



Working Paper 2024.1.1.12
- Vol 1, No 1

**ẢNH HƯỞNG CỦA TỰ DO HOÁ TÀI KHOẢN VỐN ĐẾN TĂNG TRƯỞNG
KINH TẾ TẠI CÁC NƯỚC THU NHẬP TRUNG BÌNH: PHÂN TÍCH THỰC
NGHIỆM BẰNG PHƯƠNG PHÁP HỒI QUY HỆ THỐNG HAI BƯỚC SGMM**

Đặng Trần Việt Hoa¹

Sinh viên K60 Kinh tế quốc tế - Khoa Kinh tế quốc tế

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Hoàng Yên Chi, Lê Văn Hậu

Sinh viên K59 Thương mại quốc tế - Viện Kinh tế và Kinh doanh quốc tế

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Phạm Ngọc Anh

Giảng viên Khoa Tài chính - Ngân hàng

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt:

Nghiên cứu tập trung vào ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế. Với phương pháp hồi quy hệ thống hai bước tổng quát thời điểm, nghiên cứu lựa chọn 60 quốc gia thu nhập trung bình theo tiêu chí của Chỉ số phát triển thế giới (World Development Indicators - WDI) trong giai đoạn 2012 - 2022. Dựa theo tổng quan nghiên cứu, nghiên cứu lựa chọn thêm 5 biến số kiểm soát về độ sâu tài chính, đầu tư trực tiếp nước ngoài (Foreign Direct Investment - FDI), độ mở thương mại và lạm phát. Kết quả thu được chỉ ra rằng tự do hoá tài khoản vốn có tác động tiêu cực đến tăng trưởng, các biến số còn lại trừ độ mở thương mại đều có tác động đến tăng trưởng kinh tế. Kết quả nghiên cứu gợi mở những hàm ý quản trị quan trọng đối với các nhà quản lý trong việc xây dựng chính sách và tận dụng được ích lợi của tự do hoá tài khoản vốn.

Từ khoá: Tự do hoá tài khoản vốn, Tăng trưởng kinh tế, Phương pháp tổng quát thời điểm hệ thống

¹ Email: k60.2114410067@ftu.edu.vn

IMPACT OF CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION ON ECONOMIC GROWTH IN MIDDLE - INCOME COUNTRIES: EMPIRICAL ANALYSIS BY TWO - STEP SYSTEM GMM REGRESSION MODEL

Abstract:

The study focuses on the impact of capital account liberalization on economic growth. Using the two-step system generalized method of moments (SGMM) approach, the study selects 60 middle - income countries based on the World Development Indicators (WDI) criteria during the period of 2012 - 2022. In addition to the overall analysis, the study includes 5 control variables related to financial depth, foreign direct investment (FDI), trade openness, and inflation. The results indicate that capital account liberalization hurts economic growth, while the other variables, except for trade openness, have an impact on economic growth. The findings of the study suggest important managerial implications for policymakers in formulating policies and harnessing the benefits of capital account liberalization.

Keywords: Capital Account Liberalization, Economic Growth, System Generalized Method of Moment

JEL: E12, G18, O16

1. Giới thiệu chung

Trong thời đại toàn cầu hóa chưa từng có, sự luân chuyển vốn xuyên biên giới quốc tế đã đóng vai trò hết sức quan trọng trong việc định hình vận mệnh kinh tế trên toàn thế giới. Tự do hóa tài khoản vốn là một khía cạnh quan trọng của tài chính quốc tế, đã nổi lên như một tâm điểm tranh luận giữa các nhà hoạch định chính sách, nhà kinh tế và học giả. Tự do hoá tài khoản vốn đại diện cho việc dỡ bỏ các hạn chế đối với sự di chuyển của vốn tài chính, một động thái nhằm mục đích kích thích sự phát triển kinh tế, thu hút đầu tư nước ngoài và củng cố sự ổn định tài chính. Đối với nhiều quốc gia, đặc biệt là các quốc gia có thu nhập trung bình, đây là một giải pháp chiến lược nhằm định vị mình một cách tối ưu trên thị trường toàn cầu cạnh tranh khốc liệt. Việc tăng cường hiểu biết về ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế trở nên cấp thiết.

Không thể phủ nhận tác động tích cực của tự do hoá tài khoản vốn, hứa hẹn khả năng tiếp cận vốn nước ngoài, truyền tải công nghệ và tiềm năng thúc đẩy mở rộng kinh tế. Những học giả ủng hộ cho rằng bằng cách đón nhận các dòng vốn quốc tế, các quốc gia có thể tiếp thêm sinh lực cho khu vực tài chính của mình, tạo việc làm, nuôi dưỡng sự đổi mới và nâng cao sự thịnh vượng chung. Tự do tài khoản vốn thường được coi là đi kèm báo về sự biến đổi kinh tế, thu hút đầu tư quốc tế, đầu tư danh mục đầu tư và toàn bộ các dịch vụ tài chính. Tuy nhiên, vẫn tồn tại những nghi ngờ xoay quanh vấn đề trên. Khi quá trình tự do hoá diễn ra khắp các quốc gia, những lo ngại về tác động ảm đạm đối với tăng trưởng và ổn định kinh tế ngày càng gia tăng. Các nhà phê bình cho quá trình tự do hoá tài khoản vốn đang được thực hiện vội vàng hoặc thiếu sáng suốt có thể khiến các quốc gia rơi vào tình trạng hỗn loạn tài chính, các cuộc tấn công đầu cơ và gây bất ổn cho dòng vốn. Điều này khiến nhóm nghiên cứu đặt câu hỏi liệu những lợi ích thường được tán thành của tự do hoá tài khoản vốn có thực sự phát huy tác dụng

hay không, hay trong một số trường hợp nhất định, kết quả thậm chí còn gây ra nhiều nguy cơ không lường trước.

Bài viết này khám phá ảnh hưởng phức tạp của tự do hóa tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế, đặc biệt tập trung vào các quốc gia có thu nhập trung bình. Bằng cách xem xét kỹ lưỡng một nhóm quốc gia cụ thể và rút ra những hiểu biết sâu sắc từ nhiều nghiên cứu thực nghiệm đi trước, chúng tôi nỗ lực cung cấp sự hiểu biết sâu sắc về tác động của tự do hoá tài khoản vốn đối với tăng trưởng kinh tế trong các nền kinh tế có thu nhập trung bình. Việc phân tích tác động của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế trong các nước thu nhập trung bình có thể giúp xác định những khuyến nghị chính sách kinh tế cụ thể hơn cho nhóm quốc gia này. Nhận thấy được ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn không hề riêng biệt mà tồn tại nhiều yếu tố kinh tế - xã hội, nhóm thực hiện tổng hợp và phân tích các biến số có vai trò kiểm soát. Báo cáo này đề xuất các khung giải quyết vấn đề và hướng dẫn về chính sách mà các quốc gia thu nhập trung bình có thể tham khảo và áp dụng. Chính vì vậy, nhóm nghiên cứu thực hiện đề tài: *“Ảnh hưởng của Tự do hoá tài khoản vốn đến Tăng trưởng kinh tế tại các nước thu nhập trung bình: Phân tích thực nghiệm bằng phương pháp hồi quy hệ thống hai bước SGMM”*.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Tự do hoá tài khoản vốn

