

ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI ĐỐI VỚI GIÁ CỔ PHIẾU TRONG KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

Đặng Tùng Lâm

Khoa Tài chính, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: dangtclam@due.edu.vn

Ngày nhận: 08/3/2018

Ngày nhận bản sửa: 13/4/2018

Ngày duyệt đăng: 20/8/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu này nhằm đánh giá ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến thay đổi giá cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của 41 quốc gia, kết quả cho thấy cổ phiếu với tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài cao trong giai đoạn trước khủng hoảng đã trải qua suy giảm giá mạnh trong thời kỳ khủng hoảng, và ảnh hưởng là lớn hơn trên các cổ phiếu có rủi ro thanh khoản lớn. Kết quả này phù hợp với lập luận của các nghiên cứu lý thuyết rằng sở hữu nước ngoài có thể góp phần gia tăng bất ổn của thị trường trong giai đoạn khủng hoảng.

Từ khóa: Sở hữu nước ngoài, khủng hoảng tài chính, tỷ suất lợi tức tích lũy của cổ phiếu.

The Effect of Foreign Ownership on Stock Prices during the Global Financial Crisis

Abstract:

This study investigates the effect of foreign ownership on changes in stock prices during the global financial crisis of 2008-2009. Using a comprehensive data set for stocks listed in 41 countries, we find that stocks with high pre-crisis foreign ownership experienced significant price reductions during the crisis period, and this effect is stronger for stocks with greater liquidity risk. This finding is consistent with the theoretical argument that foreign ownership can contribute to destabilizing stock markets during the crisis.

Keywords: Foreign ownership, financial crisis, cumulative stock returns.

1. Đặt vấn đề

Nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cho thấy rằng toàn cầu hóa tài chính có thể mang đến nhiều lợi ích cho một quốc gia. Ở khía cạnh kinh tế và tài chính, toàn cầu hóa tài chính giúp gia tăng khả năng tiếp cận các nguồn vốn quốc tế, kiến thức và kinh nghiệm quản trị từ những nhà đầu tư nước ngoài, giảm chi phí vốn, góp phần cải thiện hiệu quả của thị trường tài chính, và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bản địa (Stulz, 1999; Bekaert & Harvey, 2000; Henry, 2000; Kim & Singal, 2000; Chari & Henry, 2004; Quinn & Toyoda, 2008; Gupta & Yuan, 2009). Mặc dù nhiều nghiên cứu cung cấp các minh chứng về

những tác động tích cực của toàn cầu hóa tài chính, những nhà hoạch định chính sách và nhà kinh tế học vẫn quan ngại về những ảnh hưởng tiêu cực của toàn cầu hóa tài chính, và thực tế nhiều quốc gia vẫn do dự khi mở cửa thị trường tài chính cho các nhà đầu tư nước ngoài. Quan ngại này đã gia tăng kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 với sự khuyến nghị của Quỹ Tiền tệ Quốc tế ủng hộ việc kiểm soát chặt chẽ sự dịch chuyển các dòng vốn đầu tư gián tiếp, đặc biệt trong tình huống khủng hoảng (International Monetary Fund, 2010).

Về lý thuyết, toàn cầu hóa tài chính có thể gây ra những bất ổn cho thị trường tài chính bản địa, đặc

biệt khi có những cú sốc tác động đến thị trường tài chính hoặc nền kinh tế. Việc bán tháo để rút vốn trên diện rộng của các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể gây ra sụt giảm giá nghiêm trọng và mất thanh khoản của thị trường chứng khoán, góp phần khuếch đại và lan truyền khủng hoảng tài chính (Brunnermeier & Pedersen, 2009; Shleifer & Vishny, 1997; Garleanu & Pedersen, 2007; Kyle & Xiong, 2001; Goldstein & Pauzner, 2004). Mặc dù được lập luận hợp lý về mặt lý thuyết, có rất ít chứng cứ khoa học thực nghiệm về những ảnh hưởng tiêu cực của nhà đầu tư nước ngoài trong thời kỳ khủng hoảng được ghi nhận trên thực tế.

Mục tiêu của bài này là nghiên cứu tác động của nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, sử dụng mẫu gồm các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của 41 quốc gia.¹ Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, về mặt học thuật, nghiên cứu làm rõ vai trò của nhà đầu tư nước ngoài trong gian đoạn khủng hoảng trên bình diện quốc tế. Cho đến nay, có rất ít minh chứng khoa học thực nghiệm về vấn đề này trên thế giới. Thứ hai, về mặt thực tiễn, nghiên cứu này có ý nghĩa nhằm cung cấp những hàm ý quan trọng cho các nhà đầu tư, và đặc biệt cho các cơ quan quản lý nhà nước về hoạt động của thị trường chứng khoán cũng như những nhà quản lý vĩ mô trong việc đảm bảo sự phát triển ổn định và gia tăng hiệu quả của thị trường chứng khoán, tránh những nguy cơ khủng hoảng tiềm tàng được gây ra bởi toàn cầu hóa tài chính.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Câu hỏi về vai trò của nhà đầu tư tổ chức trong thời kỳ khủng hoảng luôn thu hút sự quan tâm đáng kể của những nhà nghiên cứu học thuật và những người hoạch định chính sách. Brunnermeier & Pedersen (2009) phát triển một mô hình lý thuyết phân tích tương tác giữa thanh khoản của chứng khoán trên thị trường (được gọi là *thanh khoản thị trường*) và khả năng tiếp cận nguồn vốn cho hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức có sử dụng đòn bẩy tài chính (được gọi là *thanh khoản tài trợ*). Các tác giả này chứng minh rằng những ràng buộc về nguồn vốn của nhà đầu tư tổ chức có sử dụng đòn bẩy tài chính khi kết hợp với một cú sốc trên thị trường sẽ gây ra áp lực bán đối với nhà đầu tư để giảm đòn bẩy, và áp lực này tạo ra vòng xoáy tương tác

giữa thanh khoản thị trường và thanh khoản tài trợ. Vòng xoáy này làm cho giá chứng khoán và thanh khoản thị trường giảm mạnh và cuối cùng có thể dẫn đến khủng hoảng. Mô hình của Brunnermeier & Pedersen (2009) cũng hàm ý rằng suy giảm giá sẽ lớn hơn trên những chứng khoán có sự suy giảm thanh khoản mạnh hơn.

