
TÁC ĐỘNG CỦA MỨC ĐỘ MỞ CỬA THỊ TRƯỜNG ĐẾN XÁC SUẤT XẢY RA KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Nguyễn Thành Công

Trường Đại học Phenikaa

Email: cong.nguyenthanh@phenikaa-uni.edu.vn

Trần Thúy Quỳnh

Trường Đại học Phenikaa

Email: quynh.tranthuy@phenikaa-uni.edu.vn

Mã bài: JED-1080

Ngày nhận bài: 13/01/2023

Ngày nhận bài sửa: 14/03/2023

Ngày duyệt đăng: 14/06/2023

DOI: 10.33301/JED.VI.1080

Tóm tắt

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 61 quốc gia trong giai đoạn 1996–2019 để phân tích tác động của mức độ mở cửa thị trường đến xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính. Chúng tôi phát hiện ra rằng mức độ mở cửa thị trường cao hơn làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, đặc biệt là khủng hoảng ngân hàng. Khi phân tích ba khía cạnh quan trọng của mở cửa thị trường, chúng tôi cho thấy việc thúc đẩy tự do thương mại làm giảm khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, trong khi đó nâng cao mức độ tự do đầu tư và tự do tài chính lại làm tăng xác suất khủng hoảng tài chính. Tuy vậy, tác động tích cực của tự do thương mại bé hơn rất nhiều so với tác động tiêu cực của tự do đầu tư và đặc biệt là tự do tài chính.

Từ khóa: Khủng hoảng tài chính, Mở cửa thị trường, Tự do thương mại, Tự do đầu tư, Tự do tài chính.

Mã phân loại JEL: G01, F41, E44

The impact of open market on the probability of financial crises

Abstract

Using a sample of 61 countries over the period 1996–2019, this paper examines the impact of open market on the probability of financial crises. We find that higher levels of open market increase the likelihood of financial crises, especially banking crises. Delving into the components of open market, our regression results show that increased trade freedom reduces the probability of financial crises, whereas increased investment freedom and financial freedom lead to higher probability of financial crises. Nevertheless, the positive effects of trade freedom are less pronounced than the negative effects of investment freedom and financial freedom.

Keywords: Financial crises, Open market, Trade freedom, Investment freedom, Financial freedom.

JEL classification codes: G01, F41, E44

1. Giới thiệu

Trong giai đoạn từ năm 1970 đến năm 2019, theo thống kê của Nguyen & cộng sự (2022a), thế giới ghi nhận hơn 700 cuộc khủng hoảng tài chính. Trong khi hầu hết các cuộc khủng hoảng tài chính được thống kê chỉ xảy ra cục bộ ở một quốc gia, một số ít các cuộc khủng hoảng kinh tế đã xảy ra trên phạm vi đa quốc gia như cuộc khủng hoảng đồng Peso năm 1994 (khủng hoảng Tequila), cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, hay gần đây hơn là cuộc Đại suy thoái năm 2008. Các cuộc khủng hoảng tài chính này thu hút được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu và các nhà làm chính sách vì chúng gây ra hậu quả rất nghiêm trọng đến nền kinh tế và phúc lợi xã hội của người dân. Điều này cho thấy sự cần thiết của việc nghiên cứu các yếu tố gây ra khủng hoảng tài chính.

Sau khi cuộc Đại suy thoái nổ ra tại Hoa Kỳ và nhanh chóng lan rộng đến các quốc gia Châu Âu, vào ngày 25 tháng 12 năm 2008, nữ hoàng Anh Elizabeth đưa ra một câu hỏi cho các nhà nghiên cứu tại Đại học Kinh tế London rằng “Tại sao không ai nhìn thấy cuộc khủng hoảng đang đến?” (Giles, 2008). Sujit Kapadia – nhà kinh tế học của Ngân hàng trung ương Anh – khi đó đã thừa nhận với Nữ hoàng rằng các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra như những trận động đất hay đại dịch cúm, vốn dĩ ít khi xảy ra và khó để dự đoán.

Tuy vậy, dự đoán khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính không phải là điều không thể. Các nghiên cứu gần đây đã phát hiện ra nhiều yếu tố có thể gia tăng xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính như tăng trưởng tín dụng (Demirguc-Kunt & Detragiache, 1998), gánh nặng nợ công, bất ổn chính trị (Nguyen & cộng sự, 2022b), và chất lượng thể chế (Sever, 2020). Một số nhà nghiên cứu nhấn mạnh rằng trong bối cảnh các nền kinh tế trên thế giới đang ngày càng kết nối chặt chẽ với nhau, khủng hoảng tài chính tại một quốc gia có thể bị gây ra bởi các nguyên nhân bên ngoài quốc gia đó (Nguyen & cộng sự, 2022b; Haddad & cộng sự, 2013). Điều này đặt ra câu hỏi về tác động của mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính.

Các nghiên cứu trước đây thường chỉ tập trung vào một khía cạnh của mở cửa thị trường, đặc biệt là mở cửa tài chính, đến khả năng xảy ra khủng hoảng. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu vẫn chưa có sự đồng nhất. Mở cửa thị trường có thể dẫn đến bùng nổ đầu tư và mở rộng tín dụng thiếu kiểm soát dẫn đến khủng hoảng tài chính (Demirguc-Kunt & Detragiache, 1998; Ranciere & cộng sự, 2006). Ngược lại, Peritz & cộng sự (2021) phát hiện ra rằng mức độ mở cửa thị trường cao tại các quốc gia thuộc khối EU giúp giảm thiểu tác động tiêu cực của cuộc Đại suy thoái năm 2008. Ở khía cạnh khác, Bjørnskov (2016) lại phát hiện ra rằng mở cửa thị trường không có tác động đáng kể đến khả năng xảy ra khủng hoảng. Bên cạnh các kết quả không đồng nhất, các nghiên cứu trước đây thường chỉ tập trung phân tích một vài cuộc khủng hoảng tài chính trên quy mô lớn, đặc biệt là cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á và sự kiện Đại suy thoái năm 2008 (ví dụ như Williams & Nguyen, 2005) mà bỏ qua hàng trăm cuộc khủng hoảng tài chính khác.

