



Tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia trong khối Liên minh châu Âu

DƯƠNG THỊ BÌNH MINH^{a,*}, LÊ THỊ MAI^b

^a Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

^b Chi cục thuế Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 16/01/2019 Ngày nhận lại: 09/03/2019 Duyệt đăng: 12/03/2019 Mã phân loại JEL: B26; E69; F65 Từ khóa: Phát triển tài chính; Hệ thống tài chính; Tăng trưởng kinh tế; Liên minh châu Âu. Keywords: Financial Development; Financial System; Economic Growth; European Union.	Mục tiêu của bài viết là đánh giá tác động của hệ thống tài chính đối với tăng trưởng kinh tế cho một mẫu gồm 25 quốc gia trong khối Liên minh châu Âu giai đoạn 2004–2016. Đồng thời, tác giả cũng phân chia các quốc gia thành ba nhóm chính nhằm xem xét trình độ phát triển quốc gia (đại diện bởi thu nhập bình quân đầu người) có ảnh hưởng như thế nào đến mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Bằng việc sử dụng mô hình Pooled OLS, Fixed Effects (FEM), Random Effects (REM), phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS), bài viết tập trung nghiên cứu tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia trong khối Liên minh châu Âu, từ đó xác định yếu tố nào trong phát triển tài chính giải thích tốt nhất cho việc tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia này. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tồn tại mối quan hệ một chiều từ phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế và mối quan hệ này mạnh mẽ hơn tại các quốc gia có thu nhập thấp trong khu vực. Abstract The objective of this paper is to evaluate the impact of the financial system on economic growth for a sample of 25 European Union countries during the 2004–2016 period. At the same time, the authors also divided countries into three main groups to examine how the level of national development (represented by per capita income) affects the

* Tác giả liên hệ.

Email: dbminh@ueh.edu.vn (Dương Thị Bình Minh), mainv3842@gmail.com (Lê Thị Mai).

Trích dẫn bài viết: Dương Thị Bình Minh, & Lê Thị Mai. (2019). Tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia trong khối Liên minh châu Âu. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 30(1), 26–48.

relationship between financial development and economic growth. Using Pooled OLS Model, Fixed Effects Model, Random Effects Model and Generalized Least Square Model, this study focuses on the impact of financial development on economic growth in the European Union countries. Then, this study determines which factor in financial development is the best explanation for the economic growth in these countries. This research results indicated that there is a one-way relationship exists from financial development to economic growth and this relationship is stronger in low-income countries.

1. Giới thiệu

Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế là vấn đề được nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới quan tâm, đặc biệt là trong giai đoạn toàn cầu hóa nền kinh tế thế giới như hiện nay. Vì sao tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế lại trở nên quan trọng và nhận được nhiều sự quan tâm như vậy?

Chúng ta biết rằng hệ thống tài chính phát triển có mối liên hệ mật thiết với sự tăng trưởng của nền kinh tế. Một hệ thống tài chính hoạt động hiệu quả sẽ giúp giảm lãng phí và gian lận, giúp sàng lọc và hỗ trợ các dự án hiệu quả hơn, giám sát cân xứng thông tin và rủi ro. Đây chính là các yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Sau những cuộc khủng hoảng tài chính thì các tranh luận về phát triển tài chính có tác động tích cực đến nền kinh tế hay không lại trở thành đề tài nóng trong giới học thuật và những nhà hoạch định chính sách. Ngân hàng Thế giới (World Bank – WB) hiện đã đưa ra tầm nhìn cho Chương trình tăng cường cơ hội tiếp cận Tài chính toàn cầu tới năm 2020, trong đó tập trung hỗ trợ các quốc gia tăng cường cơ hội tiếp cận dịch vụ tài chính thông qua tăng số lượng tài khoản giao dịch để tăng tỷ lệ gửi tiền và giao dịch qua tài khoản ngân hàng. Tại Hội nghị APEC được tổ chức hàng năm, các nền kinh tế luôn lấy chiến lược quốc gia về phát triển tài chính toàn diện là mục tiêu cuối cùng, góp phần tăng trưởng kinh tế, xóa đói giảm nghèo và nâng cao chất lượng cuộc sống cho người dân. Các nhà lãnh đạo nhóm các nền kinh tế lớn (G20) cũng đưa ra các nguyên tắc quan trọng cho phát triển tài chính và đây cũng là những trọng tâm trong kế hoạch hành động của nhóm G20.

Hiện có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới tìm hiểu về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế như: King và Levine (1993a, 1993b), Shan và Morris (2002), AL-Yousif (2002), Habibullah và Eng (2006), Hassan và cộng sự (2011)... Phần lớn các nghiên cứu cho thấy có mối tương quan dương giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, cũng có một số nghiên cứu cho kết quả ngược lại. Điều này ít nhiều do có sự khác biệt giữa các vùng quốc gia và các nhóm nước được phân loại theo quan điểm của nhà nghiên cứu. Đã có các nghiên cứu cho các quốc gia tiêu biểu trên thế giới, các quốc gia châu Á chọn lọc hoặc các quốc gia khu vực Đông Nam Á...

Để có cái nhìn khách quan, toàn diện hơn trong nắm bắt xu hướng vận động giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, đồng thời, với mục tiêu hướng đến cải thiện hệ thống tài chính cũng như tạo cơ hội thúc đẩy tăng trưởng kinh tế các quốc gia trong giai đoạn hiện nay, tác giả đã mở rộng đối tượng nghiên cứu đến các quốc gia thuộc khối Liên minh châu Âu nhằm tạo ra cái nhìn bao quát hơn về vấn đề đang được quan tâm. Bài viết còn đặt ra thách thức đối với các nhà hoạch định chính sách,

các ngân hàng, các nhà đầu tư, đồng thời mở ra hướng nghiên cứu trong tương lai nhằm tiếp tục đưa ra các bằng chứng làm rõ hơn tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế.

Phần còn lại của nghiên cứu được cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế; mô hình và phương pháp nghiên cứu được đề cập đến trong phần 3; phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu; và cuối cùng là phần 5, kết luận và khuyến nghị chính sách.

2. Khung lý thuyết về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế

2.1. Lý thuyết về phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

2.1.1. Lý thuyết về phát triển tài chính

Theo Feldman và Gang (1990), phát triển tài chính (còn được gọi là độ sâu tài chính) được định nghĩa là sự tăng trưởng về quy mô thực của khu vực tài chính trong mối quan hệ với tổng sản phẩm nội địa (Gross Domestic Product – GDP). McKinnon (1993) khi đề cập đến thuật ngữ “phát triển tài chính theo chiều sâu” cho rằng phát triển tài chính theo chiều sâu là sự gia tăng tỷ lệ giá trị các tài sản tài chính so với GDP. Trong khi đó, Hartmanm và cộng sự (2007) cho rằng phát triển tài chính là quá trình cải cách tài chính và nâng cao hoạt động của các tổ chức trong hệ thống tài chính nhằm làm giảm thông tin bất cân xứng, tăng tính hoàn hảo của thị trường, tạo thêm khả năng cho các đối tượng trong nền kinh tế thực hiện được các giao dịch tài chính thông qua các hợp đồng, giảm thiểu chi phí giao dịch và tăng cạnh tranh. Cũng theo Adnan (2011), phát triển tài chính được định nghĩa là các chính sách, các nhân tố và các định chế dẫn đến các hoạt động trung gian hiệu quả và các thị trường tài chính hữu hiệu. Như vậy, có thể thấy phát triển tài chính là quá trình cải thiện về chất lượng trong việc tạo ra, thu hút, chu chuyển và kiểm soát các nguồn lực tài chính của các chủ thể trong nền kinh tế.

2.1.2. Lý thuyết về tăng trưởng kinh tế

Theo định nghĩa của Ngân hàng Thế giới trong “Báo cáo về phát triển thế giới năm 1991” thì tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng về lượng của những đại lượng chính đặc trưng cho một trạng thái kinh tế, trước hết là tổng sản phẩm xã hội, có tính đến mối liên quan với dân số (World Bank, 1991). Trong tác phẩm “Kinh tế học của các nước phát triển”, nhà kinh tế học E.Wayne Nafziger cho rằng tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng về lượng hoặc sự tăng lên về thu nhập bình quân đầu người của một nước¹.

Theo Kulkarni (2008), tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng của GDP hoặc tổng sản lượng quốc gia (Gross National Product – GNP) hoặc tổng sản phẩm quốc gia tính bình quân trên đầu người (GDP bình quân đầu người) trong một thời gian nhất định. Trong khi đó, Durlauf và Blume (2010) cho rằng tăng trưởng kinh tế được đo lường bởi sự thay đổi trong GDP bình quân đầu người. Một số quan điểm khác cho rằng tăng trưởng kinh tế là sự tăng thêm (hay gia tăng) về quy mô sản lượng của nền kinh tế trong một thời kỳ nhất định. Như vậy, có nhiều cách định nghĩa khác nhau, song theo tác giả, một cách khái quát thì tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng về tổng sản phẩm xã hội và tăng thu nhập bình quân đầu người.

