



Tác động bất cân xứng của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam

LÊ THỊ THÚY HẰNG *

Trường Đại học Tài chính - Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 15/10/2021 Ngày nhận lại: 31/10/2021 Duyệt đăng: 15/11/2021 Mã phân loại JEL: B27 Từ khóa: Tự do hóa tài chính; Tăng trưởng kinh tế; NARDL; Việt Nam. Keywords: Financial liberalization; Economic growth; NARDL; Viet Nam.	Bài viết này nghiên cứu tác động của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam, bằng cách sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian trong giai đoạn từ quý 1 năm 2000 đến quý 1 năm 2020. Mô hình NARDL được sử dụng để xem xét tác động bất cân xứng của các biến tăng trưởng cung tiền mở rộng, lãi suất cho vay và tỷ giá USD/VND đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu này chỉ ra tác động cân bằng ngắn hạn và dài hạn chung giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế. Tác động của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế ghi nhận những hiệu ứng tích cực và những hiệu ứng tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế. Các khuyến nghị chính sách đối với Việt Nam bao gồm tự do hóa tài chính theo lộ trình và chú trọng đến các chính sách điều hành thị trường tài chính được đề xuất. Abstract This paper studies the impact of financial liberalization on economic growth in Vietnam, using time series data for the period from Q1/2000 to Q1/2020. The NARDL model is used to examine the disproportionate impact of the expansionary money supply growth variables, lending interest rates and USD/VND exchange rate on Vietnam's economic growth. The results of this study indicate a general short-run and long-run equilibrium effect between financial liberalization and economic growth. The impact of financial liberalization on economic growth has recorded positive effects and negative effects on economic growth. Policy recommendations for Vietnam include financial liberalization

* Tác giả liên hệ.

Email: ltt.hang@ufm.edu.vn (Lê Thị Thuý Hằng).

Trích dẫn bài viết: Lê Thị Thuý Hằng. (2022). Tác động bất cân xứng của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 33(1), 05–26.

according to the roadmap and focus on proposed financial market management policies.

1. Giới thiệu

Vào những năm đầu thập niên 1980, các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển thực hiện tự do hóa tài chính. Sự chuyển đổi từ tài chính kiểm soát của nhà nước sang kiểm soát của thị trường, dựa trên các công trình lý thuyết của McKinnon (1973) và Shaw (1973) ủng hộ việc kiểm soát các yếu tố tài chính bởi thị trường. Tự do hóa thị trường tài chính đòi hỏi chính phủ không can thiệp, ấn định các mức lãi suất, loại bỏ kiểm soát tín dụng, tự do gia nhập thị trường quốc tế, tư nhân hóa và giảm yêu cầu duy trì dự trữ bắt buộc tại các ngân hàng ở mức cao. Việc bãi bỏ quy định tài chính trong nước thúc đẩy tăng trưởng thông qua các kênh sau: Cho phép các lực lượng thị trường xác định lãi suất, phân bổ vốn cho các khoản đầu tư có năng suất cao và tạo ra lãi suất cao hơn. Việc lãi suất được xác định bởi thị trường dẫn đến tăng cường luân chuyển tài chính và tạo ra các động lực khuyến khích người vay đầu tư vào các hoạt động hiệu quả hơn (Gibson & Tsakalotos, 1994; Njikam, 2017).

McKinnon (1973) và Shaw (1973) cho rằng bãi bỏ quy định lãi suất, lãi suất tiền gửi và cho vay sẽ tăng lên. Khi lãi suất tăng, người dân có động lực tiết kiệm nhiều hơn, tiết kiệm tăng lên, kéo theo lãi suất cho vay tăng. Các ngân hàng được khuyến khích chuyển các nguồn vốn thặng dư vào các khoản cấp tín dụng và các khoản đầu tư. Sự gia tăng đầu tư dẫn đến tăng năng suất và tăng trưởng. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tự do hóa tài chính đã giúp các quốc gia tăng tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng (Ahmed, 2013; Akinsola & Odhiambo, 2017; Hamdaoui & Maktouf, 2019). Naveed và Mahmood (2019), Gupta (2020) khẳng định ảnh hưởng tích cực của việc bãi bỏ quy định trong huy động tiết kiệm, đầu tư trong nước và quốc tế, từ đó giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Lý thuyết tân cổ điển cũng cho rằng tự do hóa tài chính giúp cho dòng vốn từ nền kinh tế dồi dào, vốn giàu có với tỷ suất sinh lợi thấp đến nền kinh tế khan hiếm vốn với tỷ suất sinh lợi cao. Chính sách thúc đẩy thị trường tự do và kinh tế tự do cho phép các lực lượng thị trường xác định giá cả, định hướng điều chuyển các nguồn lực, và do đó, kích thích tăng trưởng kinh tế. Tự do hóa thị trường của một quốc gia thu hút đầu tư trong và ngoài nước, do đó tăng tích lũy và tăng trưởng vốn. Tuy nhiên, việc bãi bỏ quy định đối với lĩnh vực tài chính ở nhiều nền kinh tế đang phát triển đã dẫn đến chênh lệch lãi suất, khủng hoảng ngân hàng, tỷ giá hối đoái không ổn định (Daumont và cộng sự, 2004; Ikhide, 1990; Misati & Nyamongo, 2012).

Việt Nam là quốc gia đang phát triển, nhu cầu về vốn và các yếu tố xây dựng và phát triển nền kinh tế càng trở nên cấp thiết. Vì vậy, xu hướng quá trình hội nhập đòi hỏi các quốc gia phải thực hiện tự do hóa thương mại ngày càng sâu rộng và tự do hóa tài chính có vai trò quan trọng đối với Việt Nam. Tuy nhiên, lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy ngoài những lợi ích này, việc thực hiện tự do hóa tài chính cũng có thể mang lại các kết quả tiêu cực. Để phòng tránh các ảnh hưởng tiêu cực, nhất là các ngành còn yếu kém, năng lực cạnh tranh chưa cao, Việt Nam nên tiến hành tự do hóa tài chính theo lộ trình để ngăn chặn tổn thất cho các lĩnh vực kinh doanh.

Như vậy, tự do hóa tài chính vừa có những tác động tích cực nhưng cũng khiến cho nền kinh tế các quốc gia gặp rất nhiều thách thức, khó khăn. Khu vực tài chính với chức năng huy động và lưu chuyển nguồn lực để đầu tư hiệu quả hơn có thể đẩy nhanh tích lũy vốn và khuyến khích tăng trưởng kinh tế, nhưng chỉ khi môi trường thể chế thông suốt và thuận lợi cho đầu tư. Xuất phát từ thực tiễn trên, nghiên cứu này sẽ cung cấp một cái nhìn tổng quan tác động bất cân xứng của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Tiếp theo, nghiên cứu trình bày các thông tin cơ bản để thúc đẩy nghiên cứu. Phần 3 nêu ra cách tiếp cận thực nghiệm của mô hình nghiên cứu. Cụ thể, nghiên cứu sử dụng mô hình NARDL. Sau đó, các kết quả ước tính được trình bày và thảo luận trong Phần 4. Cuối cùng, Phần 5 đưa ra một số kết luận và khuyến nghị.

2. Các nghiên cứu tác động của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế

2.1. Lý thuyết tác động của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế

Tự do hóa tài chính bao gồm việc bãi bỏ quy định đối với tài khoản vốn của khu vực nước ngoài và khu vực tài chính trong nước. Thị trường tài chính thực hiện một số chức năng cung ứng và luân chuyển vốn trong nền kinh tế. Về cơ bản, quá trình tự do hóa tài chính hỗ trợ huy động các nguồn lực tài chính, tạo điều kiện quản lý rủi ro, phân bổ nguồn lực cho các dự án hiệu quả nhất, giám sát việc sử dụng các nguồn lực tài chính, thực hiện quản trị doanh nghiệp và cung cấp một hệ thống thanh toán giúp giao dịch giữa các bên tham gia kinh tế hiệu quả hơn. Bãi bỏ quy định lãi suất dẫn đến chuyển động hướng tới tư nhân hóa lãi suất, làm cho lãi suất trở nên phù hợp với thị trường hơn là do nhà nước kiểm soát. Tự do hóa sẽ dẫn đến lãi suất cao hơn, cải thiện quá trình luân chuyển vốn trong nền kinh tế, và tăng cường khả năng tiếp cận tài chính của các khu vực thiếu hụt vốn. Điều này cũng khuyến khích tiền gửi, vì lợi nhuận từ tiền gửi có giá trị hơn; do đó, người gửi tiền sẽ tìm cách thu được tiền lãi cao hơn từ việc cải thiện lãi suất. Tuy nhiên, mặt trái của quá trình thực hiện tự do hóa tài chính là lãi suất cao hơn sẽ dẫn đến chi phí vốn cao hơn và điều này có thể dẫn đến lạm phát ở một số quốc gia (Levine, 2001).

Williamson và Mahar (1998) cho rằng tự do hóa tài chính là giải phóng thị trường và cho phép các yếu tố cung cầu xác định giá thị trường và tín dụng. Johnston và Sundararajan (1999) nêu rõ rằng tự do hóa khu vực tài chính có thể bao gồm: Các cải cách hoạt động được thiết kế để bãi bỏ quy định, và chuyển đổi hệ thống tài chính và cấu trúc của nó nhằm đạt được một hệ thống tự do hóa theo định hướng thị trường trong một khuôn khổ quy định phù hợp. Tự do hóa tài chính đề cập đến các biện pháp nhằm làm lỏng hoặc phá bỏ sự kiểm soát của pháp luật đối với cấu trúc thể chế, công cụ và hoạt động của các chủ thể tham gia thị trường trong các phân khúc khác nhau của khu vực tài chính. Các biện pháp này có thể liên quan đến các quy định nội bộ hoặc bên ngoài.

