



Vai trò điều tiết của giới hạn tăng trưởng tín dụng: Tác động khác biệt lên doanh nghiệp bất động sản và phi bất động sản tại Việt Nam

PHẠM DUY TÍNH *

Trường Đại học Sài Gòn

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 19/04/2025 Ngày nhận lại: 11/06/2025 Duyệt đăng: 12/06/2025 Mã phân loại JEL: C23; E44; E51; G28; G32. Từ khóa: Giới hạn tăng trưởng tín dụng; Tín dụng ngân hàng; Hiệu quả hoạt động; Tác động phi tuyến; Doanh nghiệp bất động sản. Keywords: Credit growth limit; Bank credit; Firm performance; Nonlinear impact; Real estate firms.	Nghiên cứu này so sánh tác động điều tiết của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng của Việt Nam đối với mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trong giai đoạn 2004–2023 giữa nhóm doanh nghiệp bất động sản và phi bất động sản. Sử dụng dữ liệu bảng cùng với mô hình tĩnh và động, nghiên cứu xác nhận mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, cho thấy tín dụng quá mức có thể gây hại. Kết quả chỉ ra rằng các doanh nghiệp bất động sản nhạy cảm tiêu cực hơn (hiệu quả suy giảm mạnh hơn) với mức tín dụng cao so với các doanh nghiệp khác. Quan trọng hơn, chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng có tác động điều tiết tích cực, làm giảm bớt mức độ suy giảm hiệu quả hoạt động khi tín dụng tăng cao, làm phẳng đường cong chữ U ngược. Đáng chú ý, tác động tích cực này thể hiện mạnh mẽ hơn đáng kể đối với nhóm doanh nghiệp bất động sản. Abstract This study compares the moderating effect of Vietnam's credit growth limit policy on the nonlinear relationship between bank credit and firm performance during the 2004–2023 period, differentiating between real estate and non-real estate firms. Using panel data along with static and dynamic models, the study confirms an inverted U-shaped nonlinear relationship between bank credit and firm performance, indicating that excessive credit can be detrimental. The results indicate that real estate firms are more negatively sensitive (experiencing a sharper decline in performance) to high credit levels compared to other firms. More importantly, the credit growth limit policy has a positive

* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Nguyễn Lương Tâm.

Email: pdtinh@sgu.edu.vn (Phạm Duy Tính).

Trích dẫn bài viết: Phạm Duy Tính. (2025). Vai trò điều tiết của giới hạn tăng trưởng tín dụng: Tác động khác biệt lên doanh nghiệp bất động sản và phi bất động sản tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 36(5), 23-37.

moderating effect, mitigating the decline in performance when credit levels are high and flattening the inverted U-shaped curve. Notably, this positive effect is significantly stronger for the real estate firm group.

1. Giới thiệu

Nền kinh tế Việt Nam đang theo đuổi mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng trong năm 2025 khi Nghị quyết số 192/2025/QH15 của Quốc hội đặt mục tiêu ở mức 8%, một bước đệm quan trọng hướng tới các mục tiêu phát triển dài hạn hơn. Số liệu thống kê của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) được công bố trên trang chủ (sbv.gov.vn) tại chuyên mục “dữ liệu thống kê: Dự nợ tín dụng đối với nền kinh tế” cho thấy tín dụng ngân hàng (TDNH) đã tăng trưởng 15,09% trong năm 2024. Trong khi đó, chỉ thị số 01/CT-NHNN cho thấy NHNN tiếp tục định hướng tăng trưởng TDNH khoảng 16% cho năm 2025 để hỗ trợ mục tiêu kinh tế. Điều này đã chứng minh động lực tăng trưởng kinh tế (TTKT) Việt Nam vẫn phụ thuộc đáng kể vào nguồn vốn TDNH. Tuy nhiên, sự mở rộng tín dụng này diễn ra trong bối cảnh tỷ lệ TDNH trên GDP của Việt Nam đã ở mức rất cao, đạt 135,65% vào cuối năm 2024 (Tác giả tính từ số liệu sản lượng kinh tế do Tổng Cục Thống Kê (2025) báo cáo và dự nợ TDNH thu thập từ trang chủ của NHNN). Tình hình này đã làm gia tăng những lo ngại về hiệu quả sử dụng vốn và rủi ro bất ổn tài chính vĩ mô.

Trong nỗ lực cân bằng giữa mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng và đảm bảo ổn định hệ thống tài chính, NHNN đã sử dụng chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng (GHTTTD), thường được biết đến với tên gọi “room tín dụng”, như một công cụ chính sách thận trọng vĩ mô (CSTTVM) chủ chốt kể từ năm 2011. Mục tiêu chính của chính sách này là kiểm soát tốc độ tình trạng tăng trưởng tín dụng nóng, ngăn ngừa sự tích tụ rủi ro hệ thống và hướng dòng vốn vào các lĩnh vực ưu tiên. Tuy nhiên, chính sách này vấp phải sự chỉ trích dai dẳng từ cộng đồng doanh nghiệp (DN) và một số chuyên gia khi cho rằng GHTTTD tạo ra cơ chế “xin cho” thiếu minh bạch. Đặc biệt, các phân tích của Phạm Duy Tính (2023a) đã cho thấy sự khó khăn của các DN bất động sản (BDS) trong giai đoạn vừa qua cùng với nỗ lực của Chính phủ trong việc xây dựng và thực thi các giải pháp tháo gỡ. Trong đó, nổi bật là lời kêu gọi xem xét lại, thậm chí xóa bỏ GHTTTD vì nó đã kìm hãm sự phục hồi của thị trường sau khi ngưng đọng trong giai đoạn bùng phát dịch COVID-19. Vì vậy, việc đánh giá chính xác tác động của GHTTTD, đặc biệt là tác động lên các ngành kinh tế cụ thể như BDS, trở nên vô cùng quan trọng để cung cấp cơ sở khoa học cho các quyết sách trong thời gian tới.