¹ Xem thêm E. Wayne. Mafger. (1998). Kinh tế học của các nước đang phát triển. Hà Nội: NXB Thống kê.

2.2. *Lý thuyết về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế*

Phát triển tài chính được đánh giá như là một nhân tố quan trọng của tăng trưởng kinh tế. Sự phụ thuộc có thể không phải là tuyến tính và có thể có các mức ngưỡng tùy theo từng nước cụ thể đối với mối liên kết thuận giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế (Berthelemy & Varoudakis, 1996). Phát triển tài chính đóng góp vào tăng trưởng kinh tế trước hết thông qua việc giảm chi phí cung cấp vốn, và thứ hai thông qua tinh thần kinh doanh được tăng cường; các nhân tố này thúc đẩy sự đổi mới và tạo ra một nền tảng cơ sở hạ tầng kinh tế cho việc thúc đẩy thương mại và tài chính quốc tế. Và ngược lại, khi nền kinh tế có sự tăng trưởng nhất định sẽ tạo một nền tảng tốt hỗ trợ tài chính phát triển. Lý thuyết về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm và bắt đầu đặt nền móng từ nửa đầu thế kỷ XX như Schumpeter (1911), sau đó là Debreu (1959), Goldsmith (1969), McKinnon (1973), Shaw (1973), Lucas (1988)...

2.2.1. *Tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế*

Nhắc đến phát triển tài chính không thể không nhắc đến các trung gian tài chính. Đây là các định chế tài chính chuyên hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực tài chính - tiền tệ. Hoạt động chủ yếu và thường xuyên của tổ chức này là tập trung các khoản vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế, sử dụng số vốn đó cung ứng cho những chủ thể có nhu cầu vốn và cung cấp các dịch vụ tài chính - tiền tệ cho khách hàng. Schumpeter (1911) đã tìm thấy các chức năng và dịch vụ của trung gian tài chính là thiết yếu cho sự đổi mới công nghệ và phát triển kinh tế, cụ thể là: Huy động tiền tiết kiệm, quản lý rủi ro, giám sát và đánh giá các giao dịch tài chính, và tạo thuận lợi cho giao dịch giữa các bên.

Các hệ thống tài chính có khả năng quản lý rủi ro một cách hữu hiệu, đóng góp vào sự gia tăng của tăng trưởng kinh tế (King & Levine, 1993b). Ngoài ra, Levine (1997) cho rằng “các nước có thể chế tài chính hiệu quả trong việc giảm bớt các rào cản thông tin sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh hơn thông qua nhiều khoản đầu tư so với các nước có các hệ thống tài chính kém hiệu quả hơn trong việc đạt được và xử lý thông tin”.

Các hệ thống tài chính được thiết kế thích hợp sẽ cải thiện được chi phí giao dịch (bao gồm chi phí thông tin), tạo điều kiện thuận lợi cho sự phân bổ nguồn lực thông qua việc nhận biết các bất ổn và rủi ro của việc quản lý nguồn lực. Chất lượng của trung gian tài chính là có liên quan đến tính hiệu quả về mặt chi phí trong việc cung cấp vốn và dịch vụ của trung gian tài chính. Một thể chế phát triển hơn (so với các thể chế khác trong cùng nhóm phân loại thể chế đó) có khả năng giảm thiểu chi phí giao dịch cũng như tối đa hóa lợi ích của những mục tiêu vận hành của thể chế đó. Việc tiến hành các nghiên cứu thực nghiệm và phân tích sâu các nhân tố là rất cần thiết cho việc lượng hóa các khía cạnh “chất lượng” và vai trò của trung gian tài chính trong tăng trưởng kinh tế.

Khi đề cập đến lý thuyết tăng trưởng nội sinh, Lucas (1988) cũng nhấn mạnh vai trò của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế thể hiện thông qua việc dịch chuyển các khoản tiết kiệm, phân bổ nguồn lực cho các khoản đầu tư sinh lợi nhất, giảm chi phí về thông tin, giao dịch và kiểm soát, giảm thiểu rủi ro và tạo điều kiện thuận lợi cho việc sản xuất cũng như trao đổi hàng hóa, dịch vụ. Qua đó, nguồn lực được phân bổ hợp lý hơn, vốn vật chất và vốn con người cũng được sử dụng hiệu quả hơn, thúc đẩy phát triển khoa học kỹ thuật nhanh hơn.

Phát triển tài chính và sự hình thành cơ sở hạ tầng liên quan đến trung gian tài chính đã tạo điều kiện cho việc giảm thiểu những bất cân xứng về thông tin, nghĩa là xác định được cung và cầu nguồn lực giữa nhà đầu tư và người đi vay, và vì vậy gia tăng lãi suất thực của vốn và năng suất kinh tế. Bên

cạnh đó, phát triển tài chính giúp huy động và thu hút tiền tiết kiệm cho đầu tư và phân bổ vốn cho các dự án có lợi tức kỳ vọng cao hơn, do đó khuyến khích năng suất cao hơn. Cũng theo Pagano (1993), mặc dù mọi cấu thành của phát triển tài chính có thể không làm giảm được chi phí giao dịch có liên quan thì các mức phát triển tài chính vượt quá một ngưỡng có thể đóng góp vào sự giảm thiểu chi phí giao dịch trong hệ thống tài chính, thúc đẩy đổi mới sản phẩm tài chính và gia tăng tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, phát triển tài chính không phải luôn luôn tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Thật vậy, nghiên cứu của McKinnon (1973) và Shaw (1973) cho rằng các quy định về tài chính liên quan đến lãi suất trần và các điều kiện về dự trữ bắt buộc sẽ cản trở tiết kiệm cũng như các quyết định về đầu tư, do đó tác động bất lợi đến tăng trưởng kinh tế. McKinnon (1973) và Shaw (1973) nhấn mạnh tầm quan trọng của tự do hóa tài chính, chẳng hạn như cắt giảm lãi suất nhằm làm tăng các khoản tài trợ từ vay mượn cũng như phân bổ các nguồn tài trợ trong nền kinh tế hiệu quả hơn.

2.2.2. Tác động ngược trở lại của tăng trưởng kinh tế đến phát triển tài chính

Bên cạnh trường phái ủng hộ mối quan hệ một chiều từ phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế, còn có nhiều quan điểm cho thấy tăng trưởng kinh tế tác động ngược trở lại đối với phát triển tài chính khi nền kinh tế đạt đến một ngưỡng tăng trưởng nhất định.

Schumpeter (1911) đã lập luận rằng hệ thống tài chính tốt sẽ tạo nên một danh mục đầu tư đa dạng, giảm thiểu rủi ro cho người gửi tiết kiệm, giảm chi phí đầu tư cho các nhà đầu tư cá nhân thông qua chức năng thu thập và xử lý thông tin về dự án, giúp nhà đầu tư có thêm nhiều lựa chọn, từ đó giúp gia tăng lợi nhuận. Khi hiệu quả đầu tư gia tăng và chi phí được cắt giảm, tiết kiệm gia tăng, các quyết định đầu tư cũng theo đó tăng lên, từ đó thúc đẩy đổi mới công nghệ và làm cho kinh tế tăng trưởng. Và tiếp đến, kinh tế tăng trưởng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho tiết kiệm và đầu tư tăng, từ đó thúc đẩy thị trường tài chính phát triển.

Khi nghiên cứu về phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tại các nước kém phát triển, Patrick (1966) đã chỉ ra rằng mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế không chỉ là một chiều mà còn theo chiều ngược lại. Tác giả này cho rằng trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển kinh tế thì phát triển tài chính dẫn đến tăng trưởng kinh tế chiếm ưu thế, sau đó, khi nền kinh tế tăng trưởng cũng sẽ dẫn đến gia tăng phát triển tài chính. Liên quan đến tiết kiệm, Goldsmith (1969) cũng tranh luận rằng thị trường tài chính phát triển sẽ kích thích kinh tế tăng trưởng bằng cách huy động nguồn vốn tiết kiệm tài trợ cho những khoản đầu tư sinh lời nhiều nhất. Ngược lại, khi nền kinh tế đạt mức tăng trưởng nhất định sẽ tạo tiền đề hỗ trợ tiết kiệm được sử dụng hiệu quả, qua đó, tiếp tục khuyến khích đầu tư và thúc đẩy tài chính phát triển.

Bên cạnh việc khẳng định tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của phát triển tài chính Jung (1986) cho rằng tồn tại mối quan hệ ngược trở lại của tăng trưởng kinh tế đến phát triển tài chính. Tuy nhiên, Jung (1986) cũng cho rằng một yếu tố đo lường phát triển tài chính kim hãm tăng trưởng kinh tế có thể sẽ làm hạn chế tính chính xác khi đánh giá mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế.