Tự do hóa tài chính cũng bao gồm tự do hóa thương mại đề cập đến việc loại bỏ hoặc cắt giảm các hạn chế hoặc rào cản đối với việc trao đổi tự do hàng hóa và dịch vụ giữa các quốc gia. Điều này bao gồm việc cắt giảm thuế quan (thuế và phụ phí) và các trở ngại phi thuế quan (như các quy tắc cấp phép, hạn ngạch và các yêu cầu khác). Việc nới lỏng hoặc xóa bỏ những hạn chế này thường được gọi là thúc đẩy thương mại tự do. Tự do hóa thương mại làm giảm chi phí tiêu dùng, tăng hiệu quả và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Eichengreen, 2001).

Người đề xướng đầu tiên về kinh tế thị trường tự do là Adam (1776). Ông ủng hộ "bàn tay vô hình" trong thiết lập các yếu tố của nền kinh tế, nền kinh tế theo cơ chế thị trường tự vận hành, các lực lượng cung và cầu tương tác để mang lại trạng thái cân bằng trong nền kinh tế của một quốc gia. Theo Adam (1776), thị trường tự do đòi hỏi rất ít hoặc không có sự tác động của nhà nước, nó cũng cho phép các cá nhân hành động theo tư lợi của họ liên quan đến các quyết định kinh tế. Điều này đảm bảo các nguồn lực kinh tế được phân bổ theo mong muốn của các cá nhân và doanh nghiệp trên thương trường. Quá trình tự do hóa tài chính được thực hiện thông qua các quy định về việc đi vay nước ngoài của các tổ chức tài chính và các tập đoàn phi tài chính, tỷ giá hối đoái trên nhiều thị trường và dòng vốn đầu tư ra nước ngoài. Trong một chế độ tài khoản vốn được tự do hóa hoàn toàn, các ngân hàng và tập đoàn được phép tự do đi vay ở nước ngoài. Yêu cầu dự trữ có thể được đưa ra nhưng thấp hơn 10%. Ngoài ra, không có tỷ giá hối đoái được định giá thấp hơn hoặc cao hơn giá trị thực cho cả giao dịch vãng lai hoặc giao dịch vốn, cũng như không có bất kỳ hạn chế nào đối với dòng vốn ra. Một hệ thống tài chính trong nước được tự do hóa hoàn toàn có đặc điểm là thiếu sự kiểm soát đối với lãi suất cho vay và đi vay, thiếu sự kiểm soát tín dụng, tức là không có trợ cấp cho một số lĩnh vực hoặc phân bổ tín dụng nhất định. Ngoài ra, hoạt động thanh toán bằng ngoại tệ cũng được phép. Trong thị trường tự do hóa tài chính hoàn toàn, các nhà đầu tư nước ngoài được phép nắm giữ vốn cổ phần trong nước mà không bị giới hạn tỷ lệ vốn cổ phần nắm giữ, cổ tức và lãi suất có thể được chuyển về nước một cách tự do kể từ khi đầu tư ban đầu.

Trong mô hình tân cổ điển của Solow (1956), tự do hóa tài chính tạo điều kiện thuận lợi cho việc phân bổ nguồn lực quốc tế hiệu quả hơn. Nguồn lực chảy từ các quốc gia dồi dào vốn (nơi mà khả năng hoàn vốn thấp) đến các quốc gia khan hiếm vốn (nơi mà khả năng hoàn vốn cao). Dòng chảy của các nguồn vốn vào các quốc gia đang phát triển làm giảm chi phí vốn của các quốc gia đang phát triển, tạo ra sự gia tăng tạm thời trong đầu tư và tăng trưởng làm nâng cao mức sống người dân trong dài hạn. Dựa trên quan điểm tân cổ điển thì tự do hóa tài chính huy động các khoản tiết kiệm và phân bổ vốn cho các mục đích sử dụng hiệu quả hơn, cả hai đều giúp tăng lượng vốn vật chất và năng suất của vốn. Bằng cách này, tự do hóa tài chính làm tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế. Tự do hóa tài chính làm tăng thu nhập, giảm nghèo, và do đó giúp tăng trưởng kinh tế. Điều mà mô hình tân cổ điển dự đoán là việc tự do hóa tài khoản vốn của một quốc gia nghèo sẽ tạm thời làm tăng thu nhập bình quân đầu người của quốc gia đó. Sự gia tăng tạm thời về tăng trưởng có ý nghĩa quan trọng, bởi vì nó nâng cao vĩnh viễn mức sống của đất nước. Goldsmith (1969) khẳng định rằng thông qua việc nâng cao hiệu quả và khối lượng đầu tư, trung gian tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Các ngân hàng và thị trường tài chính hoạt động hiệu quả giúp cung cấp các sản phẩm và dịch vụ sáng tạo, giúp thúc đẩy tăng trưởng thông qua các kênh tiết kiệm và đầu tư.

McKinnon (1973) và Shaw (1973) nhấn mạnh tác động của khu vực tài chính trong việc nâng cao mức tiết kiệm bằng cách tạo ra các động lực thích hợp, để một nền kinh tế đạt được khối lượng tiết kiệm và đầu tư cao hơn. McKinnon (1973) và Shaw (1973) phê bình các chính sách của chính phủ, tập trung vào việc hạn chế và kiểm soát thị trường tài chính, còn được gọi là đàn áp tài chính. Ngoài ra, các chính sách này bao gồm: Việc quy định các mức lãi suất, chính phủ kiểm soát hoạt động tín dụng và quy định hạn mức cấp tín dụng cho các ngân hàng, dẫn đến dư thừa cầu và luân chuyển vốn không hiệu quả. McKinnon (1973) và Shaw (1973) cho rằng những chính sách này là nguyên nhân dẫn đến tỷ lệ tăng trưởng thấp ở nhiều nước đang phát triển trong những năm 1950 và năm 1960. Cả hai đều lập luận ủng hộ tự do hóa thị trường tài chính với lý do rằng điều này sẽ dẫn đến đầu tư nhiều hơn và hiệu quả hơn, từ đó dẫn đến tốc độ tăng trưởng kinh tế cao hơn. Tự do hóa tài chính giúp dòng

vốn cho hoạt động tín dụng và đầu tư cổ phiếu có thể tăng lên, một lần nữa làm tăng sự sẵn có của nguồn vốn cho đầu tư và tăng trưởng. Trong cả hai trường hợp, hạn chế về tài chính của các doanh nghiệp được giảm bớt và đầu tư sẽ tăng lên, dẫn đến hiệu quả kinh doanh cao hơn. Do đó, các nước đang phát triển có hệ thống tài chính bị kìm hãm đã tiến hành cải cách tài chính nhằm huy động các nguồn lực tài chính với lượng tiết kiệm trong nước tăng lên thông qua khu vực tài chính chính thức. Giảm vai trò của các cơ quan kiểm soát trực tiếp trong việc xác định phân bổ tín dụng, tăng cường sự luân chuyển nguồn vốn giữa các chủ thể và mở rộng phạm vi các nguồn tài chính trong nước. McKinnon (1973) và Shaw (1973) cho rằng các chính sách tự do hóa tài chính sẽ loại bỏ sự méo mó do hành chính gây ra và có thể giúp mở rộng hình thành vốn bằng cách làm tăng tổng cầu trong thực tế.

Tuy nhiên, Stiglitz (1989) cho rằng cần phải có một số hình thức can thiệp của chính phủ, sử dụng một số công cụ điều hành thị trường tài chính. Stiglitz (2000) khẳng định thêm rằng khi sự bất cân xứng thông tin là phổ biến trong thị trường giao dịch và tài chính, ở các quốc gia có hành lang pháp lý bảo vệ thấp và quản trị điều hành kém, tự do hóa tài chính sẽ không thúc đẩy tăng trưởng.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm tác động của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế

Các nghiên cứu thực nghiệm tác động của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế có hai mặt: Một mặt là xem xét mối quan hệ tích cực giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế (Ahmed, 2013; Akinsola & Odhiambo, 2017; Hamdaoui & Maktouf, 2019; Naveed & Mahmood, 2019; Gupta, 2020...). Trong khi đó, các nghiên cứu khác xem xét tự do hóa tài chính có thực sự ảnh hưởng đến sự bất ổn tài chính và khủng hoảng ngân hàng ở các quốc gia hay không (Daumont và cộng sự, 2004; Ikhide, 1990; Misati & Nyamongo, 2012...).

Phát triển khu vực tài chính có vai trò then chốt, quyết định hiệu quả của bất kỳ nền kinh tế nào vì nó nâng cao tốc độ tăng trưởng kinh tế và đầu tư. Vai trò của tài chính đối với tăng trưởng kinh tế dựa trên các lý thuyết khác nhau. Trường phái tăng trưởng theo hướng trọng cung xác định các phương tiện trung gian tài chính như một động cơ tăng trưởng kinh tế, đảm bảo lưu chuyển hiệu quả dòng vốn từ những người tiết kiệm cho các nhà đầu tư bằng cách sử dụng tỷ giá, lãi suất theo thị trường mà không có sự can thiệp trực tiếp của chính phủ (King & Levine, 1993; Levine, 2005; Levine & Zervos, 1996).

