
TÁC ĐỘNG PHI TUYẾN CỦA TÍN DỤNG NGÂN HÀNG ĐẾN SẢN LƯỢNG KINH TẾ VIỆT NAM: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ GÓC ĐỘ DOANH NGHIỆP

Phạm Duy Tính

Khoa Tài chính – Kế toán, Trường Đại học Sài Gòn

Email: pdtinh@sgu.edu.vn

Mã bài: JED-2346

Ngày nhận: 16/04/2025

Ngày nhận bản sửa: 02/07/2025

Ngày duyệt đăng: 17/07/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2346

Tóm tắt:

Nghiên cứu này tiếp cận từ góc độ doanh nghiệp để điều tra mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế. Các phương pháp ước lượng kinh tế lượng (bao gồm GMM hệ thống, pooled OLS, FEM, REM và FGLS) được áp dụng trên dữ liệu từ 636 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2004-2023 với tổng cộng 9.617 quan sát theo năm. Các kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tín dụng ngân hàng không chỉ có ảnh hưởng đến tăng trưởng về lượng (quy mô sản lượng) mà còn đóng góp vào việc cải thiện chất lượng tăng trưởng kinh tế ở cấp độ vi mô, thông qua việc nâng cao hiệu quả hoạt động. Đáng chú ý, mối quan hệ này được xác định dưới dạng chữ U ngược. Điều này hàm ý rằng Chính phủ cần phân bổ vốn tín dụng hiệu quả cho doanh nghiệp trong các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng đồng thời với thúc đẩy đa dạng hóa nguồn vốn cho nền kinh tế ngoài hệ thống ngân hàng để ứng phó với tình trạng tăng trưởng tín dụng vượt ngưỡng.

Từ khóa: Tín dụng ngân hàng, sản lượng kinh tế, tác động phi tuyến.

Mã JEL: C23, E44, E51, G28, G32.

The nonlinear impact of bank credit on economic output in Vietnam: Firm-level empirical evidence

Abstract

This study examines the relationship between bank credit and economic output from a firm-level perspective. The research employs econometric estimation methods, including System GMM, Pooled OLS, FEM, REM, and FGLS. The analysis is conducted on a panel dataset of 9,617 firm-year observations from 636 firms listed on the HOSE and HNX from 2004 to 2023. The results reveal that bank credit not only impacts quantitative growth in terms of output scale but also contributes to the quality of economic growth at the micro-level by enhancing financial performance. Notably, the relationship exhibits an inverted U-shape. These findings suggest that government policy should focus on the effective allocation of credit capital to firms in sectors with having potential growth. It is also important to promote the diversification of capital sources for the economy beyond the banking system. This strategy would help to address conditions where credit growth surpasses an optimal threshold.

Keywords: Bank credit, economic output, nonlinear impact

JEL Codes: C23, E44, E51, G28, G32

1. Giới thiệu

Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) là thước đo sản lượng kinh tế (SLKT) nhận được nhiều sự quan tâm và theo dõi từ các chính phủ. Theo đó, cơ sở dữ liệu được cập nhật thường xuyên của Ngân hàng Thế giới (Worldbank) tại chuyên mục “Databank” cho thấy tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong giai đoạn 1997-2023 đều dưới 8%, ngoại trừ năm 2022. Sự ảnh hưởng nặng nề của đại dịch Covid-19 giai đoạn 2020-2021 đã tàn phá nền kinh tế, đẩy tốc độ tăng trưởng xuống dưới 3%. Do đó, mức tăng trưởng đáng kể của năm 2022 được lý giải là một sự phục hồi tự nhiên từ “hiệu ứng nền thấp”. Khi nền kinh tế hoạt động trở lại sau suy thoái, các hoạt động sản xuất, kinh doanh và tiêu dùng được khôi phục, cộng thêm các biện pháp kích thích kinh tế, tạo động lực tăng trưởng. Vì vậy, tăng trưởng mạnh mẽ năm 2022 chủ yếu phản ánh sự phục hồi từ mức thấp, thay vì là một giai đoạn tăng trưởng đột phá. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, kinh tế Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 6,1% trong năm 2024, và tiếp tục duy trì mức tăng trưởng ổn định ở mức 6,5% trong hai năm tiếp theo là 2025 và 2026 (World Bank, 2024). Kết quả thực hiện cho thấy Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế vượt mức dự đoán của Ngân hàng Thế giới, với số liệu từ Tổng Cục Thống kê (2025) thể hiện tốc độ tăng trưởng GDP đạt 7,09%. Điều đáng chú ý, để chuẩn bị cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai con số giai đoạn 2026-2030, Quốc hội đã ban hành Nghị quyết số 192/2025/QH15 ngày 19/02/2025, trong đó xác định mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 là 8% như một bước đệm quan trọng.

Việc hiện thực hóa mục tiêu này không hề dễ dàng, đó là một thách thức lớn đòi hỏi những nỗ lực phi thường, hướng đến một thành tựu chưa từng có trong hơn 25 năm qua. Nhiệm vụ quan trọng của ngành ngân hàng cũng đã được Nghị quyết nhấn mạnh “tăng trưởng tín dụng phù hợp, kịp thời, hiệu quả, đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế”. Như vậy, nguồn vốn là một trong những động lực tăng trưởng kinh tế để đạt được mục tiêu đề ra. Chính vì vậy, chỉ thị số 01/CT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước về các nhiệm vụ trọng tâm của ngành ngân hàng trong năm 2025 đã nhấn mạnh việc tiếp tục mở rộng tăng trưởng tín dụng ngân hàng (TDNH) hơn nữa so với năm 2024 với định hướng là 16%. Theo số liệu được công khai trên trang chủ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tại chuyên mục thống kê “dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế” cho thấy dư nợ tín dụng ngân hàng ở nước ta là 15,62 triệu tỷ đồng vào cuối năm 2024 (tăng 15,09%). Trong khi tổng sản phẩm quốc nội đạt được là 11,51 triệu tỷ đồng (Tổng Cục Thống kê, 2025), đã làm cho tỷ lệ tín dụng ngân hàng trên GDP tiếp tục tăng so với những năm trước đây và đạt mức 135,65% tại thời điểm cuối năm 2024.