Các nghiên cứu của Demetriades và Hussein (1996), Arestis và Demetriades (1997) đã kết luận rằng tương quan thuận giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế còn tùy thuộc vào từng quốc gia cụ thể và có khả năng bị ảnh hưởng bởi những khác biệt trong cơ cấu kinh tế và các đặc trưng thể chế. Demetriades và Hussein (1996), Arestis và Demetriades (1997) ủng hộ quan điểm cho rằng một nền kinh tế với mức độ tăng trưởng nhất định sẽ khuyến khích hệ thống tài chính phát triển. Blackburn

và Huang (1998) khi nghiên cứu lý thuyết về tăng trưởng, phát triển tài chính và thương mại cũng cho thấy tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu tập trung vào định chế trung gian tài chính, cụ thể là việc giám sát các dự án đầu tư mạo hiểm với sự hiện diện của bất cân xứng thông tin. Kết quả cho thấy các mối quan hệ từ phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế (và ngược lại) đều có tác động thúc đẩy tích cực.

2.3. *Tổng quan các nghiên cứu trước đây*

King và Levine (1993a) nghiên cứu về “Tài chính và tăng trưởng: Liệu Schumpeter có đúng!”. Bằng việc sử dụng dữ liệu trên 80 quốc gia trong giai đoạn 1960–1989, kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ phát triển tài chính cao hơn có liên quan tích cực tới tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh hơn, tích lũy vốn vật chất và hiệu quả kinh tế được cải thiện hơn. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng đưa ra kết luận về mối quan hệ giữa mức độ phát triển tài chính và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn, sự tích lũy vốn vật chất sẽ cải thiện hiệu quả kinh tế. Calderón và Liu (2002) nghiên cứu “Phương hướng mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế” cho thấy phát triển tài chính thường dẫn đến tăng trưởng kinh tế, bên cạnh đó cũng tồn tại mối quan hệ ngược lại rằng tăng trưởng kinh tế dẫn đến phát triển tài chính; Vai trò của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế thể hiện mạnh mẽ ở các nước phát triển hơn so với các nước công nghiệp – điều này ngụ ý rằng tại các quốc gia phát triển, yếu tố phát triển tài chính dường như được quan tâm hơn. Christopoulos và Tsionas (2004) nghiên cứu “Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế: Bằng chứng từ kiểm định tính dừng và kiểm định đồng liên kết” trên 10 quốc gia đang phát triển trong giai đoạn 1970–2000 và cho rằng trong dài hạn, phát triển tài chính sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và không tồn tại bằng chứng cho thấy có mối quan hệ nhân quả hai chiều. Phát hiện trên của Christopoulos và Tsionas (2004) cũng phù hợp với những phát hiện trước đây (ví dụ như: King & Levine, 1993a, 1993b; Levine & Zervos, 1996; Beck và cộng sự, 2000) khi cho rằng các hệ số của biến số tài chính thường có ý nghĩa thống kê về thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Hassan và cộng sự (2011) nghiên cứu về “Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế: Bằng chứng mới từ dữ liệu bảng” với dữ liệu nghiên cứu gồm 168 quốc gia được thu thập trong giai đoạn 1980–2007, kết quả cho thấy tồn tại một mối quan hệ tích cực giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế ở các nước đang phát triển. Kết quả này tương tự với King và Levine (1993a), Levine và cộng sự (2000). Hơn nữa, trong ngắn hạn, tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa tài chính và tăng trưởng cho hầu hết các vùng và quan hệ nhân quả một chiều từ tăng trưởng đến tài chính cho hai khu vực nghèo nhất. Ngoài ra, các biến khác từ lĩnh vực thực tế như chỉ tiêu thương mại và chỉ tiêu chính phủ đóng một vai trò quan trọng trong việc giải thích tăng trưởng kinh tế.

Nyamongo và cộng sự (2012) nghiên cứu về “Kiềm hời, phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tại châu Phi” trong giai đoạn 1980–2009, kết quả nghiên cứu cho thấy kiềm hời là nguồn tăng trưởng quan trọng trong tăng trưởng tại các quốc gia châu Phi trong thời gian nghiên cứu. Một phát hiện quan trọng của Nyamongo và cộng sự (2012) cho thấy vai trò của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế dường như bị suy yếu. Tuy nhiên, tỷ lệ tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư so với GDP có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ngược lại, tỷ lệ cung tiền M2 so với GDP có hệ số tác động âm. Ngoài ra, các yếu tố như chỉ tiêu chính phủ và lạm phát có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Deltuvaite và Sineviciene (2014) nghiên cứu về “Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế tại các quốc gia EU” cho thấy tồn tại mối quan hệ tích cực một chiều đáng kể giữa phát triển kinh tế và tài chính ở các quốc gia thuộc khối Liên minh châu Âu (European Union – EU). Tuy nhiên, kết quả phân tích mối quan hệ này ở các nhóm không đồng đều. Một mối quan hệ đơn điệu có ý nghĩa

thống kê vừa phải giữa phát triển kinh tế và tín dụng tư nhân của tiền gửi ngân hàng và các tổ chức tài chính khác theo tỷ lệ GDP được quan sát thấy trong một nhóm, trong khi đó, mối quan hệ một chiều có ý nghĩa thống kê mạnh mẽ giữa phát triển kinh tế và tỷ trọng vốn hóa thị trường chứng khoán theo GDP được xác định trong một nhóm khác. Samargandi và cộng sự (2015) nghiên cứu về “Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế là đơn điệu hay không? Bằng chứng từ các quốc gia thu nhập trung bình”. Với dữ liệu 52 nước có mức thu nhập trung bình trong giai đoạn 1980–2008, kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ hình chữ U ngược giữa tài chính và tăng trưởng trong thời gian dài. Trong ngắn hạn, mối quan hệ này là không đáng kể. Điều này cho thấy rằng quá nhiều yếu tố tài chính có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng ở các nước có thu nhập trung bình. Nghiên cứu kết luận rằng về tổng thể, phát triển tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để đánh giá tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế, tác giả dựa trên mô hình tăng trưởng tân cổ điển của Hassan và cộng sự (2011), trong đó tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Mô hình tăng trưởng tân cổ điển cũng được nhiều nhà nghiên cứu trước đó lựa chọn làm nền tảng cho nghiên cứu của mình như: King và Levine (1993a), Pagano (1993), Levine và cộng sự (2000), Calderón và Liu (2002)... Dựa trên cơ sở lý thuyết tăng trưởng tân cổ điển, cùng với sự kế thừa các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, Hassan và cộng sự (2011) đã đưa ra mô hình có dạng như sau:

$$\text{GROWTH}_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i0} + \beta_2 \text{FIN}_{it} + \beta_3 \text{GDS}_{it} + \beta_4 \text{TRADE}_{it} + \beta_5 \text{GOV}_{it} + \beta_6 \text{INF}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

- GROWTH: Tốc độ tăng trưởng kinh tế được đo bằng tốc độ tăng trưởng GDP thực bình quân đầu người;
- Q_{i0} : Log của GDP thực bình quân đầu người và đại diện cho GDP bình quân đầu người ban đầu;
- FIN_{it} : Đại diện cho phát triển tài chính, được đo lường bởi:
 - + M2: Cung tiền,
 - + DCBS: Tín dụng nội địa cung cấp bởi hệ thống ngân hàng,
 - + DCPS: Tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư nhân;
- GDS: Tổng tiết kiệm trong nước;
- TRADE: Đại diện cho độ mở thương mại, bao gồm xuất khẩu và nhập khẩu;
- GOV: Chi tiêu chính phủ;
- INF: Tỷ lệ lạm phát;
- ε : Sai số;
- i: Thể hiện quốc gia;
- t: Thể hiện năm.

3.2. Mô tả biến và dữ liệu nghiên cứu

3.2.1. Mô tả biến

Các biến sử dụng trong bài báo gồm 3 nhóm chính: Biến phụ thuộc, biến độc lập và biến kiểm soát:

- *Biến phụ thuộc*: Tăng trưởng kinh tế (GROWTH)

Tăng trưởng kinh tế được đo bằng tốc độ tăng trưởng GDP thực bình quân đầu người trong giai đoạn 2004–2016.

- *Biến độc lập*: Phát triển tài chính (FIN)

Chúng ta biết rằng hệ thống tài chính được tạo nên bởi rất nhiều hoạt động tài chính khác nhau trong những lĩnh vực khác nhau. Phát triển tài chính được thể hiện thông qua sự phát triển của hệ thống tài chính. Các dịch vụ tài chính được cung cấp bởi rất nhiều tổ chức tài chính, trong số đó, ngân hàng và thị trường tín dụng đóng vai trò rất quan trọng. Để có thể đánh giá bao quát phát triển tài chính cần phải đề cập tới rất nhiều khía cạnh khác nhau của phát triển tài chính. Đã có nhiều nhà kinh tế học đưa ra các nhân tố nhằm đo lường sự phát triển tài chính như: McKinnon (1973), Shaw (1973), King và Levine (1993a, 1993b)... Tuy nhiên, mục tiêu chính của nghiên cứu này là tìm hiểu tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó, EU là một tổ chức mạnh về tài chính, sử dụng đồng tiền chung, và tại đây, các hoạt động cho vay diễn ra sôi nổi và đóng vai trò quan trọng trong quá trình sản xuất, tích tụ cũng như tập trung vốn. Vì vậy, phát triển tài chính trong nghiên cứu này chủ yếu thông qua hệ thống ngân hàng và thị trường tín dụng. Trong đó, bài báo sử dụng các nhân tố đại diện cho phát triển tài chính gồm:

+ *Cung tiền (M2)*: Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm trước đây đều sử dụng M2 hoặc M3 trên GDP để đo lường độ lớn và độ sâu của phát triển tài chính. Biến số này được sử dụng bởi nhiều nhà nghiên cứu như: McKinnon (1973), Shaw (1973), King và Levine (1993a, 1993b)... Tỷ lệ M2/GDP chính là tỷ lệ nợ thanh khoản so với GDP, tỷ lệ này được kỳ vọng sẽ tăng theo thời gian nếu khu vực tài chính phát triển nhanh hơn sản xuất hàng hóa dịch vụ và ngược lại sẽ giảm khi sản xuất phát triển mạnh hơn.