Shleifer & Vishny (1997) lập luận rằng quỹ đầu tư tương hỗ thường đối mặt với nguy cơ bị rút vốn bởi những người góp vốn vào quỹ khi giá trị tài sản đầu tư của quỹ bị sụt giảm. Trong tình huống thị trường suy giảm mạnh, quỹ đầu tư tương hỗ có thể buộc phải bán tháo những tài sản đang nắm giữ để đáp ứng nhu cầu rút vốn của những người góp vốn vào quỹ. Việc bán tháo này (thường là với số lượng lớn và trên nhiều loại chứng khoán) sẽ làm giảm sâu thêm giá và thanh khoản thị trường. Garleanu & Pedersen (2007) chứng minh rằng khi thị trường trải qua bất ổn, nhà đầu tư có xu hướng ngại rủi ro hơn và do vậy thực hiện quản trị rủi ro một cách chặt chẽ hơn. Điều này có thể dẫn đến gia tăng bán ra trên thị trường và tạo áp lực trên cả giá và thanh khoản. Một số nghiên cứu khác như Kyle & Xiong (2001), Goldstein & Pauzner (2004), Bernardo & Welch (2004), Morris & Shin (2004), Wagner (2010), tuy sử dụng phương pháp và cách tiếp cận khác nhau, đều chứng minh rằng một cú sốc bất lợi có thể làm cho các nhà đầu tư tổ chức phải bán tháo các tài sản trên diện rộng và trên nhiều thị trường khác nhau. Điều này sẽ làm cho sốc bị khuếch đại, giá các chứng khoán và thanh khoản thị trường sẽ giảm mạnh, và cuối cùng đưa đến lan truyền khủng hoảng.

Tất cả các nghiên cứu lý thuyết trên đều nhấn mạnh vai trò có tính tiêu cực của nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán trong thời kỳ khủng hoảng. Khi thị trường trải qua một cú sốc, việc bắt buộc phải bán tháo để đáp ứng nhu cầu rút vốn từ những người góp vốn, hoặc hoàn trả nợ cho những khoản vay khi sử dụng đòn bẩy tài chính, hoặc nhằm giảm thiểu rủi ro, sẽ gây ra một áp lực giảm giá mạnh trên thị trường và mất thanh khoản trên diện rộng.

Mặc dù các nghiên cứu lý thuyết tập trung phân tích vai trò của nhà đầu tư tổ chức, các mô hình lý thuyết đó đều có hàm ý quan trọng trực tiếp liên quan đến các nhà đầu tư nước ngoài. Trên thị trường chứng khoán ở các quốc gia trên thế giới, nhà đầu tư nước ngoài thường là những nhà đầu tư tổ chức. Danh mục đầu tư của những nhà đầu tư nước ngoài có thể được trải rộng trên nhiều loại tài sản và ở

nhieu quốc gia khác nhau nhằm phân tán rủi ro và tận dụng lợi ích của đa dạng hóa quốc tế (Adler & Dumas, 1983). Tuy nhiên, cũng chính từ việc đa dạng hóa trên diện rộng này, một cú sốc bất lợi xuất phát từ một nhóm tài sản hoặc từ một quốc gia nào đó có thể được lan truyền nhanh chóng trên toàn bộ thị trường, từ quốc gia này sang quốc gia khác thông qua kênh các nhà đầu tư nước ngoài, và cuối cùng có thể dẫn đến một cuộc khủng hoảng trên bình diện toàn cầu (Goldstein & Pauzner, 2004; Wagner, 2010).

Mặc dù khá nhiều nghiên cứu lý thuyết tiên đoán ảnh hưởng bất ổn tiềm tàng của những nhà đầu tư nước ngoài khi xảy ra khủng hoảng, có khá ít nghiên cứu thực nghiệm về vai trò thật sự của nhà đầu tư nước ngoài trong thời kỳ khủng hoảng tài chính. Choe & cộng sự (1999) nghiên cứu ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính Châu Á 1997 đến thị trường chứng khoán Hàn Quốc. Các tác giả này thấy rằng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn khủng hoảng không gây ra những tác động tiêu cực đáng kể đến giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Hàn Quốc như được tiên đoán bởi các mô hình lý thuyết. Boyer & cộng sự (2006) nghiên cứu vai trò của nhà đầu tư nước ngoài trong các cuộc khủng hoảng kinh tế Mexico (1994), khủng hoảng tài chính châu Á (1997), và khủng hoảng tài chính Nga (1998) sử dụng dữ liệu thị trường chứng khoán của 46 quốc gia. Ở khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, kết quả nghiên cứu của các tác giả này cho thấy rằng khủng hoảng xuất phát ban đầu tại Thái Lan, sau đó đã nhanh chóng lan truyền sang các quốc gia khác bởi chính các nhà đầu tư nước ngoài. Các nghiên cứu của Broner & cộng sự (2006), Raddatz & Schmukler (2012) cũng cung cấp các minh chứng gián tiếp về ảnh hưởng tiêu cực của nhà đầu tư nước ngoài trong các khủng hoảng tài chính.

Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 xuất phát ban đầu từ khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ. Bắt đầu vào những tháng cuối năm 2007, khủng hoảng đã nhanh chóng lan truyền trên toàn bộ thị trường chứng khoán Mỹ, sau đó lan rộng qua các quốc gia khác và cuối cùng bùng nổ thành khủng hoảng tài chính trên bình diện toàn cầu. Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 mang đặc điểm của một khủng hoảng thanh khoản, với sự suy giảm nghiêm trọng thanh khoản và giá chứng khoán trên thị trường (Brunnermeier, 2009; Pedersen, 2009). Một vài nhóm nghiên cứu trên thế giới đã tập trung phân tích các nguyên nhân dẫn đến việc lan truyền

nhanh chóng của khủng hoảng 2008-2009, như Tong & Wei (2011), Calomiris & cộng sự (2012), Bekaert & cộng sự (2014). Tuy nhiên, chưa có một nghiên cứu nào xem xét trực tiếp vai trò của nhà đầu tư nước ngoài trong khủng hoảng.

Bởi vì nhà đầu tư nước ngoài đóng vai trò ngày càng quan trọng trên nhiều quốc gia, nghiên cứu nhằm gia tăng sự hiểu biết về nhà đầu tư nước ngoài là điều cần thiết. Bài này tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán quốc tế trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009. Dựa trên cơ sở các nghiên cứu lý thuyết được trình bày ở trên, giả thuyết nghiên cứu chính trong bài này là sở hữu nước ngoài có ảnh hưởng nghịch chiều đến giá cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình phân tích

Để nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài đến thay đổi giá cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng, tác giả sử dụng phương pháp tương tự như nghiên cứu của Tong & Wei (2011), Calomiris & cộng sự (2012). Cụ thể, mô hình phân tích có dạng như sau:

$$CumRet_f = \lambda_0 + \lambda_1 FIO_f + \sum \lambda_i Controls_f + \gamma_c + \delta_i + \varepsilon_f \quad (1)$$

Trong đó: $CumRet_f$ là tỷ suất lợi tức tích lũy của cổ phiếu công ty f trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, với khoảng thời gian khủng hoảng được xác định từ tháng 1 năm 2008 đến tháng 3 năm 2009. FIO_f là sở hữu của nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài trong công ty f trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty f vào cuối năm 2007. $Controls_f$ là các biến đặc thù công ty, được kiểm soát trong mô hình (1) nhằm loại bỏ khả năng tác động của những nhân tố đặc thù công ty đến quan hệ giữa nhà đầu tư nước ngoài và tỷ suất lợi tức tích lũy của cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng.

Dựa trên các nghiên cứu trước (Tong & Wei, 2011; Calomiris & cộng sự 2012; Aragon & Strahan, 2012), các biến kiểm soát đặc thù công ty bao gồm:

-Rủi ro thanh khoản (β_{Liq}), được xác định dựa trên tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và thanh khoản của danh mục thị trường; Rủi ro thị trường (β_M), được xác định dựa trên tương quan giữa tỷ suất

lợi tức cổ phiếu và tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường²;

- DIO_f là sở hữu của nhà đầu tư tổ chức bản địa trong công ty f trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức ở bản địa so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty f vào cuối năm 2007;

-Biến giả $MSCI$ nhận giá trị 1 nếu công ty được đưa vào chỉ số Morgan Stanley Capital International;

-Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), được xác định bằng tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty;

-Hệ số giá trị sổ sách trên giá thị trường của cổ phiếu (BM), được xác định bằng Logarit tự nhiên của tỷ số giá trị sổ sách trên giá thị trường của cổ phiếu công ty;

-Quy mô công ty ($MCap$), được xác định bằng Logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của công ty tính theo USD;

-Sở hữu của hội đồng quản trị và ban điều hành công ty ($CHeld$), được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi thành viên hội đồng quản trị hoặc ban điều hành công ty;

-Biến giả ADR nhận giá trị 1 nếu cổ phiếu công ty được niêm yết chéo trên thị trường chứng khoán Mỹ;

-Số lượng nhà phân tích tài chính thực hiện phân tích công ty ($Analyst$), được xác định bằng số lượng nhà phân tích tài chính thực hiện phân tích công ty;

-Thanh khoản cổ phiếu (Liq), được xác định bằng Logarit tự nhiên của giá trị trung bình của thanh khoản cổ phiếu hàng ngày trong năm trước khủng hoảng. Tương tự như các nghiên cứu trước (ví dụ: Chordia & cộng sự, 2000; Rubin, 2007; Brockman & cộng sự, 2009), thanh khoản cổ phiếu được đo lường bằng giá trị tuyệt đối của chênh lệch tỷ lệ giữa giá giao dịch và giá niêm yết. Giá trị càng cao của đo lường này thể hiện cổ phiếu càng kém thanh khoản, và ngược lại;

-Tỷ suất lợi tức năm ($Return$), được xác định bằng tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu;

-Tính bất ổn định của tỷ suất lợi tức (STD), được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi tức tháng của cổ phiếu trong năm trước khủng hoảng;

-Giá đóng cửa của cổ phiếu ($Price$), được xác định bằng Logarit tự nhiên của giá đóng cửa của cổ phiếu vào cuối năm 2007.

Ngoại trừ hệ số rủi ro thanh khoản (β_{Liq}) và hệ số rủi ro thị trường (β_M), các biến kiểm soát được đo lường vào cuối năm 2007. Biến β_{Liq} và biến β_M được ước lượng sử dụng dữ liệu 5 năm trước khủng hoảng (2003-2007). Ngoại trừ các biến giả và các biến đã được biến đổi Logarit tự nhiên, các biến còn lại được loại bỏ các quan sát ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi tiềm tàng (outliers).

Mô hình (1) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định quốc gia (γ_c) và ảnh hưởng cố định ngành (δ_i) nhằm kiểm soát tác động chi phối của nhân tố quốc gia và nhân tố ngành lên ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn khủng hoảng. Mô hình được ước lượng với sai số chuẩn robust để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất (heteroskedasticity) của yếu tố nhiễu ngẫu nhiên ϵ_f .