Việc so sánh tốc độ tăng trưởng tín dụng ngân hàng và GDP cho thấy dấu hiệu suy giảm hiệu quả của việc mở rộng tín dụng ngân hàng. Điều này hàm ý rằng để đạt được cùng một tốc độ tăng trưởng kinh tế, tín dụng ngân hàng cần mở rộng với tốc độ cao hơn so với giai đoạn trước. Cụ thể hơn, tỷ lệ này vào năm 2024 đã đạt 2,13 và dự kiến tăng lên 2,29 vào năm 2025 (trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng ngân hàng 16% tương ứng với kế hoạch tăng trưởng ban đầu là 6,5%-7%). Điều này cho thấy chính sách tiền tệ đã được điều hành theo hướng mở rộng ở quy mô lớn hơn nhằm đạt được một mục tiêu tăng trưởng kinh tế thấp hơn. Thực tế này ngụ ý rằng mức tín dụng ngân hàng đã vượt qua ngưỡng tối ưu trong mối quan hệ hình chữ U-ngược giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế tại Việt Nam mà Phạm Duy Tính (2024) đã chỉ ra. Ngưỡng tối ưu này được ra dựa trên giả thuyết “tài trợ quá mức (too much finance)” và các bằng chứng thực nghiệm được tìm thấy trước đây trên thế giới và tại Việt Nam khi xem xét dưới góc độ vĩ mô về mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế. Hiện vẫn còn thiếu các nghiên cứu xem xét mối quan hệ phi tuyến này dưới góc độ vi mô. Vì vậy, vấn đề nghiên cứu được đặt ra là tác động của việc gia tăng tín dụng ngân hàng đến sản lượng kinh tế khi xem xét dưới góc độ vi mô trong bối cảnh của Việt Nam.

Bối cảnh hiện nay cho thấy tiếp tục mở rộng tín dụng ngân hàng để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế sẽ đem lại nhiều rủi ro tiềm ẩn, gia tăng mức độ bất ổn tài chính. Chính vì vậy, NHNN cần phải thận trọng hơn trong việc điều hành chính sách tín dụng ngân hàng trong tương lai, đặc biệt là từng bước giảm tốc độ gia tăng tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, thực hiện thắt chặt tín dụng ngân hàng có thể gây ra những khó khăn, đem lại ảnh hưởng tiêu cực mạnh mẽ đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ (những đối tượng khó tiếp cận

nguồn vốn bên ngoài hệ thống ngân hàng) (Mishkin, 2012). Đặc biệt, số liệu thống kê cho thấy các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm tỷ lệ hơn 90% trong tổng số các doanh nghiệp đang hoạt động tại Việt Nam (Chu Thanh Hải, 2019). Do đó, bài viết này được tiến hành để giải quyết khoảng trống về sự ảnh hưởng của chính sách tín dụng ngân hàng đến sản lượng kinh tế Việt Nam, nhưng tập trung vào phần sản lượng kinh tế được tạo ra từ các doanh nghiệp. Bài viết có đóng góp quan trọng trong bối cảnh điều hành chính sách tín dụng ngân hàng khó khăn thông qua đề xuất các kiến nghị chính sách giải quyết các vấn đề tồn đọng tại các doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về tác động của tín dụng ngân hàng đối với sản lượng kinh tế cấu thành một lĩnh vực trọng yếu trong kinh tế học vĩ mô. Các lý thuyết tiền đề, tiêu biểu là thuyết số lượng tiền tệ của Friedman (được hệ thống hóa bởi Brunner & Meltzer (1972), luận giải rằng sự thay đổi trong cung tiền có khả năng chi phối tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, song lại mang tính trung lập về dài hạn. Từ đó, hàm ý được rút ra là việc duy trì một tốc độ tăng trưởng tín dụng ngân hàng ổn định đóng vai trò then chốt trong việc đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững. Đáng chú ý, kinh tế học đương đại ngày càng nhấn mạnh vai trò của tín dụng ngân hàng như một kênh truyền dẫn đặc biệt quan trọng và hiệu quả của chính sách tiền tệ (Mishkin, 2012). Ngoài ra, bất chấp những khác biệt trong việc luận giải các động lực tăng trưởng kinh tế, một điểm hội tụ quan trọng giữa các trường phái lý thuyết chủ đạo là sự thừa nhận vai trò chủ đạo của vốn (capital). Từ nền tảng lý thuyết cổ điển với trọng tâm là sự tích lũy vốn tác động đến năng lực sản xuất của nền kinh tế. Tiếp đến, các phân tích của Keynesian (tiêu biểu là mô hình Harrod-Domar) nhấn mạnh vai trò của đầu tư trong việc kích cầu và thúc đẩy tăng trưởng. Lý thuyết tăng trưởng tân cổ điển bổ sung yếu tố tiến bộ công nghệ và lý thuyết tăng trưởng nội sinh luận giải về sự nội sinh hóa tiến bộ công nghệ thông qua vốn vật chất và vốn con người. Nhìn chung, tất cả các trường phái này đều xác định vốn như một yếu tố nền tảng, không thể thiếu cho các hoạt động đầu tư sản xuất, qua đó trực tiếp tác động đến sự gia tăng của sản lượng kinh tế.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành nhằm mục đích kiểm định mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và tăng trưởng kinh tế. Các công trình của Nguyen & cộng sự (2022), Oroud & cộng sự (2023) cung cấp bằng chứng về mối tương quan dương giữa tín dụng ngân hàng và tăng trưởng kinh tế. Đáng chú ý, Asante & cộng sự (2023) cho thấy tác động tích cực này được củng cố bởi sự hiện diện của một khuôn khổ thể chế mạnh mẽ. Tuy nhiên, Mehar (2022) lại ghi nhận tác động tiêu cực của tín dụng ngân hàng dành cho khu vực tư nhân đối với tăng trưởng kinh tế. Tương tự, Oyadeyi (2023) phát hiện rằng tín dụng ngân hàng có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, trong khi không có tác động đáng kể nào được quan sát thấy trong dài hạn. Những phát hiện thực nghiệm này cho thấy sự không nhất quán và đôi khi trái ngược với lập luận của các lý thuyết tăng trưởng kinh tế và tiền tệ.

