tài chính khu vực. Sau khi trải qua cuộc khủng hoảng tài chính, các nước Châu Á đã đạt được sự nhất trí về sự cần thiết phải tăng cường khả năng quản lý rủi ro của chính họ để ngăn chặn và giải quyết mọi cuộc khủng hoảng tài chính trong tương lai. Họ cần phải làm như vậy bằng cách tăng cường hợp tác tài chính khu vực, thay vì chỉ phụ thuộc vào sự hỗ trợ từ các tổ chức tài chính quốc tế, bao gồm cả Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và từ các nước tiên tiến. Do đó, các nước Đông Nam Á kể từ đầu những năm 2000, bắt đầu đưa ra những thảo luận tích cực về hợp tác tài chính khu vực. Trong nỗ lực áp dụng các biện pháp ngăn ngừa và đối phó hiệu quả với các cuộc khủng hoảng tài chính trong khu vực, các quốc gia đã đạt được những kết quả rõ rệt, bao gồm cả việc thiết lập cơ chế cung cấp thanh khoản khẩn cấp trong khu vực. Cuộc khủng hoảng tài chính chủ yếu là do các nước trong khu vực ngày càng phụ thuộc vào vốn nước ngoài và các khoản vay ngân hàng, do thị trường tài chính tương đối kém phát triển của họ. Nguyên nhân là do sự không khớp về kỳ hạn trên thị trường nước ngoài, chẳng hạn như cho vay dài hạn và vay ngắn hạn.

Tỷ lệ nợ thanh khoản trên GDP

Một trong những chỉ số quan trọng để có thể đo độ sâu tài chính của các nền kinh tế, được sử dụng nhiều trong các bài nghiên cứu về phát triển tài chính là tỷ lệ nợ thanh khoản trên GDP.

Ngoại trừ Indonesia, tỷ lệ nợ thanh khoản/GDP của các nước ASEAN trong giai đoạn 2000-2019 đều có xu hướng đi lên. So với các quốc gia trong khu vực, độ sâu tài chính của Việt Nam ở mức cao, tương đồng với các nước Malaysia, Singapore và Thái Lan, cao hơn hẳn so với nhóm nước còn lại, nơi con số này dưới mức 50% (ngoại trừ Brunei Darussalam). Đó là do chính phủ đã có chính sách ổn định trong khu vực ngân hàng, phản ánh một số tiến triển về giải quyết nợ xấu, tạo lợi nhuận cao hơn ở khu vực ngân hàng và tăng mức độ thanh khoản của dòng tiền. Còn các nước như Indonesia, Malaysia, Myanmar và Lào thì tỷ số này còn khá thấp và có mức thay đổi không đáng kể.

Tỷ trọng tín dụng tư nhân trong nước

Tín dụng trong nước do khu vực tài chính cung cấp được coi là tín dụng phát triển tài chính. Tỷ lệ tín dụng do khu vực tài chính cung cấp càng nhiều thì ảnh hưởng của khu vực tài chính càng cao và cho thấy mức độ phát triển tài chính càng cao. Hơn nữa, tỷ lệ tín dụng do khu vực tài chính cung cấp cao hơn cho thấy mức độ phụ thuộc vào khu vực tài chính trong việc cấp vốn cao hơn (Hassan & cộng sự, 2011).

Tỷ trọng tín dụng tư nhân trong nước của các quốc gia Đông Nam Á đều có nhiều biến động trong giai đoạn 2000-2008 kể cả nơi có tỷ số tín dụng tư nhân cao như ở Indonesia, Singapore. Và biểu đồ thể hiện rõ rệt thành 2 nhóm: nhóm có tỷ trọng tín dụng tư nhân cao hơn 70% và nhóm còn lại có tỷ trọng tín dụng tư nhân thấp hơn

