

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Mỹ Linh và Đoàn Thị Thu Trang** - Ngưỡng nợ nước ngoài tối ưu đối với tăng trưởng kinh tế: nghiên cứu trường hợp các quốc gia ASEAN. *Mã số: 173.1DEco.11* 3
The Optimal Threshold of External Debt for Economic Growth: A Case Study of Asean Countries
- 2. Nguyễn Đức Thành, Đỗ Phương Thảo và Phạm Hà Châu Quế** - Ảnh hưởng của đầu tư R&D đến kết quả tài chính của doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 173.1TrEM.11* 16
Impact of R&D Investment on Business Financial of Food Processing Firm Group on Vietnam Stock Exchange
- 3. Bùi Quang Bình** - Vốn giáo dục, vốn sức khỏe và tăng trưởng kinh tế: Trường hợp ở Duyên hải Nam Trung Bộ và Tây Nguyên của Việt Nam. *Mã số: 173.1GEMg.11* 29
Educational Capital, Health Capital and Economic Growth: Case in Southern Central Content and West Central Highlands of Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Nguyễn Thị Hoàng Yến và Phạm Long Châu** - Tác động của đánh giá trực tuyến và sự tương đồng giữa hình ảnh bản thân, hình ảnh điểm đến đến thái độ và ý định lựa chọn điểm đến du lịch của gen Y. *Mã số: 173.2BMkt.21* 38
Impact of online review and self-image congruence on attitude and destination choice intention of gen Y

- 5. Bùi Thị Hiền và Nguyễn Thu Trang** - Ảnh hưởng của các đặc điểm hội đồng quản trị đến hành vi quản trị lợi nhuận tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 173.2HRMg.21** 52

The Effect of Board Characteristics on Earnings Management: the Case of Firms Listed on Vietnam Stock Exchange

- 6. Nguyễn Việt Bằng và Nguyễn Thị Hoàng Yến** - Tích hợp lý thuyết U&G và lý thuyết hành vi hoạch định để đánh giá tác động của quảng cáo Facebook đối với Ý định mua hàng. **Mã số: 173.2BMkt.21** 65

Integrating the U&G theory and theory of planned behavior to test the impact of Facebook advertising on Purchase Intention

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Bùi Thị Thu Loan, Thân Thanh Sơn và Ngô Văn Quang** - Các yếu tố ảnh hưởng đến sự gắn kết giữa nhà trường và doanh nghiệp: Nghiên cứu tại trường đại học công nghiệp Hà Nội. **Mã số: 173.3OMIs.32** 85

Determinants Affecting the Cooperation Between University and Enterprise: the Case Study at Hanoi University of Industry

- 8. Ngô Đức Chiến** - Vai trò của động lực dịch vụ công trong việc nâng cao hành vi công dân tổ chức của công chức trên địa bàn Thành Phố Đà Nẵng. **Mã số: 173.3OMIs.31** 99

The Role of Public Services Motivation in Improving Organizational Citizen Behaviors of Civilities in Danang City

NGƯỠNG NỢ NƯỚC NGOÀI TỐI ƯU ĐỐI VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CÁC QUỐC GIA ASEAN

Nguyễn Thị Mỹ Linh

Trường Đại học Tài chính - Marketing

Email: ntmylinh@ufm.edu.vn

Đoàn Thị Thu Trang

Trường Đại học Công nghiệp TP.Hồ Chí Minh

Email: doanthithutrang@iuh.edu.vn

Ngày nhận: 28/09/2022

Ngày nhận lại: 12/12/2022

Ngày duyệt đăng: 14/12/2022

*M*ục tiêu của bài nghiên cứu này là xác định ngưỡng nợ nước ngoài tối ưu đối với tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia ASEAN. Mẫu dữ liệu nghiên cứu bao gồm 7 quốc gia ASEAN (Indonesia, Campuchia, Lào, Myanmar, Philippines, Thái Lan và Việt Nam), giai đoạn 2002-2020. Đối với phương pháp ước lượng, các tác giả sử dụng kết hợp hiệu ứng ngưỡng và system - GMM. Kết quả ước lượng cho thấy tồn tại giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài so với GDP là 46,51%. Tuy nhiên, tác động của nợ nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế chỉ được thể hiện rõ ràng ở miền sau giá trị ngưỡng này, với xu hướng tác động là ngược chiều. Điều này cho thấy, nợ nước ngoài so với GDP cao hơn 46,51% có thể gây cản trở đối với tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, các tác giả còn tìm thấy tác động đáng kể của đầu tư trong nước, độ mở thương mại và lạm phát đến tăng trưởng kinh tế. Những phát hiện của bài nghiên cứu này là bằng chứng thực nghiệm có ý nghĩa quan trọng đối với các quốc gia ASEAN, đặc biệt là trong việc xác định quy mô nợ nước ngoài phù hợp nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế.

Từ khóa: ASEAN; Tăng trưởng kinh tế; Nợ nước ngoài; System - GMM; Hiệu ứng ngưỡng.

JEL Classifications: F34, F43, O16.

1. Giới thiệu

Tác động của nợ nước ngoài (nợ nước ngoài) đến tăng trưởng kinh tế (TTKT) là chủ đề nghiên cứu đã được đề cập nhiều trong các nghiên cứu thực nghiệm, nhưng còn tồn tại một số quan điểm trái ngược nhau, đặc biệt là trong việc xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài (Daud & Podivinsky, 2012). Thật vậy, nếu nợ nước ngoài được sử dụng hợp lý và được duy trì trong giới hạn ngưỡng nhất định thì nợ nước ngoài có thể tác động cùng chiều đến TTKT (Ijirshar & cộng sự, 2016; Mariano & Villanueva, 2006; Ndubuisi, 2017). Tuy nhiên, khi nợ nước ngoài được sử dụng không hiệu quả và vượt quá ngưỡng này, nợ nước ngoài có thể gây ra tác

động ngược chiều đối với TTKT (Adegbite & cộng sự, 2008; Clements & cộng sự, 2003; Cohen, 1997; Cordella & cộng sự, 2010; Dauda & cộng sự, 2013; Pattillo & cộng sự, 2002). Do đó, nợ nước ngoài có thể tác động phi tuyến đến TTKT. Tức là tồn tại giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài, mà trước và sau giá trị ngưỡng này, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT có thể thay đổi. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này chưa có sự thống nhất về giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài. Thật vậy, Cohen (1997) cho rằng ngưỡng của nợ nước ngoài so với GDP của các quốc gia ở Mỹ Latinh và Châu Phi là 50%. Pattillo và cộng sự (2002) báo cáo rằng ngưỡng của nợ nước ngoài so với GDP tại 93 quốc

gia đang phát triển là 90%. Clements và cộng sự (2003) tiến hành phân tích dữ liệu của 55 quốc gia có thu nhập thấp, kết quả cho thấy ngưỡng của nợ nước ngoài so với GDP là 25%. Cordella và cộng sự (2010) cho rằng nợ nước ngoài có thể tạo ra tác động ngược chiều đến TTKT nếu nợ nước ngoài so với GDP nằm trong khoảng 79% - 80%. Trong khi đó, Dauda và cộng sự (2013) đã tìm thấy ngưỡng của nợ nước ngoài tại Malaysia là 170.757 triệu Ringgit Malaysia (RM). Nhìn chung, việc xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài đã được thực hiện trong một số nghiên cứu thực nghiệm, tuy nhiên vẫn chưa có sự thống nhất về giá trị ngưỡng này. Hơn nữa, với mỗi mẫu dữ liệu khác nhau, giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài có thể sẽ thay đổi. Do đó, việc xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài đối với mẫu dữ liệu từng quốc gia hoặc mẫu dữ liệu của một số quốc gia có đặc điểm tương đồng là điều rất cần thiết.