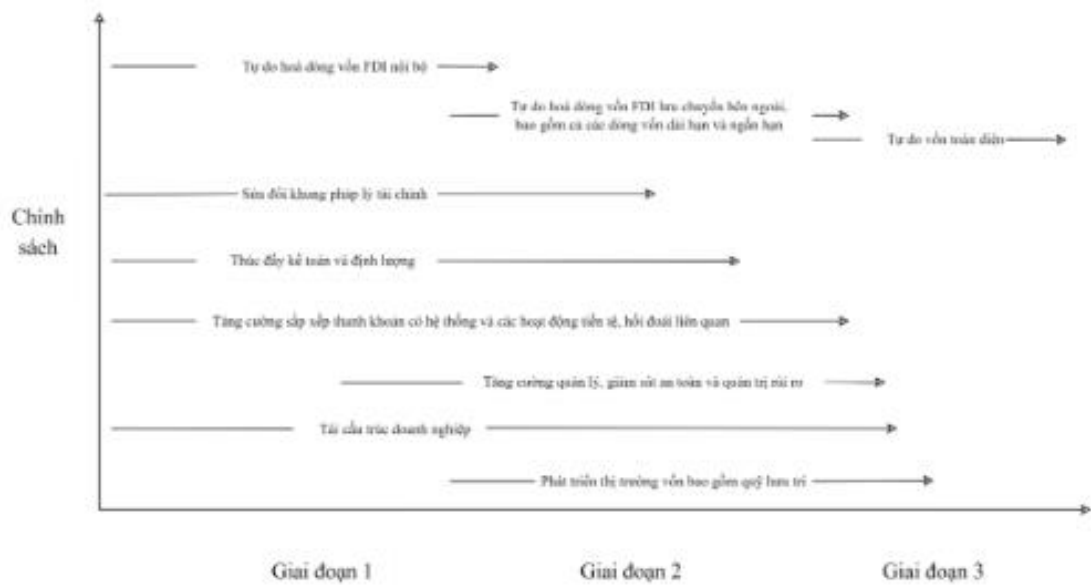
2.1.1. Khái niệm

Tự do hóa tài khoản vốn bao gồm việc bãi bỏ quy định đối với tài khoản vốn của khu vực nước ngoài và khu vực tài chính trong nước. Thị trường tài chính thực hiện một số chức năng cung ứng và luân chuyển vốn trong nền kinh tế. Về cơ bản, quá trình tự do hóa tài khoản vốn hỗ trợ huy động các nguồn lực tài chính, tạo điều kiện quản lý rủi ro, phân bổ nguồn lực cho các dự án hiệu quả nhất, giám sát việc sử dụng các nguồn lực tài chính, thực hiện quản trị doanh nghiệp và cung cấp một hệ thống thanh toán giúp giao dịch giữa các bên tham gia kinh tế hiệu quả hơn. Bãi bỏ quy định lãi suất dẫn đến chuyển động hướng tới tự nhân hóa lãi suất, làm cho lãi suất trở nên phù hợp với thị trường hơn là do nhà nước kiểm soát (Levine, 2001). Đối với Eichengreen (2001), tự do hoá tài khoản vốn là một trong những chính sách gây tranh cãi và ít hiểu rõ nhất đối với kinh tế hiện đại. Sau đó, Eichengreen & cộng sự (2011) cho rằng luân chuyển vốn quốc tế sẽ giúp các quốc gia với tỷ lệ tiết kiệm thấp thu hút được các nguồn lực từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án trong nước đồng thời làm đa dạng hóa danh mục đầu tư, đa dạng hóa rủi ro về phía các nhà đầu tư quốc tế và thúc đẩy thương mại quốc tế.

Quan điểm của Henry (2003) lại khá chú trọng về sức mạnh tài chính. Cụ thể, nghiên cứu cho rằng các nước cần kiểm soát chính sách liên quan đến việc cho phép doanh nghiệp trong nước vay ngân hàng nước ngoài và việc mua bán các công cụ nợ cũng như đầu tư chứng khoán trong nước đối với nhà đầu tư quốc tế. Điều này cũng được đồng tình bởi Kodjovi & Shakeba (2023). Nhóm nghiên cứu nhấn mạnh rằng tự do hóa tài khoản vốn cần được quản lý cẩn thận và được hỗ trợ bởi các chính sách và thể chế phù hợp. Họ tin rằng việc tự do hóa diễn ra theo từng bước và có sự sắp xếp hợp lý có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cải thiện phân bổ nguồn lực và đạt được sự ổn định tài chính. Tuy nhiên, họ cũng nhận thức được rằng tự do hóa quản

lý kém có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính và bất ổn kinh tế. Nghiên cứu đánh giá các điều kiện kinh tế, thể chế và tài chính của một quốc gia trước khi khuyến nghị tự do hóa tài khoản vốn. Đánh giá này bao gồm xem xét sức mạnh của hệ thống tài chính, khả năng quản lý dòng vốn của quốc gia và tính linh hoạt của chế độ tỷ giá. Bên cạnh đó, tự do hóa tài khoản vốn được khuyến khích thực hiện theo từng bước, có trình tự và với tốc độ phù hợp với hoàn cảnh của từng quốc gia. Điều này cho phép các quốc gia có thời gian xây dựng các thể chế cần thiết, củng cố hệ thống tài chính và thực hiện các chính sách phù hợp để quản lý dòng vốn một cách hiệu quả. Nhìn chung, cách tiếp cận của trên về tự do hóa tài khoản vốn tập trung vào việc thúc đẩy mở từng bước và có sự sắp xếp hợp lý cho các tài khoản vốn, đồng thời nhấn mạnh tầm quan trọng của các chính sách, thể chế và hợp tác quốc tế phù hợp để đảm bảo ổn định tài chính và tăng trưởng kinh tế bền vững.

2.1.2. Quy trình tự do hoá tài khoản vốn



Hình 1. Trình tự tự do hoá dòng vốn

Nguồn: IMF, 2013

Cho đến nay, cách tiếp cận của Quỹ Tiền tệ quốc tế (The International Monetary Fund - IMF) đối với tự do hóa dòng vốn đã được chấp nhận rộng rãi. Giai đoạn đầu tập trung vào tự do hóa dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), được coi là ổn định hơn so với các loại dòng vốn khác và được cho là có tiềm năng đóng góp lớn hơn vào tăng trưởng kinh tế. Giai đoạn ban đầu này cũng thiết lập nền tảng cho tự do hóa bằng cách đưa ra các tiêu chuẩn kế toán toàn cầu và tăng cường dữ liệu thống kê quốc gia. Hơn nữa, nó nhằm mục đích cải thiện khuôn khổ tiền tệ và khuôn khổ pháp lý trong lĩnh vực tài chính.

Trong *giai đoạn thứ hai*, trọng tâm mở rộng bao gồm tự do hóa dòng vốn FDI ra nước ngoài và dòng vốn đầu tư dài hạn. Giai đoạn này cũng có thể bao gồm một số mức độ tự do hóa đối với dòng chảy ngắn hạn. Mục tiêu là thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế bằng cách cho phép di chuyển vốn FDI và tạo điều kiện tự do hóa các khoản đầu tư dài hạn.

Trong giai đoạn cuối cùng, tất cả các biện pháp kiểm soát còn lại đối với dòng vốn đều bị loại bỏ. Điều này xảy ra sau khi thị trường tài chính đã đạt đến một mức độ phát triển nhất định và khu vực tài chính được củng cố hơn nữa thông qua việc thực hiện đầy đủ các quy định thận trọng và giám sát cẩn thận. Điều này đảm bảo rằng các thông lệ quản lý rủi ro phù hợp được áp dụng cho các dòng vốn quốc tế.

2.2. Tăng trưởng kinh tế

2.2.1. Khái niệm

Tăng trưởng kinh tế là chỉ sự biến đổi kinh tế theo chiều hướng tích cực. Đó là sự mở rộng quy mô về lượng kết quả đầu ra của nền kinh tế, là sự gia tăng của tổng sản phẩm quốc dân (Gross National Product - GNP) và tổng sản phẩm quốc nội (Gross Domestic Product - GDP) trong một thời kỳ nhất định (Ngô & Nguyễn, 2023).

Tăng trưởng kinh tế còn được định nghĩa là sự gia tăng mức sản xuất mà nền kinh tế tạo ra theo thời gian. Tăng trưởng kinh tế thường được xem là mục tiêu quan trọng trong các nền kinh tế, cho thấy khả năng tăng cường sản xuất, sự tiến bộ và sự phát triển của một quốc gia. Tăng trưởng kinh tế được đo bằng tỷ lệ phần trăm tăng trong giá trị của GDP sau một khoảng thời gian nhất định, thường là hàng năm.

