

Tự do hóa tài chính và tính dễ đổ vỡ của tài chính

Asli Demirguc-Kunt và Enrica Detragiache

Tháng 3/1998

TÓM TẮT

Trong ba thập niên vừa qua, một số quốc gia phát triển và đang phát triển đã tiến tới tự do hóa hệ thống tài chính của họ. Các nước nới lỏng hoặc bãi bỏ các mức trần lãi suất, hạ thấp mức dự trữ bắt buộc và các hàng rào gia nhập thị trường, giảm sự can thiệp của chính phủ vào các quyết định phân bổ tín dụng, và tư nhân hóa nhiều ngân hàng và công ty bảo hiểm. Đồng thời, một số quốc gia cũng tích cực đẩy mạnh sự phát triển của thị trường chứng khoán địa phương và khuyến khích sự gia nhập thị trường của các tổ chức trung gian tài chính nước ngoài.

Nói chung, xu hướng thiên về tự do hóa tài chính là một phần của một xu hướng lớn hơn hướng tới giảm bớt sự can thiệp trực tiếp của nhà nước vào nền kinh tế. Tuy nhiên, tại một số quốc gia đang phát triển, tự do hóa tài chính cũng là một nỗ lực có chủ định nhằm thoát khỏi “sự áp chế tài chính”, một chính sách trước đây có mục đích tài trợ cho thâm hụt ngân sách chính phủ và trợ cấp cho những khu vực được ưu tiên. Việc đi tự áp chế tài chính đến tự do hóa tài chính được cực lực cổ vũ bởi các công trình nghiên cứu có ảnh hưởng của McKinnon (1973) và Shaw (1973). Theo McKinnon và Shaw, áp chế tài chính, thông qua cơ chế buộc các tổ chức tài chính chỉ trả lãi suất thực thấp và thường có giá trị âm, làm giảm tiết kiệm tài chính tư nhân, qua đó làm giảm các nguồn lực dành để tích lũy vốn. Nhìn từ góc độ này, thông qua tự do hóa tài chính, các quốc gia đang phát triển có thể kích thích tiết kiệm trong nước và tăng trưởng, đồng thời giảm sự phụ thuộc quá mức vào các dòng vốn nước ngoài.

Nghiên cứu của McKinnon và Shaw cũng khơi dậy một dòng nghiên cứu đang nhanh chóng lớn mạnh nhằm phân tích phát triển tài chính có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế như thế nào thông qua tăng năng suất thay vì huy động tiết kiệm (tìm đọc Levine 1997). Nghiên cứu này bao gồm một số công trình thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng; hầu hết các nghiên cứu đã nhận thấy các đại lượng khác nhau đo lường sự phát triển tài chính có tương quan đồng biến với cả tốc độ tăng trưởng GDP hiện tại và tương lai, từ đó cho thấy rằng tự do hóa tài chính, bằng cách tăng cường phát triển tài chính, có thể làm tăng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế (King và Levine 1993).

Tuy nhiên, quan điểm tích cực về tự do hóa tài chính phần nào bị vắn đục bởi sự gia tăng rõ rệt tình trạng mỏng manh về tài chính mà cả các quốc gia phát triển và đang phát triển trong những năm 80 và 90 đều đã trải qua. Cụ thể, khu vực ngân hàng trên toàn thế giới đã bị chấn động bởi các trục trặc nghiêm trọng, mà một số đã chuyển thành những cuộc khủng hoảng mang tính hệ thống như đã được dẫn chứng bằng tư liệu trong các nghiên cứu sâu rộng của Caprio & Klingebiel (1995) và Lindgren, Garcia & Saal (1996). Trong một số trường hợp, ví dụ ở Chi-lê năm 1981, các trục trặc trong hệ thống ngân hàng đã nổi lên ngay sau khi chính phủ bãi bỏ các qui định kiểm soát khu vực tài chính. Những kinh nghiệm này cho thấy rằng người ta cần phải cân nhắc giữa lợi ích của tự do hóa tài chính và cái giá phải trả của tình trạng mỏng manh về tài chính gia tăng. Và một số tiếng nói thuyết phục trong các cuộc tranh luận chính sách đã đưa ra

quan điểm ủng hộ cho một mức độ kiểm soát nhất định về tài chính thay vì tự do hóa vội vã tại các quốc gia đang phát triển (Caprio và Summers, 1993, Stiglitz, 1994).

