

ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH, TÀI CHÍNH TOÀN DIỆN VÀ CHẤT LƯỢNG THỂ CHẾ - BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC QUỐC GIA ĐANG PHÁT TRIỂN TẠI CHÂU Á

FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL INCLUSION AND INSTITUTIONAL QUALITY – EMPIRICAL EVIDENCE FROM ASIAN DEVELOPING COUNTRIES

Ngày nhận bài: 21/08/2019

Ngày chấp nhận đăng: 30/12/2019

Nguyễn Thị Mỹ Linh

TÓM TẮT

Kể từ sau hậu quả của khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, những tác động của tài chính toàn diện đến ổn định tài chính càng được chú trọng. Bài viết này đánh giá tác động của tài chính toàn diện, thu nhập bình quân đầu người, tỷ lệ tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư/GDP, lãi suất thực, lạm phát và chất lượng thể chế đến ổn định tài chính tại các quốc gia đang phát triển ở Châu Á bằng phương pháp thực nghiệm. Bài viết sử dụng kỹ thuật ước lượng GMM cho dữ liệu bảng từ 16 quốc gia trong giai đoạn 2008 – 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy tài chính toàn diện và chất lượng thể chế có tác động tích cực đến ổn định tài chính, tỷ lệ nợ xấu giảm. Trong khi đó tỷ lệ tín dụng nội địa cung ứng cho khu vực tư và lãi suất có ảnh hưởng tiêu cực đến ổn định tài chính, tỷ lệ nợ xấu tăng. Các phát hiện này đưa đến một số hàm ý chính sách cho chính phủ các quốc gia đang phát triển tại khu vực này.

Từ khóa: Ổn định tài chính, tài chính toàn diện, chất lượng thể chế, GMM.

ABSTRACT

In the aftermath of the 2008 global financial crisis, the implications of financial inclusion for financial stability has come under increased scrutiny. The objective of this study is to show how financial inclusion, GDP per capita, proportion of domestic credit provided to private sector/GDP, real interest rate, inflation and institutional quality affect financial stability in Asian developing countries by employing Generalized Method of Moments (GMM) to analyse a panel data of 16 countries spanning from 2008 to 2017. The regression results show that financial inclusion, and institutional quality have significantly positive influences on financial stability, non-performing loan ratio decreases. Meanwhile, proportion of domestic credit provided to private sector/GDP and real interest rate have significantly negative impact on financial stability, non-performing ratio increases. This results have several significant contributions to policy makers of these countries.

Keywords: Financial stability, financial inclusion, institutional quality, GMM.

1. Giới thiệu

Khái niệm chính toàn diện là vấn đề được đặt ra đầu tiên từ những năm 2000, sau các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động tích cực của nó đến mục tiêu xóa đói giảm nghèo tại các quốc gia (Shiimi 2010). Sau đó, tài chính toàn diện càng được quan tâm nhiều hơn kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2008. Các bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy sự ổn định tài chính góp phần vào sự phát triển bền vững của các quốc gia và ngược lại bất ổn tài chính cản trở nghiêm

trọng quá trình tăng trưởng của các nền kinh tế đang phát triển lẫn phát triển (Creel và cộng sự, 2015). Tuy nhiên cũng có những bằng chứng cho thấy tài chính toàn diện không tác động hoặc tác động nghịch chiều đến ổn định tài chính. Mục tiêu nghiên cứu của bài viết tập trung xem xét tác động của tài chính toàn diện đến ổn định tài chính trong đó có kiểm soát các yếu tố cấu trúc nền tảng vì

Nguyễn Thị Mỹ Linh, Trường Đại học Tài chính – Marketing

mô bao gồm tín dụng nội địa được cung ứng cho khu vực tư, lạm phát, lãi suất và chất lượng thể chế; trên một mẫu gồm 16 quốc gia khu vực Châu Á giai đoạn 2008 – 2017 bằng phương pháp GMM. Qua đó có cái nhìn tổng thể giúp các quốc gia đang phát triển trong khu vực và Việt Nam – vốn có mức độ tài chính toàn diện khá thấp – nhận diện được mức độ và chiều hướng tác động của các yếu tố nhằm đưa ra các chính sách phù hợp để giữ vững ổn định tài chính lâu dài. Phương pháp GMM được sử dụng để có thể cho ra các hệ số ước lượng vững, không chệch, phân phối chuẩn và hiệu quả ngay cả trong điều kiện giả thiết nội sinh bị vi phạm. Trong các yếu tố mà bài viết kiểm định thì chất lượng thể chế được quan tâm nhiều hơn do chưa có nghiên cứu trong nước đề cập và không nhiều nghiên cứu ngoài nước thực hiện. Chỉ tiêu đánh giá chất lượng thể chế được các nghiên cứu sử dụng khá đa dạng như bộ chỉ số của ICRG, BERI, Polity IV, Freedom house hay quản trị công toàn cầu do WB công bố. Riêng nghiên cứu này sử dụng bộ chỉ số đo lường của Polity IV mà một số các nghiên cứu sử dụng như Almarzoqi và cộng sự (2015). Đối với yếu tố tài chính toàn diện, các nghiên cứu sử dụng các thước đo rất khác nhau. Riêng nghiên cứu này sử dụng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA) để xây dựng chỉ tiêu đo lường tài chính tài chính toàn diện dựa trên việc tích hợp các chỉ tiêu thành phần (trong giới hạn về tính sẵn có của dữ liệu) nhằm tối ưu hóa thể hiện sự biến thiên của dữ liệu, bao gồm số lượng máy rút tiền tự động/100.000 người trưởng thành, số lượng chi nhánh ngân hàng thương mại/100.000 người trưởng thành, số lượng tài khoản tiền gửi/1.000 người trưởng thành.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Định nghĩa ổn định tài chính và tài chính toàn diện