2.2.2. Phương pháp đo lường

Thông thường, các nhà nghiên cứu sử dụng hai phương pháp đo lường sau:

Tốc độ tăng trưởng tương đối:

$$g^t = \frac{Y^t - Y^{t-1}}{Y^{t-1}} \cdot 100\%$$

Tốc độ tăng trưởng tuyệt đối:

$$\Delta Y = Y^t - Y^{t-1}$$

Trong đó, Y là quy mô của nền kinh tế, g là tốc độ tăng trưởng, t là thời gian. Nếu quy mô kinh tế được đo bằng GDP (hay GNP) danh nghĩa, thì sẽ có tốc độ tăng trưởng GDP (hoặc GNP) danh nghĩa. Còn nếu quy mô kinh tế được đo bằng GDP (hay GNP) thực tế, thì sẽ có tốc độ tăng trưởng GDP (hay GNP) thực tế. Thông thường, tăng trưởng kinh tế dùng chỉ tiêu thực tế hơn là các chỉ tiêu danh nghĩa. Vì tốc độ tăng trưởng kinh tế đo lường sự gia tăng của mức sản xuất, là một biến thực tế nên đo lường chúng ta sử dụng GDP thực tế.

2.3. Lý thuyết về ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế

Lý thuyết đề cập về ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế là một chủ đề phức tạp và có nhiều quan điểm khác nhau trong giới kinh tế học. Dưới đây là một số quan điểm phổ biến về mối quan hệ giữa tự do hoá tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế.

2.3.1. Lý thuyết ủng hộ quan điểm tự do hoá tài khoản vốn tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế

Mô hình chính thống của trường phái tân tự do cho rằng luân chuyển vốn đến các quốc gia thiếu lợi thế là một trong những cách tăng cường nguồn lực, thúc đẩy công nghệ và xã hội

(Egbuna & cộng sự, 2013; Eichengreen & cộng sự, 2011). Cụ thể, hai lợi ích nổi bật được nêu ra như sau:

- Tạo điều kiện thuận lợi cho đầu tư và tài trợ: Tự do hoá tài khoản vốn có thể thu hút đầu tư và tài trợ từ nước ngoài, tạo điều kiện thuận lợi cho việc tăng cường vốn đầu tư và phát triển các ngành kinh tế. Điều này có thể góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và nâng cao năng suất lao động.
- Tạo điều kiện cho chuyển giao công nghệ: Khi tài khoản vốn được tự do hoá, các công ty và nhà đầu tư nước ngoài có thể dễ dàng chuyển giao công nghệ và chuyên gia cho các doanh nghiệp và ngành công nghiệp trong nước. Điều này có thể tạo điều kiện thuận lợi cho sự tiến bộ công nghệ và nâng cao năng lực cạnh tranh của quốc gia.

Kế thừa lập luận trên, các nhà kinh tế học đề xuất các học thuyết liên quan đến ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế.

Mô hình tăng trưởng ngoại sinh - Solow

Mô hình tăng trưởng ngoại sinh của Solow (1956) là một mô hình kinh tế về tăng trưởng dài hạn được thiết lập dựa trên nền tảng và khuôn khổ của kinh tế học tân cổ điển, kế thừa những lập luận ủng hộ cho việc di chuyển vốn tư bản của trường phái cổ điển. Các nhà kinh tế học tân cổ điển cho rằng luân chuyển vốn quốc tế có tác động tương tự như thương mại quốc tế, cụ thể: i, thúc đẩy phân bổ hiệu quả các khoản tiết kiệm xuyên biên giới quốc gia; ii, cải thiện cán cân thanh toán (Balance of Payments – BOP); iii, tăng tạm thời trong đầu tư và tăng trưởng từ đó khiến phúc lợi xã hội cao hơn (Obstfeld, 1998; Rodrik, 1998). Dựa trên tác động của thương mại tự do trong theo mô hình Heckscher - Ohlin, Epstein (2005) chứng minh rằng tự do hóa dòng vốn sẽ dẫn đến tăng năng suất thông qua yếu tố sản xuất dồi dào. Levine (2001) tập trung vào lĩnh vực tài chính, khẳng định rằng sự hiện diện của các ngân hàng nước ngoài sẽ góp phần thúc đẩy tính thanh khoản, cải thiện chất lượng của hệ thống ngân hàng trong nước. Từ đó, nền kinh tế đảm bảo sức khoẻ tài chính, ghi nhận tăng trưởng. Điều này tựu chung lại đều đưa ra khẳng định về tăng trưởng kinh tế được cải thiện.

Mô hình tăng trưởng nội sinh

Khác với mô hình tăng trưởng ngoại sinh của Solow, mô hình tăng trưởng nội sinh nhấn mạnh vai trò của các biến nội sinh như sự phát triển tài chính hay dòng chảy tư bản tới tăng trưởng thông qua ảnh hưởng của chúng tới tích tụ vốn (Lương, 2015). Hơn nữa, ảnh hưởng tràn của FDI có thể tạo ra hiệu ứng lan tỏa công nghệ thông qua chuyển giao kiến thức. Nghiên cứu của Bailliu (2000), cho rằng bên cạnh ảnh hưởng trực tiếp tới tăng trưởng thông qua việc cung cấp vốn cần thiết cũng như kinh nghiệm chuyên gia, tự do hóa vốn quốc tế còn giúp phát triển khu vực tài chính thông qua việc tăng tính cạnh tranh trong hệ thống ngân hàng và tăng thanh khoản cho thị trường chứng khoán, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, cạnh tranh gia tăng giữa các trung gian tài chính nước ngoài có thể dẫn đến giảm chi phí trung gian, từ đó kích thích nhu cầu về vốn do đó làm tăng quy mô của thị trường tài chính trong nước. Ngoài ra, tự do hóa có thể ảnh hưởng đến thị trường trong nước thông qua việc cải thiện khung thể chế, tăng cường sự ổn định tổng thể của hệ thống tài chính và giảm các vấn đề về thông tin bất cân xứng. Đồng thời, ảnh hưởng tích cực gián tiếp của tự do hóa dòng chảy đối với tăng trưởng kinh tế có thể đến từ tác động của nó đối với sự phát triển của thị trường tài chính trong nước thông qua

kênh tiếp cận thị trường tài chính nước ngoài dưới hình thức cho vay trực tiếp bởi các trung gian tài chính nước ngoài (Shirakawa, 2009).

2.3.2. Lý thuyết ủng hộ quan điểm tự do hoá tài khoản vốn tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế

Mặt khác, nhiều nhà kinh tế học lập luận về những rủi ro tiềm ẩn gặp phải khi thực hiện tự do hoá tài khoản vốn, dù không phủ nhận những lợi ích tích cực mang lại trước đó (Egbuna & cộng sự, 2013; Mailafia, 2006). Cụ thể, có thể rút ra 2 rủi ro chính:

- **Tiềm năng rủi ro tài chính:** Tự do hoá tài khoản vốn có thể tạo ra nguy cơ nếu không được quản lý chặt chẽ. Việc rút vốn khỏi quốc gia nhanh chóng có thể gây ra sự không ổn định trong hệ thống tài chính và tiềm năng khủng hoảng tài chính. Do đó, cần có các biện pháp kiểm soát và quản lý hiệu quả để giảm thiểu rủi ro tài chính.

- **Tăng cường tính cạnh tranh và hiệu quả:** Tự do hoá tài khoản vốn có thể tạo điều kiện cho sự cạnh tranh và hiệu quả trong hệ thống tài chính. Việc mở cửa thị trường tài chính cho sự cạnh tranh có thể thúc đẩy sự phát triển của các dịch vụ tài chính, tăng cường khả năng tài chính và hỗ trợ cho các ngành kinh tế khác.