Tại Việt Nam, các công trình khác nhau đã được thực hiện để đánh giá hiệu quả của CSTTVM đến nền kinh tế vĩ mô như Đinh Thị Thu Hồng và cộng sự (2023); Đỗ Thu Hằng (2021); Nguyễn Thị Như Quỳnh (2020); và Nguyễn Trung Hậu (2020). Khi giới hạn trong phạm vi một công cụ cụ thể là chính sách GHTTTD thì tồn tại một số nghiên cứu nhất định. Đầu tiên là nghiên cứu tập trung vào các DN BDS kết luận rằng GHTTTD không làm thay đổi mối quan hệ (được giả định là tuyến tính) giữa TDNH và hiệu quả hoạt động (HQHD) của nhóm DN này (Phạm Duy Tính, 2024a). Phát hiện này đã không ủng hộ những phản nản từ ngành BDS về tác động tiêu cực mà chính sách GHTTTD mang lại. Thay vào đó, chính sách này cung cấp thêm cơ sở cho NHNN trong việc tiếp tục thực hiện theo hướng linh hoạt hơn để đạt được mục tiêu ổn định hệ thống tài chính. Ở góc độ vĩ mô, Nguyen

và cộng sự (2022); Phạm Duy Tính (2024b) nhấn mạnh giữa TDNH và sản lượng có mối quan hệ phi tuyến mạnh mẽ tại Việt Nam. Đặc biệt, Phạm Duy Tính (2025b) cho thấy GHTTTD có tác động điều tiết tích cực đối với mối quan hệ phi tuyến này, giúp đường cong chữ U ngược trở nên “thoải” hơn, tức là làm giảm mức độ suy giảm hiệu quả biên của TDNH khi gia tăng. Ngoài ra, Phạm Duy Tính (2025a) cho thấy lãi suất là kênh truyền dẫn mà thông qua đó GHTTTD tác động tiêu cực đến sản lượng. Những kết quả này gợi ý rằng phương pháp luận trong nghiên cứu của Phạm Duy Tính (2024a) còn hạn chế. Cụ thể, có thể bị ảnh hưởng bởi định dạng sai mô hình (bỏ qua tính phi tuyến) và thiếu biến kiểm soát quan trọng (lãi suất).

Trong bối cảnh thị trường BĐS Việt Nam trải qua giai đoạn khó khăn kéo dài từ 2022–2024 và đang tìm kiếm động lực phục hồi trong năm 2025, các bằng chứng vĩ mô về tác động của chính sách GHTTTD đã làm nổi lên câu hỏi về khả năng tồn tại một sự đánh đổi. Cụ thể, liệu chính sách này có đang tạo ra tác động tiêu cực cho ngành BĐS trong khi mang lại lợi ích cho các ngành khác hay không? Xuất phát từ vấn đề này, nghiên cứu này đặt ra câu hỏi: Chính sách GHTTTD điều tiết mối quan hệ phi tuyến giữa TDNH và HQHĐ của DN có khác biệt giữa nhóm DN BĐS và nhóm DN phi BĐS tại Việt Nam không? Qua đó, nghiên cứu này kỳ vọng sẽ khắc phục những hạn chế về phương pháp luận của các nghiên cứu trước đây, cung cấp bằng chứng thực nghiệm vững chắc và đa chiều hơn để đánh giá liệu những lo ngại của ngành BĐS về tác động tiêu cực của GHTTTD có cơ sở thống kê hay không, từ đó đóng góp những hàm ý chính sách cho việc điều hành công cụ GHTTTD trong giai đoạn tới.

2. Tổng quan lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm

Bài viết này tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách GHTTTD, TDNH, và sản lượng kinh tế Việt Nam. Do đó, các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm được khảo lược trong nghiên cứu này sẽ tiếp cận dựa trên góc độ vĩ mô. Mặc dù vậy, các phân tích trong bài viết này được giới hạn ở góc độ vi mô, cụ thể là các DN thay vì tất cả các chủ thể cấu thành nên tổng sản lượng. Cách tiếp cận này phù hợp với các nghiên cứu trước đây (Gaertner và cộng sự, 2020; Konchitchki & Patatoukas, 2014; Zhang & Fargher, 2021) cho thấy thay đổi trong thu nhập của các DN giúp dự báo xu hướng thay đổi của tổng sản lượng.

2.1. Cơ sở lý thuyết

Các lý thuyết về TTKT, từ cổ điển, Keynes (nổi bật là mô hình Harrod-Domar), tân cổ điển đến lý thuyết tăng trưởng nội sinh, đều nhấn mạnh vai trò cốt lõi của vốn trong việc thúc đẩy đầu tư và sản xuất, qua đó tạo ra TTKT. Trong các nền kinh tế hiện đại, đặc biệt là các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, hệ thống ngân hàng thương mại đóng vai trò trung tâm trong việc huy động và phân bổ nguồn vốn tín dụng này cho các hoạt động kinh tế, trở thành kênh truyền dẫn quan trọng của chính sách tiền tệ. Hơn nữa, lý thuyết tiền tệ cũng chỉ ra rằng sự thay đổi trong cung ứng TDNH có thể ảnh hưởng trực tiếp đến đầu tư, tổng cầu và cuối cùng là sản lượng (Mishkin, 2012). Kênh này đặc biệt quan trọng đối với các DN nhỏ và vừa vốn phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngân hàng do hạn chế trong việc tiếp cận các nguồn vốn khác.

Mặc dù TDNH là cần thiết, các lý thuyết cũng cảnh báo về những rủi ro khi TDNH tăng trưởng quá mức. Giả thuyết “quá nhiều tài chính” (Too Much Finance) cho rằng sau một ngưỡng nhất định,

việc mở rộng TDNH có thể không còn tác động tích cực, thậm chí gây hại cho TTKT (Arcand và cộng sự, 2015). Nguyên nhân có thể là do nguồn vốn bị phân bổ kém hiệu quả, chảy vào các hoạt động đầu cơ thay vì sản xuất thực (Tobin, 1984), hoặc do sự gia tăng rủi ro hệ thống và bất ổn tài chính đi kèm với bùng nổ tín dụng (de la Torre và cộng sự, 2012; Minsky, 1992). Điều này hàm ý mối quan hệ giữa TDNH và tăng trưởng có thể không phải là tuyến tính đơn giản mà phức tạp hơn, có thể mang dạng chữ U ngược.