2.2.2. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau. Cụ thể, dữ liệu sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài được thu thập từ cơ sở dữ liệu FactSet/LionShares. Dữ liệu giá cổ phiếu (tính theo đôla Mỹ) được thu thập từ Datastream³. Dữ liệu giao dịch cổ phiếu theo thời gian thực để đo lường thanh khoản cổ phiếu được thu thập từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuters Tick History (TRTH). Dữ liệu kế toán được sử dụng để đo lường các biến kiểm soát được thu thập từ cơ sở dữ liệu Worldscope. Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty có thể thu thập được dữ liệu để đo lường các biến, và được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán chính ở 41 quốc gia.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày tỷ lệ sở hữu trung bình của nhà đầu tư nước ngoài trong công ty niêm yết ở 41 quốc gia của mẫu nghiên cứu, giai đoạn ngay trước khủng hoảng (2007). Tỷ lệ sở hữu trung bình của nhà đầu tư nước ngoài (FIO) ở nhóm nước phát triển là 4,7%, so với 2,2% ở nhóm nước đang phát triển, cho thấy nhà đầu tư nước ngoài dường như ưa thích nắm giữ cổ phiếu ở các quốc gia phát triển hơn là ở các quốc gia đang phát triển⁴. Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cũng cao hơn đáng kể trong mỗi quốc gia của nhóm nước phát triển so với các quốc gia trong nhóm nước đang phát triển. Bảng 1 cũng trình bày tỷ suất lợi tức tích lũy trung bình (CumRet) trong giai đoạn khủng hoảng từ tháng 1 năm 2008 đến tháng 3 năm 2009 cho mỗi quốc gia trong mẫu

Bảng 1: Thống kê mô tả*Panel A: Quốc gia đang phát triển*

Quốc gia	Số quan sát	FIO	CumRet
Argentina	64	0,2%	-52,7%
Brasil	24	4,4%	-59,6%
Trung Quốc	1329	0,2%	-32,1%
Chile	111	0,6%	-31,5%
Ai Cập	81	1,2%	-66,4%
Hy Lạp	257	3,3%	-63,2%
Indonesia	260	2,5%	-44,6%
Ấn Độ	826	2,8%	-73,8%
Israel	344	2,0%	-45,0%
Hàn Quốc	645	3,7%	-55,3%
Mexico	72	5,5%	-45,2%
Malaysia	846	1,5%	-43,1%
Peru	53	0,4%	-32,8%
Ba Lan	190	2,9%	-67,4%
Philippines	148	2,7%	-50,6%
Nga	31	3,9%	-71,6%
Nam Phi	237	3,7%	-50,8%
Thái Lan	363	2,1%	-35,3%
Thổ Nhĩ Kỳ	235	4,0%	-60,4%
Đài Loan	653	3,6%	-35,1%
Giá trị trung bình		2,2%	-47,1%

Panel B: Quốc gia phát triển

Quốc gia	Số quan sát	FIO	CumRet
Úc	1028	2,8%	-63,2%
Áo	36	12,8%	-57,6%
Bỉ	121	3,9%	-42,2%
Canada	604	7,4%	-57,9%
Đan Mạch	137	3,7%	-61,7%
Ireland	34	17,0%	-67,8%
Phần Lan	101	10,4%	-50,5%
Pháp	576	5,1%	-47,1%
Đức	625	5,6%	-47,6%
Hồng Kông	783	3,7%	-57,0%
Ý	185	5,9%	-58,0%
Nhật Bản	2418	3,3%	-27,1%
Hà Lan	111	12,7%	-52,9%
Na Uy	114	7,5%	-60,0%
New Zealand	67	3,1%	-51,8%
Singapore	467	3,2%	-59,9%
Tây Ban Nha	96	6,1%	-62,6%
Thụy Điển	223	6,1%	-52,5%
Thụy Sĩ	189	9,1%	-39,3%
Vương Quốc Anh	1064	4,7%	-61,4%
Hoa Kỳ	1745	5,3%	-47,3%
Giá trị trung bình		4,7%	-47,7%
Trung bình của mẫu		3,7%	-47,4%
Độ lệch chuẩn của mẫu		7,2%	30,6%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2: Thanh khoản và tỷ suất lợi tức trong giai đoạn khủng hoảng

Năm	Tháng	Panel A: Toàn bộ các quốc gia		Panel B: Quốc gia đang phát triển		Panel C: Quốc gia phát triển	
		Chênh lệch thanh khoản	Tỷ suất lợi tức tích lũy	Chênh lệch thanh khoản	Tỷ suất lợi tức tích lũy	Chênh lệch thanh khoản	Tỷ suất lợi tức tích lũy
		so với 2007	trung bình	so với 2007	trung bình	so với 2007	trung bình
2008	1	0,006	-8,3%	0,005	-9,5%	0,007	-7,5%
2008	2	0,006	-4,5%	0,006	-4,7%	0,006	-4,4%
2008	3	0,008	-9,0%	0,007	-11,7%	0,008	-7,2%
2008	4	0,006	-7,0%	0,006	-9,6%	0,007	-5,3%
2008	5	0,005	-5,5%	0,005	-11,0%	0,005	-1,9%
2008	6	0,007	-13,6%	0,007	-22,0%	0,007	-8,1%
2008	7	0,010	-16,2%	0,010	-21,6%	0,010	-12,6%
2008	8	0,010	-21,5%	0,009	-28,2%	0,011	-17,1%
2008	9	0,013	-32,1%	0,012	-37,9%	0,015	-28,2%
2008	10	0,021	-47,2%	0,018	-53,4%	0,024	-43,0%
2008	11	0,021	-49,4%	0,016	-54,8%	0,024	-45,7%
2008	12	0,019	-46,0%	0,014	-51,6%	0,023	-42,3%
2009	1	0,018	-48,2%	0,014	-52,3%	0,021	-45,4%
2009	2	0,017	-51,3%	0,013	-53,0%	0,021	-50,2%
2009	3	0,018	-47,4%	0,013	-47,1%	0,022	-47,7%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

ngiên cứu. Như có thể thấy, thị trường chứng khoán của tất cả quốc gia đều giảm mạnh trong giai đoạn khủng hoảng. Tính đến tháng 3 năm 2009, giá cổ phiếu trung bình trên toàn bộ các quốc gia trong mẫu nghiên cứu đã giảm 47,4% so với khi bắt đầu xảy ra khủng hoảng ($CumRet=-47,4\%$).