Tuy nhiên, tác động của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế không phải lúc nào cũng dễ dàng đo lường và tiên đoán. Nghiên cứu của King & Levine (1993) thấy rằng các chỉ số về mức độ phát triển tài chính - quy mô của khu vực trung gian tài chính chính thức so với GDP, tầm quan trọng của các ngân hàng so với ngân hàng trung ương, tỷ lệ tín dụng được phân bổ cho các công ty tư nhân và tỷ lệ tín dụng cấp cho các công ty tư nhân trên GDP - có mối tương quan chặt chẽ với tăng trưởng kinh tế, tốc độ tích lũy vốn vật chất và sự cải thiện hoặc các thành phần có thể dự đoán được của các chỉ số phát triển tài chính này có liên quan đáng kể với các giá trị tiếp theo của các chỉ số tăng trưởng. Kết luận này nhất quán với quan điểm cho rằng các dịch vụ tài chính kích thích tăng trưởng kinh tế bằng cách tăng tốc độ tích lũy vốn và bằng cách nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đó của nền kinh tế. Tuy nhiên, nghiên cứu không liên kết các chính sách khu vực tài chính cụ thể với tăng trưởng dài hạn. Chỉ bằng cách liên hệ các biện pháp thực thi chính sách của chính phủ với tốc độ tăng trưởng tiếp theo, chúng ta mới có thể tự tin đưa ra các khuyến nghị chính sách. Dù vậy, hàm ý về việc ảnh hưởng tràn của tự do hoá tài khoản vốn, mà theo Baraković & Musić (2023) là bất kể quy mô quốc gia, là điều không thể phủ nhận.

Nghiên cứu của Kodjovi & Shakeba (2023) khi tập trung vào cấp độ doanh nghiệp ở ASEAN cũng chỉ ra rằng việc thúc đẩy tự do hoá tài khoản vốn đang dẫn đến những hệ lụy bất bình đẳng không mong muốn, cụ thể là ở mức lương không hợp lý đối với người lao động. Tuy nhiên, điều này cũng giúp chỉ số lợi nhuận trên tiền lương tăng trưởng, thể hiện hàm ý về mục tiêu ngắn hạn tập trung vào thị trường tài chính quốc gia mà không quan tâm đến vấn đề hiệu quả.

2.4. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu của Quinn (1997) là một trong những nghiên cứu đầu tiên xác định kết quả tích cực trong tác động của tự do hóa dòng vốn tới tăng trưởng kinh tế bằng cách sử dụng hồi quy tăng trưởng tiêu chuẩn được bổ sung bởi chỉ báo của Quinn về sự thay đổi trong độ mở tài chính hoặc sự thay đổi trong độ mở đo lường rộng. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng sự thay đổi

trong tự do hóa dòng vốn có tác động đáng kể mạnh mẽ đến tăng trưởng GDP bình quân đầu người thực tế ở một mặt cắt ngang của 56 quốc gia trong giai đoạn 1950 - 1994 và 6 quốc gia nữa bắt đầu từ năm 1954. Tiếp cận khu vực Đông Nam Á trong giai đoạn 2005 - 2020, Baraković & Musić (2023) lựa chọn 6 chỉ số đại diện cho tự do hoá tài khoản vốn bao gồm: FDI chảy vào/ra, danh mục đầu tư chứng khoán chảy vào/ra, các dòng chảy vào/ra đầu tư nội bộ khác đến các chỉ số độc lập nhưng đều đại diện cho tăng trưởng kinh tế lần lượt là: GDP, GDP đầu người, tốc độ tăng trưởng GDP. Kết quả hồi quy qua mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model - FEM) và tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM) đều khẳng định dòng vốn luân chuyển trực tiếp FDI góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng các danh mục đầu tư chứng khoán thì có tác động ngược lại. Nghiên cứu tại Nigeria trong giai đoạn 1971 - 2011, Onoh & Okore (2013) sau khi hồi quy bằng bình phương thông thường nhỏ nhất (Ordinary Least Square - OLS) đã ghi nhận khả năng thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ của tự do hoá tài khoản vốn. Điều này cũng đồng quan điểm với Igbinovia & Igbinovia (2023) khi thực nghiệm tại khu vực Tây Phi bằng phương pháp tổng quát thời điểm (Generalized Method of Moments - GMM). Bên cạnh đó, với thực nghiệm tại Việt Nam, Lương (2015) ghi nhận ảnh hưởng thúc đẩy tăng trưởng của tự do hoá tài khoản vốn trong cả ngắn hạn và dài hạn bằng phương pháp tự hồi quy phân phối trễ (Autoregressive Distributed Lag - ARDL). Tuy nhiên, Rodrik (1998) sử dụng mẫu gồm 100 quốc gia phát triển và đang phát triển để nghiên cứu tác động của tự do hóa dòng vốn đối với tăng trưởng và không tìm thấy tác động đáng kể nào trong giai đoạn 1975 đến 1989. Rodrik không tìm thấy mối quan hệ nào giữa tự do hóa dòng chảy tư bản và tỷ lệ đầu tư trên thu nhập hoặc giữa vốn tự do hóa tài khoản và lạm phát.

Kraay (1998) đã kiểm tra tác động của tự do hóa dòng chảy tư bản đối với tăng trưởng kinh tế thông qua các ước tính OLS và IV bằng cách sử dụng các mặt cắt ngang, với một quan sát cho mỗi quốc gia (trong đó biến phụ thuộc là tăng trưởng sản lượng), trên giai đoạn 1985 - 1997 đối với mẫu gồm 117 quốc gia và không tìm thấy ảnh hưởng đáng kể dù là sử dụng phương pháp tính của IMF hay chỉ số theo phương pháp của Quinn (1997) đối với tăng trưởng kinh tế. Edison & cộng sự (2002) tiến hành hồi quy với 89 quốc gia đa khu vực theo cả 2 chỉ số Quinn (1997) và IMF. Kết quả nhận định các nước công nghiệp đã tự do hoá vốn tương đối mở và hầu hết chuyển đến các khu vực đang và kém phát triển để quốc gia kiểm soát vốn. Hồi quy bằng phương pháp REM, Trần & cộng sự (2015) ghi nhận ảnh hưởng tiêu cực của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng ở 7 quốc gia ASEAN giai đoạn 1995 - 2012. Sử dụng phương pháp ARDL, Haruna & cộng sự (2021) nghiên cứu tự do hoá tài khoản vốn và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia Châu Phi - Hạ Sahara. Nghiên cứu ghi nhận kết quả rằng trong ngắn hạn, tự do hoá tài khoản vốn giúp thúc đẩy tăng trưởng, đem lại nhiều lợi ích nhưng về dài hạn thì là một trong những nhân tố gây thụt lùi. Lý giải chủ yếu cho nguyên nhân trên là do tham nhũng và sự quản lý lỏng lẻo của chính phủ, sức khoẻ của nền kinh tế không đủ để kiểm soát các cú sốc tài chính. Nghiên cứu của Egbuna & cộng sự (2013) chỉ ra mối quan hệ là dương và có ý nghĩa giữa tự do hóa và tăng trưởng ở Ghana và Sierra Leone. Thực nghiệm ở quy mô rộng hơn với cả các nước phát triển và đang phát triển, Mekki & cộng sự (2021) sử dụng cả phương pháp FEM, bình phương tổng quát nhỏ nhất (Generalized Least Squares - GLS) với 2 bước hồi quy. Kết quả cho thấy tự do hoá tài khoản vốn có tác động thúc đẩy tăng trưởng ở các nước đang phát triển nhưng lại ngăn chặn biểu hiện kinh tế ở các nước đang phát triển. Tuy nhiên tựu chung lại, kết quả ghi nhận tác động làm suy thoái tăng trưởng ở cả hai khu vực nếu xét về mức

độ ảnh hưởng. Nhận định trên trái với kết quả của Quinn & Toyoda (2008) với mẫu nghiên cứu bao gồm 94 quốc gia phát triển và đang phát triển, trong giai đoạn 1955 - 2004. Sử dụng các phương pháp liên quan đến kiểm tra nội sinh, nghiên cứu đều ghi nhận ảnh hưởng tích cực của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế. Dù vậy, nghiên cứu vẫn tồn tại sự băn khoăn về ảnh hưởng của thị trường chứng khoán - một trong những thị trường có tầm quan trọng đặc biệt đối với luân chuyển vốn quốc tế.