Trong khi mối liên kết giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế đã được dẫn chứng bằng tư liệu thông qua các nghiên cứu thực nghiệm, thì sự nổi kết giữa tự do hóa tài chính và tình trạng mỏng manh tài chính cho đến giờ vẫn chưa phải là đối tượng của những nghiên cứu kinh tế lượng có hệ thống. Tài liệu này là một nỗ lực nhằm lấp đầy khoảng trống ấy. Xây dựng trên một nghiên cứu trước đây của chúng tôi về các định tố của những cuộc khủng hoảng ngân hàng (Demirguc-Kunt và Detragiache, 1997), chúng tôi thiết lập một biến giả cho tự do hóa tài chính của một số lớn các quốc gia phát triển và đang phát triển trong giai đoạn 1980-95. Để xác định tự do hóa, chúng tôi chọn một thay đổi chính sách có thể quan sát được, đó là việc bãi bỏ qui định về lãi suất ngân hàng, vì các trường hợp nghiên cứu cho thấy rằng chính sách thường là trung tâm của quá trình tự do hóa chung. Hệ thống số liệu của chúng tôi bao trùm những quốc gia đã tự do hóa các thị trường tài chính trước thập niên 80 cũng như những quốc gia đã tự do hóa ở những thời điểm khác nhau trong khoảng thời gian nói trên. Dùng hàm logit đa biến, chúng tôi kiểm định xem các cuộc khủng hoảng ngân hàng có khả năng xảy ra nhiều hơn trong các hệ thống tài chính tự do hơn hay không khi các yếu tố khác có thể làm tăng xác suất xảy ra khủng hoảng đều đã được kiểm soát. Tập hợp các biến kiểm soát bao gồm các biến kinh tế vĩ mô, các đặc điểm của khu vực ngân hàng và các biến về thể chế. Chúng tôi cũng kiểm định xem liệu các cuộc khủng hoảng có khả năng xảy ra nhiều hơn trong quá trình chuyển đổi sang một hệ thống tài chính ít được kiểm soát hơn, hay thực ra thì tình trạng mỏng manh về tài chính là một đặc điểm luôn tồn tại của tự do hóa tài chính.

Một vấn đề khác thường phát sinh trong tranh luận về tự do hóa tài chính là liệu có phải những mối nguy hiểm của tự do hóa cao hơn tại những nước mà các thể chế cần thiết để hỗ trợ sự vận hành hiệu quả của các hệ thống tài chính không được phát triển đầy đủ. Những thể chế này bao gồm quy định kinh doanh cẩn trọng, giám sát các trung gian tài chính và các thị trường chứng khoán có tổ chức và một cơ chế vận hành tốt để cưỡng chế thi hành các hợp đồng và các qui định điều tiết. Chúng tôi khảo sát vấn đề này thông qua việc kiểm định xem mối quan hệ giữa khủng hoảng ngân hàng và tự do hóa tài chính có mạnh hơn tại những nước có môi trường thể chế yếu kém hơn hay không. Thước đo được sử dụng là GDP đầu người và các chỉ số khác nhau đại diện cho chất lượng thể chế. Cuối cùng, chúng tôi sử dụng các phương pháp kiểm tra để chứng minh vững mạnh của kết quả.

Kết quả chung là: khủng hoảng ngân hàng quả thật có khả năng xảy ra nhiều hơn tại những nước có khu vực tài chính tự do hóa, ngay cả khi các yếu tố khác (bao gồm lãi suất thực) đã được kiểm soát; ngoài ra, tình trạng mỏng manh của hệ thống ngân hàng gia tăng không phải là một đặc trưng của kết quả tức thời của việc tự do hóa; mà đúng hơn, nó có xu hướng xuất hiện một vài năm sau khi quá trình tự do hóa bắt đầu. Số liệu cũng ủng hộ cho sự phỏng đoán là một môi trường thể chế yếu kém sẽ làm cho việc tự do hóa có khả năng dẫn đến khủng hoảng ngân hàng nhiều hơn; đặc biệt, tại những quốc gia có thể chế luật pháp yếu kém, tham nhũng lan tràn, hoạt động quản lý nhà nước không hiệu quả và cơ chế cưỡng chế thi hành hợp đồng không hữu hiệu, tự do hóa tài chính có xu hướng gây ra một tác động đặc biệt lớn đối với xác suất xảy ra khủng hoảng ngân hàng. Như vậy, có những bằng chứng rõ ràng rằng tự do hóa tài chính làm tăng tình

trạng mông manh về tài chính tại những quốc gia đang phát triển, nơi mà những thể chế cần thiết để hỗ trợ cho một hệ thống tài chính vận hành trôi chảy vẫn chưa được thiết lập hoàn chỉnh.