+ *Tín dụng nội địa cung cấp bởi hệ thống ngân hàng (DCBS)*: Bao gồm tất cả tín dụng cho các lĩnh vực khác nhau dựa trên cơ sở tổng, không bao gồm tín dụng cho chính quyền trung ương. Tỷ lệ tín dụng nội địa cung cấp bởi hệ thống ngân hàng sẽ cho biết mức độ phân bổ tín dụng nội địa được cấp bởi hệ thống ngân hàng. Thông qua hoạt động của hệ thống ngân hàng và các thể chế tài chính trung gian, hệ thống tài chính sẽ tạo cầu nối cho tiết kiệm và đầu tư.

+ *Tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư nhân (DCPS)*: Bao gồm các khoản cho vay cung cấp đến khu vực tư nhân. Tỷ lệ này càng cao cho thấy hoạt động tín dụng tư nhân càng tăng trưởng, tỷ lệ khu vực tư được tiếp cận nguồn vốn để đầu tư cho sản xuất hay tiêu dùng càng gia tăng.

+ *Tổng tiết kiệm trong nước (GDS)*: Tổng tiết kiệm trong nước được tính bằng GDP trừ cho chi tiêu tiêu dùng cuối cùng. Tiết kiệm ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế thông qua đầu tư. Một tỷ lệ tiết kiệm cao so với GDP chính là kết quả của lãi suất thực dương kích thích đầu tư và dẫn đến tăng trưởng kinh tế (Becsí & Wang, 1997).

- *Biến kiểm soát*:

Tác giả sử dụng các biến kiểm soát để đánh giá một cách đầy đủ và toàn diện mối quan hệ của các yếu tố tới tăng trưởng kinh tế. Các biến kiểm soát bao gồm:

+ Độ mở thương mại (TRADE): Đo lường bởi tổng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu của hàng hóa và dịch vụ trên GDP. Vai trò của thương mại, đặc biệt là xuất khẩu có thể làm tăng ngoại tệ thu được, cải thiện cán cân thanh toán, tiếp cận được phương thức quản lý và kinh doanh mới, cải tiến cơ cấu kinh tế.

+ Chi tiêu chính phủ (GOV): Tỷ lệ chi tiêu chính phủ trên GDP bằng tổng giá trị chi tiêu cuối cùng của chính phủ trên GDP. Một mặt, chi tiêu cho tiêu dùng của chính phủ có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế, mặt khác, đây cũng là yếu tố cản trở tăng trưởng kinh tế do ảnh hưởng tiêu cực của thuế, vay mượn hoặc tính phi hiệu quả.

+ Lạm phát (INF): Tỷ lệ lạm phát được đo lường bằng chỉ số giá tiêu dùng hàng năm, thể hiện ở dạng phần trăm trong chi phí của người tiêu dùng trung bình của một rổ hàng hóa và dịch vụ có thể được cố định hoặc thay đổi trong khoảng thời gian quy định.

Các biến giải thích trong mô hình là: DCBS, DCPS, M2, GDS, TRADE và GOV, được sử dụng dưới dạng tỷ lệ phần trăm so với GDP; riêng biến đại diện cho GDP thực bình quân đầu người ở mỗi quốc gia sẽ được tính bằng logarit của mức GDP thực bình quân đầu người.

3.2.2. Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Bài báo sử dụng dữ liệu bảng cho 25 quốc gia EU trong giai đoạn 2004–2016, bao gồm: Áo, Bỉ, Cộng hòa Síp, Cộng hòa Séc, Đan Mạch, Estonia, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Hungary, Ireland, Ý, Latvia, Litva, Luxembourg, Malta, Hà Lan, Ba Lan, Bồ Đào Nha, Slovakia, Slovenia, Tây Ban Nha, Thụy Điển và Anh Quốc.

Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp, được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy². Cụ thể, phần lớn các biến được thu thập từ bộ dữ liệu của Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund – IMF). Riêng biến Q đại diện cho GDP thực bình quân đầu người ở mỗi quốc gia được tính bằng cách lấy logarit của GDP thực bình quân đầu người tương ứng. Dữ liệu sau khi thu thập được sắp xếp theo thứ tự từng quốc gia, ứng với mỗi giai đoạn từ năm 2004 đến năm 2016. Mỗi quốc gia được gán một mã số theo thứ tự từ 1 đến 25. Dữ liệu mỗi năm được sắp xếp theo thứ tự tên quốc gia, mã quốc gia, năm, giá trị các biến GROWTH, Q, M2, DCBS, DCPS, GDS, TRADE, GOV, INF.

Bên cạnh đó, tác giả cũng dựa trên GDP thực bình quân đầu người để phân chia các quốc gia thành các nhóm riêng biệt. Dữ liệu GDP thực bình quân đầu người tại mỗi quốc gia sẽ được tính bình quân cho cả giai đoạn 2004–2016. Sau đó, tác giả phân chia các quốc gia vào mỗi nhóm tương ứng với từng mức độ tăng trưởng. Dữ liệu hồi quy mỗi nhóm sau khi phân chia được sắp xếp tương tự như dữ liệu hồi quy cho 25 quốc gia.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp Pooled OLS giúp tạo ra hồi quy có đầy đủ tính vững, tính hiệu quả và tính không chệch. Tuy nhiên, phương pháp tối thiểu gộp có thể xảy ra việc sai số ngẫu nhiên tương quan ở một

² Dữ liệu tham khảo tại các website: <https://data.worldbank.org/>, <http://digital.lib.ueh.edu.vn/>, <https://www.imf.org/en/data>, <http://nfs.gov.vn/>

mức độ nào đó với biến độc lập và có thể làm cho các ước lượng thu được là chệch và không vững. Điều này nếu xảy ra sẽ được khắc phục bằng cách thực hiện ước lượng theo FEM và REM để ước tính hệ số hồi quy cho mô hình nghiên cứu. FEM phân tích mối tương quan giữa phần dư của mỗi đối tượng với các biến độc lập, qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng ra khỏi các biến độc lập để có thể ước lượng được tác động thực sự của biến độc lập lên biến phụ thuộc. Mô hình REM xem phần dư của mỗi thực thể là một biến giải thích mới. Chính bởi điều này nên việc kiểm tra xem liệu giữa mô hình tác động cố định và mô hình tác động ngẫu nhiên, mô hình nào sẽ phù hợp hơn là việc làm cần thiết.

Các kiểm định được tác giả sử dụng trong nghiên cứu gồm: Kiểm định Likelihood Ratio được thực hiện thông qua giá trị thống kê F để lựa chọn mô hình phù hợp giữa Pooled OLS và FEM; Kiểm định Breusch-Pagan được thực hiện thông qua giá trị Chibar2 để lựa chọn mô hình phù hợp giữa Pooled OLS và REM; kiểm định Hausman được sử dụng để đưa ra lựa chọn mô hình phù hợp nhất giữa FEM và REM. Ngoài ra, tác giả cũng sử dụng kiểm định Wald nhằm đo lường mức độ thay đổi của phương sai sai số; kiểm định Wooldridge giúp xác định hiện tượng tự tương quan giữa các quan sát trong cùng bảng số liệu. Bên cạnh đó, phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát GLS cũng được sử dụng để khắc phục hai hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Theo Davidson và MacKinnon (2004), phương pháp ước lượng GLS là phương pháp hiệu quả để ước lượng mô hình FEM, REM trong xử lý hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Kết quả ước lượng GLS giúp đảm bảo tính ước lượng tuyến tính tốt nhất không chệch (Best Linear Unbiased Estimator– BLUE). Do đó, GLS có thể tạo ra ước lượng hiệu quả nhất cho mô hình được lựa chọn.

4. Kết quả nghiên cứu về tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế

4.1. Thống kê mô tả

Tác giả tiến hành hồi quy mô hình (1) cho mẫu dữ liệu ở 25 quốc gia EU lần lượt thông qua các mô hình Pooled OLS, FEM và REM. Sau đó, bằng các kiểm định Likelihood, kiểm định Breusch-Pagan và kiểm định Hausman để lựa chọn một mô hình kiểm định phù hợp nhất. Để khắc phục hai hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan, ước lượng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát GLS được sử dụng để tìm ra ước lượng hiệu quả cho mô hình được lựa chọn.