mức 70%. Các nước có tỷ trọng tín dụng tư nhân so với GDP cao hơn 70% gồm: Malaysia, Singapore, Thái Lan và Việt Nam. Các nước Brunei, Campuchia, Indonesia, Myanmar, Lào và Philippines có tỷ trọng tín dụng tư nhân trong nước thấp hơn 70%. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2013 thì tỷ trọng tư nhân tín dụng của Campuchia đã có sự thay đổi rõ rệt. Tốc độ tăng của tỷ trọng của các năm sau so với các năm trước dao động từ 115-119%. Từ những năm 2000 thì tỷ trọng của Campuchia chỉ đạt 6,34%, trong thời kỳ khủng hoảng 2008, tỷ trọng này cũng chỉ đạt 23,46% và đến năm 2019 thì tỷ số tín dụng tư nhân tại Campuchia đã đạt đến 114,194%.

Tỷ lệ chi nhánh ngân hàng thương mại trên 100.000 người

Theo số liệu từ World Bank (2020), tỷ lệ chi nhánh ngân hàng trên 100.000 của Việt Nam nhỏ hơn nhiều so với các nước Malaysia, Singapore và Thái Lan. Đến năm 2019, tỷ lệ ngân hàng thương mại cao nhất là 17,6% (Brunei), thấp nhất là 3,98% (Việt Nam) và các nước có chỉ số khá ổn định như là 15,64% (Indonesia), 11,24% (Thái Lan), 10,08% (Malaysia). Hiện Brunei và Indonesia là hai quốc gia có tỷ lệ chi nhánh thương mại trên 100.000 người lớn nhất (hơn 15%), Lào và Việt Nam có tỷ lệ chi nhánh thương mại thấp nhất ở mức dưới 5%.

4. Mô hình ước lượng ảnh hưởng của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế các nước ASEAN

4.1 Mô hình nghiên cứu

Phát triển tài chính giúp đẩy nhanh quá trình huy động và phân bổ nguồn vốn để đầu tư hiệu quả, đây vốn là nguồn lực quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế. Dựa trên các lý thuyết tăng trưởng và kế thừa mô hình nghiên cứu theo King & Levine (1993) và Bojanic (2012), bài viết phân tích ảnh hưởng của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế các nước ASEAN theo mô hình dưới đây:

$$y_{it} = a.C_{it} + b.FD_{it}$$

trong đó y_{it} là đại diện cho tăng trưởng kinh tế của nước i tại năm t ; C là tập hợp các biến kiểm soát, bao gồm các nhân tố ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế được đề cập tới trong các lý thuyết tăng trưởng như vốn, lao động...; FD là vector phát triển tài chính, đo lường bằng các chỉ tiêu dựa trên dữ liệu ngân hàng và thị trường chứng khoán.

Bài viết sử dụng phương pháp định lượng để phân tích định lượng ảnh hưởng sự phát triển tài chính với các biến độc lập mục tiêu và các biến kiểm soát, trong mô hình ước lượng hồi quy gộp (POLS), đến tăng trưởng kinh tế của các quốc gia bằng phần mềm Stata 15. Dữ liệu bảng (panel) được sử dụng trong phân tích của nghiên cứu này vì ưu điểm kết hợp được cả hai chiều không gian và thời gian. Bên cạnh đó, mô hình nghiên cứu được phát triển trên cơ sở kế thừa các kết quả nghiên cứu trước đây cùng với việc tham khảo một số mô hình nghiên cứu thực nghiệm từ các nghiên cứu đi trước. Phương pháp định lượng với số liệu thứ cấp được thu thập từ cơ sở dữ liệu của các Chỉ số phát triển thế giới (WDI), Ngân hàng thế giới (WB), Thống kê

của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), Ngân hàng Phát triển Châu Á (Asian Development Bank - ADB), Global Financial Development Database (GFDD), Chương trình Phát triển Liên Hiệp Quốc (UNDP).