2.1.1. Ổn định tài chính

Kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các nhà hoạch định chính sách đã đặt mỗi quan tâm về phương thức đo lường tổng thể vĩ mô nhằm giám sát và điều tiết tài chính. Tuy nhiên, không có định nghĩa thống nhất về ổn định tài chính do tính phức tạp của hệ thống tài chính cùng tính đa dạng của quy mô, thể chế, sản phẩm và thị trường. Theo Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) ổn định tài chính là điều kiện trong đó hệ thống tài chính, bao gồm các trung gian tài chính, thị trường và cơ sở hạ tầng tài chính có khả năng chịu được các cú sốc làm giảm khả năng gián đoạn quá trình trung gian tài chính phân bổ tiết kiệm cho các cơ hội đầu tư sinh lời một cách đáng kể. ECB xác định ba điều kiện cụ thể liên quan đến ổn định tài chính: (i) Hệ thống tài chính có thể di chuyển các nguồn lực từ người tiết kiệm sang nhà đầu tư một cách hiệu quả và thuận lợi; (ii) Rủi ro tài chính cần được đánh giá, định giá hợp lý, chính xác và cần được quản lý tương đối tốt; (iii) Hệ thống tài chính nằm trong trạng thái có thể hấp thụ dễ dàng các cú sốc kinh tế tài chính thực sự và bất ngờ.

Trong các điều kiện trên, điều kiện thứ ba là quan trọng nhất do việc không thể hấp thụ các cú sốc có thể dẫn đến một vòng xoáy đi xuống, theo đó các trung gian tài chính tạo nên các tác động dây chuyền trong hệ thống, dẫn đến khủng hoảng tài chính tổng thể và phá vỡ cơ chế trung gian tài chính một cách rộng rãi.

Tương tự, Anatolyevna và Ramilevna (2013) định nghĩa ổn định tài chính là điều kiện hệ thống tài chính, bao gồm thị trường tài chính, trung gian tài chính và cơ sở hạ tầng thị trường tài chính có thể có thể chống lại những cú sốc tài chính làm rối loạn hoạt động phân phối tiết kiệm cho các cơ hội đầu tư sinh lời. Định nghĩa này hàm ý ổn định tài

chính có liên kết chặt chẽ với việc giảm thiểu các rủi ro và khả năng chống lại các cú sốc.

Khái niệm về sự ổn định tài chính có thể khác nhau từ các nền kinh tế phát triển đến các nền kinh tế đang phát triển. Tại các quốc gia phát triển cùng với sự phát triển của hệ thống tài chính, ổn định tài chính chủ yếu được kết luận từ tình trạng của các tổ chức tài chính phi ngân hàng như quỹ hưu trí, nhà môi giới, quỹ đầu tư... Tuy nhiên, với các nền kinh tế đang phát triển, thị trường chứng khoán chưa hoàn thiện, các công ty bảo hiểm và đầu tư chủ yếu phụ thuộc vào các khoản vay ngân hàng. Do đó, các ngân hàng được coi là trụ cột chính của ổn định tài chính và cửa ngõ của ổn định kinh tế (Popovska 2014).

Như vậy, các định nghĩa trên cho thấy ổn định tài chính nhấn mạnh đến khả năng phục hồi của các trung gian tài chính trước những cú sốc và khả năng tiếp tục thực hiện hiệu quả chức năng cơ bản là trung gian tiết kiệm và đầu tư, tiêu dùng trong nền kinh tế thực.

2.1.2. Tài chính toàn diện

Đối với định nghĩa về tài chính toàn diện, nó được xác định và thừa nhận rộng rãi hơn. Tại các quốc gia có thu nhập thấp, một bộ phận lớn dân số và các công ty không tiếp cận được các dịch vụ tài chính chính thức vì nhiều lý do, bao gồm: mạng lưới chi nhánh hạn chế của các ngân hàng và các tổ chức tài chính; số lượng máy rút tiền tự động (ATM) có giới hạn; các khoản tiền gửi và cho vay nhỏ có chi phí tương đối cao; hạn chế về nhận dạng tư cách cá nhân thỏa mãn; về tài sản đảm bảo và thông tin tín dụng. Hannig và Jansen (2010) cho rằng tài chính toàn diện nhằm mục đích thu hút số lượng người chưa sử dụng dịch vụ ngân hàng tham gia vào hệ thống tài chính chính thức để họ có cơ hội tiếp cận các dịch vụ tài chính từ tiết kiệm, thanh toán đến tín dụng và bảo hiểm. Theo Khan (2011), đây là quá trình đảm bảo khả

năng tiếp cận các dịch vụ tài chính tín dụng kịp thời và đầy đủ khi cần của các nhóm chủ thể dễ bị tổn thương là bộ phận nhóm người có thu nhập thấp với chi phí có thể đủ trang trải. Tài chính toàn diện cho phép khả năng tiếp cận tài khoản ngân hàng được hỗ trợ bởi bảo hiểm tiền gửi, khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng với chi phí phải chăng và tiếp cận hệ thống thanh toán. Demircuc-Kunt và Klapper (2012) cho rằng tài chính toàn diện nhấn mạnh về khả năng tiếp cận tín dụng từ một tổ chức tài chính chính thức, tuy nhiên khái niệm này có nhiều chiều hơn. Tài khoản chính thức bao gồm các khoản vay và tiền gửi, có thể được xem xét từ quan điểm về tần suất sử dụng, phương thức tiếp cận và mục đích của các tài khoản. Bên cạnh đó còn có các lựa chọn thay thế cho các tài khoản chính thức, bao gồm tiền điện tử và các dịch vụ tài chính chính khác ngoài ngân hàng là bảo hiểm, đặc biệt là cho y tế và nông nghiệp.

Qua các định nghĩa trên, có thể nhận thấy định nghĩa về tài chính toàn diện có trọng tâm là việc công chúng dễ dàng tiếp cận và sử dụng các dịch vụ tài chính an toàn với chi phí hợp lý.