Để tìm hiểu một kênh khả dĩ qua đó tự do hóa có thể ảnh hưởng đến tình trạng mông manh của ngân hàng, chúng tôi sử dụng số liệu ở cấp độ ngân hàng để xem xét mối tương quan giữa các biến đại diện cho giá trị giấy phép hoạt động ngân hàng và biến giả về tự do hóa tài chính. Chúng tôi tìm thấy bằng chứng rằng giá trị giấy phép hoạt động đặc quyền của ngân hàng (franchise value) có xu hướng thấp hơn khi các thị trường tài chính được tự do hóa, có lẽ bởi vì sức mạnh độc quyền của ngân hàng bị xói mòn. Điều này cho thấy rằng những lý thuyết giải thích tâm lý ý lại gia tăng là do giá trị đặc quyền ngân hàng thấp có thể giúp chúng ta giải thích lý do tại sao tự do hóa tài chính có xu hướng làm cho khủng hoảng ngân hàng có khả năng xảy ra nhiều hơn (Caprio và Summers, 1993 và Hellman, Murdoch và Stiglitz, 1994).

Những phát hiện này làm phát sinh câu hỏi: phải chăng những lợi ích của tự do hóa tài chính như vẫn được chứng minh trong tư liệu sẽ không đủ để bù đắp cho cái giá phải trả của tình trạng dễ bị tổn thương trước các cuộc khủng hoảng ngân hàng? Lời giải đáp chắc chắn cho câu hỏi phức tạp này vượt ra ngoài phạm vi nghiên cứu. Tuy nhiên, sử dụng tập hợp số liệu của mình, chúng tôi cố gắng làm sáng tỏ đôi chút một khía cạnh cụ thể của vấn đề, đó là ảnh hưởng của tự do hóa tài chính và khủng hoảng ngân hàng đối với phát triển tài chính và tăng trưởng. Thứ nhất, chúng tôi chứng minh rằng phát triển tài chính có tương quan đồng biến với tăng trưởng sản lượng trong mẫu của chúng tôi, khẳng định các kết quả của King và Levine (1993). Thứ hai, chúng tôi nhận thấy rằng, dựa trên điều kiện là không có khủng hoảng ngân hàng, những quốc gia (hay những thời đoạn) mà ở đó các thị trường tài chính được tự do hóa sẽ có sự phát triển tài chính cao hơn so với những quốc gia (hay những thời đoạn) mà thị trường bị kiểm soát. Tuy nhiên, những quốc gia (hay những thời đoạn) vừa có tự do hóa tài chính vừa có khủng hoảng ngân hàng thì sẽ có mức độ phát triển tài chính gần như không khác với những quốc gia (hay những thời đoạn) không tự do hóa tài chính đồng thời cũng không có khủng hoảng ngân hàng. Như vậy, ảnh hưởng ròng đối với tăng trưởng thông qua phát triển tài chính trong trường hợp trên sẽ không khác 0 về mặt ý nghĩa thống kê.

Để tìm hiểu vấn đề này một cách sâu hơn, chúng tôi chia mẫu phân tích ra thành những nước bị áp chế tài chính mạnh vào thời điểm tự do hóa và những nước bị áp chế tài chính yếu. Trong đó, tình trạng áp chế tài chính mạnh được nhận diện bởi lãi suất thực âm, còn tình trạng áp chế tài chính yếu được nhận diện bởi lãi suất thực dương trong giai đoạn trước khi tự do hóa. Sau đó chúng tôi thực hiện những kiểm định giống như mô tả trên đây cho hai mẫu này. Đối với nhóm nước bị áp chế tài chính yếu, kết quả tương tự như kết quả của nguyên mẫu trước khi chia làm hai. Ngược lại, đối với những nước bị áp chế tài chính mạnh, tự do hóa tài chính sẽ đi kèm với phát triển tài chính cao hơn ngay cả khi có một cuộc khủng hoảng ngân hàng diễn ra. Những phát hiện này cho thấy rằng tự do hóa tài chính có thể có một ảnh hưởng tích cực đối với tăng trưởng thông qua phát triển tài chính tại những nước được đặc trưng bởi sự áp chế tài chính mạnh, ngay cả khi nó làm tăng tình trạng mông manh về tài chính.