Có thể thấy rằng, việc xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài có ý nghĩa quan trọng đối với các quốc gia, đặc biệt là đối với các quốc gia ở khu vực ASEAN. Bởi vì, phần lớn các quốc gia ở khu vực này đều là các quốc gia mới nổi và đang phát triển. Do đó, dòng vốn từ bên ngoài, đặc biệt là nợ nước ngoài đã trở thành động lực quan trọng để thúc đẩy TTKT ở các quốc gia này. Hơn nữa, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT tại các quốc gia ASEAN có thể tồn tại nhiều điểm khác biệt so với các quốc gia ở khu vực khác, đặc biệt là về giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài. Nếu xác định được giá trị ngưỡng này, các quốc gia ASEAN sẽ có cơ sở đáng tin cậy để xác định mức độ nợ nước ngoài phù hợp nhằm kích thích TTKT. Mặc dù vậy, việc tiến hành xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài còn ít gặp trong các nghiên cứu thực nghiệm với mẫu dữ liệu của các quốc gia ASEAN. Trong đó, có thể kể đến nghiên cứu của Phạm Phú Minh và cộng sự (2017) khi xác định được ngưỡng nợ nước ngoài tối đa tại các quốc gia ASEAN, tuy nhiên nghiên cứu này sử dụng mô hình tác động cố định để ước lượng tác động của nợ nước ngoài đến TTKT nên còn gặp phải một số hạn chế nhất định, đặc biệt là trong việc kiểm soát các khuyết tật của mô hình.

Với bài nghiên cứu này, các tác giả sẽ tiến hành phân tích mẫu dữ liệu của các quốc gia ASEAN để xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài, đồng thời xem xét tác động của nợ nước ngoài đến TTKT ở các miền trước và sau giá trị ngưỡng này. Qua đó, các tác giả kỳ vọng sẽ tạo ra bằng chứng thực nghiệm có ý nghĩa nhằm bổ sung vào các tài liệu hiện có về vấn đề này.

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

Nợ nước ngoài có thể được hiểu là tổng dư nợ thực tế chưa được thanh toán mà người cư trú của mỗi quốc gia có trách nhiệm phải thanh toán cho người không cư trú, bao gồm các khoản nợ gốc và/hoặc lãi của người đi vay tại một thời điểm trong tương lai. Người đi vay có thể là các pháp nhân hoặc thể nhân trong nền kinh tế (IMF, 2013). Tại Việt Nam, theo Luật Quản lý nợ công năm 2009, nợ nước ngoài được hiểu cụ thể là tổng các khoản nợ nước ngoài của Chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh, nợ của doanh nghiệp và tổ chức khác được vay theo phương thức tự vay, tự trả. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, nợ nước ngoài thường được đo lường thông qua tỷ lệ nợ nước ngoài so với GDP (Daud & Podivinsky, 2012; Ehikioya & cộng sự, 2020; Law & cộng sự, 2021; Makun, 2021). Khái niệm TTKT được hiểu sự thay đổi về sản lượng hàng hóa và dịch vụ được tạo ra (tính bình quân trên đầu người) trong một khoảng thời gian nhất định. Thông thường, TTKT được xác định thông qua tăng trưởng GDP bình quân đầu người (Daud & Podivinsky, 2012; Ehikioya & cộng sự, 2020; Law & cộng sự, 2021; Makun, 2021).

Tác động của nợ nước ngoài đến TTKT có thể được giải thích thông qua lý thuyết tăng trưởng tân cổ điển (Diamond, 1965; Matthew & Mordecai, 2016). Theo lý thuyết này, TTKT phụ thuộc vào nguồn vốn, lao động và công nghệ (Solow, 1956). Có thể thấy rằng, bên cạnh yếu tố lao động và công nghệ, vốn là nguồn lực quan trọng nhằm cải thiện TTKT (Adegbite & Ayadi, 2011).

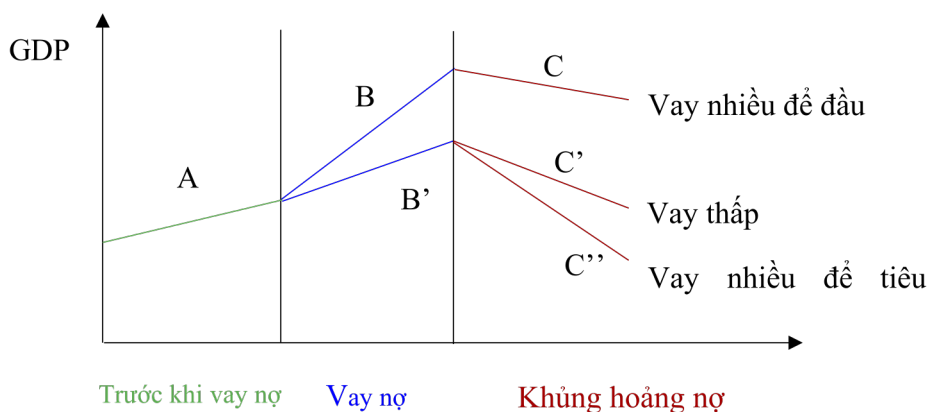
Nợ nước ngoài đóng vai trò quan trọng trong quá trình thúc đẩy TTKT ở nhiều quốc gia, đặc biệt là ở các quốc gia đang phát triển và mới nổi. Các

quốc gia này thường phải đối mặt với tình trạng thiếu nguồn lực tài chính để thúc đẩy TTKT. Bên cạnh hạn chế này, các quốc gia đang phát triển và mới nổi thường bị hạn chế về nguồn thu, trong khi nhu cầu chi tiêu tăng cao, dẫn đến sự phụ thuộc ngày càng nhiều vào nguồn vốn nước ngoài (Makun, 2021). Các quốc gia này có thể huy động nguồn vốn nước ngoài qua nhiều hình thức, trong đó nợ nước ngoài đóng vai trò rất quan trọng. Thật vậy, nợ nước ngoài đã giúp nhiều quốc gia có nguồn lực để thực hiện các chính sách nhằm kích thích TTKT, cũng như làm giảm nguy cơ suy thoái kinh tế sau khi xuất hiện khủng hoảng toàn cầu (DeLong & Summers, 2012; Law & cộng sự, 2021). Khi nợ nước ngoài được sử dụng một cách hiệu quả để tài trợ cho các khoản đầu tư trong nước và phát triển cơ sở hạ tầng nhằm kích thích sự tham gia của khu vực tư nhân, điều này sẽ làm gia tăng đầu tư trong nước, qua đó thúc đẩy TTKT (Ijirshar & cộng sự, 2016; Ndubuisi, 2017). Bên cạnh đó, nợ nước ngoài có thể thúc đẩy TTKT thông qua việc kích thích tiêu dùng trong nước (Mariano & Villanueva, 2006). Do vậy, nợ nước ngoài có thể giữ vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy TTKT.