Đề đối phó với các rủi ro hệ thống tài chính tiềm ẩn từ sự biến động của TDNH, các nhà hoạch định chính sách đã phát triển các công cụ CSTTVM. Mục tiêu chính của CSTTVM là tăng cường sự ổn định của hệ thống tài chính bằng cách hạn chế sự tích tụ rủi ro hệ thống và giảm thiểu tính chu kỳ của tín dụng (Galán, 2024). GHTTTD là một trong những công cụ CSTTVM mang tính can thiệp trực tiếp, thuộc nhóm công cụ kiểm soát khối lượng TDNH và hạn chế sự tập trung tín dụng (Dell'ariccia và cộng sự, 2014). Nhờ vào việc can thiệp này mà hiệu quả phân bổ vốn TDNH đã thay đổi, từ đó ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa TDNH và sản lượng kinh tế.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cho kết quả khá đa dạng về mối quan hệ giữa TDNH và TTKT ở cả góc độ vĩ mô và vi mô. Nhiều nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ tích cực (Nguyen và cộng sự, 2022; Oroud và cộng sự, 2023), trong khi một số khác lại không tìm thấy tác động đáng kể hoặc thậm chí là tác động tiêu cực, đặc biệt trong ngắn hạn (Mehar, 2023; Oyadeyi, 2023). Điều này có thể phụ thuộc vào đặc điểm thể chế, mức độ phát triển tài chính và giai đoạn phân tích. Tại Việt Nam, các nghiên cứu ban đầu thường ủng hộ mối quan hệ tuyến tính tích cực (Chu Khánh Lâm, 2016; Nguyễn Chí Đức & Phạm Duy Tính, 2023; Nguyễn Phúc Cảnh, 2016). Tuy nhiên, ngày càng có nhiều bằng chứng ủng hộ mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược, cho thấy tồn tại một ngưỡng TDNH tối ưu cho nền kinh tế Việt Nam (Đinh Văn Hoàn, 2022; Nguyen, 2022; Phạm Duy Tính, 2024b). Ở cấp độ DN, việc dùng lợi nhuận hoặc các chỉ số HQHĐ làm đại diện cho sản lượng kinh tế vi mô là phổ biến. Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm hiện có về tác động của TDNH lên HQHĐ vẫn còn hạn chế đáng kể. Các nghiên cứu quốc tế (Dimelis và cộng sự, 2013; Galindo & Meléndez, 2013) và tại Việt Nam (Phạm Duy Tính, 2023a) ghi nhận tác động tích cực nhưng dựa trên giả định về mối quan hệ tuyến tính, bỏ qua khả năng tồn tại tác động phi tuyến phức tạp hơn.

Nghiên cứu quốc tế về tác động kinh tế của CSTTVM cũng chưa đi đến kết luận thống nhất. Một số chỉ ra sự đánh đổi giữa ổn định tài chính và TTKT (Richter và cộng sự, 2019; Rojas và cộng sự, 2022), trong khi số khác cho rằng có thể hỗ trợ tăng trưởng hoặc không có tác động tiêu cực đáng kể, tùy thuộc vào loại công cụ và bối cảnh áp dụng (Boar và cộng sự, 2017; Klingelhöfer & Sun, 2019). Tại Việt Nam, các nghiên cứu của Đỗ Thu Hằng (2021); Nguyễn Thị Như Quỳnh (2020); Nguyễn Trung Hậu (2020) tập trung vào hiệu quả của CSTTVM trong việc ổn định tài chính. Trong khi đó nghiên cứu của Đinh Thị Thu Hồng và cộng sự (2023) tập trung vào hiệu quả của CSTTVM trong việc kiềm chế tăng trưởng TDNH. Mặc dù vậy, các nghiên cứu này chưa quan tâm đến chính sách GHTTTD. Các nghiên cứu của Phạm Duy Tính (2023b, 2024a, 2025a, 2025b) đã đi sâu vào phân tích tác động của GHTTTD. Ở góc độ vĩ mô, GHTTTD có hiệu quả tăng cường ổn định tài chính, hỗ trợ tăng trưởng (Phạm Duy Tính, 2025a) và điều tiết tích cực lên mối quan hệ giữa TDNH và sản lượng kinh tế cả tuyến tính (Phạm Duy Tính, 2023b) và phi tuyến (Phạm Duy Tính, 2025b), góp phần cải thiện hiệu quả phân bổ vốn (Phạm Duy Tính, 2025b). Ở góc độ vi mô, chính sách này không làm thay đổi mối quan hệ tuyến tính của TDNH và HQHĐ của các DN BĐS (Phạm Duy Tính, 2024a).

Vấn đề nghiên cứu được trình bày trong phần giới thiệu và tổng quan nghiên cứu đã cho thấy tồn tại một khoảng trống nghiên cứu rõ ràng: Chưa có nghiên cứu được thực hiện để đánh giá một cách hệ thống và so sánh tác động điều tiết của GHTTTD lên mối quan hệ phi tuyến giữa TDNH và HQHĐ giữa nhóm BDS và nhóm phi BDS trong cùng một khung phân tích. Nghiên cứu này được thực hiện để lấp đầy khoảng trống đó thông qua giả thuyết nghiên cứu: “Chính sách GHTTTD có tác động điều tiết mối quan hệ phi tuyến giữa TDNH và HQHĐ khác nhau giữa nhóm BDS và nhóm phi-BDS”.

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

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để đánh giá tác động điều tiết khác biệt của chính sách GHTTTD lên mối quan hệ phi tuyến giữa TDNH và HQHĐ của các DN BDS và phi BDS, nghiên cứu này xây dựng mô hình hồi quy dựa trên nền tảng các công trình trước đó của Phạm Duy Tính (2023a); Trung (2021). Mô hình tổng quát được đề xuất như sau:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRE_t + \beta_2 CRE_t^2 + \beta_3 GHTTTD_t + \beta_4 GHTTTD_t * CRE_t + \beta_5 GHTTTD_t * CRE_t^2 + \sum_{k=1}^{11} \gamma_k CONTROL_{itk} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

i và t lần lượt đại diện cho DN thứ i và năm thứ t .

FP_{it} : Biến phụ thuộc là các thước đo HQHĐ. Được đo lường về mặt khả năng sinh lời thông qua các giá trị ghi nhận trên hệ thống kế toán.

CRE_t : Biến độc lập chính, đo lường mức độ TDNH trong nền kinh tế. Bình phương của CRE_t , được đưa vào để kiểm định mối quan hệ phi tuyến (dạng chữ U hoặc U ngược).