2.5. Khoảng trống nghiên cứu

Thứ nhất, mặc dù có khá nhiều nghiên cứu tiến hành thực nghiệm ở quy mô đa quốc gia nhưng đa số chỉ mới tiến hành việc phân chia theo khu vực và trình độ phát triển chứ chưa đề cập đến thu nhập - chỉ số quan trọng đại diện cho cả kinh tế và xã hội. Nghiên cứu lựa chọn mẫu là các quốc gia có thu nhập trung bình theo chuẩn của WDI nhằm cung cấp góc nhìn đa chiều về ảnh hưởng của tự do hoá tài khoản vốn.

Thứ hai, các nghiên cứu trước đó lựa chọn chỉ số KAOPEN, bộ chỉ số chuẩn của Quinn (1997) hay IMF nhưng tựu chung chưa có khẳng định chắc chắn về chỉ số đại diện cho tự do hoá tài khoản vốn. Đồng quan điểm với Baraković & Musić (2023), nghiên cứu tiến hành lựa chọn chỉ số đại diện với mong muốn mang lại đóng góp mới trong nhận định về ảnh hưởng hiện còn chưa rõ ràng của tự do hoá tài khoản vốn.

Cuối cùng, nghiên cứu lựa chọn phương pháp SGMM tiếp cận thêm từ góc độ nội sinh, đưa ra những hàm ý chính sách phản ứng kịp thời và chặt chẽ hơn. Việc lựa chọn phương pháp trên dù không thể đóng góp thêm căn cứ cho những tác động dài hạn nhưng phần nào khắc phục những khuyết tật của các phương pháp quen thuộc như OLS, FEM, REM đã được sử dụng trước đó.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Khung nghiên cứu

3.1.1. Mô hình nghiên cứu

Bài nghiên cứu với mục đích khám phá tác động của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế ở các nước thu nhập trung bình giai đoạn. Theo Lương (2015), Mekki & cộng sự (2021), Baraković & Musić (2023), nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu cơ bản:

$$gdp_{it} = \beta_0 + \beta_1 cal_{it} + \beta_2 bm_{it} + \beta_3 fc_{it} + \beta_4 fdi_{it} + \beta_5 trade_{it} + \beta_6 infl_{it} + \beta_7 gcp_{it} + \beta_8 gov_{it} + \beta_9 pop_{it} + \delta Z_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, i minh họa cho các nước; t là chỉ số thời gian, Z_i đại diện cho tác động riêng có của mô hình. gdp minh họa cho GDP theo USD hiện hành; biến độc lập bao gồm: tự do hoá tài khoản vốn (cal), tiền mở rộng (bm), tín dụng khu vực ngân hàng (fc), luồng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài chảy vào theo BOP (fdi), độ mở thương mại ($trade$), lạm phát ($infl$), tỷ lệ vốn cố định gộp (gcp), chi tiêu chính phủ (gov), tỷ lệ dân số thành thị (pop).

3.1.2. Phương pháp nghiên cứu

Để xem xét tác động của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế, nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy dành cho dữ liệu bảng. Cụ thể, để đánh giá trong 3 mô hình hồi quy gộp (POLS), mô hình tác động cố định (FEM) hay mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) là phù hợp với bộ dữ liệu, nhóm tác giả đã thực hiện kiểm định nhân tử Lagrange và kiểm định Hausman. Sau đó, mô hình hồi quy Driscoll – Kraay và bình phương nhỏ nhất khái quát (GLS) được áp dụng để khắc phục các khuyết tật như phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong mô hình. Sau khi kiểm định phụ thuộc chéo, tính dừng và đồng liên kết, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy tổng quát thời điểm 2 bước hệ thống SGMM để tiến hành khắc phục tính nội sinh của mô hình. Phương pháp SGMM sử dụng sai phân có độ trễ của các biến xác định trước và các biến ngoại sinh ngắt (Blundell & Bond, 2000; Roodman, 2009). Ngoài ra, với SGMM, phương pháp này có 2 biến thể là SGMM 1 bước và SGMM 2 bước, trong đó SGMM 2 bước hiệu quả hơn, đáng tin cậy hơn, đặc biệt khi mô hình xảy ra hiện tượng tương quan dương (Windmeijer, 2005).

3.2. Giả thuyết nghiên cứu

3.2.1. Tự do hoá tài khoản vốn (*Capital Account Liberalization - cal*)

Đối với khu vực đang phát triển hoặc thu nhập trung bình, ảnh hưởng thúc đẩy tăng trưởng của tự do hoá tài khoản vốn tương đối sâu sắc (Onoh & Okore, 2013; Igbinoia & Igbinoia, 2023; Lương, 2015). Tuy nhiên, theo Edison & cộng sự (2002); Mekki & cộng sự (2021) khi tiến hành thực hiện ở phạm vi đa quốc gia, các kết quả chỉ ra sự khác biệt giữa khu vực đang phát triển và phát triển. Mặt khác, trong khi thực nghiệm bởi Trần & cộng sự (2015) đã ủng hộ tác động tiêu cực của tự do tài khoản vốn đến tăng trưởng thì với Rodrik (1998); Kraay (1998) lại không tìm được minh chứng rõ ràng nào. Sự khác biệt theo giai đoạn cũng là một nhận định cần xem xét khi tác động trong ngắn hạn và dài hạn tồn tại sự khác biệt (Lương, 2015; Haruna & cộng sự, 2021). Căn cứ theo đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

Giả thuyết 1 (H1): Tự do hoá tài khoản vốn giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

3.2.2. Cung tiền mở rộng (*Broad Money - bm*)

Cung tiền mở rộng được cho là một trong hai nhân tố cấu thành độ sâu tài chính (Lương, 2015), nhằm đo lường độ sâu tài chính hay quy mô của khu vực trung gian tài chính. Theo King & Levine (1993); Shirakawa (2009) thì quy mô tài chính càng rộng sẽ càng đóng góp nhiều vào tăng trưởng kinh tế. Chính vì vậy, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết 2 (H2): Cung tiền mở rộng tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế

3.2.3. Tín dụng khu vực ngân hàng (*Domestic credit to private sector by banks - fc*)

Theo Lương (2015), yếu tố thứ cấu tạo độ sâu tài chính thứ hai là tín dụng trong nước của khu vực ngân hàng đo lường mức độ cung cấp vốn của ngân hàng vào nền kinh tế. King & Levine (1993) cho rằng chỉ số này phản ánh tương đối tốt mối quan hệ giữa đầu tư và tăng trưởng. Chính vì vậy, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết 3 (H3): Tín dụng khu vực ngân hàng có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế

3.2.4. Đầu tư trực tiếp nước ngoài chảy vào theo BOP (Foreign Direct Investment - FDI)

Baraković & Musić (2023) cho rằng dù là loại đầu tư nào đều có vai trò quan trọng đối với tăng trưởng và việc giảm thiểu kiểm soát thương mại sẽ đem lại những cơ hội thu hút lớn. Thực nghiệm trên chỉ ra rằng FDI có ảnh hưởng tích cực trong cả ngắn và dài hạn nhưng Haruna & cộng sự (2021) dù ghi nhận ảnh hưởng thúc đẩy trong ngắn hạn nhưng trong dài hạn thì không còn rõ ràng của FDI. Trong khi đó, Igbínovia & Igbínovia, 2023; Mekki & cộng sự, 2021 ghi nhận ảnh tác động cùng chiều của FDI trong trường hợp mô hình nội sinh. Chính vì vậy, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết 4 (H4): FDI có tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế

3.2.5. Độ mở thương mại (Trade Openness - tro)