Các nghiên cứu điển hình về liên kết tăng trưởng và tài chính của quốc gia chỉ ra rằng hệ thống tài chính hoạt động tốt hơn hỗ trợ tăng trưởng nhanh hơn trong dài hạn. Chúng mang lại động lực thúc đẩy tự do hóa khu vực tài chính để kích thích tiết kiệm và đầu tư. Những người ủng hộ tự do hóa tài chính cho rằng lãi suất thực tế cao hơn sẽ huy động và khuyến khích phân bổ hiệu quả các nguồn vốn có thể cho vay vào nền kinh tế (Rousseau & Wachtel, 1998). Naveed và Mahmood (2019) đã sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số dạng vector (Vector Error Correction Model – VECM) để kiểm định tác động của việc bãi bỏ quy định tài chính trong nước đối với tăng trưởng từ năm 1972 đến năm 2010 đối với Pakistan. Kết quả cho thấy trong dài hạn, việc bãi bỏ quy định tài chính sẽ thúc đẩy tăng trưởng. Ilugbusi và cộng sự (2020) đã phân tích ảnh hưởng của việc bãi bỏ quy định tài chính đối với tăng trưởng ở Nigeria, kéo dài từ năm 1986 đến năm 2018. Ilugbusi và cộng sự (2020) sử dụng mô hình phân phối trễ tự hồi quy (Autoregressive Distributed Lag – ARDL) và lý thuyết tăng trưởng nội sinh cùng với giả thuyết của McKinnon (1973) và Shaw (1973), kết quả cho thấy tự do hóa tài chính thúc đẩy tăng trưởng. Tương tự, Gamra và Plihon (2010) đã phân tích những lợi ích của việc bãi bỏ

quy định tài chính ở các quốc gia mới nổi và tiên tiến. Kết quả nghiên cứu của Gamra và Plihon (2010) cho thấy các nền kinh tế tiên tiến được hưởng lợi nhiều hơn các nước mới nổi và đang phát triển từ việc tự do hóa tài chính. Ngoài ra, trong khi sử dụng mô hình Dự án Phân tích Thương mại Toàn cầu để khám phá tầm quan trọng của việc bãi bỏ quy định tài chính, Gupta (2020) nhận thấy ảnh hưởng tiềm tàng của việc bãi bỏ quy định tài chính đối với tăng trưởng ở Indonesia. Tương tự, Gehringer (2015) đã phân tích ảnh hưởng của việc bãi bỏ quy định trong lĩnh vực tài chính đối với năng suất, tích lũy vốn và tăng trưởng dựa trên sự hội nhập kinh tế của các nước EU kéo dài từ năm 1990 đến năm 2007, sử dụng cách tiếp cận GMM, bằng chứng cho thấy tăng trưởng kinh tế được hưởng lợi tích cực từ mở cửa tài chính thông qua tích lũy vốn và tăng năng suất. Hamdaoui và Maktouf (2019) đã sử dụng kỹ thuật GMM để khám phá tác động của việc bãi bỏ quy định tài chính đối với tình trạng khủng hoảng và tăng trưởng ở 27 quốc gia mới nổi và 22 quốc gia tiên tiến kéo dài từ năm 1980 đến năm 2010. Bằng chứng cho thấy rằng việc bãi bỏ quy định thị trường chứng khoán kích thích tăng trưởng nhiều hơn. Ngoài ra, Batuo và cộng sự (2018) đã phân tích ảnh hưởng của tự do hóa tài chính và phát triển tài chính đối với sự bất ổn của thị trường ở 41 quốc gia châu Phi kéo dài từ năm 1985 đến năm 2010. Batuo và cộng sự (2018) sử dụng phương pháp GMM và kết quả của nghiên cứu cho thấy rằng tự do hóa và phát triển tài chính không gây nên sự bất ổn tài chính. Tương tự, Akinsola và Odhiambo (2017) đã sử dụng phương pháp GMM để đánh giá ảnh hưởng của bãi bỏ quy định tài chính đối với tăng trưởng ở 30 nền kinh tế ở khu vực Nam sa mạc Sahara châu Phi (Sub-Saharan Africa – SSA) kéo dài từ năm 1980 đến năm 2015, bằng chứng cho thấy rằng bãi bỏ quy định tài chính kích thích tăng trưởng. Njikam (2017) đã phân tích ảnh hưởng của bãi bỏ quy định tài chính đối với tăng trưởng ở 45 nền kinh tế SSA kéo dài từ năm 1970 đến năm 2010, sử dụng kỹ thuật GMM, bằng chứng cho thấy tăng trưởng được tăng cường nhờ bãi bỏ quy định tài chính trong khu vực SSA. Amaira (2016) đã khám phá cách bãi bỏ quy định tài chính ảnh hưởng đến tăng trưởng ở Tunisia kéo dài từ năm 1980 đến năm 2015, sử dụng kỹ thuật hiệu chỉnh sai số dạng vector, kết quả cho thấy rằng tự do hóa tài chính kích thích tăng trưởng.

Quinn và Toyoda (2008) chỉ ra rằng tự do hóa tài khoản vốn có mối liên hệ tích cực với tăng trưởng ở cả các quốc gia phát triển và mới nổi. Bussière và Fratzscher (2008) trong một nghiên cứu về 45 thị trường công nghiệp hóa và mới nổi đã thiết lập tác động đến tăng trưởng của tự do hóa tài chính. Tăng trưởng sau khi tự do hóa được thúc đẩy bởi sự bùng nổ đầu tư và sự gia tăng trong danh mục đầu tư và dòng vốn vay nợ. Gus (2009) cho rằng mặc dù đầu tư trực tiếp nước ngoài (Foreign Direct Investment – FDI) và đầu tư tư nhân nước ngoài (Foreign Portfolio Investment – FPI) được cho là có tác dụng nâng cao sản lượng quốc gia (Gross Domestic Product – GDP) trên mỗi lao động, FPI được cho là kích thích tích lũy vốn với hiệu ứng cộng đồng. Những nghiên cứu khác như: Claessens và cộng sự (2001), Zhang và cộng sự (2015), Demircuc-Kunt và cộng sự (1998), Levine (2001), Knight và cộng sự (1993) chỉ ra rằng sự cởi mở tài chính có liên quan đến việc cải thiện hiệu quả và cạnh tranh của hệ thống tài chính. Ngoài ra, Gui-Diby (2014), Adams và Opoku (2015) cho thấy sự cởi mở về tài chính giúp tăng trưởng bằng cách hỗ trợ một phần cho giả thuyết tăng trưởng do FDI dẫn đầu. Cũng có lập luận cho rằng sự cởi mở tài chính dẫn đến tăng chiều sâu tài chính (Klein & Olivei, 2008). Về vấn đề này, Gamra (2009) trong một phân tích nhóm về các nước Đông Á đã chỉ ra rằng tác động tăng trưởng của tự do hóa tài chính phụ thuộc vào bản chất và cường độ của tự do hóa.

Tuy nhiên, tự do hóa và mở cửa hệ thống tài chính cho phép đa dạng hóa và tăng cường tăng trưởng kinh tế, cũng như ổn định sâu rộng tài chính có thể không đúng. Xét đến các cuộc khủng hoảng

kinh tế phạm vi toàn cầu đã diễn ra và ảnh hưởng của nó đối với tình trạng thị trường và nền kinh tế của nhiều quốc gia. Các nghiên cứu thực nghiệm rộng rãi và các phân tích ở nhiều quốc gia đã chỉ ra rằng tự do hóa tài chính liên quan đến sự bất ổn định lớn hơn, dòng vốn có tính chu kỳ rõ rệt và làm trầm trọng thêm các biến động kinh tế. Ngoài ra, một số nghiên cứu chỉ ra rằng các chính sách tự do hóa tài chính khiến các quốc gia phải đối mặt với những thăng trầm liên quan đến những thay đổi của hoàn cảnh kinh tế bên ngoài quốc gia. Đặc biệt trong trường hợp các quốc gia được coi là rất dễ bị tổn thương và không có khả năng chống chịu (Ikhide & Alawode, 2001). Sự thay đổi đột ngột trong nhận thức của người cho vay có thể dẫn đến dòng vốn khổng lồ đổ vào các thị trường mới nổi, làm suy yếu khả năng tồn tại của khu vực tài chính. Ahmed (2013) đã sử dụng kỹ thuật GMM để phân tích tác động của việc bãi bỏ quy định và phát triển tài chính đối với tăng trưởng ở 21 quốc gia SSA kéo dài từ năm 1981 đến năm 2009. Bằng chứng chỉ ra rằng bãi bỏ quy định tài chính kìm hãm tăng trưởng và nó không tác động tích cực đến khu vực tài chính. Hamdaoui và Maktouf (2019) sử dụng kỹ thuật GMM để khám phá tác động của việc bãi bỏ quy định tài chính đối với tình trạng khủng hoảng và tăng trưởng ở 27 quốc gia mới nổi và 22 quốc gia tiên tiến kéo dài từ năm 1980 đến năm 2010, kết quả cho thấy tự do hóa lãi suất gắn liền với khủng hoảng ngân hàng.