EU là một nhóm các quốc gia không đồng nhất về mặt tài chính và phát triển kinh tế. Trong các nghiên cứu thực nghiệm chẳng hạn như Levine (1997) đã nhấn mạnh sự phát triển tài chính là quan trọng cho phát triển kinh tế chỉ khi nền kinh tế đạt đến ngưỡng quan trọng, liên kết giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế là tích cực và có ý nghĩa mạnh mẽ chỉ ở mức tương đối cao của sự phát triển kinh tế. Do đó, bên cạnh việc hồi quy mô hình (1) cho nhóm 25 quốc gia, để bổ sung và hoàn chỉnh hơn đánh giá kết quả nghiên cứu, tác giả cũng tiến hành các bước phân chia EU thành các nhóm nước theo mức độ phát triển kinh tế (thông qua chỉ số GDP thực bình quân đầu người), sau đó, tiến hành hồi quy và phân tích kết quả. Như vậy, điều quan trọng là phân loại các nước EU và phân tích các nước thành các nhóm khác nhau theo trình độ phát triển kinh tế. Sử dụng phân tích nhóm phân cấp và phương pháp liên kết giữa các nhóm, tất cả các nước EU đã được phân thành bốn nhóm (theo Bảng 1). Kết quả phân tích nhóm cho thấy rằng Luxembourg là một ngoại lệ so với các nước EU khác (GDP bình quân đầu người trung bình hàng năm khoảng 79,345 nghìn EURO trong giai đoạn 2004–

2016) và trên thực tế, Luxembourg nổi tiếng là một trung tâm tài chính toàn cầu lớn. Do đó, Luxembourg được xếp riêng vào một nhóm.

Bảng 1.

Phân loại các nước theo GDP bình quân đầu người (đơn vị: Nghìn Euro)

Nhóm	Các quốc gia	GDP bình quân đầu người
Nhóm 1	Luxembourg	79,3453
Nhóm 2	Đan Mạch, Ireland, Thụy Điển, Hà Lan, Áo, Phần Lan, Bỉ, Anh, Đức, Pháp, Italia	[43,8583; 26,9058]
Nhóm 3	Tây Ban Nha, Cộng hòa Síp, Hy Lạp, Slovenia, Bồ Đào Nha, Malta	[23,2475; 16,3931]
Nhóm 4	Cộng hòa Séc, Slovakia, Estonia, Hungary, Litva, Latvia, Ba Lan	[14,1312; 9,054]

Bảng 2.

Bảng tóm tắt thống kê mô tả theo nhóm nước

Nhóm nước	Tăng trưởng kinh tế		Phát triển tài chính				Nhân tố thực		
	GDP bình quân đầu người	Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế (%)	DCPS (%)	DCBS (%)	M2 (%)	GDS (%)	TRADE (%)	GOV (%)	INF (%)
<i>Nhóm 2 (n=11)</i>									
Trung bình	46.086,77	0,98	106,6	110,8	90	25,3	95,6	21,8	1,65
Lớn nhất	64.322	24,3	201,2	201,2	229,8	54,6	221	28	4,8
Nhỏ nhất	30.180	-8,7	46,2	47,44	41,6	12,2	45,6	12,3	-4,47
<i>Nhóm 3 (n=6)</i>									
Trung bình	24.477	0,59	136,5	123,4	81,4	20,5	123,2	19	1,6
Lớn nhất	35.579	7,03	1.680,2	253	144	36,3	325,8	23,3	5,65
Nhỏ nhất	15.109	-9	0,185	0,18	46,3	8,33	47,7	14,9	-2
<i>Nhóm 4 (n=7)</i>									
Trung bình	14.304	3,46	67,8	58,2	54,4	24,3	133,2	19	3
Lớn nhất	22.698	12,9	253,3	167	80,2	34,5	185,7	22	15,4
Nhỏ nhất	6.351	-14,5	25,8	25,8	34,8	10,7	70	15,7	-1
<i>EU (n=25)</i>									

Nhóm nước	Tăng trưởng kinh tế		Phát triển tài chính				Nhân tố thực		
	GDP bình quân đầu người	Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế (%)	DCPS (%)	DCBS (%)	M2 (%)	GDS (%)	TRADE (%)	GOV (%)	INF (%)
Trung bình	34.255	1,5	103,5	98,1	94,2	24,9	122,5	20,1	2,03
Lớn nhất	35.579	24,3	1.680,2	253,1	229,8	54,65	325,8	27,9	15,4
Nhỏ nhất	6.351	-14,55	0,185	0,185	34,8	8,33	45,6	12,34	-4,4

Kết quả phân tích thống kê mô tả (Bảng 2) cho thấy tất cả các chỉ số phát triển tài chính cao nhất trong nhóm 2 và nhóm 3, nơi các nước EU có nền kinh tế phát triển cao nhất trong khu vực. Điều này cho thấy thị trường tín dụng hoạt động khá hiệu quả tại các quốc gia có nền kinh tế phát triển tương đối cao. Bên cạnh đó, hoạt động xuất nhập khẩu tại các quốc gia này cũng diễn ra mạnh mẽ nhất. Điều này cũng góp phần giải thích mức chi tiêu chính phủ so với GDP và lạm phát tại đây cũng cao nhất so với các khu vực còn lại trong EU. Nếu tồn tại tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế thì kết quả thống kê mô tả này được đánh giá là khá phù hợp với nhận định của các nghiên cứu thực nghiệm trước như: Calderón và Liu (2002), Hassan và cộng sự (2011), Gimet và Lagoarde-Segot (2012), Greenwood và cộng sự (2013) khi cho rằng phát triển tài chính rất quan trọng cho phát triển kinh tế khi nền kinh tế đạt đến ngưỡng quan trọng và mối liên hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế là tích cực và mạnh mẽ chỉ có ý nghĩa ở mức độ phát triển kinh tế tương đối cao.

Để kiểm tra nhận định trên của các nhà nghiên cứu, trước tiên, tác giả trình bày kết quả hồi quy mô hình (1) cho mẫu dữ liệu ở 25 quốc gia EU.

Bảng 3.

Hệ số tương quan giữa các biến

	GROWTH	Q	M2	DCBS	DCPS	GDS	TRADE	GOV	INF
GROWTH	1,0000								
Q	0,0240	1,0000							
M2	-0,0851	-0,0122	1,0000						
DCBS	-0,3466	0,1558	0,7668	1,0000					
DCPS	-0,2701	0,1563	0,8289	0,7458	1,0000				
GDS	0,2423	-0,0620	0,0591	-0,2439	-0,1803	1,0000			
TRADE	0,1661	0,0061	0,1180	-0,1963	-0,1585	0,0801	1,0000		
GOV	-0,3281	-0,1057	-0,1781	0,2106	0,1294	-0,2488	-0,3610	1,0000	
INF	0,1085	-0,01090	-0,0290	-0,1105	-0,0595	0,0154	0,0310	-0,0248	1,0000

Bảng 3 cho thấy kết quả tính hệ số tương quan giữa các biến M2 và DCBS, M2 và DCPS, DCBS và DCPS là khá lớn và đều lớn hơn mức 0,7. Vì vậy, tác giả tiến hành hồi quy lần lượt từng cặp biến GDS và FIN. Trong đó, FIN lần lượt được thay thế bởi M2, DCBS và DCPS. Kết quả kiểm tra hệ số

VIF ở cả ba bước hồi quy lần lượt từng cặp biến GDS và FIN đều cho các giá trị nhỏ hơn 10. Do đó, có thể nhận định chưa tìm thấy bằng chứng cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến trong các phương trình hồi quy.

4.2. Kết quả hồi quy với cung tiền M2

Kết quả đo lường hồi quy Pooled OLS, FEM, REM được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4.

Kết quả hồi quy với cung tiền M2

	Pooled OLS	FEM	REM
Q	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
DCPS	-0,014 (0,003)***	-0,013 (0,003)***	-0,0015 (0,003)***
GDS	0,133 (0,033)***	0,168 (0,037)***	0,163 (0,038)***
TRADE	0,003 (0,004)	-0,000 (0,004)	0,000 (0,005)**
GOV	-0,409 (0,076)***	-0,408 (0,074)***	-0,498 (0,088)***
INF	0,232 (0,098)**	0,279 (0,097)***	0,199 (0,097)**
C	7,049 (1,828)***	6,519 (1,743)***	8,561 (2,213)***
R ²	0,2074	0,3400	0,2977
Kiểm định Likelihood	5,02		
(p-value)	0,0000		
Kiểm định Hausman	79,26		
(p-value)	0,0000		
Kiểm định Breusch-Pagan	8,86		
(p-value)	0,0015		

Ghi chú: Giá trị thống kê được thể hiện trong ngoặc đơn ();

, * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%.