2.2. Cơ sở lý luận về mối quan hệ giữa tài chính toàn diện và ổn định tài chính

Nền tảng cho mối quan hệ này xuất phát từ các lý thuyết trung gian tài chính, lý thuyết tài chính – tăng trưởng, lý thuyết thông tin bất cân xứng và lý thuyết cạnh tranh - ổn định

Lý thuyết trung gian tài chính

Lý thuyết này được đề xuất bởi Diamond (1984), giải thích cách thức các ngân hàng hoạt động như một trung gian tài chính giữa người đi vay và người tiết kiệm khi nó huy động vốn và cho vay vốn, thu hẹp khoảng cách giữa khách hàng thiếu hụt chi tiêu và khách hàng thặng dư chi tiêu trên thị trường (Ndebbio, 2004). Honohan (2008) cho rằng vốn tích lũy cùng với thị trường tài chính

không hoàn hảo là những yếu tố then chốt quyết định mức độ mà khách hàng nghèo có thể tiếp cận nguồn vốn để đầu tư vào tiêu dùng và vốn vật chất. Do đó, tiến trình phát triển tài chính, đổi mới, các mô hình tăng trưởng và hội tụ thu nhập có liên quan chặt chẽ trong việc hỗ trợ tài chính toàn diện. Thông qua gia tăng mức độ tài chính tài chính toàn diện, các ngân hàng nỗ lực giảm chi phí giao dịch trong thị trường. Điều này làm giảm tình trạng thông tin bất cân xứng, do đó làm giảm sự không hoàn hảo của thị trường giữa những người tham gia (Hannig và Jansen, 2010).

Lý thuyết tài chính – tăng trưởng

Lý thuyết này được đề xuất bởi Bagehot (1973), lập luận phát triển tài chính tạo nên môi trường tăng trưởng kinh tế thuận lợi và hiệu quả. Nếu một bộ phận lớn người dân không dễ dàng tiếp cận các sản phẩm tài chính trong khả năng hoàn trả sẽ dẫn đến bất bình đẳng thu nhập và mất cân đối kéo dài, làm chậm tốc độ tăng trưởng và phát triển kinh tế. Demircuc-Kunt và Levine (2008) cho rằng khả năng tiếp cận tài chính có vai trò quan trọng đối với tăng trưởng và phát triển kinh tế của bất kỳ quốc gia nào. Bagehot (1973) lý giải việc các tổ chức tài chính khi thực hiện các chức năng có hiệu quả sẽ cải thiện hiệu quả kinh tế tổng thể, mở rộng thanh khoản, huy động tiết kiệm, tăng cường tích lũy vốn, dịch chuyển nguồn lực từ khu vực truyền thống (không tăng trưởng) sang khu vực tăng trưởng hiện đại. Sparatt và Stephen (2013) cho rằng sự thành công của tăng trưởng kinh tế phụ thuộc vào tài chính toàn diện, cấu trúc và sự ổn định của các tổ chức tài chính. Điều này thúc đẩy sự phản hồi các hoạt động kinh doanh hiệu quả do đó thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế.

Lý thuyết thông tin bất cân xứng

Lý thuyết này được George đề xuất vào năm 1970, cho rằng trong các hoạt động tiếp

thị dịch vụ tài chính, việc phân biệt giữa người đi vay tốt và người đi vay xấu là một thách thức bởi tình trạng thông tin bất cân xứng phát sinh khi một người trong hợp đồng tín dụng có nhiều như hiểu biết hoặc có thông tin tốt hơn so với người kia. Lambert (2011) quan sát thông tin bất cân xứng có thể dẫn đến lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Bofondi và Gobbi (2003) cho rằng bất cân xứng thông tin làm tín dụng bị thu hẹp, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động và ổn định định tài chính. Tài chính toàn diện có đặc điểm là sự gia nhập của đông đảo khách hàng mới, thiếu kinh nghiệm vào khu vực tài chính chính thức (Hannig và Jansen, 2010) đã tạo ra một thách thức trong thị trường nợ vì người cho vay gặp khó khăn trong việc xác định cho khách hàng nào đó vay có phải là tốt hay không, từ đó đe dọa hiệu quả tài chính và tiếp theo là ổn định tài chính. Do đó, hoạt động của các ngân hàng trở nên khó khăn trong việc bối cảnh tài chính toàn diện đối mặt với tình trạng thông tin bất cân xứng.

Lý thuyết cạnh tranh - ổn định

Các nhà kinh tế học cho rằng tại các thị trường có hệ thống ngân hàng cạnh tranh cho thấy sự ổn định hơn so với những thị trường có hệ thống ngân hàng kém cạnh tranh. Keeley (1990) đề xuất giả thuyết giá trị ngân hàng, cho rằng các ngân hàng có sức mạnh thị trường có thể giảm mức độ rủi ro do đó nó duy trì sự độc quyền tương đối. Khi cạnh tranh tăng lên, sức mạnh thị trường sụt giảm, làm giảm giá trị ngân hàng, thúc đẩy ngân hàng theo đuổi các dự án và khách hàng rủi ro hơn hàm ý rằng khi mức độ tài chính toàn diện bao phủ hơn làm tăng nợ xấu và mức độ rủi ro cuối cùng làm suy yếu sự ổn định. Ngược với giả thuyết giá trị ngân hàng, Boyd và De-Nicole (2005) quan sát cạnh tranh có thể là một mô hình dịch chuyển rủi ro. Khi sức mạnh thị trường của các ngân hàng tăng lên, sẽ áp mức lãi suất cao cho những người vay, sau đó lại gặp khó khăn trả nợ. Các

doanh nghiệp phải đối mặt với lãi suất cao cuối cùng làm tăng rủi ro cho các dự án đầu tư của họ, một thực tế dẫn đến các khoản vay có vấn đề. Ahamed và Mallick (2017) cho rằng mức độ tài chính toàn diện phụ thuộc rất nhiều vào mức độ cạnh tranh của ngân hàng trên thị trường. Tiếp theo, cạnh tranh ngân hàng lại là yếu tố chính quyết định sự ổn định ngân hàng. Do đó, nghiên cứu này xem xét sự ảnh hưởng của tài chính toàn diện đối với sự ổn định của hệ thống bởi tính cạnh tranh trên thị trường.