Bảng 2 trình bày biến động thanh khoản và tỷ suất lợi tức tích lũy qua mỗi tháng trong giai đoạn khủng hoảng cho toàn bộ mẫu nghiên cứu và mỗi nhóm quốc gia. Như có thể thấy, giá trị chênh lệch giữa đo lường thanh khoản trung bình của mỗi tháng trong giai đoạn khủng hoảng so với đo lường thanh khoản trung bình trước khủng hoảng là dương và chênh lệch này có chiều hướng tăng dần qua mỗi tháng, cho thấy thanh khoản của thị trường suy giảm đáng kể trong giai đoạn khủng hoảng.⁵ Thanh khoản thị trường suy giảm mạnh nhất vào tháng 10 và tháng 11 năm 2008, với giá trị chênh lệch thanh khoản so với năm 2007 là 0,021 cả trong hai tháng 10 và tháng 11 năm 2008 ở mẫu toàn bộ các quốc gia. Kết quả cũng nhất quán ở mẫu quốc gia đang phát triển và quốc gia phát triển. Đồng thời với sự suy giảm thanh khoản, các thị trường nói chung cũng giảm giá mạnh, với tỷ suất lợi tức tích lũy trung bình là âm với độ lớn tăng dần qua mỗi tháng trong thời kỳ khủng hoảng.

Bảng 3 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu. Như có thể thấy từ Bảng 3, sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trước khủng hoảng có tương quan nghịch với tỷ suất lợi tức tích lũy của cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng (hệ số tương quan giữa FIO và $CumRet$ là $-0,093$). Kết quả này cung cấp một bức tranh sơ bộ ủng hộ cho giả thuyết về ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn khủng hoảng. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp, và do vậy loại bỏ khả năng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy⁶.

3.2. Kết quả hồi quy

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (1) theo từng nhóm quốc gia, cột (1)-(3) cho toàn bộ quốc gia trong mẫu nghiên cứu, cột (4)-(6) cho nhóm quốc gia đang phát triển, và cột (7)-(9) cho nhóm quốc gia phát triển. Ở cột (1), cột (4), và cột (7) tương ứng với mỗi nhóm quốc gia, mô hình hồi quy chỉ bao gồm biến sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (FIO) và các biến kiểm soát. Kết quả cho thấy sở hữu nhà đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng nghịch đến tỷ suất lợi tức tích lũy của cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng với mức ý nghĩa 1%, và kết quả là nhất quán trên toàn bộ 3 nhóm mẫu. Cụ thể, ước lượng hệ số của sở hữu nhà đầu tư nước ngoài ở

cột (1), cột (4), và cột (7) của Bảng 4 tương ứng là -0,194 (t-stat=-4,91), -0,234 (t-stat=-3,87), và -0,173 (t-stat=-3,70).

Ở cột (2), cột (5), và cột (8) của Bảng 4, chúng tôi kiểm soát thêm biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức bản địa (*DIO*) trong mô hình hồi quy, dựa vào khả năng rằng kết quả ở các cột (1), cột (4), và cột (7) có thể bị tác động chi phối bởi ảnh hưởng của nhà đầu tư bản địa (*DIO*). Việc kiểm soát này cho phép cô lập ảnh hưởng (nếu có) của biến *DIO* đến tác động tỷ suất lợi tức cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng của nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả ở các cột (2), cột (5), và cột (8) cho thấy ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài (*FIO*) đến tỷ suất lợi tức tích lũy cổ phiếu vẫn tương tự như trên thậm chí sau khi biến nhà đầu tư bản địa (*DIO*) được kiểm soát trong mô hình. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến *FIO* vẫn âm và ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%.

Kết quả từ Bảng 4 cũng cho thấy rằng cổ phiếu có rủi ro thị trường lớn (β_M) hoặc vốn hóa thị trường lớn (*MCap*) giảm giá mạnh trong giai đoạn khủng hoảng (Ước lượng hệ số của β_M và *MCap* có giá trị âm với mức ý nghĩa 1%). Ngược lại, cổ phiếu của các công ty nằm trong rổ chỉ số MSCI, các công ty có khả năng sinh lợi cao (*ROA*), các công ty với cổ phiếu được sở hữu phần lớn bởi hội đồng quản trị hoặc

ban điều hành công ty (*CHeld*), cổ phiếu của các công ty được niêm yết chéo trên thị trường chứng khoán Mỹ (*ADR*) suy giảm giá ít hơn trong giai đoạn khủng hoảng (Ước lượng hệ số của biến này có giá trị dương và ý nghĩa thống kê).