Kết quả kiểm định Likelihood từ Bảng 4 cho thấy hệ số F=5,02, với p-value = 0,0000<5%. Do đó, giả thuyết H₀ cho rằng mô hình Pooled OLS phù hợp hơn FEM bị bác bỏ. Kiểm định Hausman với

giá trị kiểm định $\chi^2=79,26$, $p\text{-value} = 0,000 < 5\%$, do đó, giả thuyết H_0 cho rằng mô hình REM phù hợp hơn mô hình FEM cũng bị bác bỏ. Kiểm định Breusch-Pagan được sử dụng với giá trị $\chi^2 = 8,86$, $p\text{-value} = 0,0015 < 5\%$, do đó, giả thuyết H_0 cho rằng Pooled OLS phù hợp hơn REM bị bác bỏ. Như vậy, từ kết quả hồi quy Bảng 4, mô hình ước lượng hiệu quả nhất là mô hình FEM. Với mô hình FEM được lựa chọn, tác giả thực hiện các kiểm định Wald nhằm kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi và sử dụng hệ số F trong kiểm định Wooldridge để kiểm tra hiện tượng tương quan chuỗi. Cả hai kiểm định đều có giá trị $p\text{-value} = 0,0000 < 5\%$. Do đó, để các hệ số hồi quy đáng tin cậy và hàm hồi quy ước lượng hiệu quả hơn, bài báo sử dụng ước lượng GLS để xử lý hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

Bảng 4 cho thấy hệ số ước lượng cho Q và TRADE không mang ý nghĩa thống kê. Điều này giải thích rằng trong giai đoạn nghiên cứu, với mô hình được lựa chọn thì GDP thực bình quân đầu người và hoạt động xuất nhập khẩu chưa có đóng góp quan trọng và đáng kể đối với tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, đối với cặp biến dùng để đo lường phát triển tài chính là tỷ lệ cung tiền M2 so với GDP và tỷ lệ tổng tiết kiệm trong nước so với GDP, thì GDS có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và có tác động tích cực trong việc giải thích tăng trưởng kinh tế. Ngược lại với GDS, tỷ lệ cung tiền M2 so với GDP có hệ số hồi quy âm với mức ý nghĩa 1%. Do đó, ngân hàng trung ương cần có các biện pháp kiểm soát lượng tiền được lưu thông cũng như các khoản tiền gửi của các ngân hàng thương mại nhằm tránh những tác động xấu tới hệ thống tài chính cũng như sự tăng trưởng của nền kinh tế. Bên cạnh các tác động tới tăng trưởng kinh tế của M2 và GDS, các hệ số của GOV, INF so với GDP cũng mang ý nghĩa tại mức 1%. Trong khi chi tiêu chính phủ đưa đến tác động nghịch chiều đối với tăng trưởng kinh tế thì một mức lạm phát phù hợp lại có tác động kích thích tăng trưởng kinh tế.

4.3. Hồi quy với tín dụng trong nước cung cấp bởi hệ thống ngân hàng

Tương tự như các bước hồi quy đối với biến cung tiền ở phần trước, Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy đối với biến tín dụng trong nước cung cấp bởi hệ thống ngân hàng.

Bảng 5.

Kết quả hồi quy với tín dụng trong nước cung cấp bởi hệ thống ngân hàng

	Pooled OLS	FEM	REM
Q	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
DCPS	-0,023 (0,005)***	-0,019 (0,004)***	-0,030 (0,006)***
GDS	0,070 (0,032)**	0,094 (0,038)**	0,121 (0,043)***
TRADE	-0,006 (0,004)	-0,005 (0,004)	-0,011 (0,005)**
GOV	-0,369 (0,077)***	-0,420 (0,071)***	-0,549 (0,102)***

	Pooled OLS	FEM	REM
INF	2,245 (0,097)**	0,277 (0,092)***	0,204 (0,095)**
C	9,734 (1,836)***	9,813 (1,788)***	13,605 (2,466)***
R ²	0,2106	0,4064	0,3766
Kiểm định Likelihood (p-value)	6,88 0,0000		
Kiểm định Hausman (p-value)	107,41 0,0000		
Kiểm định Breusch-Pagan (p-value)	19,99 0,0000		

Ghi chú: Giá trị thống kê được thể hiện trong ngoặc đơn ();

, * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%.

Kết quả hồi quy mô hình FEM ở cột 2 của Bảng 5 cho thấy giá trị hệ số Q và TRADE không mang ý nghĩa thống kê. Trong khi đó, việc sử dụng DCBS và GDS để đo lường tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế các nước trong EU, hệ số hồi quy của biến GDS có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với dự đoán mối quan hệ trong dài hạn giữa tiết kiệm và tăng trưởng kinh tế theo mô hình lý thuyết và cũng phù hợp với nghiên cứu trước đó của Becsi và Wang (1997) về việc một lĩnh vực tài chính phát triển có thể đóng góp tích cực cho việc gia tăng tiết kiệm, từ đó khuyến khích đầu tư, góp phần kích thích tăng trưởng kinh tế.

Trái với GDS, biến số DCBS lại có tác động ngược chiều với tăng trưởng kinh tế. Kết quả này không giống với một số nghiên cứu trước đây cho rằng tỷ lệ DCBS trên GDP cao sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Điều này có thể được giải thích là do trong giai đoạn nghiên cứu, hệ thống ngân hàng hoạt động chưa hiệu quả, dẫn đến việc phân bổ nguồn tín dụng chưa hợp lý để phát huy vai trò thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia EU. Bên cạnh các yếu tố đại diện cho phát triển tài chính thì yếu tố chi tiêu chính phủ và lạm phát cũng có tác động nhất định đến tăng trưởng kinh tế, kết quả này là phù hợp với nghiên cứu của Hassan và cộng sự (2011). Trong khi đó, lạm phát lại có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, kết quả này trái với nghiên cứu của Hassan và cộng sự (2011) khi cho rằng một tỷ lệ lạm phát nhất định sẽ phù hợp và có thể có tác động kích thích tăng trưởng kinh tế.

4.4. Hồi quy với tín dụng trong nước cung cấp cho khu vực tư

Tương tự như các bước hồi quy trên, Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy với biến tín dụng trong nước cung cấp cho khu vực tư.

Bảng 6.

Kết quả hồi quy với tín dụng trong nước cung cấp cho khu vực tư

	Pooled OLS	FEM	REM
Q	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
DCPS	-0,004 (0,002)**	-0,003 (0,001)**	-0,003 (0,002)**
GDS	0,093 (0,030)***	0,130 (0,037)***	0,180 (0,043)***
TRADE	-0,005 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,013 (0,005)**
GOV	-0,372 (0,071)***	-0,390 (0,071)***	-0,649 (0,101)***
INF	0,213 (0,109)*	0,349 (0,099)*	0,159 (0,104)*
C	7,220 (1,699)***	6,369 (1,652)***	11,714 (2,516)***
R ²	0,1636	0,3797	0,3797
Kiểm định Likelihood (p-value)	6,89 0,0000		
Kiểm định Hausman (p-value)	87,97 0,0000		
Kiểm định Breusch-Pagan (p-value)	22,33 0,0000		

Ghi chú: Giá trị thống kê được thể hiện trong ngoặc đơn ();

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Tương tự như kết quả hồi quy với biến M2 và DCBS, hệ số hồi quy cho biến Q và TRADE không mang ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy bài báo hiện chưa tìm thấy tác động của GDP thực bình quân đầu người và hoạt động xuất nhập khẩu đối với tăng trưởng kinh tế. Kết quả này có thể mở ra một hướng nghiên cứu mới sau này để làm rõ hơn vai trò của GDP thực bình quân đầu người và thương mại đối với tăng trưởng kinh tế.

Kết quả hồi quy các hệ số của DCPS và GDS đều mang ý nghĩa thống kê. Điều này tiếp tục khẳng định vai trò quan trọng của tiết kiệm tới đầu tư, và qua đó đem lại ảnh hưởng khả quan cho tăng trưởng kinh tế. Ngược với GDS, hệ số hồi quy DCPS mang dấu âm cho biết tác động ngược chiều của biến tỷ lệ tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư đối với GDP. Tác động này tuy được đánh giá

không lớn nhưng vẫn cho thấy mặt yếu kém trong hoạt động phân bổ và quản lý tín dụng ở giai đoạn nghiên cứu tại 25 quốc gia EU trong khi lạm phát lại có mối tương quan thuận chiều. Điều này cho thấy việc duy trì mức tăng trưởng lạm phát hợp lý là rất quan trọng và có ảnh hưởng không nhỏ đối với tăng trưởng kinh tế. Như vậy, nhìn chung, có thể thấy tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế là khá rõ ràng. Kết quả hồi quy mô hình cho dữ liệu ở 25 quốc gia cho thấy vai trò quan trọng của độ sâu tài chính đối với tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, như đã trình bày trong phần trên, EU là một nhóm nước có sự phân chia tương đối về trình độ phát triển kinh tế, do đó, mỗi nhân tố có tác động đối với kinh tế sẽ diễn ra theo các mức độ khác nhau.

Bảng 7.