Từ những thiếu sót trên, mục tiêu của nghiên cứu này là phân tích tác động của mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Trong đó, chúng tôi xem xét ba khía cạnh quan trọng của mức độ mở cửa thị trường, đó là tự do thương mại, tự do đầu tư, và tự do tài chính. Cụ thể, bằng cách sử dụng phương pháp tác động cố định Logit trong mẫu dữ liệu của 61 quốc gia trong giai đoạn 1996–2019, chúng tôi nghiên cứu tác động của mức độ mở cửa thị trường tổng thể và các thành phần của nó đến xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính.

Bài nghiên cứu có cấu trúc như sau. Phần 2 trình bày các nghiên cứu liên quan đến mở cửa thị trường và khủng hoảng tài chính. Phần 3 mô tả dữ liệu, các biến, và mô hình nghiên cứu. Phần 4 trình bày và phân tích kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Phần 5 kết luận và đưa ra hàm ý chính sách.

2. Tổng quan cơ sở lý thuyết

2.1. Định nghĩa mở cửa thị trường

Dựa theo phân loại của tổ chức Heritage Foundation, mở cửa thị trường bao gồm ba thành tố gồm tự do tài chính, tự do đầu tư, và tự do thương mại (Miller & cộng sự, 2022). Do vậy, trong nghiên cứu này, mở cửa thị trường được định nghĩa là mức độ tự do của nền kinh tế trên phương diện thương mại, đầu tư, và tài chính. Trong đó, tự do thương mại hạn chế tác động của hàng rào thuế quan và phi thuế quan đến hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ. Tự do đầu tư phản ánh sự dỡ bỏ các hạn chế mà một quốc gia áp đặt lên các hoạt động và lĩnh vực đầu tư. Tự do tài chính đo lường mức độ hiệu quả của hệ thống ngân hàng và

sự độc lập của hệ thống tài chính khỏi sự can thiệp hoặc kiểm soát của chính phủ.

Chúng tôi tiếp cận quan điểm về mở cửa thị trường của Heritage Foundation vì nó cung cấp một cái nhìn toàn diện hơn về mở cửa thị trường so với các chỉ số liên quan khác. Cụ thể, chỉ số mở cửa thị trường của International Chamber of Commerce (ICC) được xây dựng dựa trên mức độ mở cửa thương mại, chính sách thương mại, sự mở cửa đối với dòng vốn FDI, và cơ sở hạ tầng cho hoạt động thương mại (ICC, 2017). Quan điểm của ICC do vậy tập trung vào khía cạnh thương mại mà bỏ qua các vấn đề về mở cửa thị trường tài chính và đầu tư. Theo Demirguc-Kunt & Detragiache (1998), nhiều cuộc khủng hoảng tài chính đã diễn ra tại các quốc gia đang phát triển khi các quốc gia này mở cửa thị trường tài chính và đầu tư dẫn đến dòng vốn bên ngoài chảy vào quá nhiều và thiếu kiểm soát dẫn đến bong bóng tài sản và khủng hoảng tài chính. Chỉ số tự do hóa tài chính của Chinn & Ito (2008) và chỉ số cải cách tài chính của Abiad & cộng sự (2010) lại tập trung vào khía cạnh về mở cửa tài chính và đầu tư mà bỏ qua sự mở cửa về thương mại.

2.2. Mức độ mở cửa thị trường và khủng hoảng tài chính

Trong vài thập kỷ gần đây, việc nâng cao mức độ tự do tài chính, đặc biệt là các quốc gia đang phát triển, đã mang lại nhiều lợi ích và đồng thời cũng gây ra nhiều rủi ro cho nền kinh tế. Về mặt rủi ro, lãi suất tại các quốc gia với mức độ tự do tài chính cao thường do thị trường quyết định và có xu hướng biến động hơn so với các quốc gia kiểm soát lãi suất. Vì đặc thù của hệ thống ngân hàng thương mại là chuyển đổi nợ ngắn hạn (tiền gửi khách hàng) thành tài sản dài hạn (các khoản vay), các ngân hàng chịu rủi ro cao khi lãi suất có sự biến động lớn (Demirguc-Kunt & Detragiache, 1998; Bermpei & cộng sự, 2018). Tự do hóa thị trường tài chính cũng khiến cho các nhà quản trị ngân hàng có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn. Thứ nhất, việc loại bỏ trần lãi suất giúp cho các nhà quản trị ngân hàng có thể tăng lãi suất cho vay đối với các khoản vay rủi ro cao (Demirguc-Kunt & Detragiache, 1998). Thứ hai, giảm các quy định và rào cản tín dụng có thể khuyến khích cho các ngân hàng cắt giảm quy trình sàng lọc khách hàng và cho vay nhiều hơn, tham gia vào các lĩnh vực kinh doanh phi truyền thống, và theo đuổi các dự án mang lại lợi nhuận cao nhưng tiềm ẩn rủi ro lớn (Ranciere & cộng sự, 2006; Dell’Ariccia & Marquez, 2004; Nguyen, 2021).