$GHTTTD_t$: Biến giả, nhận giá trị 1 cho các năm áp dụng chính sách GHTTTD (từ 2011 trở đi) và 0 cho các năm trước đó. Cách đo lường biến giả này giúp trả lời câu hỏi “mối quan hệ phi tuyến giữa TDNH và HQHĐ của các DN khác nhau như thế nào giữa trước và sau khi thực hiện chính sách GHTTTD”.

$GHTTTD_t * CRE_t^2$: Đo lường tác động điều tiết của GHTTTD lên mối quan hệ phi tuyến giữa TDNH và HQHĐ

$CONTROL_{itk}$: Vector các biến kiểm soát cấp độ DN và cấp độ vĩ mô.

α_i : Thành phần sai số đại diện cho các yếu tố không quan sát được, không đổi theo thời gian và đặc trưng cho từng DN.

u_{it} : Thành phần sai số ngẫu nhiên, thay đổi theo cả DN và thời gian

Việc lựa chọn các biến kiểm soát trong mô hình được thực hiện cẩn trọng dựa trên cơ sở kế thừa từ các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan và uy tín trước đó. Cụ thể, nghiên cứu này sử dụng nhóm các biến kiểm soát nền tảng bao gồm các đặc điểm nội tại của DN như tuổi đời (AGE), quy mô (SIZE), cấu trúc vốn (CS), khả năng thanh khoản (LIQ), mức độ đầu tư tài sản cố định (CAPEX) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GREV), cùng với các yếu tố kinh tế vĩ mô cơ bản như tốc độ TTKT (GDP),

lạm phát (INF) và lãi suất cho vay (LR). Nhóm biến này đã được chứng minh là có ảnh hưởng đến HQHĐ của DN tại Việt Nam trong nghiên cứu của Phạm Duy Tính (2023a); Trung (2021).

Bài viết này mở rộng mô hình bằng cách bổ sung thêm các biến kiểm soát các yếu tố kinh tế vĩ mô bên ngoài là độ mở thương mại (TRADE) và cán cân ngân sách (BUDGET). Quyết định này dựa trên các phát hiện gần đây của Phạm Duy Tính (2024b, 2025a, 2025b) cho thấy rằng độ mở thương mại và tình hình ngân sách có mối tương quan đáng kể với cả mức độ TDNH và sản lượng kinh tế tại Việt Nam.

3.2. Định nghĩa biến số và nguồn dữ liệu

Các biến số cấu thành mô hình nghiên cứu được định nghĩa và đo lường cụ thể như được thể hiện tại Bảng 1. Hơn nữa, tính vững của các kết quả nghiên cứu sẽ được kiểm định thông qua việc sử dụng các phép đo lường khác nhau đối với biến cấu trúc vốn.

Bảng 1.

Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Ký hiệu biến	Tên biến và cách tính	Nguồn dữ liệu
BIẾN PHỤ THUỘC		
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
BIẾN ĐỘC LẬP CHÍNH		
CRE	Được tính toán từ dư nợ TDNH chia cho tổng sản phẩm quốc nội	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) Fiinpro
GHTTTD	Biến giả đại diện cho chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng có giá trị là 0 cho các quan sát trước năm 2011 và 1 cho các quan sát còn lại.	
BIẾN KIỂM SOÁT (CONTROL) – BÊN TRONG DOANH NGHIỆP		
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 logarithm tự nhiên của tổng tài sản	Fiinpro
AGE	Logarithm tự nhiên của hiệu số giữa năm hiện tại và năm niêm yết	Fiinpro

Ký hiệu biến	Tên biến và cách tính	Nguồn dữ liệu
LIQ	Sai phân bậc nhất của logarithm tự nhiên 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
BIẾN KIỂM SOÁT (CONTROL) – BÊN NGOÀI DOANH NGHIỆP		
INF	Tỷ lệ lạm phát dựa trên chỉ số giá tiêu dùng	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
LR	Lãi suất cho vay	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
GDP	Logarithm tự nhiên của tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội	Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)
TRADE	Logarithm tự nhiên của tổng kim ngạch nhập khẩu và xuất khẩu (triệu USD) chia tổng sản phẩm quốc nội thực (tỷ VND)	Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), Fiinpro
BUDGET	Sai phân bậc nhất của logarithm tự nhiên của thu ngân sách trừ chi ngân sách chia tổng sản phẩm quốc nội	Bộ Tài chính (MOF), Fiinpro

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng của các DN phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) từ năm 2004 đến năm 2023, nhằm bao quát cả giai đoạn trước và sau khi chính sách GHTTTD được áp dụng (từ 2011).

Dữ liệu tài chính cấp DN được thu thập chủ yếu từ cơ sở dữ liệu của FiinPro. Dữ liệu kinh tế vĩ mô được thu thập từ các nguồn uy tín như Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund – IMF) và Bộ Tài chính (Ministry of Finance – MOF). Mẫu dữ liệu bao gồm 636 DN với 9.617 quan sát theo năm, trong đó sẽ phân loại các DN thuộc ngành BĐS dựa trên hệ thống ngành của FiinPro. Cụ thể, mẫu nghiên cứu gồm 75 DN thuộc ngành BĐS (tương ứng với 1.040 quan sát) và 561 DN phi BĐS (tương ứng 8.577 quan sát). Để giảm thiểu ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, các biến số tài chính cấp DN được xử lý bằng phương pháp winsorization ở mức phân vị 1% và 99%. Các biến có độ lệch lớn hoặc cần đảm bảo tính ổn định của chuỗi được lấy logarithm tự nhiên.

3.4. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu sử dụng kết hợp các phương pháp ước lượng cho dữ liệu bảng để đảm bảo tính vững chắc của kết quả. Trước hết, tác giả sử dụng mô hình dưới dạng tĩnh và ước lượng bằng các mô hình OLS gộp (Pooled OLS), tác động cố định (Fixed Effects Model – FEM) và tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM). Pooled OLS làm cơ sở so sánh nhưng thường bỏ qua tính không đồng nhất. FEM kiểm soát các đặc tính riêng không đổi theo thời gian của DN có thể tương quan với biến giải thích. REM hiệu quả hơn nếu các đặc tính riêng không tương quan với biến giải thích.