Nợ nước ngoài cũng có thể tác động ngược chiều đến TTKT. Tác động này có thể được giải thích thông qua hai lý do sau đây: (1) khi nợ nước ngoài gia tăng cao mà không được quản lý tốt, có thể làm giảm hiệu quả sử dụng vốn, do đó làm giảm TTKT

(Fosu, 1999); (2) các quốc gia vay nợ cao thường phải đối mặt với áp lực trả nợ, thậm chí là giảm nguồn lực do phải trả nợ, dẫn đến giảm đầu tư của khu vực tư nhân (Hofman & Reisen, 1991; Jayaraman & Lau, 2009), gây cản trở cho quá trình cải thiện TTKT (Cohen, 1993; Hansen, 2004; Presbitero, 2006). Tác động ngược chiều của nợ nước ngoài đến TTKT đã được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm. Chẳng hạn, Kenen (1990), Sachs (1990), Fosu (1999), Choong và cộng sự (2010), Ehikioya và cộng sự (2020) cho rằng tình trạng gia tăng nợ nước ngoài kéo dài ở nhiều quốc gia là nguyên nhân chính gây cản trở TTKT, thậm chí là dẫn đến suy thoái kinh tế. Với kết quả cụ thể hơn, Iyoha (1999), Clements và cộng sự (2003), Daud và Podivinsky (2012), Siddique và cộng sự (2016) đã xác nhận rằng nợ nước ngoài được quản lý không hiệu quả có thể làm tăng thâm hụt ngân sách và giảm tiết kiệm ở khu vực công, đặc biệt là giảm đầu tư của khu vực tư nhân, qua đó tác động ngược chiều đến TTKT. Tại Việt Nam, tồn tại rất ít nghiên cứu tiến hành phân tích tác động của nợ nước ngoài đến TTKT. Trong đó, có thể kể đến nghiên cứu của Nguyễn Hoàng Bảo và Đoàn Kim Thành (2009) khi tìm thấy tác động ngược chiều của nợ nước ngoài đến TTKT tại Việt Nam trong ngắn hạn.

Tác động của nợ nước ngoài đến TTKT có thể thay đổi tùy thuộc vào quy mô của nợ nước ngoài, tức là nợ nước ngoài có thể tác động phi tuyến đến



(Nguồn: Kamin và cộng sự (1989))

Hình 1: Nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế

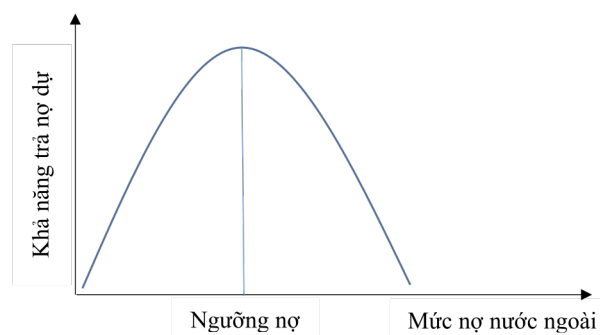
TTKT. Với quan điểm này, có thể kể đến nghiên cứu của Kamin và cộng sự (1989). Theo đó, nợ nước ngoài có thể tác động cùng chiều đến TTKT nếu nợ nước ngoài được duy trì trong giới hạn ngưỡng nhất định, tác động cùng chiều này được hình thành thông qua quá trình tích lũy vốn trong nền kinh tế. Tuy nhiên, khi nợ nước ngoài vượt quá ngưỡng này, nợ nước ngoài có thể gây ra tác động bất lợi đối với TTKT.

Tác động của nợ nước ngoài đến TTKT được thể hiện thông qua ba kênh truyền dẫn sau: (1) kênh đầu tư; (2) kênh tổng cầu; (3) kênh nghĩa vụ trả nợ. Đối với kênh đầu tư, các quốc gia bổ sung nguồn vốn thiếu hụt thông qua huy động nợ nước ngoài trên thị trường vốn quốc tế. Khi nguồn vốn vay được đầu tư hiệu quả, TTKT có thể được kích thích nhiều hơn so với trước khi vay nợ, điều này được thể hiện ở phần B của Hình 1. Khi nguồn vốn vay gia tăng cao và đầu tư không hiệu quả, các quốc gia sẽ đứng trước áp lực gia tăng nghĩa vụ trả nợ, thậm chí là bất ổn kinh tế vĩ mô, dẫn đến tổng đầu tư giảm sút và gây cản trở TTKT, điều này được thể hiện ở phần C của Hình 1. Đối với kênh tổng cầu, nợ nước ngoài làm gia tăng chi tiêu của khu vực tư nhân và khu vực công, dẫn đến tổng cầu và sản lượng trong nền kinh tế gia tăng, qua đó kích thích TTKT (phần B' của Hình 1). Tuy nhiên, nợ nước ngoài gia tăng nhưng không được sử dụng hiệu quả có thể gây cản trở TTKT (phần C'' của Hình 1). Tương tự, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT còn được thể hiện thông qua kênh nghĩa vụ trả nợ. Theo đó, nợ nước ngoài gia tăng có thể kích thích TTKT (phần B' của Hình 1), nhưng vay nợ nhiều

cũng đồng nghĩa với nghĩa vụ trả nợ trong tương lai (bao gồm cả vốn gốc và lãi vay) sẽ gia tăng, dẫn đến gia tăng áp lực đối với nguồn thu ngoại tệ trong tương lai, qua đó làm giảm đầu tư và gây cản trở TTKT (phần C' của Hình 1).