Ngược lại, Barrell & cộng sự (2017) phát hiện ra rằng việc dỡ bỏ trần lãi suất khắc phục vấn đề áp chế tài chính tại một số quốc gia và cho phép các ngân hàng huy động vốn một cách linh hoạt hơn để giảm thiểu rủi ro thiếu hụt thanh khoản. Thêm vào đó, sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài vào thị trường giúp giảm thiểu khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính vì các ngân hàng nước ngoài với ưu thế về quản trị và công nghệ có thể giúp các ngân hàng trong nước nâng cao hiệu quả, năng suất, và công nghệ (Williams & Nguyen, 2005).

Các nghiên cứu trước đây cũng đưa ra các bằng chứng trái chiều về tác động của tự do đầu tư đến rủi ro khủng hoảng tài chính. Singh (2003) và Gaies & Nabi (2019) cho rằng tự do đầu tư, bằng cách loại bỏ các rào cản về dòng vốn trong và ngoài nước, làm cho các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra thường xuyên hơn. Cụ thể, việc mở cửa cho dòng vốn nước ngoài có thể gây ra bùng nổ tín dụng tại các quốc gia đang phát triển, đặc biệt là các quốc gia với hệ thống tài chính yếu kém, và dẫn đến bất ổn kinh tế vĩ mô và khủng hoảng tài chính. Việc tự do hóa các dòng vốn từ nước ngoài và tỷ giá hối đoái cũng làm suy yếu các chính sách tiền tệ cũng như khả năng can thiệp vào nền kinh tế của Ngân hàng trung ương trong giai đoạn bất ổn kinh tế tăng cao (Guizani, 2020). Trái lại, Barrell & cộng sự (2017) cho rằng việc tự do hóa các dòng vốn nước ngoài và trong nước đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng và giảm thiểu khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính do thiếu hụt thanh khoản.

Mặc dù các nghiên cứu trước đây đã đưa ra quan điểm thống nhất về việc tự do thương mại thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Yanikkaya, 2003), các nhà nghiên cứu lại có quan điểm trái ngược về mối quan hệ giữa tự do thương mại và rủi ro khủng hoảng tài chính. Một số nghiên cứu chỉ ra rằng tự do thương mại khiến cho một nền kinh tế trở nên rủi ro hơn với các cú sốc bên ngoài khi nền kinh tế của các quốc gia trở nên phụ thuộc lẫn nhau hơn (Haddad & cộng sự, 2013). Ngược lại, tự do thương mại bảo vệ nền kinh tế khỏi suy thoái gây ra do sự sụt giảm tổng cầu trong nước (Martin & Rey, 2004).

Nhìn chung các nghiên cứu trước đây vẫn đang cung cấp các góc nhìn trái ngược về tác động của mở cửa thị trường, cụ thể là tự do tài chính, tự do đầu tư, và tự do thương mại, đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Đo lường mức độ mở cửa thị trường

Dựa theo phân loại của tổ chức Heritage Foundation, mở cửa thị trường là một trong bốn thành phần của chỉ số tự do kinh tế. Để đo lường mức độ mở cửa thị trường, Heritage Foundation xây dựng ba chỉ số: chỉ số tự do thương mại (*Trade freedom*), tự do tài chính (*Financial freedom*), và tự do đầu tư (*Investment freedom*). Giá trị của các chỉ số này giao động từ 0 đến 100 với giá trị càng lớn phản ánh mức độ tự do càng cao. Để đo lường mức độ mở cửa thị trường, chúng tôi tính toán chỉ số mở cửa thị trường (*Open Market*) bằng cách sử dụng bình quân số học của ba chỉ số thành phần. Phương pháp đo lường cụ thể của chỉ số tự do thương mại, tự do tài chính, và tự do đầu tư được trình bày trong báo cáo thường niên của tổ chức Heritage Foundation (xem Miller & cộng sự, 2022).

3.2. Mẫu nghiên cứu và biến số của mô hình

Dữ liệu mẫu nghiên cứu được thu thập từ 61 quốc gia trên thế giới trong giai đoạn 1996–2019. Dữ liệu kinh tế vĩ mô ở nhiều quốc gia, đặc biệt là các quốc gia đang phát triển, bị thiếu hụt dẫn đến số lượng các quốc gia được xem xét chỉ giới hạn ở 61 quốc gia gồm có: Angola, Austria, Belarus, Belgium, Brazil, Bulgaria, Burkina Faso, Cameroon, Colombia, Cote d'Ivoire, Croatia, Cyprus, Czechia, Denmark, Egypt, El Salvador, France, Germany, Ghana, Greece, Guatemala, Honduras, Hungary, Iceland, Ireland, Italy, Jamaica, Jordan, Korea, Latvia, Lesotho, Luxembourg, Madagascar, Malawi, Malaysia, Mali, Moldova, Mongolia, Mozambique, Netherlands, Nicaragua, Papua New Guinea, Philippines, Portugal, Romania, Russia Federation, Seychelles, Slovenia, South Africa, Sri Lanka, Sweden, Switzerland, Tanzania, Togo, Turkiye, Ukraine, United Kingdom, United States, Uruguay, Zambia, và Zimbabwe.

Để nghiên cứu về tác động của mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, chúng tôi thu thập dữ liệu về khủng hoảng tài chính gồm khủng hoảng ngân hàng, khủng hoảng tiền tệ, và khủng hoảng nợ công từ cơ sở dữ liệu của Nguyen & cộng sự (2022a). Chúng tôi sử dụng biến giả khủng hoảng tài chính (*All crises*) nhận giá trị bằng 1 trong giai đoạn xảy ra bất kỳ loại khủng hoảng tài chính nào, và 0 cho giai đoạn không có khủng hoảng. Tương tự, chúng tôi cũng xem xét đến biến giả khủng hoảng ngân hàng (*Banking crisis*) vì đây là loại khủng hoảng tài chính thường xảy ra ở cả các quốc gia phát triển và đang phát triển.