Tất cả các dữ liệu sau khi thu thập đều được xử lý, sắp xếp và phân loại sao cho phù hợp với mục đích sử dụng và phân tích của bài nghiên cứu.

Nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy tuyến tính đa biến để đo lường ảnh hưởng của các biến độc lập trong mô hình đến tăng trưởng kinh tế của 10 nước khu vực Đông Nam Á, bao gồm: Brunei, Lào, Thái Lan, Việt Nam, Myanmar, Malaysia, Philippines, Campuchia, Đông Timor, Singapore trong giai đoạn 2000-2019.

Mô hình đánh giá trên cơ sở phương trình (5) được phát triển như sau:

$$\text{loggdppc}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{liq}_{it} + \beta_2 \text{prcre}_{it} + \beta_3 \text{bank}_{it} + \beta_4 \text{logpop}_{it} + \beta_5 \text{loginc}_{it} + \beta_6 \text{loggoex}_{it} + \beta_7 \text{trade}_{it} + \beta_8 \text{inv}_{it} + \beta_9 \text{mys}_{it} + \beta_{10} \text{grosssaving}_{it} + c_i + u_{it}$$

trong đó: biến phụ thuộc bao gồm logarit của GDP bình quân đầu người (loggdppc_{it}). Các biến độc lập mục tiêu bao gồm tỷ số nợ thanh khoản trên GDP (liq_{it}), tỷ số tín dụng cho khu vực tư nhân trên GDP (prcre_{it}); tỷ lệ chi nhánh ngân hàng thương mại trên 100.000 người lớn (bank_{it}).

Bảng 1. Tóm tắt các biến số được sử dụng trong mô hình

Vai trò	Mã biến	Diễn giải	Đơn vị	Kỳ vọng tác động	Nguồn dữ liệu
Biến phụ thuộc	loggdppc	Giá trị logarit của GDP bình quân đầu người			World Bank
Biến độc lập mục tiêu	liq	Nợ thanh khoản trên GDP	%	+	GFDD
	prcre	Tỷ số tín dụng cho khu vực tư nhân trên GDP	%	+/-	WDI
	bank	Tỷ lệ chi nhánh ngân hàng thương mại trên 100.000 người lớn		+	WDI
Biến kiểm soát	logpop	Giá trị logarit của dân số		+/-	WDI
	loginc	Giá trị logarit của thu nhập		+	WB
	loggoex	Giá trị logarit của chi tiêu chính phủ		+	WDI
	trade	Độ mở thương mại so với GDP	%	+	WB
	grosssaving	Tỷ số tiết kiệm gộp trong nước trên GDP	%	+	WDI
	inv	Tỷ số đầu tư vốn gộp trên GDP	%	+	WDI
	mys	Số năm đi học trung bình		+	UNDP

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm logarit của dân số ($\log pop_{it}$), chỉ số này thể hiện mức thay đổi dân số của một quốc gia và có thể được xem là đại diện cho nguồn vốn con người ở quốc gia đó. Đối với những quốc gia đang phát triển trong đó có Việt Nam, khi mà trình độ phát triển khoa học - công nghệ còn chưa cao thì số lượng cũng như chất lượng của lực lượng lao động sẽ đóng vai trò quyết định đến năng lực sản xuất của nền kinh tế. Ngoài ra, còn các biến kiểm soát là logarit của thu nhập ($\log inc_{it}$); logarit của chỉ tiêu chính phủ ($\log goex_{it}$); độ mở thương mại ($trade_{it}$); tỷ lệ tiết kiệm gộp trong nước trên GDP ($gross saving_{it}$); tỷ số đầu tư vốn gộp trên GDP (inv_{it}); trung bình số năm đi học (mys_{it}).

4.2 Biến số và thước đo

Biến số và cách đo lường

Các biến số sử dụng trong mô hình được tóm tắt trong bảng dưới đây bao gồm 1 biến phụ thuộc, 3 biến độc lập mục tiêu và 7 biến kiểm soát và số quan sát là 200 quan sát.