Stiglitz (2004) cho rằng dòng vốn không nhất thiết dẫn đến tăng trưởng kinh tế được cải thiện ở các nước đang phát triển, thay vào đó là dòng vốn, nhất là các dòng vốn ngắn hạn đi kèm với sự bất ổn kinh tế gia tăng, mà Stiglitz (2004) cho rằng phần lớn là do tính chất chu kỳ ngắn hạn của dòng vốn. Grabel (1995) đã đánh giá tác động của tự do hóa thị trường tài chính đối với sự biến động của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển. Kết quả từ nghiên cứu của Stiglitz (2004) cho thấy các dòng tài chính quốc tế có liên quan đến sự biến động gia tăng của thị trường chứng khoán. Ngoài ra, Misati và Nyamongo (2012) trong một nghiên cứu về châu Phi cận Sahara đã chỉ ra rằng các tác động kìm hãm tăng trưởng của tự do hóa tài chính chiếm ưu thế so với các tác động dẫn dắt tăng trưởng. Edison và cộng sự (2002) cũng chỉ ra rằng hội nhập tài chính quốc tế không có tác động đáng kể đến tăng trưởng ở các nước thu nhập cao mà chỉ ảnh hưởng đến các nước nghèo.

Như vậy, các nghiên cứu hiện nay chủ yếu nghiên cứu theo hướng riêng lẻ như xem xét tác động tích cực hoặc tác động tiêu cực của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy động, phân phối trễ bất cân xứng (Nonlinear Autoregressive Distributed Lag – NARDL) để xem xét cả tác động tiêu cực và tác động tích cực của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Việc lựa chọn Việt Nam là quốc gia đang phát triển sẽ phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, các nghiên cứu trước đây đã cho thấy tự do hóa tài chính không hoàn toàn có những tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế của các quốc gia đang phát triển (Ikhide & Alawode, 2001; Ahmed, 2013; Hamdaoui & Maktouf, 2019...). Tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc kích thích tăng trưởng và phát triển kinh tế. Tuy nhiên, các chính sách tự do hóa tài chính cần được thực hiện một cách thận trọng, có lưu ý đến trình tự và thời gian của các chính sách để tránh gây nguy hiểm cho sự ổn định tài chính. Vẫn còn những vấn đề liên quan đến mối quan hệ giữa tự do hóa tài chính - tăng trưởng cần được khám phá thêm.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Mô hình phi tuyến NARDL

Nghiên cứu kiểm định mối liên hệ giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế của Việt Nam bằng mô hình hồi quy động, phân phối trễ bất cân xứng (NARDL):

$$GDP = f(IRO, BM, EX)$$

Shin và cộng sự (2014) giới thiệu tính bất cân xứng trong ngắn hạn và dài hạn thông qua phân tách hệ số dương và âm của các biến giải thích. Mô hình này có những ưu điểm áp dụng thích hợp các điều kiện thực tế và được ứng dụng trong lĩnh vực kinh tế khi tiến hành kiểm định mối quan hệ của các chuỗi thời gian bất cân xứng. Shin và cộng sự (2014) đã xây dựng mô hình hồi quy bất cân xứng NARDL trong dài hạn:

$$y_t = \beta^+ x_t + \beta^- x_t + u_t \quad (1)$$

$$\Delta x_t = v_t \quad (2)$$

Để tiến hành hồi quy bất cân xứng (NARDL), các chuỗi x_t và y_t phải dừng với bậc sai phân cao nhất là 1; x_t được phân tách thành: $x_t = x_0 + x_t^+ + x_t^-$. Trong đó, x_t^+ và x_t^- đại diện cho những tác động tích cực và tác động tiêu cực của biến độc lập x với biến phụ thuộc y :

$$x_t^+ = \sum_{j=1}^t \Delta x_j^+ = \sum_{j=1}^t \max(\Delta x_j, 0), \quad x_t^- = \sum_{j=1}^t \Delta x_j^- = \sum_{j=1}^t \min(\Delta x_j, 0) \quad (3)$$

Tổ hợp tuyến tính của các thành phần:

$$z_t = \beta_0^+ y_t^+ + \beta_0^- y_t^- + \beta_1^+ x_t^+ + \beta_1^- x_t^- \quad (4)$$

Nếu z_t không thay đổi, thì y_t và x_t là đồng liên kết không đối xứng. Tuyến tính chuẩn (cân xứng) là một trường hợp đặc biệt của (4), chỉ thu được khi: $\beta_0^+ = \beta_0^-$ và $\beta_1^+ = \beta_1^-$. Shin và cộng sự (2014) cân nhắc trường hợp có giới hạn sau: $\beta_0^+ = \beta_0^- = \beta_0$. Trong biểu thức (4): $\beta^+ = -\beta_1^+ / \beta_0$ và $\beta^- = -\beta_1^- / \beta_0$.

Shin và cộng sự (2014) sử dụng cơ sở này để đề xuất mô hình bất cân xứng (NARDL) (p, q):

$$y_t = \sum_{j=1}^p \phi_j y_{t-j} + \sum_{j=0}^q (\theta_j^+ x_{t-j}^+ + \theta_j^- x_{t-j}^-) + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \Delta y_t &= \rho y_{t-1} + \theta^+ x_{t-1}^+ + \theta^- x_{t-1}^- + \sum_{j=1}^{\rho-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^{\rho-1} (\phi_j^+ \Delta x_{t-j}^+ + \phi_j^- \Delta x_{t-j}^-) \\ &= \rho \zeta_{t-1} + \sum_{j=1}^{\rho-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} (\phi_j^+ \Delta x_{t-j}^+ + \phi_j^- \Delta x_{t-j}^-) \end{aligned} \quad (6)$$

Trong đó, $\rho = \sum_{j=1}^p \phi_{j-1}, \gamma_j = -\sum_{i=j+1}^p \phi_i$ với $j = 1; \dots; p-1$;
 $\theta^+ = \sum_{j=0}^q \theta_j^+, \theta^- = \sum_{j=0}^q \phi_j^-, \phi_0^+ = \theta_0^+, \phi_j^+ = -\sum_{i=j+1}^q \theta_i^+$ với $j = 1; \dots; q-1$;
 $\phi_0^- = \phi_0^-, \phi_j^- = \sum_{i=j+1}^q \theta_i^-$ với $j = 1; \dots; p-1$ và $\zeta_t = y_t - \beta^+ x_t^+ - \beta^- x_t^-$ là hệ số bất cân xứng
 ECM (Nonlinear Error Correction Mechanism – Nonlinear ECM). Dựa theo biểu thức mối tương
 quan giữa phần hồi quy và phần dư trong biểu thức (6), Shin và cộng sự (2014) đề xuất biểu mẫu rút
 gọn sau:

$$\Delta x_t = \sum_{j=1}^{q-1} \Lambda_j \Delta x_{t-j} + v_t, \quad (7)$$

$$\varepsilon_t = \omega' v_t + e_t = \omega' (\Delta x_t - \sum_{j=1}^{q-1} \Lambda_j \Delta x_{t-j}) + e_t, \quad (8)$$

Nếu thay thế biểu thức (8) vào (6), thu được một hệ số bất cân xứng (Nonlinear ECM):

$$\Delta y_t = \rho \zeta_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} (\pi_j^+ \Delta_{t-j}^+ + \pi_j^- \Delta_{t-j}^-) + e_t, \quad (9)$$

Trong đó, $\pi_0^+ = \theta_0^+ + \omega, \pi_0^- = \theta_0^- + \omega, \pi_j^+ = \phi_j^+ + \omega' \Lambda_j$ với $j = 1; \dots; q-1$.
 $\pi_j^- = \phi_j^- + \omega' \Lambda_j$

Phương trình (9) chính là mô hình hồi quy bất cân xứng (NARDL) thể hiện các tác động phi tuyến của biến độc lập x_t đối với biến phụ thuộc y_t trong ngắn hạn và trong dài hạn. Nghiên cứu có bốn biến gồm: Sản lượng của nền kinh tế, tăng trưởng cung tiền mở rộng, lãi suất cho vay, và tỷ giá USD/VND. Thực tế có thể có nhiều biến hơn được cho là phù hợp cho phân tích hiện tại. Tuy nhiên, sự gia tăng biến trong hệ thống có thể nhanh chóng làm cho quá trình hồi quy không hiệu quả.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Phạm vi nghiên cứu là mối quan hệ giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, dữ liệu được lấy theo quý giai đoạn từ quý 1 năm 2000 đến quý 1 năm 2020. Sản lượng quốc gia (GDP) của Việt Nam được lấy theo tỷ lệ % từ thống kê tài chính quốc tế của Ngân hàng Phát triển châu Á (Asian Development Bank – ADB)¹. Tự do hóa khu vực tài chính gồm ba thành phần: Tăng trưởng của cung tiền mở rộng (Broad Money – BM) được lấy theo tỷ lệ % từ thống kê tài chính quốc tế của ADB, lãi suất cho vay (Interest Rate Offer – IRO) theo tỷ lệ %, và tỷ giá USD/VND được lấy từ thống kê tài chính (International Financial Statistics – IFS) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund – IMF)²; tỷ giá USD/VND (EX) là biến xu hướng không có phân phối chuẩn, mức lệch phải rất cao, nên chuyển sang dạng logarit cơ sở tự nhiên, đồng thời tỷ giá thực tính theo tỷ số giữa tỷ giá năm cần tính và tỷ giá năm gốc (tỷ giá quý 1 năm 2000). Các biến tỷ giá và lãi suất luôn là biểu hiện rõ nhất để xem xét mức độ tự do hóa tài chính của một quốc gia như các lý thuyết (Levine,

¹ Ngân hàng Phát triển châu Á (Asian Development Bank – ADB). Website: <https://www.adb.org>

² Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund – IMF). Website: <https://data.imf.org>

2001; King & Levine, 1993; Levine, 2005...) đã đề cập. Mặt khác, tỷ giá và lãi suất chính là công cụ chủ yếu mà Ngân hàng Trung ương can thiệp để điều tiết thị trường, nhằm đạt được các mục tiêu chính sách tiền tệ, trong đó, mục tiêu cuối cùng là tăng trưởng kinh tế của quốc gia. Xu hướng bị đô la hóa trong nền kinh tế là tình trạng phổ biến ở Việt Nam cũng như các quốc gia trên thế giới. Việt Nam là quốc gia đang phát triển, tình trạng phụ thuộc chính vào các nguồn vốn tín dụng do ngân hàng thương mại cung cấp vẫn còn phổ biến. Vì vậy, nghiên cứu này lựa chọn tỷ giá USD/VND và lãi suất cho vay trên thị trường của các ngân hàng thương mại đại diện cho tự do hóa tài chính. Ngoài ra, các dòng vốn vay, đầu tư vào trong nước, các dòng vốn tín dụng từ ngân hàng cung cấp cho nền kinh tế giữ vai trò quan trọng trong việc tăng trưởng của cung tiền, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Do số lượng biến đưa vào mô hình bị hạn chế nên nghiên cứu sử dụng biến tăng trưởng cung tiền trong nền kinh tế đại diện cho tự do hóa tài chính.