Để thu hút đầu tư, các quốc gia có xu hướng hạ thấp rào cản và mở cửa thương mại nhiều hơn (Baraković & Musić, 2023). Bên cạnh đó, lý thuyết về tăng trưởng nội sinh nhấn mạnh những nền kinh tế mở cửa thương mại quốc tế sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế cao hơn (Lương, 2015). Nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra tác động tích cực trong cả ngắn và dài hạn của độ mở thương mại. Điều này đồng quan điểm với Trần, 2015; Igbínovia & Igbínovia, 2023; Mekki & cộng sự, 2021 nên nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết 5 (H5): Độ mở thương mại thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

3.2.6. Lạm phát theo chỉ số hiệu chỉnh GDP (Inflation - infl)

Nhiều nhà nghiên cứu đã khẳng định ảnh hưởng tiêu cực của lạm phát đến tăng trưởng kinh tế như Igbínovia & Igbínovia, 2023; Trần & cộng sự, 2015. Tuy nhiên, khi sử dụng ARDL, Haruna & cộng sự (2021) thấy rằng dù trong ngắn hạn lạm phát thúc đẩy tăng trưởng nhưng về dài hạn, mối quan hệ trên là tiêu cực. Điều này được Mekki & cộng sự (2021) ghi nhận khi sử dụng mô hình tác động lan toả (Treatment Effect Model - TEM) rằng lạm phát đối với các nước phát triển là một chỉ số thúc đẩy kinh tế, ngược lại với khu vực đang phát triển. Đồng quan điểm với Igbínovia & Igbínovia, 2023; Trần & cộng sự, 2015; Mekki & cộng sự, 2021 nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết 6 (H6): Lạm phát ngăn chặn tăng trưởng kinh tế

3.3. Dữ liệu và biến số

3.3.1. Nguồn dữ liệu

Tất cả các dữ liệu liên quan đều được nhóm nghiên cứu thu thập từ WDI. Trong đó, dữ liệu về tự do hoá tài khoản vốn được tính toán từ dữ liệu của tài sản và thanh khoản nước ngoài. Bên cạnh đó, xét thấy 3 mặt của một quốc gia bao gồm kinh tế, xã hội và chính phủ, nhóm mong muốn thực nghiệm đối tượng vĩ mô với những biến số vĩ mô đại diện nên lựa chọn thêm dữ liệu tỷ lệ dân số thành thị và chi tiêu chính phủ. Cuối cùng, nhóm lựa chọn phạm vi thời gian lựa chọn từ năm 2012 đến năm 2022 - thời điểm kết thúc đại dịch COVID - 19 nhằm hạn chế sự đứt gãy về mặt số liệu cũng như đảm bảo được khoảng thời gian tin cậy tiến hành thực nghiệm.

3.3.2. Biến số

Sau khi tổng quan nghiên cứu và thu thập dữ liệu, nhóm nghiên cứu tổng hợp các biến số như bảng sau:

Bảng 1: Mô tả biến số

Ký hiệu	Định nghĩa	Đơn vị	Dấu kỳ vọng	Nguồn dữ liệu	Nguồn tham khảo
gdp	Tổng sản phẩm quốc nội	Tỷ USD hiện hành		WDI	Baraković & Musić, 2023
cal	Tự do hoá tài khoản vốn	% GDP	+	WDI	Quinn, 1997; Onoh & Okore, 2013; Igbinoia & Igbinoia, 2023; Lương, 2015; Quinn & Toyoda, 2018
bm	Cung tiền mở rộng	% GDP	+	WDI	King & Levine, 1993; Shirakawa, 2009
fc	Tín dụng khu vực ngân hàng	% GDP	+	WDI	King & Levine, 1993
fdi	Luồng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài chảy vào theo BOP	Tỷ USD hiện hành	+	WDI	Baraković & Musić 2023; Igbinoia & Igbinoia, 2023; Mekki & cộng sự, 2021
tro	Độ mở thương mại	% GDP	+	WDI	Trần & cộng sự, 2015; Igbinoia & Igbinoia, 2023; Mekki & cộng sự, 2021
infl	Lạm phát	%	-	WDI	Igbinoia & Igbinoia, 2023; Trần & cộng sự, 2015

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

3.4. Thống kê mô tả

Từ kết quả ở dưới, các biến có độ tương quan từ thấp đến trung bình (với giá trị tuyệt đối nằm trong khoảng từ 0,02 đến 0,80) cho thấy rằng khả năng mắc khuyết tật đa cộng tuyến của mô hình là khá thấp. Biến *gdp* có mối quan hệ tương quan cùng chiều với tất cả các biến còn lại trừ *fdi*, *tro* trong khi biến *fdi* có tương quan ngược chiều với hầu hết các biến, trừ *tro*.

Từ kết quả hệ số tương quan với mức độ ý nghĩa, xu hướng nhìn chung khá hợp lý giúp nhóm nghiên cứu tin vào độ vững nhất định của mô hình được lựa chọn. Nhóm nghiên cứu bước đầu dự đoán mô hình tránh được khuyết tật đa cộng tuyến, tuy nhiên các vấn đề về phương sai sai số thay đổi, tự tương quan cũng như vấn đề nội sinh cần tiếp tục kiểm định.

Bảng 2: Mô tả thống kê các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
gdp	660	236,3004	503,1729	0,1702923	3385,09
cal	660	4,68025	15,21344	-55,06282	233,9896
bm	638	59,16153	37,56014	17,82034	267,2439
fc	638	42,98726	26,65858	3,252238	177,3035
fdi	660	-3,317771	10,25679	-90,48512	35,05084
tro	660	76,50704	31,30595	11,8554	170,8183
infl	660	6,624666	13,80794	-30,19965	214,4594

Bảng 3: Mô tả tương quan

	<i>gdp</i>	<i>cal</i>	<i>bm</i>	<i>fc</i>	<i>fdi</i>	<i>tro</i>	<i>infl</i>
<i>gdp</i>	1,0000						
<i>cal</i>	0,0022	1,0000					
<i>bm</i>	0,0923	0,0154	1,0000				
<i>fc</i>	0,1194	-0,0206	0,7985	1,0000			
<i>fdi</i>	-0,6407	-0,0139	-0,0547	-0,0544	1,0000		
<i>tro</i>	-0,3420	0,0270	0,1803	0,3088	0,2704	1,0000	
<i>infl</i>	0,0427	0,0028	0,1674	0,0147	-0,0200	-0,0231	1,0000

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả kiểm định trước hồi quy

4.1.1. Kiểm định phụ thuộc chéo

Nghiên cứu sử dụng kiểm định Pesaran (2006), cụ thể như sau:

$$CD = \sqrt{\frac{2}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T_{ij} \hat{\rho}_{ij}^2 \rightarrow N(0,1)$$

Trong đó, $\hat{\rho}_{ij}$ là hệ số tương quan phần dư. N và T lần lượt là số lượng bảng (cross-section dimension) và thời gian (time dimension). Theo định nghĩa, thống kê CD sẽ tiệm cận phân phối chuẩn nếu N và T tiến tới vô cùng.

Cặp giả thuyết:

H_0 : Không tồn tại sự phụ thuộc chéo

H_1 : Có tồn tại sự phụ thuộc chéo

Kiểm định của cả 2 khu vực thu nhập cao và trung bình đều cho ra kết quả tồn tại sự phụ thuộc chéo:

$$Pr = 0,0000 < 0,1$$

4.1.2. Kiểm định tính dừng

Theo Pesaran & Smith (1995), để áp dụng được phương pháp SGMM thì phải kiểm định tính dừng của các biến để đảm bảo không có biến nào dừng ở bậc 2. Mô hình tồn tại sự phụ thuộc chéo nên có nghĩa, kiểm định tính dừng thế hệ thứ 2 CIPS Pesaran (2007), được đề xuất phương pháp CADF (Cross - sectionally augmented Dickey - Fuller) sẽ được sử dụng:

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF_i$$

Trong đó, N là số lượng bảng.

Dựa vào kết quả thu được, dễ thấy tất cả các biến đều dừng ở bậc 1 trừ 2 biến *fdi*, *tro* dừng ở sai phân bậc 1, đều dừng với mức ý nghĩa 1%. Điều này chứng tỏ bước đầu mô hình phát sinh tính nội sinh, một trong những điều kiện để thực hiện phương pháp SGMM.