Một bộ phận đáng kể trong các nghiên cứu thực nghiệm tập trung vào việc khảo sát sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và tăng trưởng kinh tế. Khác với giả định về tác động tuyến tính, các công trình khoa học đã chỉ ra rằng ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng lên sản lượng kinh tế có thể biến đổi theo quy mô tín dụng ngân hàng hiện hành. Arcand & cộng sự (2015) chứng minh rằng các quốc gia có mức độ sử dụng tín dụng ngân hàng thấp, việc nói lỏng tín dụng ngân hàng có tác động tích cực đến tăng trưởng, với tác động từ tín dụng hộ gia đình mạnh mẽ hơn so với tín dụng doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi quy mô tín dụng ngân hàng vượt qua một ngưỡng xác định, tác động tích cực này có xu hướng biến mất. Nghiên cứu của Ho & Saadaoui (2022) đã định lượng ngưỡng tín dụng ngân hàng này ở các quốc gia ASEAN vào khoảng 96,5% GDP. Một dạng phi tuyến khác được thể hiện qua mối quan hệ chữ U ngược đã được ghi nhận trong một số nghiên cứu của Afonso & Blanco-Arana (2022), Phạm Thị Thúy Diễm (2022). Theo đó, tăng trưởng tín dụng ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nhưng sau một điểm ngưỡng, tác động này đảo chiều. Hiện tượng này được giải thích bởi thực tế phân bổ nguồn lực kém hiệu quả do sự mở rộng tín dụng ngân hàng quá mức, ưu tiên các hoạt động đầu cơ hơn là đầu tư vào sản xuất thực (Tobin, 1984). Thêm vào đó, sự gia tăng quá nhanh của tín dụng ngân hàng có thể kéo theo sự gia tăng rủi ro hệ thống và bất ổn tài

chính, từ đó làm suy yếu động lực tăng trưởng kinh tế (de la Torre & cộng sự, 2012).

Tại Việt Nam, mối liên hệ giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế đã được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm qua các thời kỳ khác nhau. Nhóm thứ nhất tập trung vào mối quan hệ tuyến tính với các nghiên cứu của Nguyễn Phúc Cảnh (2016) trong giai đoạn 2003-2012, Chu Khánh Lâm (2016) giai đoạn 2000-2015 và Nguyễn Chí Đức & Phạm Duy Tính (2023) giai đoạn 2005-2022. Các nghiên cứu này đều ủng hộ quan điểm tín dụng ngân hàng là một kênh hiệu quả để chính sách tiền tệ tác động và thúc đẩy tăng trưởng sản lượng kinh tế. Nhóm nghiên cứu thứ hai tập trung vào mối quan hệ phi tuyến, bao gồm: Nguyen (2022) trong giai đoạn 1990-2020, Đinh Văn Hoàn (2022) giai đoạn 2004-2020 và Phạm Duy Tính (2024) giai đoạn 2005-2022. Các nghiên cứu đã phát hiện ra rằng mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế tại Việt Nam không phải là tuyến tính mà có dạng chữ U ngược. Điều này hàm ý rằng tác động của tín dụng ngân hàng lên tăng trưởng kinh tế có thể thay đổi theo mức độ tín dụng ngân hàng hiện tại trong nền kinh tế.

Phân tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng, khi phân tích ảnh hưởng của tín dụng ngân hàng đối với hoạt động kinh tế, các nhà nghiên cứu chủ yếu tập trung vào phân tích ở cấp độ vĩ mô. Hệ quả là sự khan hiếm các nghiên cứu xem xét tác động của tín dụng ngân hàng ở cấp độ doanh nghiệp. Theo đó, nghiên cứu của Konchitchki & Patatoukas (2014) đề xuất sử dụng hiệu quả hoạt động (HQHD) của doanh nghiệp như một chỉ báo (indicator) cho xu hướng thay đổi của sản lượng kinh tế. Mặc dù được thực hiện tại các bối cảnh quốc gia khác nhau, cả Dimelis & cộng sự (2013) lẫn Galindo & Meléndez (2013) đều tìm thấy mối liên hệ tích cực giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Tại Việt Nam, Phạm Duy Tính (2023) đã chứng minh rằng tín dụng ngân hàng có tác động tích cực đến việc cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản trong giai đoạn 2007-2021. Để góp phần lấp đầy khoảng trống nghiên cứu theo hướng tiếp cận vi mô tại Việt Nam, nghiên cứu này mở rộng phạm vi phân tích của Phạm Duy Tính (2023) sang toàn bộ các ngành kinh tế trong khoảng thời gian rộng hơn, từ năm 2004 đến 2023. Hơn nữa, nghiên cứu này còn tập trung vào việc khám phá mối quan hệ phi tuyến, thay vì chỉ xem xét mối quan hệ tuyến tính.