Nợ có khả năng thanh toán (liquid liabilities) bao gồm tiền mặt, tiền gửi tại ngân hàng trung ương, các khoản tiền gửi có thể chuyển đổi, tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn, tiền gửi bằng ngoại tệ, chứng chỉ tiền gửi, các thỏa thuận mua lại chứng khoán và séc du lịch, tiền gửi có kỳ hạn bằng ngoại tệ, thương phiếu và cổ phiếu của quỹ tương hỗ hoặc quỹ thị trường do người dân nắm giữ. Các nhà kinh tế học như Khan và Senhadji (2003) lập luận rằng tỷ số M2/GDP có thể là một đại diện không đầy đủ cho sự phát triển tài chính trong trường hợp các quốc gia có hệ thống tài chính kém phát triển. Đó là do mức độ tiền tệ hóa cao có thể liên kết với với sự kém phát triển của hệ thống tài chính và M2 chủ yếu nắm bắt khả năng của hệ thống tài chính trong việc cung cấp các dịch vụ giao dịch hơn là khả năng liên kết giữa tình trạng thặng dư và thâm hụt trong nền kinh tế. Vì vậy, để đại diện tốt hơn cho vấn đề luân chuyển vốn trong nền kinh tế, các bài nghiên cứu thường chọn sử dụng tỷ số nợ có khả năng thanh toán trên GDP để đo lường sự phát triển tài chính như Beck & cộng sự (2000); Deidda & cộng sự (2002).

Tỷ số tín dụng cho khu vực tư nhân (private credit to GDP) phản ánh các nguồn lực vốn tài chính được cung cấp cho khu vực tư nhân bởi các định chế tài chính thông qua các khoản vay, các giao dịch chứng khoán, tín dụng thương mại, các cam kết chi trả và khoản phải thu khác. Theo Ngân hàng Thế giới (2018), biến này đo lường độ sâu của khu vực ngân hàng và quy mô phát triển tài chính. Theo Hassan & cộng sự (2011), tín dụng trong nước cao hơn cho thấy đầu tư trong nước cao hơn và hệ thống tài chính phát triển cao hơn. Hơn nữa, hệ thống tài chính phân bổ nhiều tín dụng hơn cho khu vực tư nhân đòi hỏi mức độ phát triển tài chính cao hơn (Levine & cộng sự, 2000). Ngoài ra, theo Beck & cộng sự (2000), biến tín dụng trên GDP đo lường mức độ tiết kiệm được chuyển đến các nhà đầu tư vốn là chức năng chính của các trung gian tài chính.

Cuối cùng là chỉ số quy mô của định chế tài chính cho thấy nhu cầu sử dụng các dịch vụ ngân hàng của người dân. Tiếp cận tài chính có thể mở rộng cơ hội cho tất cả mọi người với mức độ tiếp cận và sử dụng dịch vụ ngân hàng cao hơn. Một hệ thống tài chính ổn định thúc đẩy tiết kiệm và đầu tư hiệu quả cũng rất quan trọng đối với một nền dân chủ và kinh tế thị trường đang phát triển mạnh. Có một số khía cạnh của việc tiếp cận các dịch vụ tài chính: tính sẵn có, chi phí và chất lượng của dịch vụ. Sự phát triển và tăng trưởng của thị trường tín dụng phụ thuộc vào việc tiếp cận dữ liệu kịp thời, đáng tin cậy và chính xác về kinh nghiệm tín dụng của người sử dụng. Tiếp cận tín dụng có thể được cải thiện bằng cách dễ dàng tạo và thực thi các thỏa thuận về tài sản thế chấp và bằng cách tăng cường thông tin về mức độ tín nhiệm của những người đi vay tiềm năng. Chỉ số bao này bao hàm việc nhận được tín dụng bao gồm sức mạnh của chỉ số quyền hợp pháp và độ sâu của chỉ số thông tin tín dụng.