Bảng 4: Kết quả kiểm định tính dừng

Chuỗi	Giá trị tới ở mức ý nghĩa 5%		Bậc tích hợp
	Bậc gốc	Bậc sai phân	
<i>gdp</i>	-0,947	-1,828	I(1)
<i>caa</i>	-1,332	-2,353	I(1)
<i>bm</i>	-1,159	-2,607	I(1)
<i>fc</i>	-1,093	-2,213	I(1)
<i>fdi</i>	-1,947		I(0)
<i>tro</i>	-1,331	-1,853	I(1)

Chuỗi	Giá trị tới ở mức ý nghĩa 5%		Bậc tích hợp
	Bậc gốc	Bậc sai phân	
<i>infl</i>	-2,565		I(0)

Giá trị ngưỡng ở mức ý nghĩa 1%, 5%, 10% lần lượt là: -1,68; -1,53; -1,44

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán

4.1.3. Kiểm định đồng liên kết

Với đặc thù là dữ liệu bảng có N lớn, T nhỏ, sau khi nhận thấy các điều kiện dữ liệu dừng không quá sai phân bậc 1 và tồn tại sự phụ thuộc chéo, nhóm tác giả tiến hành kiểm định đồng liên kết được phát triển bởi Westerlund (2007). Phương pháp kiểm định Westerlund giúp kết quả không bị thiên lệch, cụ thể:

H_0 : Không tồn tại đồng liên kết

H_1 : Có tồn tại đồng liên kết

Qua kiểm định, nhóm nghiên cứu thu được kết quả rằng trong cả 2 trường hợp các nước thu nhập cao và trung bình, p -value $> 0,1$ hay nói cách khác giả thuyết H_0 được chấp nhận, từ đó không tồn tại đồng liên kết.

$$p\text{-value} = 0,0759 > 0,05$$

Kết quả ủng hộ giả thuyết H_0 , cho thấy cả mô hình không tồn tại đồng liên kết, dẫn đến kết luận sử dụng mô hình SGMM.

4.2. Kết quả cơ bản và kiểm định tính vững

Từ bảng 5, mô hình ước lượng bằng SGMM đều thỏa mãn các điều kiện về số biến công cụ, kiểm định tự hồi quy AR(1), AR(2) và kiểm định Hansen về sự phù hợp của biến công cụ ở mức ý nghĩa 5%. Hệ số hồi quy của các biến chính sách gồm *cc* hoặc *cpi*, *debt* và biến tương tác đều có dấu phù hợp với các ước lượng ở phần trên, ngoại trừ biến tương tác ở mô hình (1) không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 5: Kết quả hồi quy mô hình và kiểm định tính vững của mô hình

Biến phụ thuộc: <i>gdp</i>	OLS	REM	FEM	Driscoll - Kraay	FGLS	SGMM
<i>l.gdp</i>						1,009*** (0,00267)
<i>caa</i>	0,242 (0,993)	0,0572 (0,310)	0,0219 (0,301)	0,242 (0,181)	-0,0287*** (0,00916)	-0,465** (0,221)

<i>bm</i>	-1,179* (0,687)	0,0825 (0,611)	-0,0814 (0,622)	-1,179* (0,535)	-0,0252** (0,0126)	0,445*** (0,167)
<i>fc</i>	4,424*** (0,992)	-0,242 (0,657)	-0,346 (0,649)	4,424*** (1,041)	-0,0138 (0,0158)	-0,635* (0,331)
<i>fdi</i>	-27,75*** (1,499)	-4,311*** (0,934)	-3,191*** (0,922)	-27,75*** (2,406)	-0,0323* (0,0172)	4,665*** (0,104)
<i>tro</i>	-4,006*** (0,543)	-1,093*** (0,419)	-0,772* (0,418)	-4,006*** (0,429)	0,00533 (0,00889)	-0,126 (0,0821)
<i>infl</i>	1,390** (1,099)	0,321 (0,358)	0,256 (0,348)	1,390** (0,597)	0,0535*** (0,0159)	0,742*** (0,163)
Hàng số	318,4*** (45,47)	314,6*** (63,38)	309,2*** (41,28)	318,4*** (33,62)	15,48*** (1,184)	21,18*** (6,716)

Kiểm định
đa cộng
tuyến

Mean VIF = 1,76

Kiểm định
phương sai
sai số thay
đổi

chi2(35) = 278,35
Prob > chi2 = 0,0000

Kiểm định
nhân tử
Lagrange

chibar2(01) = 2174,69
Prob > chibar2 = 0,0000

Kiểm định
Hausman

chi2(6) = 48,39
Prob > chi2 =
0,0000

Kiểm định
Pesaran

Kiểm định
Pesaran = 32,315
Prob = 0,0000

Kiểm định
Wald hiệu
chỉnh

chi2(58) =
2,5e+0,7

						Prob > chi2 = 0,0000
Kiểm định Wooldrige						F(1,57) = 71,968 Prob > F = 0,0000
Kiểm định tự tương quan AR(1)						Pr > z = 0,020
Kiểm định tự tương quan AR(2)						Pr > z = 0,430
Kiểm định Hansen						Prob > chi2 = 0,241
Số nhóm						58
Số công cụ						31
Số quan sát	638	638	638	638	638	522
Hệ số xác định	0,463		0,028	0,463		
Số quốc gia		58	58	58	58	58

*Ghi chú: ***, **, * có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5%, 10%. Sai số chuẩn vững trong ngoặc.*

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Tự do hoá tài khoản vốn (*cal*) có hệ số hồi quy = -0,465, có ý nghĩa thống kê ở mức 5% hay nói cách khác, giả thuyết H1 bị bác bỏ. Như vậy, phù hợp với quan điểm của Trần & cộng sự (2015) và khẳng định nhận định của Mekki & cộng sự, 2021; Haruna & cộng sự, 2021. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng tự do hoá tài khoản vốn thay vì thúc đẩy lại đang làm suy thoái tăng trưởng kinh tế tại các nước trung bình. Lý giải cho điều này, các tác giả thường tập trung vào hệ thống chính sách chưa đủ chặt chẽ nên không lường trước được các tác động tràn của tự do hoá tài khoản vốn. Điều này đi đôi với việc chất lượng nhân lực chưa đồng bộ dẫn đến việc chưa tận dụng được hết lợi thế trong câu chuyện luân chuyển nguồn vốn quốc tế.

Cung tiền mở rộng (*bm*) có hệ số hồi quy = 0,445, có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đã chứng minh giả thuyết H2 là phù hợp. Đồng quan điểm với các nhà nghiên cứu đi trước King & Levine, 1993; Shirakawa, 2009, nhóm tác giả kết luận rằng khi nền kinh tế ngày càng phát triển, cung tiền dồi dào thì hiệu quả thu hút vốn càng tăng. Điều đó đồng nghĩa với việc quốc gia có thêm lợi thế và tạo thêm niềm tin cho nhà đầu tư quốc tế, làm sắc bén thêm lợi thế cạnh tranh về tài chính. Tuy nhiên, Lương (2015) cho rằng khi những yếu tố cấu thành độ sâu tài chính quá cao trong khi hệ thống chính sách chưa có sức mạnh tương xứng, tác động của tự do hoá tài khoản vốn sẽ bị hạn chế.