Như vậy bốn lý thuyết trên đã giải thích vai trò của toàn diện tài chính đến ổn định tài chính với các lập luận khác nhau. Lý thuyết trung gian tài chính (Diamond, 1984) cho rằng sự không hoàn hảo của thị trường tài chính quyết định mức độ trung gian của các ngân hàng. Tài chính toàn diện làm giảm sự không hoàn hảo của thị trường để mang các chủ thể ban đầu bị loại trừ tham gia tiếp cận các dịch vụ tài chính. Với vai trò là trung gian tài chính, kênh thúc đẩy tài chính toàn diện trong nền kinh tế, ngân hàng phân bổ quỹ cho vay, tạo nên sự liên kết trong xã hội, tạo ra lợi nhuận và hoạt động ổn định. Lý thuyết tài chính - tăng trưởng (Bagehot, 1973) kết luận một tổ chức tài chính ổn định thực hiện vai trò cung cấp dịch vụ tài chính hiệu quả, cho phép công dân tiếp cận các dịch vụ tài chính, do đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tổng thể. Tiếp theo, lý thuyết thông tin bất cân xứng của George (1970) kết luận rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin làm gia tăng mâu thuẫn trong cho vay, gây ảnh hưởng đến hiệu quả và sự ổn định ngân hàng. Bên cạnh đó, lý thuyết giải thích sự ảnh hưởng của các chính sách tài chính toàn diện đối với hiệu quả ngân hàng để giảm thông tin thiếu rõ ràng, từ đó kích thích cạnh tranh ngân hàng và ổn định ngân hàng. Cuối cùng, giả thuyết cạnh tranh - ổn định của Keeley (1990) cho rằng các ngân hàng có sức mạnh

thị trường giảm được rủi ro. Ngược lại Boyd (2005) quan sát khi sức mạnh thị trường của ngân hàng tăng dẫn đến lãi suất cao và làm tăng nợ xấu, rủi ro của ngân hàng tăng. Tác động của tài chính toàn diện phụ thuộc vào khả năng cạnh tranh trên thị trường và sức cạnh tranh là một trong những yếu tố quan trọng quyết định sự ổn định của ngân hàng.

2.3. Các nghiên cứu thực nghiệm

Trên nền tảng lý thuyết, các nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành, cho thấy chiều hướng tác động tích cực lẫn tiêu cực của tài chính toàn diện đến ổn định tài chính. Những kết quả đa chiều này tạo nên đường dẫn cho các nhà nghiên cứu khám phá và thiết lập mối quan hệ nhân quả giữa chúng.

Morgan and Pontines (2014) sử dụng kỹ thuật ước lượng GMM cho dữ liệu bảng giai đoạn 2005 – 2011 xem xét tác động của tài chính toàn diện thông qua các thước đo là dư nợ cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa/tổng dư nợ cho vay của ngân hàng, số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) đi vay/tổng số người đi vay ngân hàng (cùng với một số biến kiểm soát) đối với ổn định tài chính đo lường bằng tỷ lệ nợ xấu và điểm số Z của ngân hàng. Bằng chứng cho thấy tỷ lệ cho vay DNNVV tăng lên giúp ổn định tài chính, làm giảm tỷ lệ nợ xấu và xác suất phá sản của các tổ chức tài chính. Bên cạnh đó, thu nhập bình quân đầu người tăng làm tăng tính ổn định tài chính, trong khi tỷ lệ cấp tín dụng của ngân hàng tư/GDP tăng làm giảm ổn định tài chính. Kết quả này đồng nhất với cả hai ước đo ổn định tài chính là tỷ lệ nợ xấu và điểm số Z của ngân hàng.

Almarzoqi và cộng sự (2015) nghiên cứu trên mẫu 85 quốc gia giai đoạn 1998 – 2011 nhằm xác định các yếu tố quyết định đến phát triển tài chính được đo lường theo ba góc độ: chiều sâu, hiệu quả và sự ổn định. Thông qua sử dụng khung phân tích đa khía

cạnh của tài chính, nghiên cứu phân chia các yếu tố quyết định phát triển tài chính thành hai loại: nền tảng cấu trúc và các yếu tố chính sách, thể chế. Với kỹ thuật ước lượng OLS, FE, GMM và kiểm tra tính vững của mô hình, nghiên cứu cho thấy tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người, lạm phát, dòng tiền kiều hối, chất lượng thể chế có tác động tích cực tới ổn định tài chính (đo bằng độ lệch giữa giá trị tiêu chuẩn trừ giá trị gốc trên giá trị tiêu chuẩn của tỷ lệ nợ xấu ngân hàng), khi độ lệch này giảm. Trong khi đó, độ mở thương mại và biến giả khủng hoảng kinh tế có tác động nghịch chiều đến độ lệch này.

Siddik và cộng sự (2018) sử dụng dữ liệu bảng đa quốc gia giai đoạn 2001-2013 điều tra ảnh hưởng của tài chính toàn diện đến ổn định tài chính đo bằng điểm số Z. Kết quả thực nghiệm bằng phương pháp GMM cho thấy các biến tài chính toàn diện với thước đo tương tự với nghiên cứu của Morgan and Pontines (2014) có đóng góp tích cực đáng kể cho sự ổn định tài chính. Các kết quả cũng chỉ ra rằng GDP bình quân đầu người, thanh khoản, tỷ lệ tín dụng tư nhân/GDP có ảnh hưởng tích cực và tỷ lệ tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư/GDP và khủng hoảng tài chính có ảnh hưởng nghịch chiều đến ổn định tài chính. Như vậy các chính sách hướng tới tài chính toàn diện sẽ có tác dụng dẫn đến sự ổn định tài chính lớn hơn.

Anthony Orji (2019) nghiên cứu mối quan hệ giữa ổn định tài chính, chất lượng thể chế và tài chính toàn diện tại Nigeria thông qua sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian theo quý giai đoạn 1986 - 2013 với kỹ thuật ước lượng mô hình tự hồi quy phân phối trễ và hiệu chỉnh sai số không giới hạn (ARDL – UECM). Kết quả cho thấy bằng chứng ổn định tài chính có tác động đến tài chính toàn diện trong dài hạn. Chất lượng thể chế có tác động đến tài chính toàn diện cả trong ngắn hạn và dài hạn. Dựa trên kết quả ổn định tài chính và chất

lượng thể chế có ảnh hưởng tích cực đến tài chính toàn diện trong dài hạn, nghiên cứu đề xuất các nhà lập chính sách theo đuổi chương trình toàn diện tài chính cần tập trung vào yếu tố thể chế bên cạnh các yếu tố tài chính và kinh tế khác do chúng sẽ tương tác với nhau trong việc tạo ra một quỹ đạo phát triển hài hòa và bền vững. Tại một quốc gia mà các thể chế kinh tế, pháp lý, tư pháp và chính trị còn yếu, nhiều hộ gia đình (người tiết kiệm) và các công ty (người đi vay/nhà đầu tư) có thể không được bảo vệ khi phát sinh các vấn đề liên quan đến việc thực thi hợp đồng tài chính hoặc các phá vỡ thỏa thuận trong nền kinh tế.