Như được trình bày ở phần trước, mô hình của Brunnermeier và Pedersen (2009) hàm ý rằng suy giảm giá do áp lực bán của nhà đầu tư nước ngoài sẽ lớn hơn trên những chứng khoán có sự suy giảm thanh khoản mạnh hơn. Để kiểm định giả thuyết này, chúng tôi đưa thêm biến tương tác ($FIO*\beta_{Liq}$) giữa sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và biến rủi ro thanh khoản vào mô hình hồi quy (1). Kết quả của phân tích được trình bày ở cột (3), cột (6), và cột (9) của Bảng 4⁷. Như có thể thấy, ước lượng hệ số trên số hạng tương tác $FIO*\beta_{Liq}$ có dấu âm và ý nghĩa thống kê trên toàn bộ 3 nhóm mẫu. Kết quả này cho thấy rằng tác động tiêu cực của nhà đầu tư nước ngoài đến tỷ suất lợi tức cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng là mạnh hơn trên các cổ phiếu có rủi ro thanh khoản lớn, như được tiên đoán bởi lý thuyết.

Để đảm bảo độ tin cậy của kết quả, chúng tôi cũng thực hiện phân tích thêm với hai khoảng thời gian được xác định là giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009: khoảng thời gian thứ nhất từ tháng 1 năm 2008 đến tháng 6 năm 2009, và khoảng

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

Biến	CumRet	FIO	DIO	β_{Liq}	β_M	MSCI	ROA	BM	MCap	CHeld	ADR	Analyst	Liq	Return	STD	Price
CumRet	1,000															
FIO	-0,093	1,000														
DIO	-0,052	0,107	1,000													
β_{Liq}	-0,071	0,095	0,100	1,000												
β_M	-0,283	0,045	0,085	0,099	1,000											
MSCI	0,068	0,312	0,263	0,198	0,061	1,000										
ROA	0,061	0,102	0,060	0,089	0,097	0,166	1,000									
BM	0,038	0,086	0,066	0,082	0,003	0,232	0,039	1,000								
MCap	0,029	0,434	0,329	0,274	0,165	0,695	0,253	0,372	1,000							
CHeld	0,027	0,238	0,351	0,123	0,017	0,242	0,081	0,061	0,219	1,000						
ADR	-0,015	0,227	0,010	0,024	0,029	0,113	0,002	0,046	0,210	-0,091	1,000					
Analyst	-0,004	0,408	0,236	0,160	0,105	0,332	0,117	0,139	0,679	-0,249	0,243	1,000				
Liq	-0,088	0,216	0,204	0,346	0,095	0,429	0,259	0,134	0,563	0,173	0,062	-0,295	1,000			
Return	-0,043	0,077	0,167	0,017	0,070	0,073	0,190	0,351	0,101	0,160	0,033	-0,089	0,050	1,000		
STD	-0,158	0,162	0,163	0,111	0,263	0,135	0,185	0,191	0,248	0,073	0,052	-0,249	0,272	0,432	1,000	
Price	0,049	0,283	0,340	0,227	0,223	0,328	0,245	0,175	0,570	-0,142	0,082	0,347	0,502	-0,027	0,339	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4: Kết quả hồi quy

Biến	Panel A: Toàn bộ mẫu quốc gia			Panel B: Quốc gia đang phát triển			Panel C: Quốc gia phát triển		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>FIO</i>	0,194*** (-4,91)	0,239*** (-6,21)	-0,221*** (-5,58)	0,234*** (-3,87)	0,230*** (-3,82)	0,203*** (-3,22)	0,173*** (-3,70)	0,237*** (-5,11)	0,223*** (-4,67)
<i>DIO</i>		0,138*** (-5,54)	-0,137*** (-5,48)		0,279*** (-4,12)	0,279*** (-4,12)		0,150*** (-5,62)	0,149*** (-5,58)
<i>FIO*βLiq</i>			48,410*** (-2,85)			37,359** (-2,44)			-55,081* (-1,68)
<i>βLiq</i>	0,045 (0,03)	0,476 (0,29)	0,900 (0,54)	-1,596 (-0,66)	-1,390 (-0,58)	-1,043 (-0,43)	-0,250 (-0,11)	0,169 (0,08)	0,613 (0,27)
<i>βM</i>	0,072*** (-15,36)	0,072*** (-15,41)	-0,072*** (-15,41)	0,057*** (-8,37)	0,057*** (-8,46)	0,057*** (-8,46)	0,080*** (-12,18)	0,079*** (-12,13)	0,079*** (-12,13)
<i>Liq</i>	-0,010** (-2,45)	0,017*** (-3,96)	-0,017*** (-3,93)	0,016** (2,04)	0,015* (1,93)	0,015* (1,94)	0,025*** (-4,60)	0,034*** (-6,22)	0,034*** (-6,19)
<i>MSCI</i>	0,027*** (3,99)	0,031*** (4,55)	0,030*** (4,51)	0,039*** (4,46)	0,040*** (4,57)	0,039*** (4,52)	0,018* (1,83)	0,025** (2,54)	0,025** (2,52)
<i>ROA</i>	0,112*** (5,03)	0,113*** (5,08)	0,113*** (5,07)	0,148*** (3,78)	0,149*** (3,81)	0,148*** (3,78)	0,102*** (3,80)	0,102*** (3,83)	0,103*** (3,84)
<i>BM</i>	-0,001 (-0,34)	-0,001 (-0,19)	-0,001 (-0,20)	0,000 (0,02)	-0,000 (-0,01)	-0,000 (-0,01)	-0,001 (-0,22)	0,000 (0,00)	0,000 (0,00)
<i>MCap</i>	0,019*** (-6,94)	0,020*** (-7,14)	-0,020*** (-7,09)	0,023*** (-5,58)	0,023*** (-5,52)	0,023*** (-5,53)	0,017*** (-4,59)	0,018*** (-4,83)	0,018*** (-4,77)
<i>CHeld</i>	0,039*** (4,26)	0,033*** (3,60)	0,032*** (3,57)	0,040*** (3,14)	0,039*** (3,05)	0,039*** (3,06)	0,043*** (3,42)	0,032** (2,55)	0,032** (2,52)
<i>ADR</i>	0,063*** (4,53)	0,060*** (4,37)	0,061*** (4,40)	0,065*** (2,77)	0,063*** (2,69)	0,065*** (2,76)	0,066*** (3,86)	0,062*** (3,70)	0,062*** (3,65)
<i>Analyst</i>	-0,000 (-0,51)	-0,000 (-0,26)	-0,000 (-0,41)	0,000 (0,38)	0,000 (0,31)	0,000 (0,20)	-0,001* (-1,71)	-0,001 (-1,63)	-0,001* (-1,73)
<i>Return</i>	0,011 (1,61)	0,010 (1,59)	0,010 (1,59)	0,029*** (-3,01)	0,028*** (-2,95)	0,028*** (-2,92)	0,033*** (3,85)	0,033*** (3,83)	0,033*** (3,81)
<i>STD</i>	0,085*** (-7,97)	0,084*** (-7,90)	-0,085*** (-7,92)	0,092*** (-5,06)	0,095*** (-5,14)	0,095*** (-5,15)	0,077*** (-6,44)	0,075*** (-6,32)	0,075*** (-6,33)
<i>Price</i>	0,004 (1,60)	0,004* (1,96)	0,004* (1,94)	0,017*** (5,30)	0,018*** (5,52)	0,018*** (5,52)	-0,005* (-1,77)	-0,004 (-1,48)	-0,004 (-1,50)
<i>Constant</i>	0,347*** (-7,93)	0,368*** (-8,43)	-0,369*** (-8,46)	0,188*** (-3,38)	0,194*** (-3,49)	0,194*** (-3,48)	0,464*** (-9,55)	0,506*** (-10,40)	0,506*** (-10,43)
Fixed effects	CI	CI	CI	CI	CI	CI	CI	CI	CI
Nobs	13.870	13.870	13.870	5.555	5.555	5.555	8.315	8.315	8.315
Adj. Rsqr	27,0%	27,2%	27,2%	33,1%	33,2%	33,2%	24,7%	25,1%	25,1%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