Bên cạnh dữ liệu về mở cửa thị trường và khủng hoảng tài chính, dựa trên các nghiên cứu trước đó chúng tôi cũng thu thập dữ liệu của các yếu tố vĩ mô để kiểm soát tác động tiềm năng của các yếu tố này đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính (như Demircuc-Kunt & Detragiache, 1988; Daniel & Jones, 2007; Nguyen & cộng sự, 2022b).

Bảng 1 cung cấp định nghĩa và nguồn dữ liệu của các biến. Thống kê mô tả của các biến được cung cấp trong Bảng 2. Dựa theo tiêu chuẩn đánh giá của tổ chức Heritage Foundation, giá trị trung bình của chỉ số *Open market* (65,92) phản ánh mức độ tương đối mở cửa của thị trường. Trong các thành tố của mở cửa thị trường, giá trị trung bình của tự do thương mại (76,8) phản ánh rằng các quốc gia trong mẫu nghiên cứu hầu như là tự do trên khía cạnh thương mại. Chỉ số tự do đầu tư (62,87) cho thấy môi trường đầu tư tương đối tự do. Trái lại, mức độ tự do tài chính trung bình (58,03) được đánh giá là hầu như chưa tự do. Các thống kê cơ bản này cho thấy tự do thương mại là yếu tố đóng góp quan trọng nhất vào mức độ mở cửa thị trường của một quốc gia.

Để thống kê rõ hơn về mức độ mở cửa thị trường, chúng tôi phân mẫu nghiên cứu thành nhóm quốc gia phát triển và đang phát triển trong Bảng 3. Thống kê cho thấy mức độ mở cửa thị trường của nhóm quốc gia phát triển (77,67) là hầu như tự do. Trong đó, tự do thương mại với giá trị trung bình trên 80 phản ánh mức độ tự do rất cao. Ngược lại, mức độ mở cửa thị trường trung bình của nhóm quốc gia đang phát triển (59,37) phản ánh rằng thị trường của các quốc gia này hầu như chưa tự do. Tuy vậy, tự do thương mại của nhóm quốc gia đang phát triển là điểm sáng. Giá trị trung bình (72,66) được đánh giá là hầu như tự do. Thống kê của hai nhóm quốc gia đều cho thấy rằng tự do thương mại là yếu tố chính thúc đẩy mở cửa thị trường. Ngược lại, trong khi thị trường tài chính và đầu tư tại các quốc gia phát triển đã hầu như tự do thì các thị trường này tại nhóm quốc gia đang phát triển là hầu như chưa tự do.

Bảng 1: Định nghĩa các biến

Biến	Định nghĩa	Nguồn
Các biến khủng hoảng tài chính		
<i>All crises</i>	Biến giả nhận giá trị bằng 1 trong giai đoạn xảy ra bất kỳ loại khủng hoảng tài chính nào, và 0 cho giai đoạn không có khủng hoảng tài chính.	Nguyen & cộng sự (2022a)
<i>Banking crisis</i>	Biến giả nhận giá trị bằng 1 trong giai đoạn xảy ra khủng hoảng ngân hàng, và 0 cho giai đoạn còn lại.	Nguyen & cộng sự (2022a)
Các biến mở cửa thị trường		
<i>Trade freedom</i>	Chỉ số tự do thương mại đo lường tác động của hàng rào thuế quan và phi thuế quan đến hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ.	Heritage Foundation
<i>Financial freedom</i>	Chỉ số tự do tài chính đo lường mức độ hiệu quả của hệ thống ngân hàng và sự độc lập của hệ thống tài chính khỏi sự can thiệp hoặc kiểm soát của chính phủ.	Heritage Foundation
<i>Investment freedom</i>	Chỉ số tự do đầu tư đo lường mức độ mà một quốc gia áp đặt một số hạn chế lên hoạt động đầu tư.	Heritage Foundation
<i>Open market</i>	Chỉ số đo lường mức độ mở cửa thị trường được tính dựa trên trung bình cộng ba chỉ số thành phần gồm: <i>Trade freedom</i> , <i>Financial freedom</i> , và <i>Investment freedom</i> .	Heritage Foundation
Các biến kiểm soát		
<i>GDP growth</i>	Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm.	World Development Indicators (WDI)
<i>Credit growth</i>	Tỷ lệ tăng trưởng tính dựa trên GDP hàng năm.	WDI
<i>Current account balance</i>	Tỷ lệ cán cân vãng lai trên GDP.	WDI
<i>Inflation</i>	Tỷ lệ lạm phát dựa trên chỉ số giá tiêu dùng.	WDI
<i>Tax revenue</i>	Tỷ lệ doanh thu thuế trên GDP.	WDI
<i>Government debt</i>	Tỷ lệ nợ công trên GDP.	WDI
<i>Urbanisation</i>	Tỷ lệ dân số sống tại khu vực đô thị trên tổng dân số.	WDI