Bảng 1.

Mô tả biến và nguồn dữ liệu

Biến số	Mô tả biến	Đơn vị	Nguồn dữ liệu
GDP	Tăng trưởng kinh tế	%	ADB
BM	Tăng trưởng cung tiền nền kinh tế	%	ADB
IRO	Lãi suất cho vay	%	IMF
EX	Tỷ giá USD/VND bình quân	Logarit	IMF

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 2 tóm tắt thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong nghiên cứu, bao gồm: Tăng trưởng kinh tế (GDP), Tăng trưởng cung tiền nền kinh tế (BM), Lãi suất cho vay (IRO), và Tỷ giá USD/VND bình quân (EX). Trong đó, biến GDP, IRO và EX có phân phối bình thường, trong khi đó, biến BM có độ lệch chuẩn, giá trị trung bình cao.

Bảng 2.

Thống kê mô tả biến

Giá trị	GDP	IRO	BM	EX
Trung bình	6,708	10,285	25,358	11,778
Trung vị	6,820	9,630	21,996	11,773
Lớn nhất	9,261	20,100	73,529	12,014
Nhỏ nhất	3,140	6,953	10,466	11,512
Độ lệch chuẩn	1,186	2,855	12,453	0,166
Skewness	-0,242	1,194	1,797	0,002
Kurtosis	3,415	4,427	7,186	1,365

Giá trị	GDP	IRO	BM	EX
Jarque-Bera	1,378	26,125	102,766	9,019
Xác suất	0,501	0,000	0,000	0,010
Tổng	543,412	833,106	2.054,043	954,061
Tổng độ lệch bình phương	112,706	652,189	12.406,260	2,211
Số quan sát	81	81	81	81

Ghi chú: GDP: Tăng trưởng kinh tế (Gross Domestic Product – GDP); BM: Tăng trưởng cung tiền nền kinh tế (Broad Money – BM); IRO: Lãi suất cho vay (Interest Rate Offer – IRO); EX: Tỷ giá USD/VND bình quân (Exchange Rate – EX).

Thông kê tóm tắt của các biến được trình bày trong Bảng 2. Việc kiểm tra nghiệm đơn vị là bước đầu tiên và quan trọng trong mô hình hồi quy các chuỗi thời gian. Do đó, nghiên cứu này sử dụng kiểm định Dickey-Fuller để kiểm tra tính dừng của các chuỗi.

Bảng 3 thể hiện kết quả của nghiệm đơn vị gốc. Kết quả cho thấy các biến gồm: Tăng trưởng kinh tế (GDP), Tăng trưởng cung tiền nền kinh tế (BM), Lãi suất cho vay (IRO), và Tỷ giá USD/VND bình quân (EX) dừng ở bậc sai phân là I(1). Đối với mô hình tự hồi quy phân phối trễ (NARDL), kiểm tra gốc đơn vị bắt buộc vì mô hình tự hồi quy phân phối trễ được áp dụng các chuỗi dừng tại I(0) hoặc I(1) hoặc hỗn hợp của I(0) và I(1). Mô hình không thể được áp dụng khi có bất kỳ biến nào dừng ở bậc thứ hai I(2), vì với sự hiện diện của các biến I(2), giá trị thống kê F của kiểm tra đồng liên kết trở nên không hợp lệ (Ibrahim, 2015; Ouattara, 2004). Do đó, trong cách tiếp cận mô hình NARDL, kiểm tra nghiệm đơn vị là quan trọng. Kết quả xác nhận không có chuỗi nào dừng ở bậc thứ hai, nghiên cứu này có thể tiến tới mô hình NARDL.

Bảng 3.

Kiểm tra nghiệm đơn vị

Giá trị	Nghiệm đơn vị bậc I(0)	Nghiệm đơn vị bậc I(1)
Kiểm định nghiệm đơn vị		
GDP	-2,645 (0,088)	-3,365 (0,015)*
EX	-0,824 (0,806)	-6,206 (0,000)*
IRO	-1,671 (0,441)	-8,119 (0,000)*
BM	-2,245 (0,192)	-5,727 (0,000)*

Ghi chú: Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey-Fuller – Giá trị t (Giá trị P); * biểu thị chuỗi dừng ở bậc sai phân tương ứng với mức ý nghĩa 5%; GDP: Tăng trưởng kinh tế (Gross Domestic Product – GDP); BM: Tăng trưởng cung tiền nền kinh tế (Broad Money – BM); IRO: Lãi suất cho vay (Interest Rate Offer – IRO); EX: Tỷ giá USD/VND bình quân (Exchange Rate – EX).

Có nhiều nghiên cứu khác nhau về ước lượng mô hình NARDL (Ibrahim, 2015; Katrakilidis & Trachanas, 2012; Shin và cộng sự, 2014). Mục tiêu chính của cách tiếp cận này là loại bỏ tất cả các độ trễ đáng kể của hồi quy để tránh nhiễu trong các hệ số động (Katrakilidis & Trachanas, 2012). Tác giả sử dụng tối đa hai độ trễ cho các bộ hồi quy và các biến mô hình. Trước khi tiếp tục ước tính NARDL, các kiểm định khác nhau được thực hiện như kiểm định Ramsey cho vấn đề dạng hàm, kiểm tra Jarque-Bera của phần dư, và phép thử phương sai thay đổi Breusch/Pagan. Mô hình NARDL được trình bày trong Bảng 4. Kết quả xác nhận rằng mô hình không có bất kỳ vấn đề nào trong số các vấn đề đã nêu. Do đó, nghiên cứu này có thể được sử dụng để ước tính NARDL.

Bảng 4.

Mô hình NARDL

Giá trị	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Giá trị P
DGDP(−1)	−0,069	0,128	−0,536	0,593
DBM_POS	−0,039	0,032	−1,199	0,234
DBM_POS(−1)	0,039	0,029	1,347	0,182
DBM_NEG	0,024	0,025	0,970	0,335
DEX_POS	−30,908	14,511	−2,129	0,036
DEX_NEG	−34,535	18,518	−1,864	0,066
DEX_NEG(−1)	26,355	15,425	1,708	0,092
DIRO_POS	−0,001	0,176	−0,011	0,991
DIRO_POS(−1)	0,411	0,187	2,195	0,031
DIRO_NEG	0,084	0,093	0,910	0,366
Hằng số	1,410	0,646	2,180	0,032
R^2		0,164		
Giá trị thống kê F hiệu chỉnh		1,318		
Kiểm định Ramsey RESET		Giá trị P = 0,016		
Kiểm định Breusch/Pagan heteroskedasticity		Giá trị P = 0,000		

Ghi chú: DGDP(−1): Chuỗi GDP dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1; DBM_POS: Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DBM_POS(−1): Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DBM_NEG: Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; DEX_POS: Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DEX_NEG: Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; DEX_NEG(−1): Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; DIRO_POS: Chuỗi IRO dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DIRO_POS(−1): Chuỗi IRO dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DIRO_NEG: Chuỗi IRO dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng giảm xuống.

Ngoài ra, Bảng 5 thể hiện kết quả của đồng liên kết phi tuyến giữa các biến dựa trên giá trị thống kê F của Pesaran và cộng sự (2001) và t_{BDM} đề cập đến thống kê t của Banerjee và cộng sự (1998). Giả thuyết H_0 : Không có đồng liên kết. Giá trị thống kê F lớn hơn t_{BDM} , xác nhận rằng có mối quan

hệ lâu dài giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế. Do đó, mối quan hệ dài hạn có thể được phân tích thêm khi có ước lượng đồng liên kết phi tuyến.

Bảng 5.

Kiểm định đồng tích hợp

Thống kê kiểm tra đồng tích hợp:	F: 9,762
	t_BDM: 2,180

Ghi chú: t_BDM: Đề cập đến thống kê t của Banerjee và cộng sự (1998).

Để đánh giá tác động phi tuyến của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế, kiểm định Wald được thực hiện. Kết quả của Bảng 6 cho thấy $t = 2,380$ (với giá trị xác suất tương ứng là 0,020), điều này cho thấy tác động của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế được ghi nhận có ý nghĩa thống kê trong dài hạn.

Bảng 6.