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

Nghiên cứu này được thiết kế để sử dụng lý thuyết nền từ các phân tích vi mô nhằm tiếp cận dưới góc độ doanh nghiệp. Để đạt được mục đích này, tác giả cần xác định thước đo phản ánh xu hướng thay đổi của sản lượng kinh tế khi xem xét ở góc độ vi mô. Tổng quan nghiên cứu cho thấy phương pháp đo lường GDP theo cách tiếp cận thu nhập giúp giải quyết được vấn đề này. Cụ thể, tổng sản phẩm quốc nội bao gồm lợi nhuận doanh nghiệp, tiền lương người lao động và thuế (Konchitchki & Patatoukas, 2014; McConnell & cộng sự, 2017). Như vậy, khi xem xét dưới góc độ doanh nghiệp thì lợi nhuận sau thuế (EAT) là một thước đo phù hợp. Tuy nhiên, thước đo này có giới hạn đáng kể so với doanh thu - bao gồm phần thu nhập của doanh nghiệp (EAT), thu nhập cá nhân (lương, tiền thuê), thu nhập của ngân hàng (lãi vay) và chính phủ (thuế). Mặc dù vậy, bài viết này dựa trên kết quả của Gaertner & cộng sự (2020), Konchitchki & Patatoukas (2014), Zhang & Fargher (2021) khi cho rằng EAT hoạt động tốt trong chức năng dự báo chiều hướng biến động của GDP trong cùng kỳ. Ngoài ra, EAT giữa các doanh nghiệp thường được chuẩn hóa để thuận lợi cho công tác so sánh như lợi suất trên tài sản (ROA), lợi suất trên vốn chủ (ROE), lợi suất trên vốn đầu tư (ROIC), lợi suất trên doanh thu (ROS). Do đó, ROA, ROE, ROIC và ROS được tác giả sử dụng làm biến phụ thuộc cho mô hình nghiên cứu bên cạnh EAT như một biện pháp kiểm tra tính vững của các phát hiện.

Như vậy, mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế được xem xét dưới góc độ vi mô thông qua mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động. Do đó, tác giả tiếp cận mô hình nghiên cứu dựa trên mô hình đã được thiết lập trong công trình của Phạm Duy Tính (2023), mô hình này trước đó được xây dựng dựa trên nền tảng nghiên cứu của Trung (2021). Danh sách các biến kiểm soát được tác giả trình bày cụ thể trong Bảng 1. Chi tiết về cơ chế tác động của từng biến kiểm soát này đến hiệu quả hoạt động có thể tham khảo thêm trong nghiên cứu của Trung (2021) và Phạm Duy Tính (2023). Dựa trên cơ sở này, mô hình nghiên cứu mở rộng được xây dựng như sau:

$$DEP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRE_t + \beta_2 CRE_t^2 + \sum_{k=1}^9 \gamma_k CONTROL_{itk} + \varepsilon_{it}$$

Biến phụ thuộc trong mô hình này, ký hiệu là DEP, được sử dụng để chỉ báo cho xu hướng thay đổi sản lượng kinh tế khi phân tích ở cấp độ vi mô.

Biến độc lập chính trong mô hình này là tỷ lệ tín dụng ngân hàng trên tổng sản phẩm quốc nội (ký hiệu là CRE). Ký hiệu CONTROL được sử dụng để chỉ các biến kiểm soát trong mô hình. Trong nghiên cứu này, ký hiệu chỉ số dưới được sử dụng để thể hiện rằng dữ liệu có cấu trúc bảng, bao gồm hai chiều: chiều không gian (các quan sát theo doanh nghiệp, ký hiệu i) và chiều thời gian (các quan sát theo thời gian, ký hiệu t).

Dữ liệu phục vụ cho các phân tích kinh tế lượng trong nghiên cứu này được thu thập từ các nguồn cơ sở dữ liệu được công nhận và sử dụng rộng rãi trong cộng đồng nghiên cứu, bao gồm Fiinpro, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 636 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2023. Với phạm vi thời gian từ 2004 đến 2023, tác giả đã thu thập được bộ dữ liệu không cân bằng với 9.617 quan sát theo tần suất năm. Do một số doanh nghiệp không có doanh thu liên tục trong 2 năm nên dẫn đến chỉ tiêu ROS chỉ bao gồm 9.598 quan sát. Để đảm bảo tính tin cậy của các ước lượng dữ liệu bảng như FEM, REM, Pooled OLS, FGLS và SGMM, các quan sát ngoại lai đã được xử