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
<i>All crises</i>	1.017	0,303	0,460	0	1
<i>Banking crisis</i>	1.017	0,118	0,323	0	1
<i>Open market</i>	1.017	65,919	12,878	18,333	89,267
<i>Trade freedom</i>	1.017	76,853	10,287	25	90
<i>Investment freedom</i>	1.017	62,871	18,361	0	95
<i>Financial freedom</i>	1.017	58,033	17,237	10	90
<i>GDP growth</i>	1.017	2,081	3,253	-14,256	17,031
<i>Credit growth</i>	1.017	2,407	12,628	-41,653	66,134
<i>Current account balance</i>	1.017	-2,351	7,209	-33,175	24,929
<i>Inflation</i>	1.017	5,784	11,474	-3,003	225,990
<i>Tax revenue</i>	1.017	18,350	6,388	6,846	48,563
<i>Government debt</i>	1.017	56,754	30,424	7,429	184,759
<i>Urbanisation</i>	1.017	63,008	20,131	12,988	98,001

Bảng 3: Thống kê mô tả: Quốc gia phát triển và đang phát triển

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Nhóm quốc gia phát triển					
<i>All crises</i>	364	0,217	0,413	0	1
<i>Banking crisis</i>	364	0,206	0,405	0	1
<i>Open market</i>	364	77,673	7,233	57,200	89,267
<i>Trade freedom</i>	364	84,379	3,718	72	90
<i>Investment freedom</i>	364	77,074	11,289	50	95
<i>Financial freedom</i>	364	71,566	13,707	40	90
Nhóm quốc gia đang phát triển					
<i>All crises</i>	653	0,351	0,477	0	1
<i>Banking crisis</i>	653	0,069	0,254	0	1
<i>Open market</i>	653	59,367	10,434	18,333	78,967
<i>Trade freedom</i>	653	72,657	10,390	25	88
<i>Investment freedom</i>	653	54,954	16,703	0	90
<i>Financial freedom</i>	653	50,490	14,112	10	80

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để đo lường tác động của mở cửa thị trường đến xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính, chúng tôi sử dụng phương pháp tác động cố định logit (FE logit). Phương pháp này phù hợp với cấu trúc dữ liệu với biến phụ thuộc là biến nhị phân. Ưu điểm của phương pháp này so với các mô hình logit thông thường là nó giúp loại bỏ tác động của các yếu tố không quan sát được trong mô hình và bất biến theo thời gian. Ngoài ra, mô hình FE logit cũng kiểm soát tác động cố định của các quốc gia (Country FE). Mô hình nghiên cứu được trình bày như sau:

$$All\ Crises_{it} = \alpha + \beta Open\ market_{it-1} + \gamma Macroeconomics_{it-1} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

$$Banking\ Crisis_{it} = \alpha + \beta Open\ market_{it-1} + \gamma Macroeconomics_{it-1} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

trong đó i và t là các quốc gia và năm, theo thứ tự. *All Crises* đại diện cho biến giả khủng hoảng tài chính. *Banking Crisis* là biến giả khủng hoảng ngân hàng. *Open market* là mức độ mở cửa của thị trường, *Macroeconomics* đại diện cho các biến kiểm soát vĩ mô. α và γ là các hệ số hồi quy cần ước lượng. ε_{it} là sai số thông thường. Chúng tôi sử dụng độ trễ của biến mở cửa thị trường và các biến vĩ mô để giảm thiểu vấn đề biến nội sinh. Ngoài ra, chúng tôi loại bỏ các giá trị nhỏ hơn mức phân vị thứ 1 và lớn hơn phân vị thứ 99 của các biến kiểm soát kinh tế vĩ mô để hạn chế tác động của các điểm ngoại lai. Vì *Open market* và các thành tố của nó là các chỉ số, chúng tôi chuẩn hóa các chỉ số này về dưới dạng chỉ số z với giá trị trung bình

Bảng 4: Ma trận hệ số tương quan

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
<i>All crises</i>	(1)	1								
<i>Open market</i>	(2)	-0,161	1							
<i>GDP growth</i>	(3)	-0,131	-0,166	1						
<i>Credit growth</i>	(4)	0,033	-0,088	0,148	1					
<i>Current account balance</i>	(5)	-0,229	0,254	-0,112	-0,172	1				
<i>Inflation</i>	(6)	0,192	-0,215	-0,117	-0,105	-0,121	1			
<i>Tax revenue</i>	(7)	-0,107	0,292	-0,030	0,053	0,025	-0,104	1		
<i>Government debt</i>	(8)	0,107	0,095	-0,245	-0,141	-0,050	-0,023	0,201	1	
<i>Urbanisation</i>	(9)	-0,221	0,370	-0,120	-0,036	0,276	-0,114	0,279	0,061	1

bằng 0 và độ lệch chuẩn bằng 1. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều ở mức tương đối thấp (Bảng 4), cho thấy kết quả nghiên cứu của chúng tôi không có dấu hiệu bị ảnh hưởng bởi hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