Bên cạnh các kết quả thực nghiệm tài chính toàn diện thúc đẩy ổn định tài chính, các bằng chứng khác cho thấy tài chính toàn diện là mối đe dọa đối với ổn định tài chính. Mehrotra và Yetman (2015) lập luận khi tín dụng được mở rộng một cách nhanh chóng và liều lĩnh, tài chính toàn diện nhiều không đảm bảo tính chắc chắn cho ổn định tài chính. Lợi ích của tài chính toàn diện vào thời điểm tốt chuyển thành ngoại ứng tiêu cực trong thời kỳ khủng hoảng (Torre và cộng sự, 2013). Sahay và cộng sự (2015) quan sát từ dữ liệu bảng đa quốc gia nhận thấy tác động tiêu cực của tài chính toàn diện đến ổn định tài chính. Các tác giả lập luận khi không có sự giám sát thích hợp, mở rộng tín dụng làm tăng rủi ro ổn định tài chính. An toàn tài chính có xu hướng giảm khi khả năng tiếp cận tín dụng tăng và càng suy giảm hơn ở các quốc gia giám sát ngân hàng kém. Ngược lại, các quốc gia có sự giám sát hiệu quả sẽ hưởng lợi ổn định tài chính với khả năng tiếp cận tín dụng nhiều hơn.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, mô hình thực nghiệm được thể hiện như sau:

$$(FS)_{it} = \alpha (FI)_{it-1} + \beta (X)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$

Trong đó FS là biến phụ thuộc, phản ánh mức độ ổn định tài chính. FI là biến chính, đo lường tài chính toàn diện, X là tập hợp vector biến kiểm soát, cụ thể được mô tả trong Bảng 1.

Loại biến	Ký hiệu biến	Mô tả	Nguồn
Biến phụ thuộc	FS	Ổn định tài chính, Tỷ lệ nợ xấu/tổng dư nợ của ngân hàng	WDI
Biến độc lập	FI	Tài chính toàn diện, chỉ số được xác định bằng phương pháp PCA dựa trên thước đo số lượng ATM, số lượng chi nhánh NHTM và số lượng tài khoản tiền gửi trên 1.000 người trưởng thành	WDI
Biến kiểm soát	LGDPpc	Logarit tự nhiên của thu nhập bình quân đầu người	WDI
	DOP	Tín dụng nội địa được cung ứng cho khu vực tư/GDP	WDI
	INF	Tỷ lệ lạm phát (% chỉ số giá tiêu dùng theo năm)	WDI
	INT	Lãi suất thực (% năm)	WDI
	INS	Chất lượng thể chế, thước đo mã hóa chế độ chính trị của quốc gia theo Jagers và Gurr (1995); Marshall và Jagers (2002), dao động từ -10 đến 10, với 10 đại diện cho một nền dân chủ toàn diện	Polity IV Project

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Dữ liệu được thu thập cho 16 quốc gia đang phát triển thuộc khu vực Châu Á giai đoạn 2008 – 2017 bao gồm Việt Nam, Campuchia, Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines, Afghanistan, Armenia, Bhutan, Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh, Pakistan, Georgia, Kazakhstan, Kyrgyz Republic (các quốc gia khác trong khu vực không nằm trong mẫu nghiên cứu do số liệu có giới hạn và có tính chất đột biến).

Để đánh giá mức độ ổn định tài chính, nhiều chỉ tiêu đo lường đã được sử dụng như điểm số Z của ngân hàng, biến động thị trường chứng khoán, dự phòng rủi ro tín dụng... Tuy nhiên dữ liệu thống kê chưa cập nhật. Do đó, dựa trên tính khả dụng của dữ liệu, nghiên cứu sử dụng thước đo cho ổn định tài chính là tỷ lệ nợ xấu của khu vực ngân hàng. Đây là thước đo khá phổ biến, được sử dụng trong các nghiên cứu của Morgan & Pontines (2014), Almarzoqi và cộng sự (2015). Tỷ lệ nợ xấu thấp hơn cho thấy một xác suất thấp hơn về tính không ổn định và tỷ lệ nợ xấu cao hơn cho thấy xác suất vỡ nợ cao hơn của khu vực ngân hàng, khi đó khu vực ngân hàng càng kém ổn định.

Tương tự như ổn định tài chính, tài chính toàn diện có khá nhiều thước đo khác nhau. Bài viết sử dụng phương pháp phân tích thành phần chính PCA từ ba dẫn xuất (theo tính chất sẵn có của dữ liệu) là số lượng ATM, số lượng chi nhánh NHTM và số lượng tài khoản tiền gửi trên 1.000 người trưởng thành để cho ra chỉ số phản ánh mức độ tài chính toàn diện tối ưu hơn. Phương pháp này cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Almarzoqi và cộng sự (2015).