Kết quả và thảo luận

Theo Wooldridge (2010), trong nghiên cứu định lượng có ba mô hình phù hợp để phân tích dữ liệu mảng là mô hình hồi quy gộp (POLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả của kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test cho thấy mô hình POLS được lựa chọn để phân tích tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế các nước Đông Nam Á giai đoạn 2000-2019 (Bảng 1).

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tiến hành một số kiểm định về các khuyết tật của mô hình bao gồm: Hệ số VIF (Variance Inflation Factor) được dùng để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến (Hair & cộng sự, 1995), kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi, và hiện tượng tự tương quan để xem xét ý nghĩa của mô hình nghiên cứu (Bảng 2).

Sau khi thực hiện lần lượt các kiểm định như kiểm định tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và đa cộng tuyến, cho thấy mô hình có khả năng bị mắc khuyết tật đa cộng tuyến. Khắc phục khuyết tật mô hình mắc phải bằng các kiểm định tự tương quan, phương sai sai số và đa cộng tuyến, ta được kết quả hồi quy cuối cùng được trình bày trong Bảng 2.

Kết quả mô hình cho thấy 2 trong 3 biến độc lập mục tiêu: Tỷ số nợ thanh khoản trên GDP (liq), Tỷ lệ chi nhánh ngân hàng thương mại trên 100.000 người lớn (bank) - có tác động dương lên tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người. Điều này phù hợp với kỳ vọng tác động ban đầu mà mô hình đưa ra. Tuy nhiên, biến prere có tác động tiêu cực đến tăng trưởng GDP. Kết quả này trái ngược với kết quả thực nghiệm của nhiều nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng dành cho khu vực tư và tăng trưởng kinh tế. Chỉ số này phản ánh quy mô của các khoản cho vay của ngân hàng theo giá trị sổ sách so sánh với sản lượng của nền kinh tế nhưng nó lại chưa thể hiện được chất lượng của các dịch vụ tài chính, tính hiệu quả và tính ổn định của khu vực tài chính. Arcand & cộng sự (2012) đã

sử dụng nhiều bộ dữ liệu khác nhau theo quốc gia và theo ngành, và phương pháp ước lượng bán tham số (semi-parametric estimations), kết quả cho thấy mối tương quan âm xuất hiện giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế khi tỷ lệ tín dụng tư nhân trên GDP vượt quá 110% đối với các quốc gia có thu nhập cao, khi đó phát triển tài chính lại gây ra tác động phá hủy đối với nền kinh tế. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Alfaro & cộng sự (2004), Chee & cộng sự (2010) và Loayza & Ranciere (2006) giải thích tác động tiêu cực của tín dụng khu vực tư nhân lên tăng trưởng kinh tế có thể là do sự mong manh của thị trường tài chính ở thời điểm hiện tại nhưng trong dài hạn phát triển tài chính sẽ hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Khi nền kinh tế trưởng thành có thể kéo theo những điểm yếu như khủng hoảng hệ thống tài chính ngân hàng, chu kỳ bùng nổ và đổ vỡ của thị trường tài chính, sự biến động này làm tổn thương tăng trưởng kinh tế. Loayza & Ranciere (2006) đã kiểm chứng mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế cả trong ngắn hạn và dài hạn. Trong dài hạn mối quan hệ này là tích cực nhưng trong ngắn hạn mối quan hệ này lại là tiêu cực. Mối quan hệ tiêu cực này có thể là do sự tự do hóa tài chính gây ra. Tự do tài chính một mặt làm cho nguồn vốn được sử dụng hiệu quả hơn, mặt khác khi một quốc gia nào đó bị khủng hoảng tài chính sẽ làm ảnh hưởng tới quốc gia khác. Trong giai đoạn nghiên cứu các quốc gia ASEAN chịu tác động của cuộc khủng hoảng tài chính, đặc biệt lĩnh vực tín dụng ngân hàng vào những năm 1997 và 2008, do đó, điều này có thể làm cho hiệu ứng tác động tiêu cực mạnh hơn so với hiệu ứng tích cực trong giai đoạn nghiên cứu này.