Tác động phi tuyến của nợ nước ngoài đến TTKT còn được thể hiện thông qua đường cong Laffer (Hình 2). Theo đó, nợ nước ngoài ở mức hợp lý có thể kích thích TTKT. Tuy nhiên, nợ nước ngoài có thể gây cản trở TTKT khi nợ nước ngoài vượt quá giá trị ngưỡng nợ. Bởi vì, nợ nước ngoài cao có thể làm giảm đầu tư trong nước do các quốc gia phải để dành nguồn lực để trả nợ. Không chỉ vậy, nợ nước ngoài cao còn làm cho lợi nhuận kỳ vọng từ hoạt động đầu tư giảm sút do các quốc gia phải điều chỉnh chính sách thuế để có tiền trả nợ. Do đó, nợ nước ngoài cao sẽ gây cản trở hoạt động đầu tư và quá trình tích lũy vốn, dẫn đến TTKT giảm sút.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm, tác động phi tuyến của nợ nước ngoài đến TTKT cũng được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm. Chẳng hạn, Cohen (1997) là một trong những nghiên cứu đầu tiên xem xét tác động phi tuyến của nợ nước ngoài đến TTKT ở các quốc gia Mỹ Latinh và Châu Phi. Kết quả nghiên cứu cho thấy nợ nước ngoài có thể tác động bất lợi đối với đầu tư, gây cản trở TTKT nếu nợ nước ngoài so với GDP vượt quá 50%. Trong một nghiên cứu khác, Pattillo và cộng sự (2002) đã tìm thấy tác động phi tuyến của nợ nước ngoài đến TTKT tại 93 quốc gia đang phát triển. Theo đó, nợ nước ngoài có thể gây bất lợi đến TTKT nếu nợ nước ngoài so với GDP vượt quá giá trị ngưỡng



(Nguồn: Pattillo và cộng sự (2002), Osinubi và cộng sự (2010))

Hình 2: Đường cong Laffer về nợ nước ngoài

90%. Clements và cộng sự (2003) cho rằng giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài so với GDP vượt quá 25% có thể gây cản trở TTKT tại 55 quốc gia có thu nhập thấp. Cordella và cộng sự (2010) đã tìm thấy tác động phi tuyến của nợ nước ngoài đến TTKT ở các quốc gia đang phát triển. Theo đó, nếu nợ nước ngoài nằm trong khoảng 15% - 30% thì có thể tạo ra tác động cùng chiều đến TTKT, tác động này trở nên ngược chiều nếu nợ nước ngoài so với GDP nằm trong khoảng 79% - 80%. Trong một nghiên cứu khác, Dauda và cộng sự (2013) cho rằng tồn tại tác động phi tuyến (theo hình chữ U ngược) của nợ nước ngoài đến TTKT ở Malaysia, với giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài là 170.757 triệu Ringgit Malaysia (RM). Với mẫu dữ liệu các quốc gia ASEAN, Phạm Phú Minh và cộng sự (2017) đã xác định được ngưỡng nợ nước ngoài tối đa tại các quốc gia này là 70,42%, tuy nhiên nghiên cứu này còn gặp phải hạn chế nhất định khi ước lượng tác động của nợ nước ngoài đến TTKT.

Có thể thấy rằng, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT là chủ đề nghiên cứu thú vị và đã được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm. Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại một số quan điểm trái ngược nhau trong các nghiên cứu trước, đặc biệt là trong việc xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài. Bên cạnh đó, còn tồn tại rất ít nghiên cứu thực nghiệm tiến hành xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài, khi xem xét tác động của yếu tố này đến TTKT tại các quốc gia ASEAN.

Nhìn chung, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT có thể thay đổi tùy theo mức độ của nợ nước ngoài. Hay nói cách khác, có thể tồn tại giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài, mà trước và sau giá trị ngưỡng này, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT có thể thay đổi. Tuy nhiên, chưa có sự thống nhất khi xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài trong các nghiên cứu thực nghiệm. Có thể thấy rằng, với mỗi mẫu dữ liệu khác nhau, giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài có thể sẽ thay đổi. Hay nói cách khác, việc xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài đối với mẫu dữ liệu từng quốc gia hoặc mẫu dữ liệu của một số quốc gia có đặc điểm tương đồng là điều rất cần thiết. Do vậy, bài nghiên cứu này được thực hiện

nhằm xác định giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài tại các quốc gia ASEAN. Qua đó, kết quả nghiên cứu sẽ là bằng chứng thực nghiệm có ý nghĩa nhằm bổ sung vào các tài liệu hiện có về vấn đề này.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm, nợ nước ngoài có thể tác động đến TTKT thông qua mô hình tổng quát như sau:

$$EG_{it} = \alpha_1 + \beta_1 ED_{it} + \delta_1 CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, EG là biến đại diện cho TTKT, được đo lường thông qua logarit của GDP bình quân đầu người, cách đo lường này phù hợp với quan điểm trước đó của Daud và Podivinsky (2012), Ehikioya và cộng sự (2020), Law và cộng sự (2021), Makun (2021). ED là biến đại diện cho nợ nước ngoài, được xác định thông qua tỷ lệ nợ nước ngoài so với GDP, cách đo lường này cũng được sử dụng trong hầu hết các nghiên cứu trước, như: Daud và Podivinsky (2012), Ehikioya và cộng sự (2020), Law và cộng sự (2021), Makun (2021). CV là một tập hợp các biến kiểm soát, bao gồm: đầu tư trong nước (DI), độ mở thương mại (TRA), lực lượng lao động (LF) và lạm phát (INF). Trong đó, DI được đo lường bằng tỷ lệ vốn đầu tư trong nước so với GDP (Makun, 2021), TRA được xác định thông qua tổng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu so với GDP (Daud & Podivinsky, 2012; Ehikioya & cộng sự, 2020; Law & cộng sự, 2021), LF là tăng trưởng hàng năm của lực lượng lao động (Ehikioya & cộng sự, 2020; Law & cộng sự, 2021), INF được xác định bằng tăng trưởng hàng năm của chỉ số giá tiêu dùng (Ehikioya & cộng sự, 2020; Law & cộng sự, 2021). α , β và δ lần lượt là hệ số hồi quy gốc, hệ số hồi quy của ED và CV; các hệ số hồi quy này thể hiện mức độ tác động của các biến trong mô hình nghiên cứu. Ngoài ra, ε là sai số của mô hình nghiên cứu. Thông tin chi tiết về các biến này được trình bày trong Bảng 1.