Việc đưa các biến kiểm soát vào mô hình có tầm quan trọng nhất định. Đối với yếu tố thu nhập bình quân đầu người, được kỳ vọng sẽ có tác động tích cực đến sự ổn định tài chính thông qua tài chính toàn diện. Thu nhập bình quân đầu người tăng làm gia tăng

mức độ tài chính toàn diện, tới lượt nó, tài chính toàn diện thúc đẩy sự ổn định tài chính, tỷ lệ nợ xấu thấp. Tiếp theo, tỷ lệ tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư nhân trên GDP cũng được xem xét. Khi tỷ lệ này lớn, nguồn lực tài chính được cung cấp cho khu vực tư nhân nhiều hơn, có thể dẫn đến sự bất ổn về tài chính bởi phần lớn nguồn lực này tập trung cung ứng cho một khu vực cụ thể. Do đó yếu tố này được kỳ vọng mang tác động tiêu cực đến ổn định tài chính theo Morgan và Pontines (2014), Siddik và cộng sự (2018). Lãi suất cũng là một yếu tố được quan sát cho thấy có mối quan hệ nhân quả với tăng trưởng (Akbas, 2015; Sanogo và Moussa 2017). Khi lãi suất càng thấp các chủ thể trong nền kinh tế càng dễ dàng tiếp cận các dịch vụ tín dụng, mang đến tác động tích cực cho ổn định tài chính. Ngoài ra, điều cần thiết cho sự vận hành trơn tru của hệ thống tài chính chính là sự ổn định kinh tế vĩ mô. Lạm phát cao hơn làm giảm lợi nhuận thực tế làm cho đầu tư và tiết kiệm kém hấp dẫn. Boyd và cộng sự (2001) nhận thấy các quốc gia đối mặt với lạm phát trải qua mức độ phát triển tài chính thấp hơn đáng kể. Rousseau và Wachtel (2006) tương tự quan sát mức lạm phát thấp hỗ trợ cho phát triển tài chính và mối quan hệ tăng trưởng – tài chính bị phá vỡ ở các nền kinh tế với tỷ lệ lạm phát luôn vượt mức 13%. Cuối cùng, môi trường thể chế và pháp lý là một trong những yếu tố đóng góp sự phát triển lành mạnh của hệ thống tài chính. La Porta và cộng sự (1997), Levine và cộng sự (2000) cho rằng phát triển tài chính mạnh hơn ở các nền kinh tế mà thể chế bảo vệ, thực thi các quyền tài sản và củng cố quyền của các chủ nợ tốt hơn. Các quốc gia áp đặt sự tuân thủ pháp luật một cách hiệu quả và thực thi các hợp đồng có xu hướng phát triển các định chế tài chính trung gian tốt hơn nhiều so với các quốc gia mà việc tuân thủ lỏng lẻo hơn. Acemoglu và cộng sự (2005), Demetriades và Andrianova

(2005) kết luận chất lượng của thể chế giảm thiểu khủng hoảng đáng kể và góp vào thành công của cải cách tài chính.

3.2. Phương pháp ước lượng

Bài viết sử dụng phương pháp ước lượng GMM do một số vấn đề sau đây có thể phát sinh và dẫn đến các kết quả ước lượng phương trình (1) bị chệch:

(i) Do tính chất các biến nghiên cứu đều là các biến số kinh tế vĩ mô nên chúng thường có tác động hai chiều, biến FI có thể là biến nội sinh khi nó tác động tới FS và ngược lại FS cũng tác động tới FI. Do đó việc hồi qui các biến này có thể dẫn đến sự tương quan với sai số và một số biến khác có những thuộc tính tương tự.

(ii) Các đặc tính quốc gia bất biến theo thời gian như địa lý, văn hóa và nhân chủng học có thể tương quan với các biến giải thích (các tác động cố định). Các tác động cố định này hiện diện trong đại lượng sai số của các phương trình thực nghiệm.

(iii) Sự hiện diện của biến trễ của biến phụ thuộc FS_{it-1} đưa đến khả năng tự tương quan cao.

(iv) Dữ liệu bảng có thời gian quan sát 9 năm ít hơn số lượng các đơn vị bảng (các quốc gia) là 16.

Các vấn đề nêu trên có thể khiến hồi quy OLS không nhất quán và ước lượng bị chệch, hay vấn đề nội sinh của các biến chưa thể xử lý triệt để bằng các phương pháp như FEM, REM hay 2SLS. Phương pháp hồi quy GMM sai phân được phát triển bởi Arellano và Bond (1991) có thể xử lý tốt hơn các vấn đề trên. Tính phù hợp của các biến công cụ trong ước lượng GMM sai phân dữ liệu bảng được đánh giá thông qua thống kê Sargan và thống kê Arellano-Bond. Kiểm định Sargan với giả thuyết H_0 : biến công cụ có tính ngoại sinh, nghĩa là nó không tương quan với sai số. Vì thế P-value của thống kê Sargan càng

lớn càng tốt. Kiểm định Arellano-Bond được dùng để phát hiện tự tương quan chuỗi ở sai phân bậc 1. Vì thế, kết quả kiểm định tương quan chuỗi bậc một AR(1) không cần quan tâm, trong khi tự tương quan chuỗi bậc hai

AR(2) được kiểm định dựa trên chuỗi sai phân bậc 1 của sai số để phát hiện hiện tượng tự tương quan bậc một của nó.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả giá trị của các biến trong mô hình

Các biến	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
FS	60	5.3166	4.2623	0.9536	20.9306
FI	60	0.3685	0.7919	-2.3472	2.6666
LGDPpc	60	7.7534	0.8748	6.0210	9.4017
DOP	60	56.6028	41.451	3.5903	157.5671
INT	60	6.0507	5.5595	-5.6163	21.7404
INF	60	5.5332	5.0778	-6.8111	26.4186
INS	54	2.8506	5.5055	-7	9

Nguồn: Tính từ phần mềm Stata 15.0

Bảng 3. Ma trận tương quan các biến trong mô hình nghiên cứu

	FS	FI	LGDPpc	DDOP	IINT	IINF	IINS
FS	1,0000						
FI	-0.0598	1,0000					
LGDPpc	-0.1115	-0.0137	1,0000				
DOP	-0.4896	0.2177	0.5160	1,0000			
INT	-0.0283	0.1894	-0.3538	-0.3478	1,0000		
INF	0.2459	-0.3133	-0.3085	-0.3013	-0.3188	1,0000	
INS	-0.0880	0.0516	-0.1742	-0.4487	0.2461	-0.0782	1,0000