4.1. Kết quả nghiên cứu chính

Bảng 5: Mở cửa thị trường và xác suất khủng hoảng tài chính

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Open market</i>	0,722*** (0,269)	1,184*** (0,333)			
<i>Trade freedom</i>			-0,0321*** (0,0115)		
<i>Investment freedom</i>				0,410*** (0,131)	
<i>Financial freedom</i>					1,094*** (0,237)
<i>GDP growth</i>	-0,0867*** (0,0235)	-0,117*** (0,0313)	-0,126*** (0,0306)	-0,125*** (0,0309)	-0,115*** (0,0322)
<i>Credit growth</i>	0,00913 (0,00678)	0,00708 (0,00740)	0,00179 (0,00720)	0,00635 (0,00735)	0,00601 (0,00747)
<i>Credit growth</i> ^2	0,000242 (0,000177)	0,000916 (0,000201)	0,000169 (0,000195)	0,000313 (0,000197)	0,000190 (0,000203)
<i>Current account balance</i>	-0,0493*** (0,0162)	-0,0488*** (0,0188)	-0,0483*** (0,0186)	-0,0452** (0,0190)	-0,0490*** (0,0185)
<i>Inflation</i>	0,0440*** (0,0137)	0,0460*** (0,0128)	0,0417*** (0,0105)	0,0477*** (0,0132)	0,0471*** (0,0125)
<i>Tax revenue</i>	-0,0738** (0,0297)	-0,0876** (0,0341)	-0,0866** (0,0325)	-0,0861*** (0,0334)	-0,0887*** (0,0340)
<i>Government debt</i>	0,0137*** (0,00439)	0,0375*** (0,00618)	0,0338*** (0,00573)	0,0333*** (0,00588)	0,0397*** (0,00637)
<i>Urbanisation</i>	-0,291*** (0,0401)	-0,0770 (0,0581)	-0,0388 (0,0555)	-0,0617 (0,0575)	-0,0902 (0,0586)
Số quan sát	1017	1017	1039	1017	1017
Số quốc gia	61	61	61	61	61
Time FE	Không	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: Biến phụ thuộc là *All crises*. Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc. Time FE là tác động cố định của thời gian. ***, **, và * lần lượt là mức độ có ý nghĩa về mặt thống kê tại mức 1%, 5%, và 10%.

Bảng 5 báo cáo kết quả nghiên cứu chính của chúng. Ở Cột 1, chúng tôi phân tích tác động của mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Hệ số góc của *Open market* cho thấy việc một quốc gia với thị trường càng mở cửa thì càng có khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính cao hơn. Kết quả nghiên cứu này không đổi khi chúng tôi kiểm soát tác động cố định của thời gian (Time FE) ở Cột 2, cũng là kết quả nghiên cứu chính của chúng tôi. Cụ thể, khi độ lệch chuẩn của chỉ số mở cửa thị trường tăng lên 1 đơn vị (ứng với mức tăng 19,54% = 12,878/65,919) thì xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính tăng lên thêm 118,4%, khi giữ nguyên các yếu tố khác trong mô hình không đổi. Điều này cho thấy một nền kinh tế trở nên rất nhạy cảm khi đẩy mạnh mở cửa thị trường. Để có cái nhìn chi tiết hơn, chúng tôi phân tích các động của do thương mại, tự do đầu tư, và tự do tài chính đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính.

Cột 3 báo cáo tác động của mức độ tự do thương mại đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Hệ số góc của *Trade freedom* là âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng nâng cao mức độ tự do thương mại bằng

cách giảm thiểu các hàng rào thuế quan và phi thuế quan giúp giảm xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Martin & Rey (2004). Các tác giả này cho rằng nâng cao mức độ tự do thương mại bảo vệ nền kinh tế khỏi sự suy giảm tổng cầu trong nước và do vậy làm giảm thiểu khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Tuy vậy, tác động tích cực của tự do thương mại khá nhỏ so với tác động tiêu cực gây ra bởi tự do đầu tư và tài chính được trình bày trong Cột 4 và 5.

Tự do đầu tư (*Investment freedom*) tham gia vào mô hình với hệ số góc là dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy rằng việc dỡ bỏ các hạn chế mà một quốc gia áp đặt lên các hoạt động đầu tư làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Phát hiện này tương đồng với các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra hai nguyên nhân khiến các quốc gia với môi trường đầu tư tự do thường xảy ra khủng hoảng tài chính hơn. Thứ nhất, Singh (2003) và Gaies & Nabi (2019) cho rằng sự bùng nổ dòng vốn từ nước ngoài có thể dẫn đến bong bóng tài sản và bất ổn kinh tế vĩ mô, đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển. Thứ hai, Guizani (2020) lý luận rằng việc mở cửa đầu tư cũng hạn chế vai trò điều tiết nền kinh tế của Ngân hàng trung ương, và do vậy khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính cao hơn.

Chỉ số tự do tài chính ở Cột 5 cũng cho thấy rằng mức độ tự do tài chính cao hơn, phản ánh sự hiệu quả của hệ thống ngân hàng và sự độc lập của hệ thống tài chính khỏi sự can thiệp hoặc kiểm soát của chính phủ, làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Tác động của tự do tài chính cũng mạnh hơn tác động của tự do đầu tư đến khả năng xảy ra khủng hoảng, cho thấy rằng việc đẩy mạnh mở cửa thị trường làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính chủ yếu thông qua việc nâng cao mức độ mở cửa thị trường tài chính. Kết quả nghiên cứu này đồng nhất với Dell’Ariccia & Marquez (2004) và Daniel & Jones (2007) khi cho rằng tự do tài chính với vai trò hạn chế của chính phủ dễ dàng khiến các tổ chức tài chính theo đuổi các hoạt động mang lại lợi nhuận cao nhưng với rủi ro cao hơn.

Kết quả của các biến kiểm soát cũng cho thấy rằng các quốc gia có mức tăng trưởng kinh tế, cán cân vãng lai, và doanh thu thuế cao thì khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính thấp hơn, trong khi các quốc gia với mức độ lạm phát và gánh nặng nợ công cao thì có xu hướng xảy ra khủng hoảng tài chính nhiều hơn.