Theo Cohen (1997), Pattillo và cộng sự (2002), Clements và cộng sự (2003), Cordella và cộng sự (2010), Dauda và cộng sự (2013), nợ nước ngoài có thể tác động phi tuyến đến TTKT. Hay nói cách khác, có thể tồn tại giá trị ngưỡng (λ) của nợ nước

Bảng 1: Các biến trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường
Tăng trưởng kinh tế	EG	Logarit của GDP bình quân đầu người
Nợ nước ngoài	ED	Nợ nước ngoài so với GDP
Đầu tư trong nước	DI	Vốn đầu tư trong nước so với GDP
Độ mở thương mại	TRA	Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu so với GDP
Lực lượng lao động	LF	Tăng trưởng hàng năm của lực lượng lao động
Lạm phát	INF	Tăng trưởng hàng năm của chỉ số giá tiêu dùng

(Nguồn: Tổng hợp của các tác giả)

ngoài trong mô hình 1. Khi đó, mô hình ngưỡng về tác động của nợ nước ngoài đến TTKT có dạng như sau:

$$EG_{it} = \alpha_2 + \beta_{21} ED_{it} I(ED_{it} \leq \lambda) + \beta_{22} ED_{it} I(ED_{it} > \lambda) + \delta_2 CV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong mô hình 2, $I(\cdot)$ là một hàm chỉ báo của biến ngưỡng ED. Các biến khác tương tự như mô hình 1.

3.2. Phương pháp ước lượng

Các tác giả sử dụng hiệu ứng ngưỡng cho dữ liệu dạng bảng do Hansen (1999) đề xuất để ước lượng giá trị ngưỡng (λ) của ED. Phương pháp ước lượng này cho phép các tác giả có thể xác định được giá trị ngưỡng tối ưu của nợ nước ngoài trong mô hình nghiên cứu. Với hiệu ứng ngưỡng, giá trị ngưỡng được xác định có thể chỉ là điểm gãy, mà tại đó mức độ tác động của biến độc lập đến biến phụ thuộc có thay đổi. Tức là khi vượt qua giá trị ngưỡng này, dấu tác động của biến độc lập đến biến phụ thuộc nhất thiết phải thay đổi, mà có thể chỉ thay đổi về mức độ tác động. Đây là ưu điểm của hiệu ứng ngưỡng so với cách xác định giá trị ngưỡng thông qua hàm số bậc hai như hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm thường làm. Trong các nghiên cứu trước, hiệu ứng ngưỡng cũng được sử dụng bởi Law và cộng sự (2021). Để ước lượng tác động của nợ nước ngoài đến TTKT ở các miền trước và sau giá ngưỡng λ , các tác giả sử dụng các phương pháp ước lượng cơ bản trên dữ liệu dạng bảng, như: mô hình bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu

nhiên (REM). Tuy nhiên, các phương pháp ước lượng cơ bản này còn gặp nhiều hạn chế, đặc biệt là trong việc khắc phục các khuyết tật của mô hình. Do vậy, các tác giả sử dụng system - GMM do Arellano và Bond (1991) đề xuất để ước lượng nhằm khắc phục các khuyết tật của mô hình. Theo Doytch và Uctum (2011), phương pháp ước lượng này có thể khắc phục được các giả thuyết hồi quy bị vi phạm và kiểm soát được hiện tượng nội sinh tiềm ẩn trong mô hình nghiên cứu.

3.3. Dữ liệu

Mẫu dữ liệu nghiên cứu bao gồm 7 quốc gia ASEAN (Indonesia, Campuchia, Lào, Myanmar, Philippines, Thái Lan và Việt Nam), trong giai đoạn 2002-2020, tức là gồm 133 quan sát. Mẫu dữ liệu này đã loại trừ những quốc gia và khoảng thời gian không có đầy đủ dữ liệu, qua đó đảm bảo sự cân bằng trong mẫu dữ liệu - đây là một trong những tiêu chí quan trọng để có thể sử dụng được hiệu ứng ngưỡng trong mô hình nghiên cứu. Các biến trong mô hình nghiên cứu được các tác giả thu thập từ nguồn của World Bank.

4. Kết quả nghiên cứu

Mẫu dữ liệu được mô tả trong Bảng 2 sau đây:

Bảng 2 cho thấy EG đạt giá trị trung bình là 7,33 (tương ứng 2.113,24 USD), giá trị thấp nhất (4,85, tương ứng 128,10 USD) thuộc về Myanmar vào năm 2002, giá trị cao nhất (8,96, tương ứng 7.817,01 USD) thuộc về Thái Lan vào năm 2019. Đối với ED, giá trị trung bình là 47,28%, giá trị nhỏ nhất thuộc về Myanmar vào năm 2018 (15,91%),

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
EG	7,33	0,87	4,85	8,96
ED	47,28	27,89	15,91	180,21
DI	26,25	5,82	16,02	39,57
TRA	91,96	46,50	11,86	211,50
LF	1,45	1,59	-6,06	5,87
INF	6,09	7,42	-1,24	57,08

(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

giá trị cao nhất thuộc về Lào vào năm 2002 (180,21%).

Tiếp theo, các tác giả sử dụng các kiểm định Levin-Lin-Chu (LLC), Im-Pesaran-Shin (IPS) được đề xuất lần lượt bởi Kamin và cộng sự (1989), Im và cộng sự (2003) để xác định tính dừng của các biến trong mô hình nghiên cứu, kết quả này được trình bày ở Bảng 3.

Kết quả phân tích hệ số tương quan cho thấy ED tương quan ngược chiều với EG. Đối với các biến kiểm soát, DI và TRA tương quan cùng chiều với EG, trong khi LF và INF tương quan ngược chiều với EG (Bảng 4).

Để kiểm định sự tồn tại giá trị ngưỡng (λ) của ED, các tác giả sử dụng hiệu ứng ngưỡng do Hansen (1999) đề xuất, kết quả này được trình bày ở Bảng 5.

Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng

Biến	Kiểm định LLC	Kiểm định IPS
EG	-6,46*** (0,00)	-3,37*** (0,00)
ED	-4,77*** (0,00)	-2,99*** (0,00)
DI	-1,51* (0,07)	-1,30* (0,09)
TRA	-2,89*** (0,00)	-1,33* (0,09)
LF	-2,21*** (0,01)	-3,02*** (0,00)
INF	-3,64*** (0,00)	-3,82*** (0,00)

Ghi chú: * và *** tương ứng với mức ý nghĩa 10% và 1%.

(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy các biến trong mô hình nghiên cứu dừng ở bậc gốc, tức là $I(0)$. Do vậy, các tác giả tiến hành sử dụng các biến này để ước lượng mô hình nghiên cứu.

Bảng 5 chỉ ra rằng tồn tại một giá trị ngưỡng (λ) của ED, với $\lambda = 46,51\%$. Hay nói cách khác, tác động của ED đến EG có thể tồn tại dưới dạng phi tuyến, tức là mức độ tác động của ED đến EG ở các miền trước và sau giá trị ngưỡng λ có thể khác nhau.

Bảng 4: Kết quả phân tích hệ số tương quan

Biến	EG	ED	DI	TRA	LF	INF
EG	1,00					
ED	-0,45	1,00				
DI	0,21	0,01	1,00			
TRA	0,20	-0,09	0,05	1,00		
LF	-0,19	0,18	0,08	0,05	1,00	
INF	-0,54	0,22	-0,13	-0,26	0,01	1,00

(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

Bảng 5: Kết quả kiểm định hiệu ứng ngưỡng

Mô hình	Giá trị ngưỡng	Khoảng tin cậy 95%
λ	46,51%	46,12% - 46,63%
Prob	0,00***	

Ghi chú: *** mức ý nghĩa 1%.