Bảng 1. Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Ký hiệu biến	Tên biến và cách tính	Nguồn dữ liệu
Biến phụ thuộc		
EAT	Logarithm tự nhiên của lợi nhuận sau thuế	Fiinpro
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tài sản được tính từ lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản bình quân	Fiinpro
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu được tính từ lợi nhuận sau thuế chia vốn chủ sở hữu bình quân	Fiinpro
ROIC	Tỷ suất sinh lợi trên tổng vốn đầu tư được tính từ lợi nhuận sau thuế chia tổng bình quân vốn chủ sở hữu và nợ có trả lãi	Fiinpro
ROS	Tỷ suất sinh lợi trên tổng vốn đầu tư được tính từ lợi nhuận sau thuế chia doanh thu bình quân	Fiinpro
Biến độc lập chính		
CRE	Được tính toán từ dư nợ tín dụng ngân hàng chia cho tổng sản phẩm quốc nội	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) Fiinpro
Biến kiểm soát (control)		
CS	Cấu trúc vốn, được đo lường theo ba cách: tổng nợ sản trên tổng tài sản (TDTA), nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDTA) và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDTA)	Fiinpro
SIZE	Quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng <i>logarithm</i> tự nhiên của tổng tài sản	Fiinpro
AGE	<i>Logarithm tự nhiên của hiệu số giữa năm hiện tại và năm niêm yết</i>	Fiinpro
LIQ	Sai phân bậc nhất của <i>logarithm tự nhiên</i> hệ số thanh khoản bằng tổng tài sản ngắn hạn trên tổng nợ ngắn hạn	Fiinpro
CAPEX	Tỷ lệ mua sắm tài sản cố định trên tổng tài sản	Fiinpro
GREV	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm	Fiinpro
INF	Tỷ lệ lạm phát được đo lường theo hai cách: <i>logarithm tự nhiên</i> của chỉ số điều chỉnh GDP - ký hiệu: INF1; <i>Logarithm tự nhiên</i> của chỉ số điều chỉnh GDP (chuỗi đã liên kết) - ký hiệu: INF2	Ngân hàng Thế giới (WB)
INR	Lãi suất được đo lường bằng bốn cách: Lãi suất cho vay (LR), lãi suất huy động (DR), chênh lệch lãi suất cho vay và huy động (SPR), lãi suất thực (RR)	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) Ngân hàng Thế giới (WB)
GDP	<i>Logarithm tự nhiên</i> của tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

lý bằng phương pháp “winsorize” tại ngưỡng 1% và 99% cho các biến độc lập cấp độ doanh nghiệp.

4. Kết quả nghiên cứu

Các kiểm định lựa chọn mô hình đã chỉ ra rằng mô hình tác động cố định (FEM) là phù hợp nhất cho dữ liệu nghiên cứu trong bài viết này. Tuy nhiên, kết quả kiểm tra các giả định của mô hình FEM cho thấy sự vi phạm về tính đồng nhất phương sai và tính độc lập của phần dư, làm ảnh hưởng đến hiệu quả của các ước lượng. Để giải quyết vấn đề này và đảm bảo tính vững chắc của các kết luận, phương pháp ước lượng bình phương tổng quát khả thi (FGLS) đã được sử dụng. Đáng chú ý, các kết quả ước lượng từ FGLS nhất quán với các phát hiện ban đầu từ mô hình FEM. Do đó, phần trình bày kết quả tiếp theo sẽ tập trung vào các ước lượng thu được từ phương pháp FGLS.

Phân tích các kết quả ước lượng được trình bày chi tiết trong Bảng 2 đã làm sáng tỏ ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của tín dụng ngân hàng đối với sản lượng kinh tế Việt Nam, khi xem xét ở cấp độ doanh nghiệp. Phát hiện này không chỉ củng cố cơ sở bằng chứng thực nghiệm ở cấp độ vi mô, một lĩnh vực nghiên cứu còn tương đối hạn chế tại Việt Nam, mà còn mở rộng đáng kể phạm vi so với nghiên cứu trước đây của Phạm Duy Tính (2023), vốn giới hạn ở các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực bất động sản và giả định một mối quan

Bảng 2. Kết quả ước lượng bằng bình phương tổng quát khả thi

Biến phụ thuộc	EAT	ROA	ROE	ROIC	ROS
CRE	-0,000 (0,000)	0,017*** (0,004)	0,027*** (0,008)	0,017*** (0,005)	0,024*** (0,005)
CRE ²	-0,002** (0,001)	-0,081*** (0,009)	-0,134*** (0,020)	-0,097*** (0,013)	-0,078*** (0,013)
TDTA	-0,006*** (0,000)	-0,093*** (0,003)	-0,077*** (0,007)	-0,118*** (0,004)	-0,120*** (0,004)
LR	-0,000 (0,000)	-0,000* (0,000)	-0,001 (0,000)	0,001*** (0,000)	-0,001*** (0,000)
INF1	-0,001*** (0,000)	-0,040*** (0,003)	-0,099*** (0,005)	-0,055*** (0,004)	-0,047*** (0,004)
LIQ	0,000*** (0,000)	0,009*** (0,001)	0,016*** (0,002)	0,011*** (0,002)	0,009*** (0,002)
GDP	0,000*** (0,000)	0,001*** (0,000)	0,001*** (0,000)	0,001*** (0,000)	0,000 (0,000)
AGE	0,000 (0,000)	-0,004 (0,003)	-0,033*** (0,005)	-0,015*** (0,004)	-0,024*** (0,004)
GREV	0,001*** (0,000)	0,019*** (0,001)	0,044*** (0,002)	0,029*** (0,001)	0,037*** (0,001)
SIZE	0,003*** (0,000)	-0,001 (0,000)	0,006*** (0,001)	0,001** (0,001)	0,014*** (0,001)
CAP	0,001 (0,000)	0,045*** (0,005)	0,073*** (0,011)	0,037*** (0,007)	0,048*** (0,007)
Hệ số chặn	9,485*** (0,001)	0,293*** (0,012)	0,692*** (0,025)	0,427*** (0,017)	0,309*** (0,016)
N	9617	9617	9617	9617	9598
Kiểm định Wald	968,189	2329,452	1879,541	2215,812	2047,346
P-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Chú thích: *, **, *** là ký hiệu chỉ ra có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn của tham số ước lượng được ghi trong ().