Kết quả hồi quy các nhóm nước với cung tiền M2

	C	Q	M2	GDS	TRADE	GOV	INF
Nhóm 2	18,999 (14,241)	-1,922 (1,442)	0,002 (0,006)	0,249 (0,064)*	-0,009 (0,008)	-0,166 (0,089)**	0,403 (0,166)***
Nhóm 3	9,806 (5,590)*	0,000 (0,000)	0,025 (0,018)	0,164 (0,065)***	0,002 (0,006)	-0,815 (0,245)***	0,311 (0,182)*
Nhóm 4	87,108 (20,493)***	-5,976 (2,301)***	-0,151 (0,068)***	0,490 (0,111)***	0,024 (0,015)*	-1,741 (0,315)***	0,000 (0,168)

Ghi chú: Giá trị thống kê được thể hiện trong ngoặc đơn ();

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 8.

Kết quả hồi quy các nhóm nước với tín dụng trong nước cung cấp bởi hệ thống ngân hàng

	C	Q	DCBS	GDS	TRADE	GOV	INF
Nhóm 2	27,097 (18,087)	-2,724 (1,832)	0,005 (0,007)	0,253 (0,062)***	-0,005 (0,007)	-0,178 (0,092)**	0,394 (0,163)***
Nhóm 3	29,131 (5,471)***	0,000 (0,000)	-0,034 (0,007)***	-0,013 (0,059)	0,005 (0,005)	-1,307 (0,221)***	0,211 (0,156)
Nhóm 4	106,119 (16,824)***	-7,972 (1,851)***	-0,057 (0,021)***	0,332 (0,102)***	0,028 (0,014)**	-1,906 (0,294)***	0,327 (0,138)***

Ghi chú: Giá trị thống kê được thể hiện trong ngoặc đơn ();

, * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%.

Bảng 9.

Kết quả hồi quy các nhóm nước với tín dụng trong nước cung cấp cho khu vực tư

	C	Q	DCPS	GDS	TRADE	GOV	INF
Nhóm 2	20,886 (16,176)	-2,102 (1,654)	0,001 (0,006)	0,247 (0,062)***	-0,007 (0,007)	-0,165 (0,090)**	0,395 (0,163)***
Nhóm 3	13,553 (5,484)***	0,000 (0,000)	-0,001 (0,001)	0,116 (0,061)**	0,006 (0,006)	-0,863 (0,257)***	0,292 (0,182)*
Nhóm 4	73,156 (16,441)***	-5,183 (1,749)***	-0,025 (0,007)***	0,264 (0,091)***	0,021 (0,012)*	-1,506 (0,272)***	0,350 (0,142)***

Ghi chú: Giá trị thống kê được thể hiện trong ngoặc đơn ();

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nhìn chung, kết quả hồi quy trong Bảng 7, Bảng 8 và Bảng 9 cho thấy tại 7 quốc gia trong nhóm 4 - nơi phát triển kinh tế được đánh giá là thấp nhất trong khu vực EU thì các hệ số hồi quy đều mang ý nghĩa thống kê. Và kết quả tương tự cũng được tìm thấy rằng các yếu tố đại diện cho phát triển tài chính là M2, DCBS, DCPS đều có tác động ngược chiều đối với tăng trưởng kinh tế, trong đó, tác động của tỷ lệ cung tiền M2 trên GDP được đánh giá là có ảnh hưởng lớn nhất với hệ số hồi quy là -0,151 tại mức ý nghĩa 1%. Trong khi đó, kết quả hồi quy nhóm 25 nước cho rằng chỉ số DCBS so với GDP mới có tác động lớn hơn (hệ số hồi quy DCBS là -0,019 so với M2 là -0,013 và DCPS là -0,003).

Kết quả hồi quy theo từng nhóm nước cho thấy tại các quốc gia có nền kinh tế phát triển và tương đối phát triển thì tiết kiệm và chi tiêu chính phủ cũng có tác động đáng kể đến tăng trưởng kinh tế. Trong khi GDS có tác động tích cực thì GOV lại có ảnh hưởng tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế. Kết quả hồi quy trên là không giống với một số nghiên cứu trước đây cho rằng phát triển tài chính rất quan trọng cho phát triển kinh tế khi nền kinh tế đạt đến ngưỡng quan trọng, mối liên hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế là tích cực và mạnh mẽ chỉ có ý nghĩa ở mức độ phát triển kinh tế tương đối cao. Điều này có thể giải thích là do tại các quốc gia mà nền kinh tế còn đang phát triển thì nhu cầu đầu tư và tín dụng là khá cao. Tại các quốc gia này, họ đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao hơn, do đó, họ thường đẩy mạnh phát triển các nguồn tài chính nhằm thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Vì vậy, tác động của yếu tố tài chính đến tăng trưởng kinh tế sẽ thể hiện một cách mạnh mẽ và rõ nét hơn so với các quốc gia vốn đã có nền kinh tế tăng trưởng ổn định và bền vững.

Từ kết quả trên, có thể nhận định rằng nghiên cứu tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế đối với mỗi khu vực, mỗi nhóm nước tại các giai đoạn phát triển kinh tế khác nhau là không giống nhau. Trong tương lai cần có những nghiên cứu mang tính bao quát hơn, mở rộng hơn cho các quốc gia trên thế giới, đồng thời, cần phát triển hơn các kỹ thuật định lượng giúp đánh giá chính xác hơn, khách quan hơn kết quả nghiên cứu; từ đó giúp nhìn nhận đúng đắn mối quan hệ giữa các đối tượng nghiên cứu, góp phần đưa ra các giải pháp thực sự phù hợp, thực sự hiệu quả cho sự phát triển kinh tế của các khu vực và các quốc gia trên thế giới.

5. Kết luận và khuyến nghị chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia Liên minh châu Âu thông qua ba phương pháp hồi quy được sử dụng là: Pooled OLS, FEM, REM và ước lượng GLS đã đưa ra những kết luận có ý nghĩa đối với thực trạng phát triển kinh tế khu vực EU nói riêng cũng như cho cả nền kinh tế nói chung và mang nhiều ý nghĩa đối với các nhà hoạch định chính sách, các ngân hàng cũng như các nhà đầu tư.

Tương đồng với kết quả của nhiều nghiên cứu trước đây khi cho rằng tiết kiệm có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế, một tỷ lệ tăng trưởng cao trong tiết kiệm sẽ góp phần gia tăng trong hoạt động đầu tư, qua đó, thúc đẩy nền kinh tế phát triển. Mặc dù mang ý nghĩa thống kê trong nghiên cứu, các yếu tố cung tiền M2, tín dụng trong nước cung cấp bởi hệ thống ngân hàng DCBS và tín dụng trong nước cung cấp bởi khu vực tư DCPS có tương quan nghịch đối với tăng trưởng kinh tế, trong đó, biến số cung tiền đại diện cho độ sâu tài chính có tác động đáng kể nhất. Kết quả này cũng trái với một số nghiên cứu trước đây. Điều này cho thấy tại phần lớn các quốc gia EU, hoạt động phân bổ, quản lý tín dụng là chưa phù hợp cũng như chưa thực sự hiệu quả. Chính phủ cần đưa ra những giải pháp quản lý chặt chẽ hơn đối với nguồn tín dụng. Bên cạnh đó, cần có cơ chế kiểm soát tốt các khoản tiền gửi từ các ngân hàng thương mại cũng như sử dụng có hiệu quả các khoản tiền gửi tại các tổ chức tín dụng. Bên cạnh các yếu tố đại diện cho phát triển tài chính, nghiên cứu này cũng tìm thấy tác động quan trọng của chỉ tiêu chính phủ và tỷ lệ lạm phát. Trong khi một tỷ lệ gia tăng hợp lý trong lạm phát so với GDP có tác động kích thích kinh tế tăng trưởng thì một tỷ lệ gia tăng trong chỉ tiêu chính phủ không phù hợp lại có ảnh hưởng tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu này hiện chưa tìm thấy mối liên kết giữa GDP thực bình quân đầu người và thương mại đối với tăng trưởng kinh tế. Điều này cũng đặt ra một thách thức không nhỏ cho các nhà hoạch định chính sách và gợi mở một hướng nghiên cứu mới trong tương lai.

Bên cạnh kết quả hồi quy mô hình cho dữ liệu ở 25 quốc gia EU cho thấy vai trò quan trọng của độ sâu tài chính đối với tăng trưởng kinh tế, việc hồi quy từng nhóm nước theo mức độ phát triển kinh tế cũng đưa ra một số kết luận đáng chú ý rằng: Trong giai đoạn nghiên cứu, tại các quốc gia có nền kinh tế kém phát triển hơn so với các nước trong khu vực thì dường như tác động của các yếu tố tài chính, chỉ tiêu chính phủ, thương mại, lạm phát có tác động đáng kể và rõ nét hơn. Do đó, có thể thấy việc gia tăng các biện pháp kích thích tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia này có ý nghĩa rất quan trọng.