Nguồn: Tính từ phần mềm Stata 15.0

Bảng 2 thể hiện giá trị các biến trong mô hình nghiên cứu, ổn định tài chính đo bằng tỷ lệ nợ xấu ngân hàng trung bình ở các quốc gia trong mẫu đạt giá trị dương 5.3%. Chỉ số tài chính toàn diện trung bình là 0.3. Chỉ số chất lượng thể chế ở các quốc gia đạt giá trị dương 2.8 cho thấy chất lượng thể chế không cao và có sự chênh lệch khá đáng kể từ -7 đến 9. Các hệ số tương quan trong Bảng 3 đều không quá 0.5 nên chưa xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Bảng 4. Kết quả ước lượng GMM

	Coef	Prob
FS(-1)	2.1153***	0.000 (0.4350)
FI	-1.6700**	0.030 (0.7706)
LGDPpc	-2.5193	0.668 (5.8800)
DOP	0.1523**	0.018

		(0.0641)
INT	0.4142*	0.074 (0.2319)
INF	0.16493	0.355 (0.1783)
INS	-1.0971**	0.041 (0.5357)
AR(2) test	0.73	
Sargan test	0.76	

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 15.0. Dấu *, **, *** có các mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5%, 1%; số liệu trong () là sai số chuẩn.

Kết quả ước lượng tại Bảng 4 cho thấy các biến giải thích trong mô hình ngoại trừ LGDPpc và INF có ý nghĩa thống kê tới ổn định tài chính. Biến trễ phụ thuộc FS(-1) có ý nghĩa thống kê, ngụ ý rằng GMM là một phương pháp ước lượng thích hợp và có thể dựa vào kết quả thực nghiệm để thực hiện suy luận thống kê. Cụ thể tài chính toàn diện

tác động âm có mức ý nghĩa 5% tới tỷ lệ nợ xấu, tức ổn định tài chính tăng, tương đồng với lập luận của lý thuyết trung gian tài chính, thông tin bất cân xứng, tài chính – tăng trưởng và cạnh tranh - ổn định và đồng nhất với kết luận của Morgan and Pontines (2014) và phần lớn các nghiên cứu thể hiện xu hướng tích cực của tài chính toàn diện đến ổn định tài chính khác. Tỷ lệ tín dụng nội địa cung ứng cho khu vực tư/GDP tác động dương có ý nghĩa tới tỷ lệ nợ xấu ở mức ý nghĩa 1%, tức khi tỷ lệ này tăng sẽ làm suy yếu ổn định tài chính, đúng như kỳ vọng và tương đồng với kết quả nghiên cứu của Morgan and Pontines (2014), Siddik và cộng sự (2018) về mối quan hệ nghịch chiều giữa hai yếu tố này. Đối với lãi suất thực, nó có tác động dương có ý nghĩa đến ổn định tài chính ở mức 10%, tương đồng với nghiên cứu của Sango và Moussa (2017), Siddik và cộng sự (2018). Lãi suất thực tăng lên làm giảm khả năng trả nợ của các doanh nghiệp, dẫn đến tình trạng nợ quá hạn tăng, mức độ ổn định tài chính suy giảm. Đặc biệt, chất lượng thể chế có tác động âm đến tỷ lệ nợ xấu với mức ý nghĩa 5%, tương đồng với Almarzoqi và cộng sự (2015). Theo Creane và cộng sự (2004), tại các quốc gia đang phát triển, được cho là có hệ thống tư pháp kém, bộ máy chính quyền tham nhũng sẽ gây cản trở cho quá trình mở rộng tín dụng, kiểm soát và thu nợ một khi mà khoản cho vay đó đã được phê duyệt. Đặc biệt, sự tồn tại của tham nhũng đã gây tác động tiêu cực đến mức độ cạnh tranh của thị trường và vì vậy dẫn đến việc cung ứng tín dụng không hiệu quả. Johnson và Wilson (2000) cho rằng trong những xã hội ít truyền thống dân chủ và kỷ luật xã hội, những người ra quyết định đứng trước các mối liên hệ không chính thức và các áp lực từ những nhóm người tìm kiếm lợi ích kinh tế bất hợp pháp. Trong trường hợp này, những quyết định cho vay bị ảnh hưởng bởi cường độ áp lực từ việc vận động hành

lang của các nhóm quyền lợi khác nhau. Các khoản cho vay vì vậy đạt được bởi các công ty với mối quan hệ chính trị vững chắc nhưng có thể là chất lượng thấp. Tác động của môi trường thể chế lên nợ xấu được báo cáo là có ý nghĩa thống kê trong nghiên cứu phân tích về nợ xấu của Boudriga và cộng sự (2010), Tanaskovic và Jandric (2014).

4.2. Kết luận và hàm ý chính sách

Tác động của tài chính toàn diện và các yếu tố vĩ mô – thể chế đến ổn định tài chính đã thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách, và kết quả thực nghiệm cho thấy kết quả tương đối đa chiều. Nghiên cứu này được thực hiện góp phần khẳng định thêm lập luận tài chính toàn diện, đo lường bằng phương pháp PCA qua ba chỉ số số lượng ATM, số lượng chi nhánh NHTM và số lượng tài khoản tiền gửi trên 1.000 người trưởng thành có tác động tích cực đến ổn định tài chính, thông qua tỷ lệ nợ xấu ngân hàng giảm, xác suất vỡ nợ của các tổ chức tài chính thấp hơn. Do đó, khuôn khổ pháp lý cho mô hình đại lý ngân hàng (agent banking) nhằm mở rộng phạm vi bao phủ điểm cung cấp dịch vụ ngân hàng đến gần với người dân nên được xem xét. Điều này sẽ cho phép ngân hàng được giao đại lý cho các chủ thể không phải ngân hàng làm đại lý, cung ứng một số dịch vụ ngân hàng theo ủy quyền của ngân hàng. Khi đó, khả năng tiếp cận ngân hàng, sử dụng tài khoản thanh toán và tiền gửi của công chúng trở nên thuận lợi hơn, là bước đầu tiên để tiếp cận đến tất cả các loại sản phẩm dịch vụ tài chính khác như tiết kiệm, tín dụng, bảo hiểm và đầu tư. Ngoài ra, kết quả thực nghiệm cho thấy các tác động thuận chiều của chất lượng thể chế đến ổn định tài chính thông qua giảm tỷ lệ nợ xấu. Các quốc gia đang phát triển có hệ thống tài chính chưa được tổ chức tốt cần được tái cấu trúc, gắn với cải thiện tính toàn vẹn của các định chế tài chính, cùng với