(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

Do đó, các tác giả tiên hành ước lượng tác động phi tuyến của ED đến EG theo mô hình 2.

Căn cứ vào Bảng 6, phương pháp FEM tỏ ra phù hợp hơn khi ước lượng mô hình nghiên cứu. Do đó, các tác giả tiến hành kiểm định các giả thuyết hồi quy dựa trên cơ sở kết quả ước lượng mô hình theo phương pháp FEM.

Kết quả kiểm định các giả thuyết hồi quy cho thấy VIF trung bình khá thấp, tức là hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu được đánh giá là không nghiêm trọng. Tuy nhiên, mô hình nghiên cứu tồn tại hiện tượng phương sai của sai số thay đổi, hiện tượng tự tương quan giữa các sai số và hiện tượng nội sinh (Bảng 7). Do vậy, các tác giả tiên hành ước lượng mô hình nghiên cứu theo phương pháp system - GMM nhằm khắc phục các hiện tượng trên, kết quả ước lượng này được trình bày ở Bảng 8.

Mô hình nghiên cứu được ước lượng theo phương pháp system - GMM có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%, với các kiểm định đều phù hợp (Bảng 8). Theo đó, ED tác động ngược chiều đến EG, tác động này có ý nghĩa thống kê ở miền sau giá trị ngưỡng λ . Hay nói cách khác, khi ED lớn hơn

46,51%, ED tác động ngược chiều đến EG. Tuy nhiên, với ED nhỏ hơn 46,51%, các tác giả chưa tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về tác động của ED đến EG. Với việc tìm thấy giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài, giả thuyết H_1 được chấp nhận. Hơn nữa, ở miền sau giá trị ngưỡng, tác động của nợ nước ngoài đến TTKT là ngược chiều, điều này phù hợp với nhận định trước đó của Cohen (1997), Pattillo và cộng sự (2002), Clements và cộng sự (2003), Cordella và cộng sự (2010), Dauda và cộng sự (2013). Theo đó, khi nợ nước ngoài vượt quá giá trị ngưỡng, các quốc gia ASEAN sẽ phải đối mặt với áp lực trả nợ, thậm chí là giảm nguồn lực do phải trả nợ, dẫn đến giảm đầu tư của khu vực tư nhân. Đồng thời, nếu nợ nước ngoài gia tăng mà không được quản lý tốt thì có thể làm giảm hiệu quả sử dụng vốn. Với những lý do đó, khi nợ nước ngoài so với GDP vượt quá giá trị ngưỡng 46,51%, nợ nước ngoài có thể gây cản trở TTKT. Với việc xác định được giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài, kết quả này là bằng chứng thực nghiệm có ý nghĩa đối với các quốc gia ASEAN. Dựa vào giá trị ngưỡng này, các quốc gia ASEAN sẽ có cơ sở để xác định mức vay nợ phù hợp nhằm kích thích TTKT.

Bảng 6: Kết quả ước lượng mô hình nghiên cứu theo các phương pháp ước lượng cơ bản

Kết quả ước lượng	Pooled OLS	FEM	REM
Hằng số	7,19*** (0,00)	6,88*** (0,00)	7,19*** (0,00)
ED (ED ≤ 46,51%)	0,01 (0,11)	-0,01 (0,21)	0,01 (0,11)
ED (ED > 46,51%)	-0,01* (0,09)	-0,01*** (0,00)	-0,01* (0,08)
DI	0,02** (0,05)	0,02* (0,08)	0,02** (0,04)
TRA	-0,01 (0,87)	0,01*** (0,00)	-0,01 (0,87)
LF	-0,09*** (0,01)	-0,09*** (0,00)	-0,09*** (0,01)
INF	-0,05*** (0,00)	-0,02*** (0,01)	-0,05*** (0,00)
R ²	49,70%	61,46%	44,97%
Mức ý nghĩa	20,75*** (0,00)	31,89*** (0,00)	124,50*** (0,00)
Kiểm định F		38,72*** (0,00)	
Kiểm định Hausman		17,72*** (0,01)	

Ghi chú: * ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.
(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

Bảng 7: Kết quả kiểm định các giả thuyết hồi quy

Kiểm định Modified Wald	Kiểm định Wooldridge	VIF trung bình	Kiểm định nội sinh
95,49*** (0,00)	367,14*** (0,00)	2,03	9,85*** (0,00)

Ghi chú: *** mức ý nghĩa 1%.
(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

Bảng 8: Kết quả ước lượng mô hình nghiên cứu theo system - GMM

Kết quả ước lượng	Hệ số hồi quy	P> z
Hằng số	3,488***	0,01
ED (ED ≤ 46,51%)	-0,004	0,66
ED (ED > 46,51%)	-0,006*	0,09
DI	0,158***	0,00
TRA	0,009***	0,01
LF	-0,088	0,20
INF	-0,127***	0,00
Mức ý nghĩa	82,10*** (0,00)	
	AR(1)	-1,97** (0,05)
Kiểm định Arellano-Bond	AR(2)	-1,10 (0,27)
Kiểm định Sargan		9,99 (0,35)

Ghi chú: * ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.
(Nguồn: Kết quả phân tích của các tác giả)

Ngoài ra, các tác giả còn tìm thấy tác động cùng chiều của các biến kiểm soát DI và TRA đến EG. Đồng thời, biến kiểm soát INF có tác động ngược chiều đến EG. Như vậy, việc gia tăng đầu tư trong nước và cải thiện độ mở thương mại cũng góp phần quan trọng trong việc kích thích TTKT. Tuy nhiên, lạm phát gia tăng có thể gây cản trở TTKT tại các quốc gia ASEAN. Kết quả này phù hợp với nhận định trước đó của Daud và Podivinsky (2012), Ehikioya và cộng sự (2020), Law và cộng sự (2021) và Makun (2021).