4.2. Mở cửa thị trường và khủng hoảng ngân hàng

Khủng hoảng ngân hàng thu hút được sự chú ý của các nhà nghiên cứu và các nhà làm chính sách vì loại khủng hoảng này thường xảy ra ở cả các quốc gia phát triển và đang phát triển, trong khi khủng hoảng nợ công và tiền tệ thường hiếm khi xảy ra ở các quốc gia phát triển (Nguyen & cộng sự, 2022c; Nguyen & Le, 2022). Ngoài ra, tự do đầu tư và tự do tài chính có liên quan trực tiếp đến khủng hoảng ngân hàng. Do vậy, ở Bảng 6 chúng tôi phân tích tác động của mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng ngân hàng.

Hệ số góc của chỉ số mở cửa thị trường và các thành tố của nó đều đồng nhất với kết quả nghiên cứu được trình bày trong Bảng 5. Tuy nhiên, độ lớn của hệ số góc liên quan đến khủng hoảng ngân hàng trong Bảng 6 đều lớn hơn rất nhiều so với khủng hoảng tài chính nói chung, cho thấy tác động của việc nâng cao mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính chủ yếu ám chỉ khủng hoảng ngân hàng. Một lần nữa, kết quả của chúng tôi cho thấy việc thúc đẩy tự do thương mại giúp giảm khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, trong khi nâng cao mức độ tự do tài chính gây ra tác động lớn nhất đến xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính.

Các biến kiểm soát cũng cho kết quả đồng nhất với các kết quả trước đó. Tuy nhiên, tác động của tăng trưởng tín dụng (*Credit growth*) trở nên có ý nghĩa thống kê ở mức 1% khi chúng tôi xem xét khủng hoảng ngân hàng thay vì khủng hoảng tài chính nói chung. Đây cũng là một phát hiện rất thú vị vì tăng trưởng tín dụng giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và làm giảm khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, nhưng nếu mở rộng tín dụng quá mức và thiếu kiểm soát lại là tiền đề cho khủng hoảng tài chính xảy ra (Demirguc-Kunt và Detragiache, 1988; Nguyen & cộng sự, 2022b). Do vậy, mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng và khủng hoảng tài chính có thể dưới dạng phi tuyến tính. Để kiểm soát được yếu tố này chúng tôi thêm biến ($Credit\ growth^2$) là bình phương của *Credit growth*. Hệ số góc của *Credit growth* và $Credit\ growth^2$ cho thấy tăng trưởng tín dụng giúp làm giảm khả năng xảy ra khủng hoảng ngân hàng nhưng nếu tăng trưởng tín dụng quá cao lại làm tăng xác suất xảy ra khủng hoảng ngân hàng. Cụ thể, Cột 1 cho thấy tăng trưởng tín dụng nếu vượt quá 18,16% [$0,0345/(2 \times 0,00095)$] thì khả năng xảy ra khủng hoảng ngân hàng sẽ bắt đầu tăng.

Bảng 6: Mở cửa thị trường và khung khoảng ngân hàng

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Open market</i>	3,417*** (0,824)			
<i>Trade freedom</i>		-0,0519* (0,0291)		
<i>Investment freedom</i>			1,588*** (0,518)	
<i>Financial freedom</i>				1,966*** (0,520)
<i>GDP growth</i>	-0,224*** (0,0622)	-0,269*** (0,0570)	-0,239*** (0,0592)	-0,232*** (0,0619)
<i>Credit growth</i>	-0,0345*** (0,0126)	-0,0385*** (0,0115)	-0,0320*** (0,0115)	-0,0347*** (0,0127)
<i>Credit growth ^2</i>	0,000950** (0,000382)	0,00104*** (0,000334)	0,000921*** (0,000350)	0,000913** (0,000372)
<i>Current account balance</i>	-0,103** (0,0427)	-0,0989** (0,0404)	-0,0894** (0,0425)	-0,0882** (0,0416)
<i>Inflation</i>	-0,0120 (0,0118)	-0,0149 (0,0121)	-0,0103 (0,0107)	-0,0108 (0,0120)
<i>Tax revenue</i>	-0,135** (0,0610)	-0,160*** (0,0565)	-0,154*** (0,0595)	-0,155** (0,0606)
<i>Government debt</i>	0,0238** (0,0118)	0,0356*** (0,0107)	0,0337*** (0,0109)	0,0272** (0,0123)
<i>Urbanisation</i>	0,0698 (0,102)	0,0467 (0,105)	0,0728 (0,110)	0,0428 (0,105)
Số quan sát	661	661	661	661
So quốc gia	36	36	36	36
Time FE	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: Biến phụ thuộc là *Banking crisis*. Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc. Time FE là tác động cố định của thời gian. ***, **, và * lần lượt là mức độ có ý nghĩa về mặt thống kê tại mức 1%,

5. Kết luận

Bài nghiên cứu phân tích tác động của mức độ mở cửa thị trường đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Chúng tôi phát hiện ra rằng gia tăng mức độ mở cửa thị trường làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, đặc biệt là khủng hoảng ngân hàng. Khi phân tích các thành tố của mở cửa thị trường, kết quả hồi quy cho thấy nâng cao mức độ tự do đầu tư và tự do tài chính làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính, trong khi đó việc đẩy mạnh tự do thương mại làm giảm xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính. Tác động tích cực của tự do thương mại, tuy vậy, lại nhỏ hơn rất nhiều so với tác động tiêu cực của tự do đầu tư và đặc biệt là tự do tài chính gây ra.

Về mặt hàm ý chính sách, kết quả nghiên cứu của chúng tôi không ám chỉ việc các quốc gia nên đóng cửa thị trường vì trong giới hạn bài nghiên cứu này chúng tôi không xem xét đến tác động tích cực của việc nâng cao mức độ mở cửa thị trường mà chỉ quan tâm đến khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Kết quả của chúng tôi cho thấy rằng các nhà làm chính sách nên đặc biệt lưu ý đến rủi ro khủng hoảng tài chính khi tự do hóa môi trường đầu tư và hệ thống tài chính. Các nhà làm chính sách cũng nên khuyến khích thúc đẩy tự do thương mại vì việc này làm giảm thiểu khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính.