Kiểm định bất đối xứng trong ngắn hạn và dài hạn

Thống kê	Giá trị	df	P
t	2,380	67	0,020
F	5,667	(1,67)	0,020
χ^2	5,667	1	0,017
Giả thuyết: $C(8) + C(9) = C(10)$			
Điều kiện bất cân xứng (= 0)		Giá trị	Độ lệch chuẩn
$C(8) + C(9) - C(10)$		0,324	0,136
Có quan hệ bất đối xứng			

Tác động bao gồm các thành phần tích cực và tiêu cực của tự do hóa tài chính đối với hiệu quả kinh tế trong ngắn hạn ở Bảng 7. Sự tác động của tăng trưởng cung tiền, đặc biệt là dòng vốn có tác động đến tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, và vốn tăng 1% dẫn đến biến động tiêu cực trong hoạt động kinh tế là 0,039%. Khi lượng vốn từ bên ngoài gia tăng do tự do hóa tài chính, các điều kiện kinh tế và chính sách tiền tệ không kịp thích ứng, có thể gây nên những gánh nặng tài chính và những ảnh hưởng không tốt đối với sự tăng trưởng kinh tế.

Bảng 7.

Tác động của tự do hóa tài chính đối với GDP trong ngắn hạn

Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t
D(DBM_POS)	-0,039	0,0253	-1,547
D(DEX_NEG)	-34,535	13,944	-2,476
D(DIRO_POS)	-0,001	0,138	-0,014

Ghi chú: D(BM_POS): Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên; D(EX_NEG): Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; D(IRO_POS): Chuỗi IRO dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên.

Bảng 8.

Tác động bất đối xứng của tự do hóa tài chính đối với GDP trong dài hạn

Biến	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê t	Gía trị P
Hằng số	1,410	0,646	2,180	0,032
DGDP(-1)	-1,069	0,128	-8,291	0,000
DBM_POS(-1)	0,000	0,021	0,013	0,989
DBM_NEG	0,024	0,025	0,970	0,335
DEX_POS	-30,908	14,511	-2,129	0,036
DEX_NEG(-1)	-8,180	11,695	-0,699	0,486
DIRO_POS(-1)	0,409	0,154	2,652	0,010
DIRO_NEG	0,084	0,093	0,910	0,366
D(DBM_POS)	-0,039	0,032	-1,199	0,234
D(DEX_NEG)	-34,535	18,518	-1,864	0,066
D(DIRO_POS)	-0,001	0,176	-0,011	0,991
CointEq(-1)	-1,069	0,115	-9,287	0,000

Ghi chú: DGDP(-1): Chuỗi GDP dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1; DBM_POS(-1): Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DBM_NEG: Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; DEX_POS: Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DEX_NEG(-1): Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 1, độ trễ bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; DIRO_POS: Chuỗi IRO dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng tăng lên; DIRO_NEG: Chuỗi IRO dừng ở sai phân bậc 1, có chiều hướng giảm xuống; D(DBM_POS): Chuỗi BM dừng ở sai phân bậc 2, có chiều hướng tăng lên; D(DEX_NEG): Chuỗi EX dừng ở sai phân bậc 2, có chiều hướng giảm xuống; CointEq(-1): Hệ số dài hạn, độ trễ bậc 1.

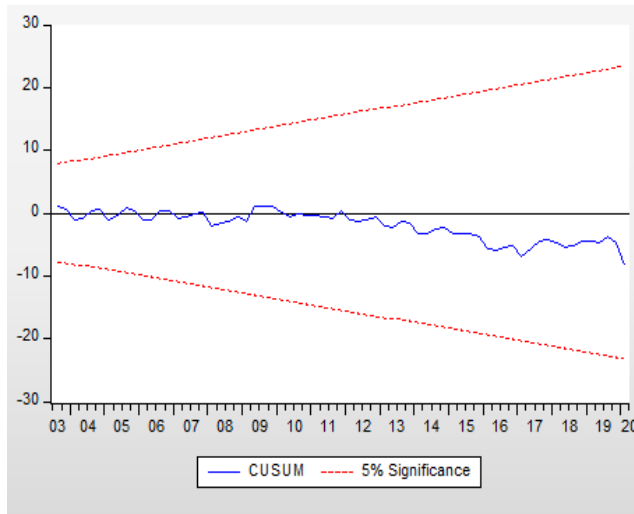
Kết quả mô hình trong Bảng 8 chỉ ra rằng hệ số đồng liên kết bằng $-1,069$ với mức ý nghĩa 5%. Điều này ngụ ý rằng tăng trưởng kinh tế có thể điều chỉnh về trạng thái cân bằng dài hạn sau mỗi cú sốc ngắn hạn do tự do hóa tài chính tạo ra. Tỷ giá tăng 1% dẫn đến biến động tiêu cực trong hoạt động kinh tế là 30,908%. Mặt khác, lãi suất cho vay tăng 1% dẫn đến biến động tích cực trong hoạt động kinh tế là 0,409%. Các phát hiện được hỗ trợ bởi các nghiên cứu thực nghiệm tác động của tự do hóa tài chính đến tăng trưởng kinh tế có hai mặt: Trong đó, một mặt mối quan hệ tích cực giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế được ghi nhận (Ahmed, 2013; Akinsola & Odhiambo, 2017; Hamdaoui & Maktouf, 2019; Naveed & Mahmood, 2019; Gupta, 2020...). Các nghiên cứu khác cho thấy tự do khu vực tài chính ảnh hưởng đến sự bất ổn tài chính, khủng hoảng ngân hàng (Daumont và cộng sự, 2004; Ikhide, 1990; Misati & Nyamongo, 2012...).

Để kiểm tra ý nghĩa trong nghiên cứu, thống kê của mô hình NARDL được trình bày trong Bảng 8. Nghiên cứu này đã thực hiện kiểm tra tính ổn định của các thông số ước tính bằng cách sử dụng Cusum³ và Cusumsq⁴ như trong Hình 1 và Hình 2. Kết quả khẳng định rằng Cusum và Cusumsq

³ Tổng tích lũy phần dư (Cumulative Sum – Cusum)

⁴ Tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư (Cumulative Sum of Square – Cusumsq)

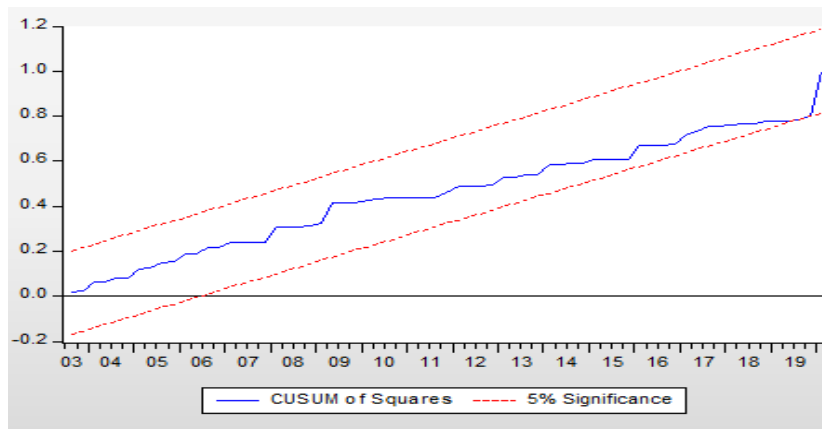
nằm trong các đường tới hạn với hệ số ý nghĩa là 5%, do đó, mô hình ổn định và không bị chấn động đột ngột hoặc phá vỡ cấu trúc.



Hình 1. Biểu đồ tổng tích lũy phần dư Cusum

Ghi chú: Tổng tích lũy phần dư (Cumulative Sum – Cusum): Đường chỉ màu xanh;

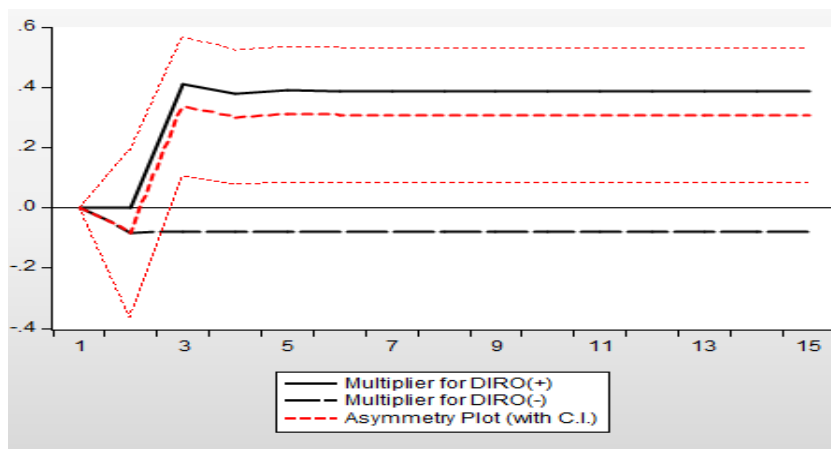
Đường tới hạn: Đường nét đứt màu đỏ với mức ý nghĩa 5%.



Hình 2. Biểu đồ tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư Cusumsq

Ghi chú: Tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư (Cumulative Sum of Square – Cusumsq): Đường chỉ màu xanh;

Đường tới hạn: Đường nét đứt màu đỏ với mức ý nghĩa 5%.