Bảng 1: Tự do hóa lãi suất và thời điểm khủng hoảng ngân hàng

Quốc gia	Các giai đoạn tự do hóa lãi suất, 1980-95	Thời điểm khủng hoảng ngân hàng
Austria	1980-95	
Australia	1981-95	
Belgium	1986-95	
Canada	1980-95	
Switzerland	1989-95	
Chile	1980-95	1981-87
Colombia	1980-95	1982-85
Denmark	1981-95	
Ecuador	1986-87, 1992-95	
Egypt	1991-95	
Finland	1986-95	1991-94
France	1980-95	
Germany	1980-95	
Greece	1980-95	
Guatemala	1989-95	
Guyana	1991-95	1993-95
Honduras	1990-95	
Indonesia	1983-95	1992-94
India	1991-95	1991-94
Ireland	1985-95	
Israel	1990-95	1983-84
Italy	1980-95	1990-94
Jamaica	1991-95	
Jordan	1988-95	1989-90
Japan	1985-95	1992-94
Kenya	1991-95	1993
Korea	1984-88, 1991-95	
Sri Lanka	1980-95	1989-93
Mexico	1989-95	1982, 1994-95
Malaysia	1980-95	1985-88
Mali	1987-89	
Nigeria	1990-93	1991-95
Netherlands	1980-95	
Norway	1985-1995	1987-93
New Zealand	1980, 1984-95	
Papua New Guinea	1980-95	1989-95
Peru	1980-84, 1990-95	1983-90
Philippines	1981-95	1981-87
Portugal	1984-95	1986-89
Paraguay	1990-95	1995
El Salvador	1991-95	1989
Tanzania	1993-95	1988-95
Sweden	1980-95	1990-93
Togo	1993-95	
Thailand	1989-95	1983-87
Turkey*	1980-82, 1984-95	1991, 1994-95
Uganda*	1991-95	
Uruguay	1980-95	1981-85
US	1980-95	1980-92
Venezuela	1989-95	1993-95
Zaire*	1980-95	
Zambia*	1992-95	

* Các nước này có nhiều khủng hoảng ngân hàng trong giai đoạn 1980-95, nhưng những cuộc khủng hoảng này không được đưa vào bảng do thiếu số liệu.

Table 2. Impact of Interest Liberalization on Crisis Probability

Quốc gia†	Năm bắt đầu khủng hoảng ngân hàng	Xác suất khủng hoảng theo dự đoán của mô hình cơ sở tại thời điểm khủng hoảng‡	Xác suất khủng hoảng dự đoán nếu quốc gia không tự do hóa vào thời điểm hay trước thời điểm khủng hoảng ngân hàng
Chile	1981	0,174	0,035
Colombia	1982	0,047	0,008
Finland	1991	0,119	0,023
Guyana	1993	0,028	0,005
India	1991	0,221	0,047
Indonesia	1992	0,306	0,071
Italy	1990	0,028	0,005
Japan	1992	0,071	0,012
Jordan	1989	0,786	0,387
Kenya	1993	0,412	0,108
Malaysia	1985	0,170	0,034
Mexico	1994	0,207	0,043
Nigeria	1991	0,044	0,008
Norway	1987	0,031	0,006
Papua N.Guinea	1989	0,259	0,057
Paraguay	1995	0,114	0,022
Peru	1983	0,347	0,084
Philippines	1981	0,052	0,009
Portugal	1986	0,133	0,026
Sri Lanka	1989	0,104	0,019
Sweden	1990	0,033	0,006
Turkey	1991	0,221	0,047
	1994	0,443	0,121
Uruguay	1981	0,358	0,087
United States	1980	0,459	0,126
Venezuela	1993	0,424	0,113

† Xác suất đối với Mali, Mexico 1982, El Salvador, Israel, Tanzania và Thái lan không được trình bày do những nước này không tự do hóa trước khi xảy ra khủng hoảng ngân hàng.

‡ Các nước trong mô hình cơ sở được phân loại theo trường hợp khủng hoảng nếu xác suất dự đoán lớn hơn 0,05. Đây là tỷ lệ số các cuộc khủng hoảng trong tổng số quan sát.