thời gian thứ hai từ tháng 9 năm 2008 (đánh dấu sự sụp đổ của ngân hàng đầu tư Lehman Brothers) đến tháng 3 năm 2009. Kết quả của các phân tích thêm hoàn toàn nhất quán với kết quả được trình bày trong bài nghiên cứu này, đó là, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cao trong giai đoạn trước khủng hoảng đưa đến sự suy giảm mạnh của tỷ suất lợi tức cổ phiếu trong thời kỳ khủng hoảng.

4. Kết luận

Trong bài này, tác giả nghiên cứu tác động của sở

hữu nước ngoài đến thay đổi giá cổ phiếu trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009. Sử dụng mẫu gồm các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của 41 quốc gia, kết quả cho thấy cổ phiếu với tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài cao trong giai đoạn trước khủng hoảng đã trải qua suy giảm giá mạnh trong thời kỳ khủng hoảng, và ảnh hưởng là lớn hơn trên các cổ phiếu có rủi ro thanh khoản lớn. Kết quả này phù hợp với quan điểm của các nghiên cứu lý thuyết rằng nhà đầu tư nước ngoài

có thể có tác động tiêu cực trong giai đoạn khủng hoảng. Khi thị trường trải qua một cú sốc, áp lực phải bán tháo để đáp ứng nhu cầu rút vốn từ những người góp vốn, hoặc hoàn trả nợ cho những khoản vay khi sử dụng đòn bẩy tài chính, hoặc nhằm giảm thiểu rủi ro, sẽ gây ra một áp lực giảm giá mạnh trên thị trường và mất thanh khoản trên diện rộng.

Nghiên cứu này có hàm ý chính sách quan trọng. Mặc dù toàn cầu hóa tài chính mang lại nhiều lợi ích cho các quốc gia, quan ngại về tác động tiêu cực của toàn cầu hóa tài chính vẫn là trở lực khiến nhiều quốc gia do dự khi mở cửa thị trường tài chính cho

các nhà đầu tư nước ngoài. Một trong những khía cạnh tiêu cực của toàn cầu hóa tài chính là nguy cơ bất ổn của thị trường bản địa khi đối mặt với những cú sốc bất lợi, bất kể sốc khởi nguồn từ chính quốc gia bản địa hay sốc bất nguồn từ bên ngoài. Minh chứng thực nghiệm từ nghiên cứu này xác nhận quan điểm trên. Kết quả của nghiên cứu này ủng hộ cho khuyến nghị rằng trong tình huống bất thường, các dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài cần được kiểm soát chặt chẽ một cách kịp thời và hiệu quả để có thể giúp hạn chế nguy cơ lan truyền và bùng nổ khủng hoảng.

Ghi chú:

1. Để thuận tiện cho việc trình bày trong bài này, thuật ngữ “nhà đầu tư nước ngoài” đề cập đến nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài, đó là, đầu tư trên thị trường chứng khoán.

2. Hệ số rủi ro thanh khoản (β_{Liq}) và hệ số rủi ro thị trường (β_M) được ước lượng theo phương pháp của Acharya & Pedersen (2005).

3. Dữ liệu giá cổ phiếu trong cơ sở dữ liệu Datastream đã được điều chỉnh chia cổ tức và chia tách cổ phiếu.

4. Quốc gia phát triển và quốc gia đang phát triển được phân nhóm dựa trên phân loại của IFC (International Finance Corporation, một định chế thành viên của World Bank Group).

5. Như được trình bày ở phần trước, thanh khoản cổ phiếu được đo lường bằng giá trị tuyệt đối của chênh lệch tỷ lệ giữa giá giao dịch và giá niêm yết. Giá trị càng cao của đo lường này thể hiện cổ phiếu càng kém thanh khoản, và ngược lại.

6. Như một quy tắc thực nghiệm, đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng nếu hệ số tương quan giữa hai biến độc lập nhỏ hơn 0.8 (Xem Gujarati, 2003).