Bảng 2. Kết quả hồi quy mô hình

Biến số	Hệ số hồi quy
Biến phụ thuộc: loggdppc_{it}	
Biến độc lập	
liq_{it}	0,0166*** (4,82)
prcre_{it}	-0,00627** (-2,07)
bank_{it}	0,0512*** (4,19)
logpop_{it}	-0,155*** (-2,83)
loginc_{it}	0,0464*** (5,32)
loggoex_{it}	0,0667** (2,02)
trade_{it}	0,230*** (3,74)

Biến số	Hệ số hồi quy
grosssavings _{it}	0,0487*** (8,45)
inv _{it}	0,00603 (0,95)
mys _{it}	0,0713*** (3,40)
Hệ số chặn	4,112*** (6,91)
Số quan sát: 111 quan sát; R ² = 0,9543; p_value = 0,0000	

*Chú thích: *; **; *** tương ứng với mức ý nghĩa α lần lượt là 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bên cạnh đó, phát hiện quan trọng nhất từ mô hình thực nghiệm là tác động tích cực và đáng kể của phát triển tài chính đối với tăng trưởng GDP bình quân đầu người thực tế. Bất kể mô hình sử dụng thước đo độ sâu tài chính nào, cho dù tổng nợ phải trả thanh khoản, tín dụng ngân hàng hay quy mô của các ngân hàng thương mại, ta đều nhận thấy tác động đáng kể nhất quán đối với tăng trưởng trên tất cả các thông số. Kết quả của mô hình phù hợp với phần lớn các tài liệu thực nghiệm hiện có. Hơn nữa, các biến kiểm soát của mô hình có các dấu hiệu mong đợi và nhiều biến có ý nghĩa. Việc phát triển ngân hàng, cải thiện tỷ lệ tín dụng tư nhân trong nước và tính thanh khoản tổng nợ phải trả của hệ thống tài chính đều có lợi cho tăng trưởng.

5. Kết luận

Thị trường tài chính của hầu hết các quốc gia ASEAN còn khá nhỏ và non trẻ, chưa phát triển đầy đủ và mới chỉ cung cấp các sản phẩm và dịch vụ ở một phạm vi giới hạn. Thêm vào đó, các thị trường này còn thiếu tính thanh khoản, dẫn đến việc dễ bị tổn thương trước những cú sốc bên ngoài.

Dựa vào kết quả nghiên cứu, các quốc gia Đông Nam Á cần có chính sách phù hợp để phát triển định chế tài chính, đặc biệt là chú trọng vào phát triển hệ thống ngân hàng. Một số quốc gia Đông Nam Á nên có chính sách khuyến khích phát triển hệ thống ngân hàng để tăng khả năng tiếp cận, đầu tư và phân bổ hiệu quả các nguồn vốn trong nền kinh tế nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định an toàn và nâng cao mức sống của người dân. Hơn nữa, theo Mishkin (2013), các ngân hàng trung ương và các cơ quan quản lý tài chính khác đóng vai trò là cơ quan điều hành chính sách tiền tệ; cung tiền, lãi suất và khối lượng tín dụng để thực hiện các mục tiêu chính sách kinh tế vĩ mô. Một điều kiện kinh tế ổn định như tỷ lệ việc làm cao, tỷ lệ lạm phát thấp và tăng trưởng kinh tế cao có được nhờ chính sách kinh tế vĩ mô đúng đắn.