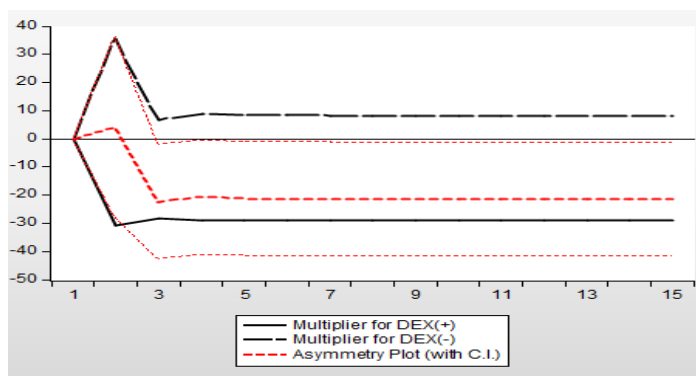
Hình 3. Biểu đồ số nhân động tích lũy bất đối xứng của lãi suất cho vay đối với tăng trưởng kinh tế

Ghi chú: Tác động của các thay đổi khi tăng lãi suất cho vay đến tăng trưởng kinh tế: Đường chỉ màu đen;

Tác động của các thay đổi khi giảm lãi suất cho vay đến tăng trưởng kinh tế: Đường nét đứt màu đen;

Phản ứng của tăng trưởng kinh tế đối với sự biến động của lãi suất: Đường nét đứt đậm màu đỏ;

Đường tới hạn: Đường nét đứt màu đỏ nhạt với mức ý nghĩa 5%.



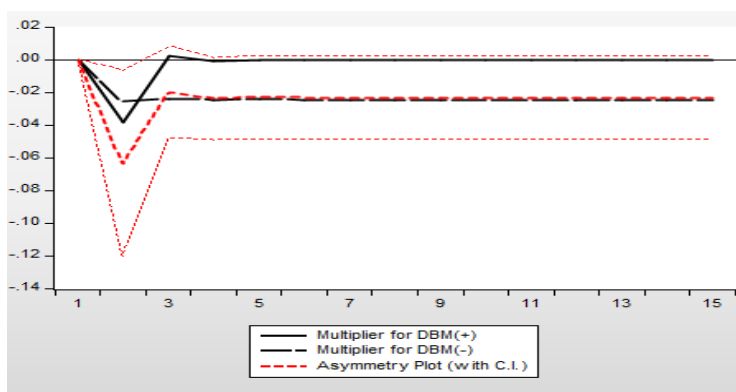
Hình 4. Biểu đồ số nhân động tích lũy bất đối xứng của tỷ giá với tăng trưởng kinh tế

Ghi chú: Tác động của các thay đổi khi tăng tỷ giá USD/VND đến tăng trưởng kinh tế: Đường chỉ màu đen;

Tác động của các thay đổi khi giảm tỷ giá USD/VND đến tăng trưởng kinh tế: Đường nét đứt màu đen;

Phản ứng của tăng trưởng kinh tế đối với sự biến động của tỷ giá USD/VND: Đường nét đứt đậm màu đỏ;

Đường tới hạn: Đường nét đứt màu đỏ nhạt với mức ý nghĩa 5%.



Hình 5. Biểu đồ số nhân động tích lũy bất đối xứng của tăng trưởng cung tiền đối với tăng trưởng kinh tế

Ghi chú: Tác động của các thay đổi khi tăng cung tiền đến tăng trưởng kinh tế: Đường chỉ màu đen;

Tác động của các thay đổi khi giảm cung tiền đến tăng trưởng kinh tế: Đường nét đứt màu đen;

Phản ứng của tăng trưởng kinh tế đối với sự biến động của cung tiền: Đường nét đứt đậm màu đỏ;

Đường tới hạn: Đường nét đứt màu đỏ nhạt với mức ý nghĩa 5%.

Nhằm phân tích chi tiết tác động bất đối xứng của thay đổi tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn và dài hạn, tác giả tiến hành phân tích số nhân động tích lũy, được suy ra từ mô hình NARDL. Hình 3 trình bày tác động của các thay đổi tích cực và tiêu cực của lãi suất cho vay đến tăng trưởng kinh tế. Trong ngắn hạn, tăng trưởng kinh tế phản ứng ngay tức khắc và nhanh hơn khi tăng lãi suất cho vay so với giảm lãi suất cho vay. Tuy nhiên, trong dài hạn, chỉ ghi nhận sự tác động của lãi suất cho vay tăng lên đến tăng trưởng kinh tế có ý nghĩa thống kê. Tác động của tăng lãi suất cho vay là tích cực đối với tăng trưởng kinh tế. Hình 4 trình bày tác động của các thay đổi tích cực và tiêu cực của tỷ giá USD/VND đến tăng trưởng kinh tế. Trong ngắn hạn, tăng trưởng kinh tế phản ứng ngay tức khắc và nhanh hơn khi giảm tỷ giá USD/VND so với tăng tỷ giá USD/VND. Tuy nhiên, trong dài hạn, chỉ ghi nhận mức độ tác động của tăng tỷ giá USD/VND lên tăng trưởng kinh tế có ý nghĩa thống kê. Tác động của tăng tỷ giá USD/VND gây nên những tác động tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế. Hình 5 trình bày tác động của các thay đổi cùng chiều và ngược chiều của tăng trưởng cung tiền, nguồn vốn đến tăng trưởng kinh tế. Trong ngắn hạn, tăng trưởng kinh tế phản ứng ngay tức khắc và nhanh hơn khi giảm nguồn vốn so với tăng nguồn vốn. Tuy nhiên, trong dài hạn, không ghi nhận tác động bất cân xứng của tăng trưởng cung tiền, nguồn vốn đối với tăng trưởng kinh tế.

Nghiên cứu chỉ ra rằng trong ngắn hạn có thể chứng minh được tác động của tự do hóa tài chính đối với tốc độ tăng trưởng GDP. Tác động của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế ghi nhận những hiệu ứng tích cực và những hiệu ứng tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế. Những kết quả này phù hợp các định đề lý thuyết, tự do hóa tài chính tạo điều kiện thuận lợi cho việc phân bổ nguồn lực quốc tế hiệu quả hơn và tạo ra tất cả các loại hiệu quả lớn. Nguồn lực tài chính dịch chuyển từ các quốc gia dư thừa sang các quốc gia có nhu cầu về vốn, tạo ra sự gia tăng dòng vốn cho hoạt động tín dụng và đầu tư thị trường tài chính. Bằng cách này, tự do hóa tài chính làm tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế (Solow, 1956; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Tuy nhiên, các dòng vốn khi vào các nước đang phát triển như Việt Nam, có thể tác động đến giá trị của đồng nội tệ, làm cho giá

trị của đồng nội tệ giảm giá, gây nên các cú sốc đối với thị trường tiền tệ. Những yếu tố này có thể tạo nên các cuộc khủng hoảng tài chính tại các quốc gia đang phát triển có điều kiện tài chính ngân hàng chưa phát triển. Chính vì vậy, cần có sự can thiệp của chính phủ, sử dụng một số công cụ điều hành thị trường tài chính. Ở các quốc gia có sự bảo vệ pháp lý thấp và điều hành kém, tự do hóa tài chính sẽ không thúc đẩy tăng trưởng (Stiglitz, 2000).

5. Kết luận

Nghiên cứu cho thấy lãi suất cho vay có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Lãi suất cho vay tăng tác động cùng chiều với tốc độ tăng trưởng kinh tế. Xét về mặt thực tiễn, các ngân hàng thương mại chiếm một vị trí quan trọng đối với sự tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Nguồn lợi nhuận chủ yếu của các ngân hàng ở Việt Nam chủ yếu là hoạt động tín dụng. Chính vì vậy, tự do khu vực tài chính giúp gia tăng các dòng vốn cung cấp cho hoạt động tín dụng với chi phí rẻ hơn và đem lại hiệu quả cao hơn.

Nghiên cứu kết luận rằng sự thiếu hụt nguồn vốn sẽ có những tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế ngay lập tức. Nghiên cứu khuyến nghị rằng các nhà hoạch định chính sách nên chú trọng các quy tắc khuyến khích và thu hút các dòng vốn của các nhà đầu tư nước ngoài vào trong nước. Trên thực tế, tỷ trọng các khoản đầu tư trong nước được tài trợ bởi vốn nước ngoài đang tăng lên qua các năm.

Nghiên cứu đã cho thấy rằng Ngân hàng Trung ương đóng vai trò rất quan trọng trong việc tăng cường tự do tài chính. Tự do hóa khu vực tài chính có điều tiết giúp phát triển kinh tế. Kết quả phân tích mô hình nghiên cứu cho thấy tỷ giá có những tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế trong thời gian nghiên cứu. Dựa trên mối quan hệ nghịch đảo tồn tại giữa tăng tỷ giá USD/VND và tăng trưởng kinh tế được thiết lập bởi các kết quả nghiên cứu. Các nhà hoạch định chính sách nên đưa ra các chính sách điều tiết để điều chỉnh tỷ giá USD/VND một cách hợp lý. Cần phải có các biện pháp can thiệp, chuẩn bị nguồn ngoại tệ để tác động kịp thời khi tỷ giá có chiều hướng tăng đột biến, nhằm tránh các ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

Nghiên cứu cũng cho thấy tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc kích thích tăng trưởng và phát triển kinh tế. Tuy nhiên, các chính sách tự do hóa tài chính cần được thực hiện một cách thận trọng, có lưu ý đến trình tự và thời gian của các chính sách để tránh gây nguy hiểm cho sự ổn định tài chính. Hiệp định thương mại tự do (Free Trade Agreement – FTA) không có lợi cho tất cả các bên như nhau, tác động của FTA đối với các quốc gia kém phát triển hơn thường theo chiều hướng bất lợi hơn. Những bất lợi này có thể bao gồm: Chính sách thâm nhập thị trường và thu tóm các công ty nội địa, chuyển hướng thương mại, mất doanh thu, mất cân bằng thương mại, bất ổn kinh tế, kém phát triển kinh tế, cạnh tranh cao hơn và không công bằng, thất nghiệp cơ cấu, khó thành lập và phát triển các ngành công nghiệp mới, có thể làm tăng sự phức tạp của hệ thống thương mại quốc tế và tăng chi phí giao dịch cho doanh nghiệp.