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

hệ tuyến tính giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế. Điểm đáng chú ý là các kết quả hiện tại cung cấp bằng chứng thực nghiệm vững chắc cho thấy tác động biên của tín dụng ngân hàng không duy trì một giá trị cố định mà biến đổi theo mức độ tín dụng ngân hàng hiện hành. Hơn nữa, một đặc điểm quan trọng được nhận diện là tác động biên này có xu hướng giảm dần khi quy mô tín dụng ngân hàng tăng lên, ngụ ý sự tồn tại của một điểm tới hạn hoặc ngưỡng tối ưu mà tại đó lợi ích gia tăng từ việc mở rộng tín dụng ngân hàng bắt đầu suy yếu. Bằng chứng này cho thấy sự đồng nhất đáng kể với các kết quả thực nghiệm được ghi nhận ở cấp độ vĩ mô trong các nghiên cứu về Việt Nam của Đinh Văn Hoàn (2022), Nguyen (2022), Phạm Duy Tính (2024) trong các khoảng thời gian nghiên cứu khác nhau, gợi ý về một mối quan hệ phi tuyến có thể là một đặc trưng trong tác động của tín dụng ngân hàng đến tăng trưởng kinh tế, bất kể cấp độ phân tích là vi mô hay vĩ mô.

Về cơ chế tác động, mở rộng tín dụng ngân hàng đã tạo nên “hiệu ứng của cải (wealth effect)” từ đó ảnh hưởng đến cả phía cung và cầu. Về phía cầu, gia tăng tín dụng ngân hàng đã kích thích tiêu dùng nhiều hơn nhờ vào việc chuyển đổi cầu thành lượng cầu (cầu khả dụng), từ đó thúc đẩy cả lượng và giá trị hàng hóa tiêu thụ. Về phía cung, gia tăng tín dụng ngân hàng đã cải thiện điều kiện tiếp cận vốn (financial accessibility), từ đó thúc đẩy quy mô sản xuất hàng hóa. Một điểm then chốt từ kết quả nghiên cứu này là tín dụng ngân hàng có tác động đa chiều đến hoạt động kinh tế của doanh nghiệp. Không chỉ đơn thuần làm thay đổi quy mô sản lượng kinh tế tuyệt đối, được thể hiện qua lợi nhuận sau thuế (EAT), mà tín dụng ngân hàng còn có khả năng điều chỉnh hiệu quả tương đối của doanh nghiệp. Điều này đặc biệt đáng chú ý bởi sự thay đổi hiệu quả này diễn ra một cách nhất quán, không phụ thuộc vào cách đo lường quy mô doanh nghiệp, dù là dựa trên tổng tài sản (ROA), vốn chủ sở hữu (ROE), tổng vốn đầu tư (ROIC) hay tổng doanh thu (ROS). Kết quả này ngụ ý rằng việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng từ ngân hàng không chỉ đơn thuần giúp các doanh nghiệp mở rộng năng lực sản xuất và gia tăng lợi nhuận. Thay vào đó, tín dụng ngân hàng còn đóng vai trò như một chất xúc tác, thúc đẩy doanh nghiệp sử dụng các nguồn lực hiện có một cách tối ưu hơn. Thứ nhất, tác động từ phía cầu đã giúp tốc độ luân chuyển (tiền – hàng – tiền) diễn ra nhanh chóng hơn, cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản. Thứ hai, các doanh nghiệp mở rộng quy mô sản xuất giúp tiết kiệm chi phí hoạt động nhờ vào hiệu ứng lợi thế kinh tế theo quy mô (economies of scale). Thứ ba, nguồn vốn tín dụng ngân hàng tạo điều kiện để các doanh nghiệp đầu tư vào các dự án hiệu quả hơn hoặc nắm bắt các cơ hội kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết phân bổ vốn (capital rationing) trong quản trị doanh nghiệp, cho rằng hạn chế nguồn vốn làm cho các doanh nghiệp phải lựa chọn các dự án phù hợp với nguồn lực của doanh nghiệp khi lượng vốn cần thiết để đầu tư vượt quá nguồn vốn mà doanh nghiệp sẵn có hoặc có thể huy động. Thứ tư, kết quả này được lý giải bởi lý thuyết tăng trưởng nội sinh khi

Bảng 3. Kết quả ước lượng mô hình động bằng GMM hệ thống hai bước

Biến phụ thuộc	EAT	ROA	ROE	ROIC	ROS
CRE	-0,001 (0,001)	0,008 (0,005)	0,030** (0,012)	0,016** (0,007)	0,044*** (0,012)
CRE ²	-0,014*** (0,005)	-0,102*** (0,018)	-0,228*** (0,037)	-0,131*** (0,023)	-0,206*** (0,038)
L.DEP	0,714*** (0,110)	0,359*** (0,058)	0,290*** (0,069)	0,401*** (0,032)	0,231*** (0,045)
N	8977	8977	8977	8977	8955
AR(2)	0,769	0,268	0,321	0,261	0,387
Hansen	0,462	0,839	0,269	0,779	0,834
Kiểm định Wald	39,259	4,111,069	4,636,501	8,825,578	1,267,141
P-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Số lượng doanh nghiệp	636	636	636	636	636
Số lượng biến công cụ	14	14	14	15	15

Ghi chú: *, **, *** là ký hiệu chỉ ra có ý nghĩa thống kê ở các mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn của tham số ước lượng được ghi trong ().

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả.

cho rằng mở rộng tín dụng ngân hàng có vai trò tăng cường hoạt động đổi mới sáng tạo, áp dụng công nghệ kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất, khuếch đại hiệu quả sử dụng vốn, đem đến hiệu quả kinh tế cao hơn. Như vậy, tác động của tín dụng ngân hàng không chỉ giới hạn ở việc tăng trưởng về lượng (quy mô sản lượng kinh tế) mà còn góp phần nâng cao chất lượng tăng trưởng kinh tế ở cấp độ vi mô thông qua việc cải thiện hiệu quả sử dụng vốn và tài sản.