Đối với các nước khu vực Đông Nam Á, ta nhận thấy rằng tính thanh khoản tổng nợ phải trả có tác động lớn hơn đến tăng trưởng kinh tế. Để giải quyết rủi ro thanh khoản, Basel III đã đưa ra các yêu cầu về tính thanh khoản tối thiểu. Các yếu tố này bao gồm hai yếu tố. *Thứ nhất*, tỷ lệ bao phủ thanh khoản, trong đó các ngân hàng cần nắm giữ đủ tài sản lưu động chất lượng cao để trang trải tổng dòng tiền ròng trong 30 ngày. *Thứ hai*, tỷ lệ tài trợ ròng ổn định, trong đó số tiền tài trợ ổn định sẵn có của các ngân hàng phải vượt quá số tiền tài trợ ổn định cần thiết trong thời gian căng thẳng kéo dài 1 năm.

Tiếp theo, các quốc gia Đông Nam Á cần có chính sách phù hợp để phát triển định chế tài chính, đặc biệt là chú trọng vào phát triển, nâng cao tính hiệu quả của tín dụng cho khu vực tư nhân trong nền kinh tế trong ngưỡng cho phép để có tác động tích cực lên tăng trưởng nền kinh tế, tạo điều kiện cho các hoạt động đổi mới của khu vực tư nhân phát triển bởi vì hoạt động đổi mới đòi hỏi chi phí đầu tư ban đầu khá lớn, cần có nguồn vốn ổn định để thực hiện, do đó, chính sách phát triển định chế tài chính sẽ góp phần thúc đẩy hoạt động đổi mới của quốc gia. Ngoài ra, khuôn khổ về hội nhập tài chính ASEAN đã được đưa ra bởi các quốc gia Đông Nam Á từ năm 2011, nhưng cho đến nay quá trình hội nhập tài chính vẫn chưa diễn ra mạnh mẽ. Các quốc gia Đông Nam Á cần tăng cường hợp tác về nhân lực và vật lực để thúc đẩy quá trình này nhằm xây dựng tự do hóa dòng chảy vốn, nâng cao năng lực của các thị trường tài chính trong khu vực.

Kinh nghiệm các quốc gia khác trên thế giới cho thấy quá trình phát triển khu vực tài chính đặc biệt là quá trình tự do hóa khu vực tài chính là một quá trình lâu dài và phức tạp. Quá trình này đòi hỏi chính phủ các nước nói chung và chính phủ các quốc gia ASEAN nói riêng, cần có các chính sách cải cách khu vực tài chính hết sức thận trọng việc đảm bảo sự giám sát và điều tiết thị trường tài chính đúng lúc, công bằng và minh bạch có tầm quan trọng đặc biệt đối với sự phát triển và ổn định của thị trường tài chính trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo

- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. (2004), "FDI and economic growth: the role of local financial markets", *Journal of International Economics*, Vol. 64 No. 1, pp. 89 - 112.
- Anwar, S. & Nguyen, L. (2011), "Financial development and economic growth in Vietnam", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 35 No. 3, pp. 348 - 360.
- Arcand, J.L., Berkes, E. & Panizza, U. (2015), "Too much finance?", *Journal of Economic Growth*, Vol. 20 No. 2, pp. 105 - 148.
- Beck, T., Levine, R. & Loayza, N. (2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 No. 1, pp. 261 - 300.
- Beck, T., Degryse, H. & Kneer, C. (2014), "Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems", *Journal of Financial Stability*, Vol. 10, pp. 50 - 64.
- Bojanic, A.N. (2012), "The impact of financial development and trade on the economic growth of Bolivia", *Journal of Applied Economics*, Vol. 15, pp. 51 - 70.