5. Kết luận

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là xác định ngưỡng nợ nước ngoài đối với TTKT ở các quốc gia ASEAN, giai đoạn 2002-2020. Để giải quyết được mục tiêu nghiên cứu này, các tác giả sử dụng kết hợp hiệu ứng ngưỡng và phương pháp system - GMM. Kết quả ước lượng cho thấy tồn tại giá trị ngưỡng

của nợ nước ngoài so với GDP là 46,51%. Hơn nữa, nợ nước ngoài chỉ tác động đáng kể đến TTKT ở trên giá trị này, xu hướng tác động là ngược chiều. Điều này cho thấy, nợ nước ngoài quá cao có thể gây cản trở TTKT. Mặc dù, giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài được xác định là kết quả chung của các quốc gia trong mẫu nghiên cứu. Tuy nhiên, đây là các quốc gia ở khu vực ASEAN nên có nhiều đặc điểm tương đồng. Do đó, kết quả nghiên cứu hoàn toàn phù hợp với các quốc gia này. Dựa vào kết quả nghiên cứu, vấn đề đặt ra đối với các quốc gia ASEAN là phải kiểm soát nợ nước ngoài ở mức độ phù hợp, cụ thể là duy trì nợ nước ngoài so với GDP ở mức dưới 46,51%. Vấn đề này đặc biệt quan trọng đối với các quốc gia đang có nợ nước ngoài cao hơn giá trị ngưỡng này, như Campuchia (nợ nước ngoài so với GDP đạt giá trị 68,05% vào năm 2020) và Lào (nợ nước ngoài so với GDP đạt giá trị 89,71%

vào năm 2020). Đối với Việt Nam, theo số liệu của World Bank, nợ nước ngoài so với GDP đạt giá trị 46,12% vào năm 2020, giá trị này là khá hợp lý trong bối cảnh hiện nay và thấp hơn giá trị ngưỡng 46,51%. Bên cạnh đó, các quốc gia ASEAN cũng nên cải thiện công tác quản lý nợ và hiệu quả sử dụng vốn. Để thực hiện được điều này, các quốc gia ASEAN cần tập trung vào một số vấn đề sau:

- Xây dựng cơ chế quản lý và sử dụng nợ nước ngoài dựa trên cơ sở minh bạch thông tin: các dự án sử dụng nợ nước ngoài cần được công khai tiến độ thực hiện, thông tin dự toán và phân bổ chi phí cho từng giai đoạn của dự án. Đồng thời, nâng cao trách nhiệm giám sát của các đơn vị có liên quan nhằm hạn chế tình trạng dự án treo, cũng như tình trạng chậm giải ngân. Ngoài ra, các quốc gia ASEAN cần đẩy mạnh công tác phòng chống tham nhũng, đặc biệt là đối với các cơ quan quản lý nhà nước có liên quan đến nợ nước ngoài.

- Nâng cao khả năng hấp thụ và cải thiện hiệu quả phân bổ nợ nước ngoài: các quốc gia ASEAN cần tập trung huy động nợ nước ngoài cho các dự án có hiệu quả cao, đặc biệt là các dự án có đóng góp nhiều cho TTKT. Bên cạnh đó, vấn đề đảm bảo khả năng trả nợ nước ngoài cũng nên được quan tâm nhiều hơn. Để làm được điều này, các quốc gia ASEAN cần đảm bảo nguồn ngoại tệ trả nợ dựa trên cơ sở đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu kết hợp với việc nội địa hóa các sản phẩm sản xuất trong nước.

- Hạn chế tình trạng phụ thuộc quá nhiều vào nợ nước ngoài: các quốc gia ASEAN cần kết hợp tận dụng nguồn lực tài chính trong nước với nợ nước ngoài, qua đó sẽ cải thiện được đáng kể quá trình tích lũy vốn, đặc biệt là đối với khu vực tư nhân. Hơn nữa, các quốc gia sẽ khai thác được nguồn vốn trong dân cư để đầu tư, làm giảm áp lực trả nợ nước ngoài, nhưng vẫn đảm bảo được nguồn lực tài chính để đầu tư nhằm kích thích TTKT.

Ngoài việc kiểm soát nợ nước ngoài ở mức độ phù hợp, các quốc gia ASEAN cần kết hợp đồng bộ với các giải pháp nhằm gia tăng đầu tư trong nước, cải thiện độ mở thương mại và kiểm soát lạm phát. Qua đó, môi trường kinh tế vĩ mô sẽ đảm bảo thuận

lợi, góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn vay nước ngoài, đặc biệt là kích thích TTKT bền vững.

Mặc dù đã đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, tuy nhiên bài nghiên cứu này còn tồn tại một số hạn chế nhất định. Đặc biệt là hạn chế về dữ liệu nên các tác giả chỉ có thể xác định được giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài với mẫu dữ liệu chung của các quốc gia ASEAN, các tác giả chưa thể tiến hành xác định được giá trị ngưỡng của nợ nước ngoài đối với từng quốc gia. Ngoài ra, dựa trên kết quả nghiên cứu này, các nhà nghiên cứu có thể phát triển hướng nghiên cứu mới thông qua việc xem xét tác động của nợ nước ngoài đến TTKT ở các giai đoạn xảy ra bất ổn lớn của nền kinh tế - chẳng hạn như giai đoạn xảy ra khủng hoảng toàn cầu, hoặc có thể tiến hành phân tích tác động của các thành phần trong nợ nước ngoài đến TTKT. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Adegbite, E. O., & Ayadi, F. S. (2011). The role of foreign direct investment in economic development: A study of Nigeria. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 6(1/2), 133–147. <https://doi.org/10.1108/20425961201000011>.
2. Adegbite, E. O., Ayadi, F. S., & Felix Ayadi, O. (2008). The impact of Nigeria's external debt on economic development. *International Journal of Emerging Markets*, 3(3), 285–301. <https://doi.org/10.1108/17468800810883693>.
3. 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. <https://doi.org/10.2307/2297968>.
4. Choong, C.-K., Lam, S.-Y., & Yusop, Z. (2010). Private capital flows to low-income countries: the role of domestic financial sector. *Journal of Business Economics and Management*, 11(4), 598–612. <https://doi.org/10.3846/jbem.2010.29>.
5. Clements, B. J., Bhattacharya, R., & Nguyen, T. Q. (2003). External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries. In *IMF Working*