7. Hệ số rủi ro thanh khoản (β_{Liq}) của một cổ phiếu đo lường biến động thanh khoản cổ phiếu so với biến động thanh khoản chung của toàn thị trường. Một cổ phiếu có giá trị β_{Liq} lớn sẽ có thanh khoản cao hơn so với thanh khoản thị trường khi thanh khoản thị trường đang ở trạng thái tốt. Ngược lại, cổ phiếu sẽ mất thanh khoản nhiều hơn so với thị trường khi thị trường đang ở trạng thái kém thanh khoản (Acharya & Pedersen, 2005). Trong một phân tích riêng (không được trình bày trong bài nghiên cứu này), chúng tôi thấy rằng cổ phiếu với giá trị β_{Liq} lớn (được đo lường sử dụng dữ liệu giai đoạn 2003-2007, trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu) suy giảm thanh khoản mạnh trong thời kỳ khủng hoảng.

Tài liệu tham khảo:

- Acharya, V.V. & Pedersen, L.H. (2005), ‘Asset pricing with liquidity risk’, *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410.
- Adler, M. & Dumas, B. (1983), ‘International portfolio selection and corporate finance: A synthesis’, *Journal of Finance*, 38(3), 925-984.
- Aragon, G.O. & Strahan, P.E. (2012), ‘Hedge funds as liquidity providers: Evidence from the Lehman bankruptcy’, *Journal of Financial Economics*, 103(3), 570-587.
- Bekaert, G. & Harvey, C.H. (2000), ‘Foreign speculators and emerging equity markets’, *Journal of Finance*, 55(2), 565-613.
- Bekaert, G., Ehrmann, M., Fratzscher, M. & Mehl, A. (2014), ‘The global crises and equity market contagion’, *Journal of Finance*, 69(6), 2597-2649.
- Bernardo, A. E. & Welch, I. (2004), ‘Liquidity and financial market runs’, *Quarterly Journal of Economics*,

119(1), 135-158.

- Boyer, B.H., Kumagai, T. & Yuan, K. (2006), 'How do crises spread? Evidence from accessible and inaccessible stock indices', *Journal of Finance*, 61(2), 957- 1003.
- Brockman, P., Chung, D.Y. & Yan, X. (2009), 'Block ownership, trading activity, and market liquidity', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6), 1403-1426.
- Broner, F.A., Gelos, R.G. & Reinhart, C.M. (2006), 'When in peril, retrench: Testing the portfolio channel of contagion', *Journal of International Economics*, 69(1), 203-230.
- Brunnermeier, M.K. (2009), 'Deciphering the liquidity and credit crunch 2007– 2008', *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Brunnermeier, M.K. & Pedersen, L.H. (2009), 'Market liquidity and funding liquidity', *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.
- Calomiris, C.W., Love, I. & Peria, M.S.M. (2012), 'Stock returns' sensitivities to crisis shocks: Evidence from developed and emerging markets', *Journal of International Money and Finance*, 31(4), 743-765.
- Chari, A. & Henry, P.B. (2004), 'Risk sharing and asset prices: Evidence from a natural experiment', *Journal of Finance*, 59(3), 1295-1324.
- Choe, H., Kho, B.-C. & Stulz, R.M. (1999), 'Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997', *Journal of Financial Economics*, 54(2), 227-264.
- Chordia, T., Roll, R. & Subramanyam, A. (2000), 'Commonality in liquidity', *Journal of Financial Economics*, 56(1), 3-28.
- Garleanu, N.B. & Pedersen, L.H. (2007), 'Liquidity and risk management', *American Economic Review*, 97(2), 193-197.
- Goldstein, I. & Pauzner, A. (2004), 'Contagion of self-fulfilling financial crises due to diversification of investment portfolios', *Journal of Economic Theory*, 119(1), 151-183.
- Gujarati, D.N. (2003), 'Basic Econometrics', 4th Ed., McGraw-Hill.
- Gupta, N. & Yuan, Y. (2009), 'On the growth effect of stock market liberalizations', *Review of Financial Studies*, 22(11), 4715-4752.
- Henry, P.B. (2000), 'Do stock market liberalizations cause investment booms?', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 301-334.
- International Monetary Fund (2010), Global Financial Stability Report, Chapter IV. Global Liquidity Expansion: Effects on "Receiving" Economies and Policy Response Options.
- Kim, E. H. & Singal, V. (2000), 'Stock market openings: Experience of emerging economics', *Journal of Business*, 73(4), 25-66.
- Kyle, A.S. & Xiong, W. (2001), 'Contagion as a wealth effect', *Journal of Finance*, 56(4), 1401-1440.
- Morris, S. & Shin, H.S. (2004), 'Liquidity black holes', *Review of Finance*, 8(1), 1-18.
- Pedersen, L.H. (2009). 'When everyone runs for the exit', *International Journal of Central Banking*, 5(4), 177-199.
- Quinn, D. P. & Toyoda, A.M. (2008), 'Does capital account liberalization lead to growth?', *Review of Financial Studies*, 21(3), 1403–1449.
- Raddatz, C. & Schmukler, S.L. (2012), 'On the international transmission of shocks: Micro- evidence from mutual fund portfolios', *Journal of International Economics*, 88(2), 357-374.
- Rubin, A. (2007), 'Ownership level, ownership concentration, and liquidity', *Journal of Financial Markets*, 10(3), 219-248.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), 'The limits of arbitrage', *Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- Stulz, R.M. (1999), 'Globalization, corporate finance, and the cost of capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25.
- Tong, H. & Wei, S.-J. (2011), 'The composition matters: Capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis', *Review of Financial Studies*, 24(6), 2023-2052.
- Wagner, W. (2010), 'Diversification at financial institutions and systemic crises', *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 373-386.