- Cecchetti, S. & Kharroubi, E. (2019), "Why does credit growth crowd out real economic growth?", *The Manchester School*, Vol. 87, pp. 1 - 28.
- Chee, Y.L. & Nair, M. (2010), "The impact of FDI and financial sector development on economic growth: empirical evidence from Asia and Oceania", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2 No. 2, p. 107 - 119.
- Christopoulos, D. & Tsionas, M. (2004), "Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration test", *Journal of Development Economics*, Vol. 73 No. 1, pp. 55 - 74.
- Deidda, L. & Fattouh, B. (2002), "Non-linearity between finance and growth", *Economics Letters*, Vol. 74 No. 3, pp. 339 - 345.
- Estrada, G., Park, D. & Ramayandi, A. (2010), "Financial development and economic growth in developing Asia", *ADB Economics Working Paper Series*, Vol. 203.
- Grassa, R. & Gazdar, K. (2014), "Financial development and economic growth in GCC countries: a comparative study between Islamic and conventional finance", *International Journal of Social Economics*, Emerald Group Publishing. Vol. 41 No. 6, pp. 493-514.
- Gregorio, D.J. & Guidotti, P.E. (1995), "Financial development and economic growth", *World Development*, Vol. 23 No. 3, pp. 433 - 448.
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L. & Black, W.C. (1995), *Multivariate data analysis with readings*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Hassan, M.K., Sanchez, B. & Yu, J.S. (2011), "Financial development and economic growth: new evidence from panel data", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 51, pp. 88 - 104.
- Jedidia, B.K., Boujelbène, T.D. & Kamel, H. (2014), "Financial development and economic growth: new evidence from Tunisia", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 36 No. 5, pp. 883 - 898.
- 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.
- Khan, M.S. & Senhadji, A.S. (2003), "Financial development and economic growth: a review and new evidence", *Journal of African Economics*, Vol. 12 No. 2, pp. 89 - 110.
- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000), "Financial intermediation and growth: causality and causes", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, pp. 31 - 77.
- Loayza, N. & Ranciere, R. (2006), "Financial development, financial fragility, and growth", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, pp. 1051 - 1076.
- Majid, M.S.Abd. & Mahrizal. (2007), "Does financial development cause economic growth in the ASEAN-4 countries?", *Savings and Development*, Vol. 31 No. 4, pp. 369 - 398.
- McKinnon, R.I. (1973), *Money and capital in economic development*, Washington D.C, Brookings Institution.
- Mishkin, S.F. (2013), "Central Banking after the Crisis", Working Papers Central Bank of Chile 714, Central Bank of Chile.
- Naceur, K. (2014), "Empirical linkage between oil price and stock market returns and volatility: evidence from international developed markets", Economics Discussion Papers, Kiel Institute for the World Economy.

- Narayan, P.K. & Narayan, S. (2013), “The short-run relationship between the financial system and economic growth: new evidence from regional panels”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 29, pp. 70 - 78.
- Noureen, A. (2011), *Measurement of financial development: a fresh approach*, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance.
- Philippon, T. & Reshef, A. (2013), “An international look at the growth of modern finance”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27 No. 2, pp. 73 - 96.
- Rajan, G.R. (2005), *Has financial development made the world riskier?*, *Proceedings - Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 313 - 369
- Rajan, R.G. & Zingales, G. (1998), “Financial dependence and growth”, *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 559 - 586.
- Ram, R. (1999), “Financial development and economic growth”, *The Journal of Development Studies*, Vol. 35, pp. 164 - 174.
- Rioja, F. & Valev, N. (2004), “Finance and the sources of growth at various stages of economic development”, *Economic Inquiry*, Vol. 42 No. 1, pp. 127 - 140.
- Schumpeter, J.A. (1911), *The theory of economic development*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Shaw, E.S. (1973), *Financial deepening in economic development*, New York: Oxford University Press.
- The ASEAN Secretariat. (2020), “ASEAN Key Figures 2020”, <https://www.aseanstats.org/wp-content/uploads/2021/12/ASEAN-KEY-FIGURES-2021-FINAL-1.pdf>, truy cập ngày 20/10/2021.
- Wooldridge, J.M. (2010), *Econometric analysis of cross section and panel data*, 2nd Edition, MIT Press, Cambridge.
- World Bank. (2020), *World development indicators*, Washington, D.C., World Bank.