Để giải quyết các vấn đề nội sinh tiềm ẩn do quán tính của biến phụ thuộc (HQHĐ năm trước ảnh hưởng năm sau), biến bị bỏ sót, sai số đo lường hoặc tính đồng thời giữa TDNH và HQHĐ, phương pháp ước lượng mô men tổng quát hệ thống hai bước (Two-step System GMM) dành cho mô hình động của Arellano và Bond (1998) sẽ được áp dụng.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Phân tích bảng 2 cho thấy một số khác biệt đáng chú ý giữa hai nhóm DN. Về hiệu HQHĐ, các DN BĐS có các chỉ số sinh lời trung bình (ROA, ROE, và ROIC) thấp hơn có ý nghĩa thống kê so với nhóm DN khác trong giai đoạn nghiên cứu. Về các đặc điểm riêng của DN, tồn tại những khác biệt rõ rệt giữa hai nhóm ngành. DN BĐS trong mẫu nghiên cứu có quy mô (SIZE) trung bình lớn hơn có ý nghĩa thống kê so với nhóm còn lại. Về thời gian niêm yết (AGE), nhóm DN phi BĐS có giá trị trung bình cao hơn có ý nghĩa thống kê so với nhóm BĐS. Đối với cấu trúc vốn, DN BĐS thể hiện mức độ đòn bẩy tổng thể (TDTA) thấp hơn có ý nghĩa thống kê so với nhóm phi BĐS. Phân tích chi tiết hơn cho thấy nhóm BĐS có đòn bẩy dài hạn (LDTA) cao hơn có ý nghĩa thống kê, nhưng lại có đòn bẩy ngắn hạn (SDTA) thấp hơn có ý nghĩa thống kê. Xét các chỉ số hoạt động khác, nhóm DN BĐS thể hiện mức thanh khoản (LIQ) và đồng thời có tỷ lệ đầu tư tài sản cố định (CAPEX) trung bình thấp hơn có ý nghĩa thống kê so với nhóm DN phi BĐS. Về tăng trưởng doanh thu (GREV), nhóm BĐS đạt tốc độ tăng trưởng trung bình cao hơn, tuy nhiên mức độ biến động của chỉ số này lại lớn hơn đáng kể nên sự khác biệt là không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 2.

Thống kê mô tả các biến

Ký hiệu biến	Doanh nghiệp khác			Doanh nghiệp bất động sản			Kiểm định DIF<0	Kiểm định DIF<0	Kiểm định DIF>0
	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn			
ROA	8.577	0,074	0,077	1.040	0,050	0,059	1,000	0,000	0,000
ROE	8.577	0,145	0,137	1.040	0,123	0,142	1,000	0,000	0,000
ROIC	8.577	0,121	0,101	1.040	0,100	0,104	1,000	0,000	0,000
CRE	8.577	1,151	0,190	1.040	1,176	0,176	0,000	0,000	1,000
GHTTTD	8.577	0,808	0,394	1.040	0,848	0,359	0,0003	0,0007	0,9997
TDTA	8.577	0,216	0,192	1.040	0,169	0,137	1,000	0,000	0,000
LDTA	8.577	0,069	0,120	1.040	0,085	0,102	0,000	0,000	1,000
SDTA	8.577	0,146	0,151	1.040	0,083	0,084	1,000	0,000	0,000
SIZE	8.577	6,441	1,585	1.040	7,595	1,442	0,000	0,000	1,000
AGE	8.577	3,047	0,296	1.040	3,025	0,267	0,9925	0,0149	0,0075
LIQ	8.577	0,006	0,256	1.040	-0,011	0,344	0,9419	0,1162	0,0581

Ký hiệu biến	Doanh nghiệp khác			Doanh nghiệp bất động sản			Kiểm định DIF<0	Kiểm định DIF<>0	Kiểm định DIF>0
	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn			
CAPEX	8.577	0,051	0,070	1.040	0,027	0,051	1,000	0,000	0,000
GREV	8.577	0,104	0,384	1.040	0,125	0,681	0,172	0,3439	0,828
INF	8.577	5,873	5,351	1.040	5,482	5,095	0,9899	0,0203	0,0101
LR	8.577	9,609	2,926	1.040	9,386	2,850	0,9913	0,0175	0,0087
GDP	8.577	2,038	2,008	1.040	1,981	2,093	0,7995	0,4010	0,2005
TRADE	8.577	-2,549	0,086	1.040	-2,548	0,085	0,4732	0,9464	0,5268
BUDGET	8.577	-0,002	0,022	1.040	-0,002	0,022	0,3241	0,6482	0,6759

Ghi chú: Giả thuyết null (H_0) là $DIF=0$. Giả thuyết đối thứ nhất là $DIF < 0$ (trung bình của các DN phi BĐS nhỏ hơn trung bình của các DN BĐS), giả thuyết đối thứ hai là $DIF < > 0$ (trung bình của các DN phi BĐS khác trung bình của các DN BĐS), giả thuyết đối thứ ba là $DIF > 0$ (trung bình của các DN phi BĐS lớn hơn trung bình của các DN BĐS).

4.2. Kết quả ước lượng

Bảng 3.

Kết quả ước lượng bằng mô hình tác động cố định

Biến phụ thuộc	Các doanh nghiệp bất động sản			Các doanh nghiệp khác		
	ROA	ROE	ROIC	ROA	ROE	ROIC
CRE	-0,420*** (0,126)	-1,077*** (0,312)	-0,797*** (0,225)	-0,162*** (0,045)	-0,452*** (0,100)	-0,246*** (0,063)
CRE ²	-0,871*** (0,248)	-1,892*** (0,631)	-1,288*** (0,447)	-0,273*** (0,082)	-0,673*** (0,175)	-0,368*** (0,111)
GHTTTD	-0,009 (0,012)	-0,011 (0,029)	-0,002 (0,020)	0,007 (0,005)	0,025** (0,010)	0,016*** (0,006)
GHTTTD*CRE	0,504*** (0,132)	1,316*** (0,315)	0,922*** (0,237)	0,200*** (0,048)	0,558*** (0,106)	0,305*** (0,066)
GHTTTD*CRE ²	0,835*** (0,312)	2,104** (0,816)	1,463*** (0,548)	0,204* (0,105)	0,635*** (0,227)	0,303** (0,145)
N	1.040	1.040	1.040	8.577	8.577	8.577
Giá trị thống kê F	11,620	12,878	9,358	46,751	47,358	42,623
P-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

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 cải thiện được ghi trong (). Kết quả ước lượng được trình bày tại bảng này sử dụng biến TDTA làm thước đo cấu trúc vốn. Các biến đã được trung bình hóa trước khi ước lượng để khắc phục hiện tượng đa cộng tuyến vốn có trong các mô hình sử dụng biến tương tác dựa trên đề xuất của Cohen và cộng sự (2002).