- Papers* (Vol. 03, Issue 249). <https://doi.org/10.5089/9781451875904.001>.
6. Cohen, D. (1993). Low investment and large LDC debt in the 1980s. *American Economic Review*, 83(3), 437–449.
7. Cohen, D. (1997). *Growth and external debt: A new perspective on the African and Latin American tragedies*. https://www.cepremap.fr/depot/couv_orange/co9715.pdf.
8. Cordella, T., Ricci, L. A., & Ruiz-arranz, M. (2010). Debt overhang or debt intolerance? In *IMF Staff Papers* (Vol. 57, Issue 1). <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/2010/001/article-A001-en.xml>.
9. Daud, S. N. M., & Podivinsky, J. M. (2012). Revisiting the role of external debt in economic growth of developing countries. *Journal of Business Economics and Management*, 13(5), 968–993. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.701224>.
10. Dauda, S. N. M., Ahmad, A. H., & Azman-Saini, W. N. W. (2013). Does External Debt Contribute to Malaysia Economic Growth? *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 26(2), 51–68. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2013.11517606>.
11. DeLong, B., & Summers, L. H. (2012). Fiscal policy in a depressed economy. In *Brookings Papers on Economic Activity* (Vol. 43, Issue 1). http://graduateinstitute.ch/webdav/site/international_economics/shared/international_economics/courses_unprotected_2011_2012/E527b_ds_macro2/C1ass 8 April 17/Delong-Summers.pdf.
12. Diamond, P. (1965). National debt in a neo-classical growth model. *The American Economic Review*, 55(5), 1126–1150.
13. Doytch, N., & Uctum, M. (2011). Does the worldwide shift of FDI from manufacturing to services accelerate economic growth? A GMM estimation study. *Journal of International Money and Finance*, 30(3), 410–427. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.01.001>.
14. Ehikioya, B. I., Omankhanlen, A. E., Osuma, G. O., & Inua, O. I. (2020). Dynamic Relations Between Public External Debt and Economic Growth in African Countries: A Curse or Blessing? *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(3), 88. <https://doi.org/10.3390/joitmc6030088>.
15. Fosu, A. K. (1999). The External Debt Burden and Economic Growth in the 1980s: Evidence from sub-Saharan Africa. *Canadian Journal of Development Studies / Revue Canadienne d'études Du Développement*, 20(2), 307–318. <https://doi.org/10.1080/02255189.1999.9669833>.
16. Hansen, B. E. (1999). Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference. *Journal of Econometrics*, 93(2), 345–368. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(99\)00025-1](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(99)00025-1).
17. Hansen, H. (2004). The Impact of External Aid and External Debt on Growth and Investment. In *Debt Relief for Poor Countries* (pp. 134–157). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/9780230522329_7.
18. Hofman, B., & Reisen, H. (1991). Some evidence on debt-related determinants of investment and consumption in heavily indebted countries. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 127(2), 281–299. <https://doi.org/10.1007/BF02707987>.
19. Ijirshar, V. U., Joseph, F., & Godoo, M. (2016). The Relationship between External Debt and Economic Growth in Nigeria. *International Journal of Economics & Management Sciences*, 6(01). <https://doi.org/10.4172/2162-6359.1000390>.
20. Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53–74. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(03\)00092-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(03)00092-7).
21. IMF. (2013). External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users. In *International Monetary Fund*. <https://doi.org/10.5089/9781498399494.069>.
22. Iyoha, M. A. (1999). External debt and economic growth in Sub-Saharan African countries: an econometrics study. In *AERC Research Paper 90*. <https://doi.org/10.1017/cbo9781107478213.006>.
23. Jayaraman, T. K., & Lau, E. (2009). Does external debt lead to economic growth in Pacific island countries. *Journal of Policy Modeling*, 31(2), 272–288. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2008.05.001>.

24. Kamin, S., Kahn, R. B., & Levine, R. (1989). External Debt and Developing Country Growth. In *International Finance Discussion Paper*. <https://doi.org/10.17016/ifdp.1989.352>.

25. Kenen, P. B. (1990). Organizing Debt Relief: The Need for a New Institution. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 7–18. <https://doi.org/10.1257/jep.4.1.7>.

26. Law, S. H., Ng, C. H., Kutan, A. M., & Law, Z. K. (2021). Public debt and economic growth in developing countries: Nonlinearity and threshold analysis. *Economic Modelling*, 98, 26–40. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.02.004>.

27. Makun, K. (2021). External debt and economic growth in Pacific Island countries: A linear and nonlinear analysis of Fiji Islands. *The Journal of Economic Asymmetries*, 23, e00197. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2021.e00197>.

28. Mariano, R. S., & Villanueva, D. (2006). External Debt, Adjustment, and Growth. *SMU Economics and Statistics Working Paper*. https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1895&context=soe_research.

29. Matthew, A., & Mordecai, B. (2016). The Impact of Public Debt on Economic Development of Nigeria. *Asian Research Journal of Arts & Social Sciences*, 1(1), 1–16. [https://doi.org/10.9734/ARJASS/2016/27263Ndubuisi, P. \(2017\). Analysis of the Impact of External Debt on Economic Growth in an Emerging Economy: Evidence from Nigeria. *African Research Review*, 11\(4\), 156. <https://doi.org/10.4314/afrev.v11i4.13>.](https://doi.org/10.9734/ARJASS/2016/27263Ndubuisi, P. (2017). Analysis of the Impact of External Debt on Economic Growth in an Emerging Economy: Evidence from Nigeria. African Research Review, 11(4), 156. https://doi.org/10.4314/afrev.v11i4.13)

30. Nguyễn Hoàng Bảo, & Đoàn Kim Thành (2009). Khảo sát tính bền vững của nợ nước ngoài và ý nghĩa đóng góp đối với tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam. *Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế*, 10, 41–48.

31. Osinubi, T. S., Dauda, R. O. S., & Olaleru, O. E. (2010). Budget deficits, external debt and economic growth in Nigeria. *The Singapore Economic Review*, 55(3), 491–521. <https://doi.org/10.1142/S0217590810003869>.

32. Pattillo, C., Poirson, H., & Ricci, L. (2002). External Debt and Growth” and “What are the Channels through which External debt affects Growth.” *IMF Working Papers*.

33. Phạm Phú Minh, Hoàng Văn Cương, Trần Thị Kim Oanh, & Văn Thiên Hào (2017). Xác định ngưỡng nợ nước ngoài của các nước Đông Nam á và

Việt Nam: Phân tích theo ứng dụng đường cong Laffer. *Tạp Chí Nghiên Cứu Châu Phi & Trung Đông*, 1, 40–49.

34. Presbitero, A. F. (2006). The debt-growth nexus: A dynamic panel data estimation. *Rivista Italiana Degli Economisti*, 11(3), 417–462. <https://doi.org/https://www.rivisteweb.it/doi/10.1427/24579>.

35. Sachs, J. D. (1990). A Strategy for Efficient Debt Reduction. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 19–29. <https://doi.org/10.1257/jep.4.1.19>.

36. Siddique, A., Selvanathan, E. A., & Selvanathan, S. (2016). The impact of external debt on growth: Evidence from highly indebted poor countries. *Journal of Policy Modeling*, 38(5), 874–894. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.03.011>.

37. Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65. <https://doi.org/10.2307/1884513>.

Summary

The objective of this paper is to estimate the optimal threshold of external debt for economic growth in ASEAN countries. The research data sample includes 7 ASEAN countries (Indonesia, Cambodia, Laos, Myanmar, the Philippines, Thailand and Vietnam) during the period 2002 - 2020. Regarding the estimation method, the authors use a combination of threshold effects and system – GMM. The estimation results show that the threshold value of external debt to GDP is 46,51%. However, the impact of external debt on economic growth is evident in the region after this threshold value and the direction of the impact is negative. This indicates that the external debt to GDP of more than 46,51% can hinder economic growth. In addition, the authors also find the significant impact of domestic investment, trade openness and inflation on economic growth. The findings of this paper are empirical evidence that has important implications for ASEAN countries, especially in determining the appropriate size of external debt to stimulate economic growth.