Tuy nhiên, nghiên cứu này phát hiện mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế ở cấp độ doanh nghiệp, thể hiện qua cả quy mô (lợi nhuận sau thuế - EAT) và chất lượng (HQHĐ - ROA, ROE, ROIC, ROS). Khi tín dụng ngân hàng tăng lên quá mức, tình trạng phân bổ nguồn lực kém hiệu quả xảy ra với các quyết định đầu tư trở nên kém chọn lọc, dẫn đến giảm hiệu quả sử dụng vốn và tài sản. Thêm vào đó, việc nguồn vốn tín dụng ngân hàng chảy vào các hoạt động đầu cơ có thể tạo ra bong bóng tài sản, thổi phồng giá trị tài sản một cách không bền vững và khi bong bóng vỡ, sẽ gây ra những hậu quả tiêu cực cho cả lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác động tiêu cực càng trở nên mạnh mẽ hơn khi lý thuyết kỳ vọng hợp lý (rational expectations) cho rằng hộ gia đình sẽ hình thành dự báo về giai đoạn đi xuống trong chu kỳ kinh tế gây ra bởi các rủi ro tích lũy trong giai đoạn mở rộng tín dụng ngân hàng kéo dài. Khi này, lý thuyết tiết kiệm phòng ngừa (precautionary saving motive) cho rằng các cá nhân và hộ gia đình sẽ cắt giảm chi tiêu và tăng tiết kiệm để xây dựng một quỹ dự phòng do họ nhận thấy tương lai không chắc chắn. Ngoài ra, giả thuyết thu nhập thường xuyên (permanent income hypothesis) kết hợp với giả thuyết bất ổn tài chính (financial instability hypothesis) cho thấy hành vi rủi ro tích lũy càng dài thì khủng hoảng xảy ra càng nghiêm trọng. Mức độ giảm mạnh thu nhập thường xuyên của hộ gia đình cùng với thời gian phục hồi lâu khiến hành vi cắt giảm chi tiêu xảy ra nhanh chóng hơn để phù hợp với mức thu nhập thường xuyên mới kỳ vọng. Các hành vi từ phía cầu này khi tín dụng ngân hàng mở rộng quá mức đã làm cho tốc độ luân chuyển (tiền – hàng – tiền) chậm đi đáng kể, thậm chí gián đoạn, tạo nên hậu quả kinh tế nghiêm trọng.

Khi lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thể hiện tính quán tính (tức là giá trị hiện tại chịu ảnh hưởng bởi giá trị của năm trước), phương pháp ước lượng FGLS có thể cho kết quả không đáng tin cậy do vấn đề nội sinh. Để giải quyết vấn đề này, nghiên cứu xây dựng mô hình bằng động và sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước để kiểm tra tính vững của các phát hiện (kết quả chi tiết được trình bày ở Bảng). Kết quả ước lượng mô hình động cho thấy có bằng chứng về tính quán tính nhưng điều quan trọng là mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và các biến phụ thuộc (đại diện cho sản lượng kinh tế) vẫn nhất quán với các kết quả thu được từ các phương pháp ước lượng trước đó. Tính đáng tin cậy của các ước lượng GMM hệ thống này được củng cố bởi các kết quả kiểm định sau: không có hiện tượng tự tương, không vi phạm vấn đề thỏa hơn điều kiện xác định (overidentified restriction) và số lượng biến công cụ nhỏ hơn số doanh nghiệp. Ngoài ra, để đảm bảo tính vững chắc của kết quả, nghiên cứu này không chỉ sử dụng nhiều phương pháp ước lượng mà còn thay thế các thước đo của các biến kiểm soát (cấu trúc vốn - CS, lạm phát - INF, lãi suất - INR). Tất cả đều cho thấy các phát hiện chính không thay đổi, chứng tỏ tính đáng tin cậy (reliability) và hợp lệ (validity) của nghiên cứu.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Dựa trên các lý thuyết tăng trưởng kinh tế và lý thuyết hiện đại về chính sách tiền tệ, tác giả đã sử dụng phương pháp định lượng để kiểm tra mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế tại Việt Nam. Dựa trên cách tiếp cận dưới góc độ các doanh nghiệp, bài viết sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX cùng với các phương pháp ước lượng khác nhau. Kết quả cho thấy sự thống nhất về tác động phi tuyến, biểu hiện dưới dạng chữ U ngược, của tín dụng ngân hàng đến sản lượng kinh tế.

Bài viết cho thấy những thách thức mà Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối mặt trong việc điều hành tín dụng ngân hàng để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao, do hiệu quả biên của tín dụng ngân hàng ở Việt Nam có xu hướng giảm nhanh. Việc theo đuổi tăng trưởng kinh tế thông qua duy trì tốc độ tăng trưởng

tín dụng ngân hàng cao như hiện nay được cho là giải pháp kém hiệu quả vì làm gia tăng mức độ bất ổn tài chính, nguy cơ dẫn đến hình thành bong bóng tài sản. Thay vào đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần thực thi đồng bộ các chính sách khác nhằm thúc đẩy đa dạng hóa nguồn vốn cho các hoạt động kinh tế ngoài hệ thống ngân hàng, điển hình như các chính sách tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động vốn trên thị trường tài chính và thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Nghiên cứu này có hạn chế là chưa phân tích sâu tác động của tín dụng ngân hàng theo ngành và chỉ tập trung vào thu nhập doanh nghiệp. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo cần đánh giá tác động của tín dụng ngân hàng theo từng ngành và kỳ hạn vay, cũng như mở rộng phân tích sang các thành phần khác của GDP như thu nhập hộ gia đình và thuế. Những phân tích này sẽ cung cấp cơ sở cho việc xây dựng chính sách phân bổ tín dụng hiệu quả hơn khi thực hiện chủ trương tiếp tục mở rộng tín dụng ngân hàng để thúc đẩy sản lượng kinh tế.