khung thể chế minh bạch và đồng bộ sẽ góp phần ổn định tài chính. Kết quả trên cũng thể hiện tỷ lệ tín dụng nội địa và lãi suất thực có tác động nghịch chiều đến ổn định tài chính, tỷ lệ nợ xấu tăng. Do đó, với các phát hiện này, nghiên cứu đề xuất các nhà hoạch định chính sách của các quốc gia đang phát triển,

trong đó có Việt Nam thực hiện các biện pháp tài chính toàn diện, loại bỏ các ràng buộc về khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính ngân hàng cùng với sự hoàn thiện thể chế, cơ sở hạ tầng tài chính, đồng thời với kiểm soát tín dụng và lãi suất thực chặt chẽ sẽ góp phần vào mục tiêu ổn định tài chính của quốc gia.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson. "Institutions as a fundamental cause of long-run growth." *Handbook of economic growth* 1 (2005): 385-472.
- Ahamed, M. M., & Mallick, S. K. (2017). Is financial inclusion good for bank stability? International evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*.
- Akbas, Y. E. (2015). Financial development and economic growth in emerging market: bootstrap panel causality analysis. *Theoretical & Applied Economics*, 22(3).
- Almarzoqi, R., Naceur, M. S. B., & Kotak, A. (2015). *What matters for financial development and stability?* (No. 15-173). International Monetary Fund.
- Anatolyevna, M. I., & Ramilevna, S. L. (2013). Financial stability concept: main characteristics and tools. *World Applied Sciences Journal*, 22(6), 856-858.
- Anthony-Orji, O. I., Orji, A., Ogbuabor, J. E., & Nwosu, E. O. (2019). Do financial stability and institutional quality have impact on financial inclusion in developing economies? A new evidence from Nigeria. *International Journal of Sustainable Economy*, 11(1), 18-40.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Bagehot, W., & Street, L. (1915). *A description of the money market*. Murray.
- Bofondi, M., & Gobbi, G. (2003). Bad loans and entry in local credit markets. *Bank of Italy*.
- Boudriga, A., Taktak N. B., Jellouli, S. (2010). Bank specific, business and institutional environment determinants of banks nonperforming loans: Evidence from Mena countries. *Economics research forum*, Working Paper 547
- Boyd, J. H., & De Nicolo, G. (2005). The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of finance*, 60(3), 1329-1343.
- Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. "The impact of inflation on financial sector performance." *Journal of monetary economics* 47.2 (2001): 221-248.
- Creane, S., R. Goyal, A. M. Mobarak and R. Sab. 2004. "Evaluating Financial Sector Development in the Middle East and North Africa: New Methodology and Some New Results". *Topics in MENA; Proceedings of the Middle East Economic Association*, Volume 6.
- Creel, J., Hubert, P., & Labondance, F. (2015). Financial stability and economic performance. *Economic Modelling*, 48, 25-40.
- Demirguc-Kunt, A., & Klapper, L. (2012). Measuring financial inclusion: The global finindex database. The World Bank. Policy Research Working Paper, No. 6025
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51(3), 393-414.

- George, A. (1970). The market for 'Lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Hannig, A., & Jansen, S. (2010). Financial inclusion and financial stability: Current policy issues. *ADB Working Paper* 259.
- Keeley, M. C. (1990). Deposit insurance, risk, and market power in banking. *The American economic review*, 1183-1200.
- Khan, H. R. (2011). Financial inclusion and financial stability: are they two sides of the same coin? Address by Shri HR Khan, Deputy Governor of the Reserve Bank of India, at Bancon 2011, organized by the Indian Bankers Association and Indian Overseas Bank, Chennai, 4 November 2011.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of finance* (1997): 1131-1150.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2011). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.
- Levine, R., & Zervos, S. (1999). *Stock market development and long-run growth*. The World Bank.
- Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. "Financial intermediation and growth: Causality and causes." *Journal of monetary economics* 46.1 (2000): 31-77.
- Morgan, P., & Pontines, V. (2014). Financial stability and financial inclusion. *ADB Working Paper* No.488
- Mehrotra, A. N., & Yetman, J. (2015). Financial inclusion-issues for central banks. *BIS Quarterly Review* March.
- Ndebbo, J. E. U. (2004). Financial deepening, economic growth and development: Evidence from selected sub-Saharan African Countries. *African Economic Research Consortium (AERC) Research Paper* Working Paper No. 142.
- Popovska, J. (2014). Modelling financial stability: The case of the banking sector in Macedonia. *Journal of Applied Economics and Business*, 2(1), 68-91.
- Rousseau, Peter L., and Paul Wachtel. "Inflation thresholds and the finance-growth nexus." *Journal of international money and finance* 21.6 (2002): 777-793.
- Sahay, R., Cihak, M., N'Diaye, P. M. B. P., Barajas, A., Mitra, S., Kyobe, A., & Yousefi, S. R. (2015). *Financial inclusion: can it meet multiple macroeconomic goals?* (No. 15/17). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Sanogo, V., & Moussa, R. (2017). Financial reforms, financial development, and economic growth in the Ivory Coast. *Economies*, 5(1), 7.
- Shiimi, I. (2010). Financial inclusion—an imperative towards Vision 2030. *annual address by the Governor of the Reserve Bank of Namibia*, 28.
- Siddik, M., Alam, N., & Kabiraj, S. (2018). Does Financial Inclusion Induce Financial Stability? Evidence from Cross-country Analysis. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 12(1), 34-46.
- Sparatt, S. (2013). *Financial Regulation in Low Income Countries*. Banking Growth with Stability (5th Edition) Prentice Hall London.
- Tanaskovic, S., & Jandric, M. (2015). Macroeconomic and institutional determinants of non-performing loans. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 4(1), 47-62.
- Torre, A. D. L., Feyen, E., & Ize, A. (2013). Financial development: structure and dynamics. *the world bank economic review*, 27(3), 514-541.