Kết quả ước lượng mô hình tĩnh bằng Pooled OLS, FEM và REM đều nhất quán về mối quan hệ giữa chính sách GHTTTD, TDNH, và HQHĐ. Các kiểm định chuẩn đoán cho thấy sự tồn tại của hiện tượng phương sai thay đổi (Heteroskedasticity) và tự tương quan (Autocorrelation) trong phần dư của các mô hình tĩnh. Điều này làm cho việc phân tích giá trị các ngưỡng không còn hiệu quả. Mặc dù vậy, các sai số chuẩn cải thiện được sử dụng để đảm bảo tính phù hợp của các suy luận thống kê.

Kết quả ước lượng từ Bảng 3 cho thấy các hệ số của CRE^2 đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê cao đối với cả ba biến phụ thuộc và cho cả hai nhóm DN. Kết quả này xác nhận mối quan hệ phi tuyến giữa mức độ TDNH trong nền kinh tế và HQHĐ của DN. Dấu âm của CRE^2 cho thấy rằng tồn tại mối quan hệ dạng chữ U ngược (Inverted U-shape) như lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây tại Việt Nam đã chỉ ra khi nhìn dưới góc độ vĩ mô (Đinh Văn Hoàn, 2022; Nguyen, 2022; Phạm Duy Tính, 2024b). Tác động tiêu cực trên phần dốc xuống của đường cong chữ U ngược này thể hiện rõ rệt hơn ở nhóm DN BĐS. Hệ số ước lượng của CRE^2 ở nhóm BĐS có giá trị tuyệt đối lớn hơn đáng kể so với nhóm DN khác. Điều này cho thấy rằng, khi nền kinh tế ở trong tình trạng TDNH cao, HQHĐ của DN BĐS thể hiện sự nhạy cảm và suy giảm mạnh mẽ hơn trước sự gia tăng thêm của tỷ lệ TDNH so với các DN ngành khác. Sự khác biệt này được luận giải bởi một số yếu tố đặc thù của ngành BĐS. Thứ nhất, tính chu kỳ và mức độ rủi ro vốn có cao hơn của ngành BĐS khiến nhóm DN này dễ bị tổn thương hơn trước những biến động trong môi trường TDNH và kinh tế vĩ mô, đặc biệt khi TDNH đã ở ngưỡng cao và tiềm ẩn nhiều bất ổn. Thứ hai, yêu cầu vốn đầu tư lớn và chu kỳ dự án kéo dài là đặc trưng của ngành. Do đó, các dự án BĐS quy mô lớn và dài hạn (phù hợp với thống kê mô tả cho thấy quy mô DN BĐS lớn hơn các DN khác) phải đối mặt với áp lực tài chính nghiêm trọng hơn, có khả năng dẫn đến sự suy giảm hiệu quả sử dụng vốn và khả năng sinh lời nhanh hơn so với các ngành có chu kỳ kinh doanh ngắn. Thứ ba, ngành BĐS thường là tâm điểm thu hút dòng vốn đầu cơ trong các giai đoạn TDNH tăng trưởng nóng, tiềm ẩn nguy cơ phân bổ nguồn lực vào các dự án kém hiệu quả dài hạn. Đồng thời, sự biến động mạnh trong định giá tài sản BĐS theo chu kỳ thị trường cũng khiến các chỉ số HQHĐ của các DN trong ngành này trở nên nhạy cảm hơn với các giai đoạn điều chỉnh hoặc suy giảm của thị trường so với các ngành khác có cơ cấu tài sản ổn định hơn.

Các hệ số của biến tương tác $GHTTTD*CRE^2$ đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê đối với cả hai nhóm DN và cả ba thước đo HQHĐ. Dấu dương của các hệ số này phản ánh tác động “làm phẳng” của chính sách GHTTTD lên mối quan hệ phi tuyến này. Nói cách khác, trong giai đoạn chính sách GHTTTD được áp dụng, mức độ suy giảm HQHĐ khi TDNH tăng lên đã được hạn chế bớt một cách đáng kể so với giai đoạn trước đó. Điều này ủng hộ lập luận rằng GHTTTD đã góp phần cải thiện hiệu quả phân bổ vốn, giảm thiểu rủi ro liên quan đến mức TDNH cao trong nền kinh tế khi xem xét dưới góc độ vĩ mô (Phạm Duy Tính, 2025b). Phát hiện quan trọng là tác động giảm thiểu tiêu cực này của chính sách GHTTTD thể hiện mạnh mẽ hơn một cách đáng kể ở nhóm DN BĐS. Sự khác biệt trong hiệu quả điều tiết này xuất phát từ việc nhóm BĐS vốn đã thể hiện độ nhạy cảm tiêu cực cao hơn với mức TDNH gia tăng. Chính sách GHTTTD, với mục tiêu nâng cao chất lượng TDNH và kiểm soát rủi ro, đã phát huy tác dụng điều tiết và kiểm soát mạnh mẽ hơn đối với chính khu vực có độ nhạy cao này. Việc áp đặt hạn mức tăng trưởng đã buộc các định chế tài chính phải thắt chặt tiêu chuẩn tín dụng một cách đặc biệt đối với các dự án BĐS, ưu tiên các dự án hiệu quả hơn và hạn chế dòng vốn vào các phân khúc rủi ro hoặc mang tính đầu cơ cao nhất - vốn là những yếu tố chính kéo giảm HQHĐ khi TDNH tăng nóng. Do đó, mặc dù cùng chịu tác động của chính sách, nhưng “đư địa” để cải thiện (tức là giảm bớt tác động tiêu cực sẵn có) ở nhóm BĐS lớn hơn, dẫn đến các hệ số tương tác thể hiện tác động điều tiết tích cực ($GHTTTD*CRE^2$) có giá trị lớn hơn.

4.3. Kiểm tra tính vững

Bảng 4.