5.2. Khuyến nghị chính sách

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số khuyến nghị về chính sách như sau:

- Ổn định hệ thống tài chính

Ổn định tài chính không chỉ đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định giá cả mà còn góp phần hỗ trợ phát triển kinh tế bền vững vì sự ổn định đó tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho cả nhà đầu tư và người gửi tiền, tăng hiệu quả của hoạt động trung gian tài chính, tăng chức năng của các thị trường tài chính và cải thiện phân phối nguồn lực để phát triển hệ thống tài chính lành mạnh và minh bạch, giảm các cú sốc và rủi ro hệ thống. Một hệ thống tài chính ổn định là hệ thống hoạt động lành mạnh, tin cậy và hiệu quả, ít biến động và có khả năng hấp thụ các cú sốc.

- Ổn định cung tiền

Để đảm bảo duy trì sự ổn định của cả hệ thống tài chính cần có sự phối hợp của các cơ quan nhà nước trong việc giám sát tài chính quốc gia mà vai trò quan trọng và chủ chốt thuộc về ngân hàng trung ương khối Liên minh. Ngân hàng trung ương khối Liên minh cần duy trì mức độ tăng trưởng ổn định cung tiền nhằm góp phần hướng đến mục tiêu ổn định lạm phát và điều tiết tốt giá cả. Đặc biệt, các nền kinh tế lớn mạnh như các quốc gia trong khối Liên minh châu Âu thì rất dễ chịu tác động bởi các cú sốc và khủng hoảng kinh tế mang tầm vĩ mô. Do đó, ngân hàng trung ương cần có mức tăng trưởng cung tiền phù hợp, các quốc gia cần liên minh, hợp tác, tăng cường cơ chế phối hợp điều hành trong khu vực sử dụng đồng tiền chung Euro vì một chính sách chung, nguyên tắc chung. Khi xảy ra khủng hoảng, không nên vì theo đuổi mục tiêu, lợi ích riêng của quốc gia mình mà làm trầm trọng thêm những tác động xấu tới các quốc gia thành viên trong khối.

- Kiểm soát vay nợ tín dụng

Bên cạnh chính sách ổn định hệ thống tài chính và duy trì cung tiền hợp lý, cần tăng cường vai trò kiểm soát việc vay nợ của các nước thành viên EU, thực hiện nghiêm túc việc tuân thủ an toàn nợ công, rút kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng nợ công cuối năm 2009 tại Hy Lạp làm ảnh hưởng tới hệ thống tài chính cả khối và kéo theo những ảnh hưởng xấu tới tăng trưởng kinh tế. Tín dụng chính là cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư. Vì vậy, tín dụng đã góp phần thúc đẩy vật tư hàng hoá đi vào sản xuất, thúc đẩy tiến bộ khoa học kỹ thuật, và đẩy nhanh quá trình tái sản xuất xã hội. Do đó, cần nâng cao chất lượng tín dụng, minh bạch trong phân cấp vốn, tăng cường cơ chế phân bổ tín dụng hiệu quả, đúng đối tượng, đúng mục đích nhằm góp phần điều hòa vốn trong toàn bộ nền kinh tế, tạo điều kiện cho quá trình sản xuất được liên tục.

Ngoài ra, vấn đề đảm bảo sự quản lý, giám sát, điều tiết thị trường tài chính chặt chẽ, minh bạch là rất quan trọng đối với sự phát triển và ổn định của thị trường tài chính trong dài hạn. Bên cạnh đó, hệ thống pháp luật với các điều khoản quy định rõ ràng, cụ thể cùng các chế tài phù hợp, công bằng sẽ góp phần hỗ trợ hệ thống tài chính hoạt động hiệu quả, thúc đẩy sự tăng trưởng của nền kinh tế.

- Kiểm soát lạm phát

Lạm phát là yếu tố có thể tác động tích cực hoặc tiêu cực đến nền kinh tế. Lạm phát được duy trì ở mức độ hợp lý sẽ có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế, và ngược lại, lạm phát ở mức độ cao sẽ trở thành nhân tố gây nguy hại cho nền kinh tế. Để có thể thực thi chính sách lạm phát mục tiêu trong quản lý điều hành nền kinh tế, chính phủ cần cân đối giữa hai mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định tăng trưởng kinh tế, giữ lạm phát ở mức độ vừa phải, phối hợp với kỳ vọng tăng trưởng ở mức độ hợp lý. Đồng thời, các nhà làm chính sách cần tập trung hoàn thiện và cập nhật hệ thống cơ sở dữ liệu đầy đủ, đảm bảo cho hoạt động theo dõi và nghiên cứu lạm phát. Bên cạnh đó, chính phủ cần tăng cường tính độc lập của ngân hàng trung ương nhằm đảm bảo tính chủ động trong công tác điều hành chính sách tiền tệ để đạt được mục tiêu lạm phát đề ra mà không bị chi phối bởi các nguyên nhân khác đến từ chính phủ ■

Chú thích

Bài báo là kết quả nghiên cứu của luận văn thạc sĩ kinh tế, chuyên ngành Tài chính công với chủ đề là: “Tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia liên minh châu Âu” do Lê Thị Mai thực hiện, người hướng dẫn khoa học là GS.TS. Dương Thị Bình Minh. Luận văn đã bảo vệ chính thức ngày 13/11/2018 tại trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.

Tài liệu tham khảo

- Adnan, N. (2011). Measurement of financial development: A fresh approach. *8th International Conference on Islamic Economics and Finance*. Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation.
- Al-Yousif, Y. K. (2002). Financial development and economic growth another look at the evidence from developing countries. *Review of Financial Economics*, 11(2), 131–150.
- Arestis, P., & Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. *The Economic Journal*, 107(442), 783–799.
- Becci, Z., & Wang, P. (1997). Financial development and growth. *Economic Review*. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:fip:fedaer:y:1997:i:q4:p:46-62:n:v.82no.4>
- Berthelemy, J. C., & Varoudakis, A. (1996). Economic growth, convergence clubs, and the role of financial development. *Oxford Economic Papers*, 48(2), 300–328.
- Blackburn, K., & Hung, V. T. Y. (1998). A theory of growth, financial development and trade. *Economica*, 65(257), 107–124.
- Calderón, C., & Liu, L. (2002). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics*, 72(1), 321–334.
- Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial development and economic growth: Evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of Development Economics*, 73(1), 55–74.
- Davidson, R., & MacKinnon, J. G. (2004). *Econometric Theory and Methods*. Oxford: Oxford University Press.
- Debreu, G. (1959). *The Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*. New Haven & London: Yale University Press.
- Deltuvaite, V., & Sineviciene, L. (2014). Investigation of relationship between financial and economic development in the EU countries. *Procedia Economics and Finance*, 14, 173–180.
- Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 51(2), 387–411.
- Durlauf, S. N., & Blume, L. E. (Eds.). (2008). *The New Palgrave Dictionary of Economics* (2nd ed., Vol. 6). Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Feldman, H., & Gang, N. (1990). Financial development and the price of services. *Economic Development and Cultural Change*, 38(2), 341–352.
- Gimet, C., & Lagoarde-Segot, T. (2012). Financial sector development and access to finance. Does size say it all?. *Emerging Markets Review*, 13(3), 316–337.

- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Greenwood, J., Sanchez, J. M., & Wang, C. (2013). Quantifying the impact of financial development on economic development. *Review of Economic Dynamics*, 16(1), 194–215.
- Habibullah. M. S., & Eng Y. –K. (2006). Does financial development cause economic growth? A panel data dynamic analysis for the Asian developing countries. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 11(4), 377–393.
- Hartmann, P., Heider, F., Papaioannou, E., & Duca, M. L. (2007). The role of financial markets and innovation in productivity and growth in europe. *ECB Occasional Paper No. 72*. Retrieved from http://ssrn.com/abstract_id=1005850
- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J.–S. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 88–104.
- Jung, W. S. (1986). Financial development and economic growth: International evidence. *Economic Development and Cultural Change*, 34(2), 333–346.
- King, R. G., & Levine, R. (1993a). Finance and growth: Schumpeter Might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.
- King, R. G., & Levine, R. (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513–542.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31–77.
- Lewis, W. A. (2013). *Theory of Economic Growth*. London, UK: Routledge.
- Lucas, R. (1988). On the mechanics of economics development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3–42.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- McKinnon, R. I. (1993). *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Maryland, US: The Johns Hopkins University Press.
- Nyamongo, E. M., Misati, R. N., Kipyegon, L., & Ndirangu, L.(2012). Remittances, financial development and economic growth in Africa. *Journal of Economics and Business*, 64(3), 240–260.
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: An overview. *European Economic Review*, 37(2–3), 613–622.
- Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174–189.
- Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. (2015). Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income countries. *World Development*, 68, 66–81.
- Schumpeter, J. A. (1911). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle* (Reprinted 2017). New York, US: Routledge.

- Shan, J. Z., & Morris, A. (2002). Does financial development “lead” to economic growth?. *International Review of Applied Economics*, 16(2), 153–168.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- World Bank. (1991). *World Development Report*. New York, US: World Bank and Oxford University Press.