Tự do hóa tài chính chỉ cho phép các nước bảo lưu một số lượng hạn chế các ngành, phân ngành. Quá trình đàm phán tự do hóa tài chính giữa các quốc gia luôn luôn có sự bảo hộ một số ngành và luôn theo lộ trình nhất định. Việt Nam thực hiện bảo hộ cao đối với các ngành dịch vụ, bao gồm: Dịch vụ ngân hàng, tài chính và bảo hiểm, bán buôn và bán lẻ các dịch vụ thương mại. Tuy nhiên, các nước phải giải trình với lý do hợp lý để được bảo lưu. Nếu không giải trình được lý do nhạy cảm, thì phải

tuân thủ đúng những nguyên tắc tự do hóa tài chính, tức là phải mở cửa. Vì vậy, chính phủ cần có sự nghiên cứu và chuẩn bị nhằm có các biện pháp bảo vệ các ngành chủ chốt nhưng vẫn tuân theo các quy chuẩn quốc tế trong quá trình tự do hóa tài chính.

Nghiên cứu này tập trung vào kiểm định và lượng hóa các phản tác động tích cực và tiêu cực của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Ngoài ra, khi thực hiện tự do hóa thị trường, Việt Nam phải tính toán cẩn thận thời điểm thích hợp. Trước khi tự do khu vực tài chính, chính phủ nên đưa ra các biện pháp trong nước nhằm hỗ trợ sự phát triển của các ngành trong nước. Hỗ trợ của chính phủ có thể dưới dạng các biện pháp khuyến khích, đặc quyền cụ thể cho các doanh nghiệp nội địa và xây dựng danh mục các biện pháp không tương thích đối với các hiệp định tự do hóa tài chính. Đây là nội dung quan trọng cần phải xem xét và nghiên cứu thêm để đạt được những kết quả mong muốn trong quá trình tự do hóa tài chính.

Tài liệu tham khảo

- Adam, S. (1776). *The Wealth of Nations*. In Edwin A. Seligman, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (ed.), (pp. 12–15, 400–401, 436–437). Oxford, England: Bibliomania.com Ltd.
- Adams, S., & Opoku, E. E. O. (2015). Foreign direct investment, regulations and growth in Sub-Saharan Africa. *Economic Analysis and Policy*, 47, 48–56.
- Ahmed, A. D. (2013). Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment. *Economic Modelling*, 30, 261–273.
- Akinsola, F. A., & Odhiambo, N. M. (2017). The impact of financial liberalization on economic growth in sub-Saharan Africa. *Cogent Economics and Finance*, 5(1), 1–11.
- Amaira, B. (2016). Financial liberalization and economic growth: Evidence from Tunisia. *Theoretical and Applied Economics*, 23(4), 9–30.
- Batuo, M., Mlambo, K., & Asongu, S. (2018). Linkages between financial development, financial instability, financial liberalisation and economic growth in Africa. *Research in International Business and Finance*, 45, 168–179.
- Banerjee, A., Dolado, J., & Mestre, R. (1998). Error-correction mechanism tests for cointegration in a singleequation framework. *Journal of Time Series Analysis*, 19(3), 267–283.
- Bussière, M., & Fratzscher, M. (2008). Financial openness and growth: Short-run gain, long-run pain?. *Review of International Economics*, 16(1), 69–95.
- Claessens, S., Demirguc-Kunt, A., Huizinga, H. (2001). How does foreign entry affect domestic banking markets?. *Journal of Banking and Finance*, 25(5), 891–911.
- Daumont, R., Le Gall, F., & Leroux, F. (2004). *Banking in Sub-Saharan Africa: What went wrong?* (IMF Working Paper No. WP/04/55). International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0455.pdf>
- Demirguc-Kunt, A., Levine, A., & Min, H.-G. (1998). Opening to foreign banks: Issues of stability, efficiency, and growth. In Meltzer, A., *The Implications of Globalization of World Financial Market* (ed.), pp. 83–105. Bank of Korea.

- Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 749–776.
- Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us?. *The World Bank Economic Review*, 15(3), 341–365.
- Gamra, S. B., & Plihon, D. (2010). Who benefits from financial liberalization? Evidence from advanced and emerging market economies. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 3(1), 53–74.
- Gamra, S. B. (2009). Does financial liberalization matter for emerging east asian economies growth? Some new evidence. *International Review of Economics and Finance*, 18(3), 392–403.
- Gehring, A. (2015). Uneven effects of financial liberalization on productivity growth in the EU: Evidence from a dynamic panel investigation. *International Journal of Production Economics*, 159, 334–346.
- Gibson, H. D., & Tsakalotos, E. (1994). The scope and limits of financial liberalisation in developing countries: A critical survey. *Journal of Development Studies*, 30(3), 578–628.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, London: Yale University Press.
- Gupta, K. (2020). The importance of financial liberalisation to economic growth: The case of Indonesia. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 1–32.
- Grabel, I. (1995). Assessing the impact of financial liberalization on stock market volatility in selected developing countries. *The Journal of Development Studies*, 31(6), 903–917. doi: 10.1080/00220389508422396
- Gui-Diby, S. L. (2014). Impact of foreign direct investments on economic growth in Africa: Evidence from three decades of panel data analyses. *Research in Economics*, 68(3), 248–256. doi: 10.1016/j.rie.2014.04.003
- Gus, G. (2009). *How does financial openness affect economic growth and its components?*. Munich Personal RePEc Archive. Retrieved from <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/20099/>
- Hamdaoui, M., & Maktouf, S. (2019). Overall effects of financial liberalization: Financial crisis versus economic growth. *International Review of Applied Economics*, 33(4), 568–595.
- Ibrahim, M. H. (2015). Oil and food prices in Malaysia: A nonlinear ARDL analysis. *Agricultural and Food Economics*, 3(1), 1–14.
- Ikhida, S. I. (1990). On the deregulation of interest rates in Nigeria: Myths and realities. *Nigerian Financial Review*, 3(1), 33–46.
- Ikhida, S. I., & Alawode, A. A. (2001). *Financial sector reforms, macroeconomic instability and the order of economic liberalization: The evidence from Nigeria* (AERC Research Paper No. 112). African Economic Research Consortium, Nairobi, November 2001.
- Ilugbusi, S. B., Akindejoye, J. A., Ajala, R. B., & Ogundele, A. (2020). Financial liberalization and economic growth in Nigeria (1986–2018). *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 5(4), 1–9.
- Johnston, R. B., & Sundararajan, V. (1999). *Sequencing Financial Sector Reforms, Country Experiences and Issues* (ed.). International Monetary Fund.

- Katrakilidis, C., & Trachanas, E. (2012). What drives housing price dynamics in Greece: New evidence from asymmetric ARDL cointegration. *Economic Modelling*, 29(4), 1064–1069.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513–542.
- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 861–875.
- Knight, M., Loayza, N., & Villanueva, D. (1993). Testing the neoclassical theory of economic growth: A panel data approach (Working Paper No. 92/106). *IMF Staff Papers*, 40(3). International Monetary Fund.
- Levine, R. (2001). International financial liberalisation and economic growth. *Review of International Economics*, 9(4), 688–702.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. *Handbook of Economic Growth*, 1(A), 865–934.
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 323–339.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Misati, R. N., & Nyamongo, E. M. (2012). Financial liberalization, financial fragility and economic growth in Sub-Saharan Africa. *Journal of Financial Stability*, 8(3), 150–160.
- Naveed, S., & Mahmood, Z. (2019). Impact of domestic financial liberalization on economic growth in Pakistan. *Journal of Economic Policy Reform*, 22(1), 16–34.
- Njikam, O. (2017). Financial liberalization and growth in African economies: The role of policy complementarities. *Review of Development Finance*, 7(1), 73–83.
- Ouattara, B. (2004). *Modelling the long run determinants of private investment in Senegal*. CREDIT Research Paper No. 04/05, The University of Nottingham, Centre for Research in Economic Development and International Trade (CREDIT), Nottingham.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326.
- Quinn, D. P., & Toyoda, A. M. (2008). Does capital account liberalization lead to growth?. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403–1449. doi: 10.1093/rfs/hhn034
- Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (1998). Financial intermediation and economic performance: Historical evidence from five industrialized countries. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(4), 657–678. doi: 10.2307/2601123
- Stiglitz, J. E. (2004). Capital market liberalization, globalization and the IMF. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(1), 57–71.
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075–1086.
- Stiglitz, J. E. (1989). Markets, market failures, and development. *The American Economic Review*, 79(2), 197–203.

- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. United Kingdom: Oxford University Press.
- Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2014). Modelling asymmetric cointegration and dynamic multipliers in a nonlinear ARDL framework. In Sickles R., Horrace W. (eds), *Festschrift in Honor of Peter Schmidt* (pp. 281–314). New York, NY: Springer.
- Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94.
- Williamson, J., & Mahar, M. (1998). *A survey of financial liberalization*. Department of Economics Essays in International Finance No. 211, Princeton University.
- Zhang, C., Zhu, Y., & Lu, Z. (2015). Trade openness, financial openness, and financial development in China. *Journal of International Money and Finance*, 59, 287–309. doi: 10.1016/j.jimonfin.2015.07.010