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

Biến phụ thuộc	Các doanh nghiệp bất động sản			Các doanh nghiệp khác		
	ROA	ROE	ROIC	ROA	ROE	ROIC
CRE	-0,379** (0,151)	-0,964*** (0,316)	-0,598** (0,246)	-0,277*** (0,050)	-0,672*** (0,104)	-0,367*** (0,069)
CRE ²	-1,323*** (0,425)	-2,991*** (0,869)	-1,707** (0,684)	-0,503*** (0,100)	-1,303*** (0,211)	-0,704*** (0,134)
GHTTTD	-0,035*** (0,013)	-0,073** (0,031)	-0,036 (0,023)	0,009* (0,005)	0,015 (0,010)	0,012* (0,007)
GHTTTD*CRE	0,384** (0,158)	1,032*** (0,325)	0,636** (0,263)	0,286*** (0,054)	0,685*** (0,114)	0,380*** (0,075)
GHTTTD*CRE ²	1,197*** (0,430)	3,036*** (0,952)	1,693** (0,712)	0,575*** (0,120)	1,576*** (0,253)	0,806*** (0,162)
L.DEP	0,328*** (0,058)	0,318*** (0,066)	0,307*** (0,074)	0,400*** (0,039)	0,327*** (0,036)	0,412*** (0,036)
N	965	965	965	8.012	8.012	8.012
AR(2)	0,602	0,597	0,293	0,266	0,259	0,385
Hansen	0,473	0,402	0,224	0,959	0,758	0,911
Kiểm định Wald	1.084,892	779,363	1.081,014	4.473,983	4.799,911	8.615,626
P-value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Số lượng doanh nghiệp	75	75	75	561	561	561
Số lượng biến công cụ	19	19	19	19	19	19

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 cải thiện được ghi trong (). Kết quả ước lượng được trình bày tại bảng này sử dụng biến TDTA làm thước đo cấu trúc vốn. Các biến đã được khử trung bình trước khi ước lượng để khắc phục hiện tượng đa cộng tuyến vốn có trong các mô hình sử dụng biến tương tác dựa trên đề xuất của Cohen và cộng sự (2002).

Nghiên cứu đã tiến hành ước lượng lại mô hình bằng phương pháp GMM Hệ thống hai bước (Two-step System GMM) cho dữ liệu bảng động. Kết quả trình bày tại Bảng 4 cho thấy hệ số của biến trễ của biến phụ thuộc có ý nghĩa thống kê, xác nhận sự tồn tại của tính quán tính trong HQHĐ của các DN. Quan trọng hơn, mặc dù đã kiểm soát tính quán tính và các yếu tố nội sinh khác, các phát hiện chính liên quan đến tác động phi tuyến của TDNH và vai trò điều tiết của chính sách GHTTTD, bao gồm cả sự khác biệt trong tác động giữa nhóm DN BĐS và phi BĐS, vẫn hoàn toàn nhất quán và không thay đổi về chất so với kết quả từ mô hình tĩnh. Đồng thời, các kiểm định chẩn đoán cho mô hình động, bao gồm kiểm định tự tương quan AR(2) và kiểm định Hansen/Sargan về tính hợp lệ của

biến công cụ, đều cho thấy các điều kiện của mô hình được thỏa mãn, củng cố độ tin cậy của kết quả ước lượng.

Ngoài ra, để kiểm tra tính nhạy cảm của kết quả đối với cách đo lường biến kiểm soát, nghiên cứu đã tiến hành ước lượng lại toàn bộ các mô hình đã sử dụng (bao gồm các phương pháp ước lượng tĩnh như Pooled OLS, FEM, REM và phương pháp ước lượng động GMM Hệ thống) của hai biến đo lường cấu trúc vốn khác. Kết quả cho thấy không có sự thay đổi đáng kể về dấu và ý nghĩa thống kê của các hệ số quan tâm khi thay đổi thước đo cấu trúc vốn.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu xác nhận mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa mức độ TDNH trong nền kinh tế và HQHĐ của cả DN BDS và phi BDS. Trong giai đoạn TDNH cao (phần dốc xuống của đường cong chữ U ngược), HQHĐ của các DN BDS thể hiện sự suy giảm mạnh mẽ hơn đáng kể so với nhóm DN phi BDS khi mức độ TDNH tiếp tục gia tăng. Nghiên cứu này đã khắc phục được khoảng trống nghiên cứu trong việc cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động khác biệt của chính sách GHTTTD lên HQHĐ của các DN BDS và phi BDS tại Việt Nam. Cụ thể, tác động điều tiết tích cực (giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực của TDNH đang ở mức cao) của GHTTTD thể hiện mạnh mẽ hơn một cách đáng kể ở nhóm DN BDS so với nhóm phi BDS. Chính sách này phát huy tác dụng kiểm soát và nâng cao chất lượng TDNH hiệu quả hơn đối với khu vực vốn nhạy cảm và rủi ro cao hơn như BDS, giúp hạn chế dòng vốn vào các phân khúc kém hiệu quả hoặc đầu cơ.

Nghiên cứu chỉ ra rằng GHTTTD có hiệu quả điều tiết mạnh mẽ hơn đối với ngành BDS - một ngành có độ nhạy cảm cao và tiềm ẩn nhiều rủi ro hệ thống. Kết quả này bác bỏ lập luận cho rằng GHTTTD gây tổn hại cho ngành BDS, mà ngược lại, nó giúp kiểm chế những rủi ro và sự kém hiệu quả phát sinh từ việc tăng trưởng TDNH quá nóng trong lĩnh vực này. Điều này hàm ý rằng chính sách GHTTTD có vai trò quan trọng trong việc quản lý rủi ro TDNH tập trung vào ngành BDS. Nói cách khác, NHNN cần xây dựng các công cụ khác của CSTTVM có thể giải quyết vấn đề rủi ro gia tăng nhanh chóng trong lĩnh vực BDS so với các lĩnh vực khác khi TDNH được mở rộng trước khi thực hiện lộ trình dừng điều hành bằng chính sách GHTTTD.

Nghiên cứu này còn hạn chế trong việc sử dụng biến giả để đo lường chính sách GHTTTD nên chưa cung cấp cái nhìn đủ sâu sắc về hiệu quả điều hành thắt chặt/mở rộng của NHNN. Do đó, nghiên cứu tiếp theo cần được thực hiện với biến chính sách GHTTTD được đo lường bằng giá trị GHTTTD cụ thể.