Lời thừa nhận/cảm ơn: Bài báo này là sản phẩm của Đề tài nghiên cứu mã số CS.2025.B1.027 được tài trợ bởi Trường Đại học Sài Gòn

Tài liệu tham khảo

- Afonso, A. & Blanco-Arana, M. C. (2022). Financial and economic development in the context of the global 2008-09 financial crisis. *International Economics*, 169, 30-42. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.11.006>.
- Arcand, J. L., Berkes, E. & Panizza, U. (2015). Too much finance?. *Journal of Economic Growth*, 20, 105-148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>.
- Asante, G. N., Takyi, P. O. & Mensah, G. (2023). The impact of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. Does institutional quality matter?. *Development Studies Research*, 10, 2156904. <https://doi.org/10.1080/21665095.2022.2156904>.
- Brunner, K. & Meltzer, A. H. (1972). Friedman's Monetary Theory. *Journal of Political Economy*, 80, 837-851.
- Chu Khánh Lâm (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]. <https://luanvan.moet.gov.vn/?page=1.35&view=27092>
- Chu Thanh Hải (2019). Phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam hiện nay. *Tạp chí Khoa học xã hội Việt Nam*, 11, 18-26.
- de la Torre, A., Ize, A. & Schmukler, S. (2012). *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*. Washington, DC: The World Bank.
- Dimelis, S., Giotopoulos, I. & Louri, H. (2013). The credit crunch and firm growth in the Euro area: 2005-2011. A quantile panel analysis. *Bank of Greece - Eurosystem*, Working paper no 165.
- Đình Văn Hoàn (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]. <https://luanvan.moet.gov.vn/?page=1.1&view=40933>
- Gaertner, F. B., Kausar, A. & Steele, L. B. (2020). Negative accounting earnings and gross domestic product. *Review of Accounting Studies*, 25, 1382-1409. <https://doi.org/10.1007/s11142-020-09536-x>.
- Galindo, A. J. & Meléndez, M. (2013). Firm-Level Evidence of the Link between Credit, Firm Size and Competitiveness in Colombia. *Inter-American Development Bank working paper no IDB-WP-395*.
- Ho, S.-H. & Saadaoui, J. (2022). Bank credit and economic growth: A dynamic threshold panel model for ASEAN countries. *International Economics*, 170, 115-128. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2022.03.001>.
- Konchitchki, Y. & Patatoukas, P. N. (2014). Accounting earnings and gross domestic product. *Journal of Accounting*

-
- and Economics, 57, 76-88. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.10.001>.
- McConnell, C., Brue, S. & Flynn, S. (2017). *Macroeconomics*, New York, McGraw Hill.
- Mehar, M. A. (2022). Role of monetary policy in economic growth and development: from theory to empirical evidences. *Asian Journal of Economics and Banking*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/AJEB-12-2021-0148>.
- Mishkin, F. S. (2012). *The economics of money, banking, and financial markets. tenth ed.* Pearson College Div.
- Nguyen, H. M., Thai-Thuong Le, Q., Ho, C. M., Nguyen, T. C. & Vo, D. H. (2022). Does financial development matter for economic growth in the emerging markets?. *Borsa Istanbul Review*, 22, 688-698. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.004>.
- 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*, 15. <https://doi.org/10.3390/jrfm15080358>.
- Nguyễn Chí Đức & Phạm Duy Tính (2023). Tín dụng ngân hàng và tăng trưởng kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 248+249, 11-19.
- Nguyễn Phúc Cảnh (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]. <https://luanvan.moet.gov.vn/?page=1.35&view=26456>.
- Oroud, Y., Ahmad, A. H., Alkhazaleh, M. & Shneikat, B. (2023). Evidence from an emerging market economy on the dynamic connection between financial development and economic growth. *Research in Globalization*, 6, 100124. <https://doi.org/10.1016/j.resglo.2023.100124>.
- Oyadeyi, O. (2023). Financial development, real sector, and economic growth in Nigeria. *SN Business & Economics*, 3. <https://doi.org/10.1007/s43546-023-00526-0>.
- Phạm Duy Tính (2023). Tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 315, 43-51.
- Phạm Duy Tính (2024). Mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và quy mô nền kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 2 (549), 112-120.
- Phạm Thị Thúy Diễm (2022). *Độ mở kinh tế, phát triển tài chính, tăng trưởng kinh tế và chất lượng môi trường: Bằng chứng từ các nước đang phát triển* [Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh]. <https://luanvan.moet.gov.vn/?page=1.39&view=40689>.
- Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*, 153, 1–15.
- Tổng Cục Thống kê (2025). *Báo cáo tình hình Kinh tế – Xã hội quý IV và năm 2024*. Truy cập lần cuối ngày 11/03/2025, từ <https://www.gso.gov.vn/bai-top/2025/01/bao-cao-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iv-va-nam-2024/>.
- Trung, N. K. Q. (2021). Determinants of small and medium-sized enterprises performance: The evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 8. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1984626>.
- World Bank (2024). *Viet Nam's Economy is Forecast to Grow 6.1% in 2024: WB*. Truy cập lần cuối ngày 11/02/2025, từ <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/08/26/viet-nam-s-economy-is-forecast-to-grow-6-1-in-2024-wb>.
- Zhang, L. & Fargher, N. (2021). Aggregate accounting earnings, special items and growth in gross domestic product: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 62, 2467-2496. <https://doi.org/10.1111/acfi.12871>.