Trong giới hạn của bài nghiên cứu, kết quả của chúng tôi có tác dụng gợi mở bước đầu và mang tính cảnh báo về việc đẩy mạnh mở cửa thị trường tài chính và đầu tư có thể làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Các nghiên cứu trong tương lai có thể tập trung vào các nhóm quốc gia cụ thể dựa trên thu nhập hay châu lục hoặc tập trung vào một quốc gia cụ thể để ước tính ngưỡng mở cửa an toàn và ngưỡng mở cửa nguy hiểm trong mối liên hệ với các đặc điểm vi mô và vĩ mô của quốc gia đó.

Tài liệu tham khảo

- Abiad, A., Detragiache, E., & Tressel, T. (2010), 'A new database of financial reforms', *IMF Staff Papers*, 57(2), 281–302.
- Barrell, R., Karim, D., & Ventouri, A. (2017), 'Interest rate liberalization and capital adequacy in models of financial crises', *Journal of Financial Stability*, 33, 261–272.
- Bermpei, T., Kalyvas, A., & Nguyen, T.C. (2018), 'Does institutional quality condition the effect of bank regulations and supervision on bank stability? Evidence from emerging and developing economies', *International Review of Financial Analysis*, 59, 255–275.
- Bjørnskov, C. (2016), 'Economic freedom and economic crises', *European Journal of Political Economy*, 45, 11–23.
- Chinn, M.D., & Ito, H. (2008), 'A new measure of financial openness', *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309–322.
- Daniel, B.C., & Jones, J.B. (2007), 'Financial liberalization and banking crises in emerging economies', *Journal of International Economics*, 72, 202–221.
- Dell'Ariccia, G., & Marquez, R. (2004), 'Information and bank credit allocation', *Journal of Financial Economics*, 72(1), 185–214.
- Demirguc-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998), 'The determinants of banking crises in developing and developed countries', *IMF Staff Papers*, 45, 81–109.
- Gaies, B., & Nabi, M-S. (2019), 'Financial openness and growth in developing countries', *Journal of Economic Integration*, 34(3), 426–464.
- Giles, C. (2008), 'The economic forecasters' failing vision', *Financial Times*, last retrieved on June 13th 2023, from <<https://www.ft.com/content/50007754-ca35-11dd-93e5-000077b07658>>.
- Guizani, M. (2020), 'Macroeconomic conditions and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Saudi Arabia', *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 4277–4294.
- Haddad, M., Lim, J.J., Pancaro, C., & Saborowski, C. (2013), 'Trade openness reduces growth volatility when countries are well diversified', *The Canadian Journal of Economics*, 46(2), 765–790.
- ICC (2017), *ICC Open market index: Commissioned by the ICC world trade agenda*, International Chamber of Commerce, 4th ed, last retrieved on March 14th 2023, from <<https://iccwbo.org/publication/icc-open-markets-index-2017/>>.
- Martin, P., & Rey, H. (2004), 'Financial super-markets: size matters for asset trade', *Journal of International Economics*, 64(2), 335–361.
- Miller, T., Kim, A.B., & Roberts, J.M. (2022), *2022 Index of Economic Freedom*, Annual Report, The Heritage Foundation.
- Moyo, C., & Le Roux, P. (2020), 'Financial liberalisation, financial development and financial crises in SADC countries', *Journal of Financial Economic Policy*, 12(4), 477–494.
- Nguyen, T.C. (2021), 'Economic policy uncertainty and bank stability: Does bank regulation and supervision matter in major European economies?', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 101387. DOI: 10.1016/j.intfin.2021.101387.
- Nguyen, T.C., & Le, T.H. (2022), 'Financial crises and the national logistics performance: Evidence from emerging and developing countries', *International Journal of Finance & Economics*. DOI: <https://doi.org/10.1002/ijfe.2768>.

-
- Nguyen, T.C., Castro, V., & Wood, J. (2022a), 'A new comprehensive database of financial crises: Identification, frequency, and duration', *Economic Modelling*, 108, 105770. DOI: 10.1016/j.econmod.2022.105770.
- Nguyen, T.C., Castro, V., & Wood, J. (2022b), 'Political environment and financial crises', *International Journal of Finance and Economics*, 27(1), 417–438.
- Nguyen, T.C., Castro, V., & Wood, J. (2022c), 'Political economy of financial crisis duration', *Public Choice*, 192, 309–330.
- Peritz, L., Weldzius, R., Rogowski, R., & Flaherty, T. (2021), 'Enduring the great recession: Economic integration in the European Union', *Review of International Organizations*, 17, 175–203.
- Ranciere, R., Tornell, A., & Westermann, F. (2006), 'Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth', *Journal of Banking & Finance*, 30(12), 3331–3348.
- Sever, C. (2020), 'Financial crises and institutional quality', *International Journal of Finance and Economics*, 27(1), 1510–1525.
- Singh, A. (2003), 'Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development', *Eastern Economic Journal*, 29(2), 191–216.
- Williams, J., & Nguyen, N. (2005), 'Financial liberalisation, crisis, and restructuring: A comparative study of bank performance and bank governance in South East Asia', *Journal of Banking & Finance*, 29, 2119–2154.
- Yanikkaya, H. (2003), 'Trade openness and economic growth: A cross-country empirical investigation', *Journal of Development Economics*, 72(1), 57–89.