Lời cảm ơn

Phạm Duy Tính được tài trợ bởi Chương trình học bổng thạc sĩ, tiến sĩ trong nước của Quỹ Đổi mới sáng tạo Vingroup (VINIF), mã số VINIF.2023.TS.131

Tài liệu tham khảo

- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance?. *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148. doi:10.1007/s10887-015-9115-2
- Arellano, M., & Bond, S. (1998). Dynamic panel data estimation using DPD98 for GAUSS: A guide for users. *Institute for Fiscal Studies, London*.

- Boar, C., Gambacorta, L., Lombardo, G., & Pereira da Silva, L. A. (2017). What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance?. *BIS Quarterly Review*.
- Chi thị số 01/CT-NHNN ngày 20 tháng 01 năm 2025 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam về tổ chức thực hiện các nhiệm vụ trọng tâm của ngành ngân hàng trong năm 2025.
- Chu Khánh Lân. (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, Thành phố Hà Nội.
- Cohen, J., Cohen, P., West, S. G., & Aiken, L. S. (2002). *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences* (3rd ed.). United States of America: Lawrence Erlbaum Associates, Inc.
- De la Torre, A., Ize, A., & Schmukler, S. (2012). Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead. World Bank Latin American and the Caribbean studies Washington, DC: World Bank. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/784141468053952645>
- Dell'ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., & Tong, H. (2014). Chapter 11. Policies for Macro-Financial Stability: Dealing with Credit Booms and Busts. In S. Claessens, A. Kose, L. Laeven, & F. Valencia (Eds.), *Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses* (pp. 325-364). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Dimelis, S., Giotopoulos, I., & Louri, H. (2013). The credit crunch and firm growth in the Euro area: 2005-2011. A quantile panel analysis. *Working paper no 165*, Bank of Greece - Eurosystem.
- Đinh Thị Thu Hồng, Nguyễn Hữu Tuấn, Trần Ngọc Thơ, & Trần Thị Hải Lý. (2023). *Tăng trưởng tín dụng và chính sách vĩ mô thận trọng: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam*. (Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường), Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Trường kinh doanh UEH, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Đinh 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, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Đỗ Thu Hằng. (2021). *Tác động của chính sách an toàn vĩ mô đến rủi ro hệ thống tại các ngân hàng thương mại Việt Nam*. (Luận án Tiến sĩ Kinh tế), Học viện Ngân hàng, Hà Nội.
- Gaertner, F. B., Kausar, A., & Steele, L. B. (2020). Negative accounting earnings and gross domestic product. *Review of Accounting Studies*, 25(4), 1382-1409. doi:10.1007/s11142-020-09536-x
- Galán, J. E. (2024). The benefits are at the tail: Uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk. *Journal of Financial Stability*, 74, 100831. doi:10.1016/j.jfs.2020.100831
- 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*.
- Klingelhöfer, J., & Sun, R. (2019). Macroprudential policy, central banks and financial stability: Evidence from China. *Journal of International Money and Finance*, 93, 19-41. doi:10.1016/j.jimonfin.2018.12.015
- Konchitchki, Y., & Patatoukas, P. N. (2014). Accounting earnings and gross domestic product. *Journal of Accounting and Economics*, 57(1), 76-88. doi:10.1016/j.jacceco.2013.10.001

- Mehar, M. A. (2023). Role of monetary policy in economic growth and development: from theory to empirical evidences. *Asian Journal of Economics and Banking*, 7(1), 99-120. doi:10.1108/AJEB-12-2021-0148
- Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Levy Economics Institute*, Working Paper No.74.
- Mishkin, F. S. (2012). *The economics of money, banking, and financial markets*. In (tenth ed.). Pearson College Div.
- Nghị quyết số 192/2025/QH15 ngày 19 tháng 02 năm 2025 của Quốc hội về bổ sung kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2025 với mục tiêu tăng trưởng đạt 8% trở lên.
- 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.
- 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(4), 688-698. doi:10.1016/j.bir.2021.10.004
- 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, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyen, P. T. (2022). The Impact of Banking Sector Development on Economic Growth: The Case of Vietnam's Transitional Economy. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), 1-18. doi:10.3390/jrfm15080358
- Nguyễn Thị Như Quỳnh. (2020). *Tác động của chính sách tiền tệ và chính sách an toàn vĩ mô đến ổn định ngân hàng tại Việt Nam*. (Luận án Tiến sĩ Kinh tế), Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyễn Trung Hậu. (2020). *Thực thi chính sách an toàn vĩ mô đối với hệ thống tài chính Việt Nam*. (Luận án Tiến sĩ Kinh tế), Học viện Ngân hàng, Hà Nội.
- 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. doi:10.1016/j.resglo.2023.100124
- Oyadeyi, O. (2023). Financial development, real sector, and economic growth in Nigeria. *SN Business & Economics*, 3(8), 1-21. doi:10.1007/s43546-023-00526-0
- Phạm Duy Tính. (2023a). Tín dụng ngân hàng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 315, 43-51.
- Phạm Duy Tính. (2023b). Vai trò của giới hạn tăng trưởng tín dụng đối với quy mô nền kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 308, 2-10.
- Phạm Duy Tính. (2024a). Ảnh hưởng của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bất động sản. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 4 (551), 13-24.
- Phạm Duy Tính. (2024b). Mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và quy mô nền kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 2(549), 112-120.
- Phạm Duy Tính. (2025a). Cơ chế truyền dẫn của hạn mức tín dụng đến sản lượng kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 5(564), 18-28.

- Phạm Duy Tính. (2025b). Tác động của chính sách giới hạn tăng trưởng tín dụng đến mối quan hệ phi tuyến giữa tín dụng ngân hàng và sản lượng kinh tế Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 6(565), 3-12.
- Richter, B., Schularick, M., & Shim, I. (2019). The costs of macroprudential policy. *Journal of International Economics*, 118, 263-282. doi:10.1016/j.jinteco.2018.11.011
- Rojas, D., Vegh, C., & Vuletin, G. (2022). The macroeconomic effects of macroprudential policy: Evidence from a narrative approach. *Journal of International Economics*, 139, 103644. doi:10.1016/j.jinteco.2022.103644
- 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 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(1). doi:10.1080/23311975.2021.1984626
- Zhang, L., & Fargher, N. (2021). Aggregate accounting earnings, special items and growth in gross domestic product: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 62(2), 2467-2496. doi:10.1111/acfi.12871