Tín dụng khu vực ngân hàng (*fc*) có hệ số hồi quy = -0,635, có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, bác bỏ giả thuyết H3. Điều này đi lại những nhận định trước đó về độ sâu tài chính của Lương (2015). Tuy nhiên, xét ở góc độ thị trường tài chính, King & Levine, 1993; Levine, 2001 đã khẳng định về vai trò của nhà nước trong việc điều tiết chính sách về lãi suất phù hợp với thị trường. Tức là, nếu khung chính sách chưa đủ chặt chẽ, mục tiêu thu hút vốn về lượng sẽ lần ạt hiệu quả phân bổ nguồn vốn, dẫn đến việc thất thoát hoặc thậm chí suy giảm tăng trưởng.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (*fdi*) có hệ số hồi quy = 4,665, mức ý nghĩa 1% cho thấy ảnh hưởng tích cực tương đối của FDI đến tăng trưởng, chấp nhận giả thuyết H4. Như vậy, những ảnh hưởng tích cực trực tiếp của FDI giúp tạo cơ hội việc làm, thúc đẩy chuyển giao công nghệ và học hỏi kiến thức đã góp phần thúc đẩy gia tăng GDP trong nền kinh tế. Điều này được Igbinovia & Igbinovia, 2023; Mekki & cộng sự, 2021 ủng hộ.

Độ mở thương mại (*tro*) có hệ số hồi quy = -0,126, không có ý nghĩa thống kê cho thấy nhiều vấn đề xoay quanh tác động của độ mở thương mại. Độ mở thương mại càng lớn chứng tỏ quốc gia có nguy cơ gặp khủng hoảng thương mại khi xuất hiện các cú sốc thế giới. Điều này được OECD (2023) nhận định với các trường hợp tiêu biểu ở Ai Cập, Nam Phi, Morocco. Chính vì vậy, đặt trong bối cảnh chưa đa phần các nước đang hạ thấp rào cản để thu hút đầu tư nhưng khung chính sách còn chưa đủ chặt chẽ, ảnh hưởng của độ mở thương mại còn chưa đạt được hiệu quả đối với thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Lạm phát (*infl*) có hệ số hồi quy = 0,742, mức ý nghĩa 1% cho thấy ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế, bác bỏ giả thuyết H6. Dù không đưa ra giải thích rõ ràng về kết quả, nghiên cứu của Mekki & cộng sự (2021) ghi nhận tác động cản trở tăng trưởng ở 2 khu vực phát triển và đang phát triển của tỷ lệ lạm phát; cũng như tác động thúc đẩy tăng trưởng của lạm phát theo chỉ số hiệu chỉnh GDP ở khu vực quốc gia phát triển. Điều này có thể gắn với gói nới lỏng định lượng (Quantitative Easing - QE) sau đại dịch COVID-19 của Cục dự trữ liên bang Mỹ (Federal Reserve System - Fed) liên tục bơm đồng USD vào thị trường nhưng có sức mạnh kiểm soát sự trượt giá. Chính vì vậy, khi cuộc xung đột Nga - Ukraine nổ ra, do được xem là một điểm đến an toàn làm nơi trú ẩn của tiền, đồng USD lại tăng mạnh. Nói cách khác, Mỹ bơm tiền nhưng ảnh hưởng của lạm phát lại gây ảnh hưởng nặng nề hơn cho các quốc gia khác.

4.3. Thảo luận

Phân tích SGMM mâu thuẫn với kết quả của một số nghiên cứu, bao gồm cả nghiên cứu của Lương, 2015; Onoh & Okore, 2013; Igbinovia & Igbinovia, 2023; Quinn & Toyoda, 2018 chủ yếu tập trung vào Việt Nam và các quốc gia châu Phi hay đa quốc gia phân chia theo trình độ phát triển. Những nghiên cứu này theo truyền thống ủng hộ rằng tự do hoá tài khoản vốn có

thể tăng cường khả năng tiếp cận vốn nước ngoài, kích thích phát triển tài chính và cuối cùng đóng góp tích cực cho tăng trưởng kinh tế. Sự xuất hiện của tác động tiêu cực trong phân tích SGMM thách thức những quan điểm lạc quan về ảnh hưởng trên đối với các quốc gia thu nhập trung bình.

Kết quả phù hợp với những mối lo ngại được nêu ra trong nghiên cứu trước đó, đáng chú ý nhất là Obstfeld & Taylor (2008). Nghiên cứu này thảo luận về khả năng xảy ra các cuộc khủng hoảng tài chính phát sinh từ việc hội nhập thị trường vốn toàn cầu. Tương tự, Rodrik (1998) đặt câu hỏi về sự cần thiết của khả năng chuyển đổi tài khoản vốn bởi chưa tìm thấy ảnh hưởng rõ ràng, cho thấy mức độ hoài nghi về tác động của tự do hoá tài khoản vốn. Một kết luận quan trọng được rút ra là sự thừa nhận tính không đồng nhất trong tác động của tự do hoá tài khoản vốn, một khái niệm được lặp lại bởi các nghiên cứu như Egbuna & cộng sự (2013) và Gover (2020). Những nghiên cứu này nhấn mạnh ảnh hưởng của các yếu tố bối cảnh, bao gồm chất lượng thể chế, cơ cấu kinh tế và các điều kiện ban đầu trong việc xác định kết quả của tự do hoá tài khoản vốn. Do đó, tác động tiêu cực có thể là do hoàn cảnh đặc biệt ở các quốc gia được lấy mẫu và điều này đồng quan điểm với Trần & cộng sự (2015). Sự khác biệt về tác động của tự do hoá tài khoản vốn giữa các quốc gia có thu nhập trung bình với các khu vực được khảo sát trước đó (Luong, 2015; Trần & cộng sự, 2015; Egbuna & cộng sự, 2013) đã củng cố thêm nhận định của Kodjovi & Shakeba (2023). Nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của dữ liệu cấp công ty trong việc tìm hiểu tác động của tự do hoá tài khoản vốn hay nói cách khác, tác động trên có thể rõ rệt hơn ở các quốc gia hoặc lĩnh vực cụ thể. Bên cạnh đó, động lực tác động của bối cảnh và khu vực cũng rất quan trọng. Kết quả mâu thuẫn với trường hợp quốc gia như Việt Nam, Nigeria (Luong, 2015; Onoh & Okore, 2013) nhưng lại được ủng hộ bởi các thực nghiệm trên phạm vi đa quốc gia với đa trình độ phát triển (Haruna & cộng sự, 2021; Mekki & cộng sự, 2021; Trần & cộng sự, 2015).

Bên cạnh đó, cách tiếp cận hướng tới giải quyết vấn đề nội sinh đã củng cố thêm sự tin cậy cho kết quả. Cách tiếp cận này nhất quán với những phát hiện trong các nghiên cứu như Quinn & Toyoda, 2008; Obstfeld & cộng sự, 2017. Trong đó, nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của việc sử dụng các phương pháp nghiêm ngặt để thiết lập mối liên hệ nhân quả khi đánh giá tác động của tự do hoá tài khoản vốn đối với tăng trưởng kinh tế.

5. Hàm ý chính sách

5.1. Hàm ý chính sách chung

Dựa trên các kiểm tra lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm được tiến hành theo Baraković & Musić (2023), chúng ta có thể thấy rằng chất lượng của các chính sách kinh tế vĩ mô trong nước ảnh hưởng đến mức độ và thành phần của dòng vốn vào, cũng như khả năng dễ bị tổn thương của đất nước trước các cuộc khủng hoảng. Không chỉ vậy, tự do hóa dòng chảy vốn có thể liên quan đến sự gia tăng biến động kinh tế vĩ mô và đưa nền kinh tế rơi vào khủng hoảng, nhất là đối với các nền kinh tế mới nổi. Bên cạnh đó, dòng chảy tư bản làm phức tạp quá trình quản lý kinh tế vĩ mô, đặc biệt là trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định (Park & Takagi, 2012) gây ra tác động ngược trở lại lên lạm phát. Điều này được Obstfeld & cộng sự (2017) đồng quan điểm khi cho rằng chế độ tỷ giá hối đoái cố định khiến các quốc gia gặp nhiều rủi ro tài

chính hơn, tín dụng nội địa và giá nhà tăng, gây ra hiện tượng tăng đòn bẩy tài chính của khu vực ngân hàng. Sự gia tăng dòng vốn có thể thúc đẩy tăng cầu nội tệ dẫn đến tăng trưởng nóng. Những nguy cơ khác, theo Reddy (2009), bao gồm: bong bóng giá trị tài sản đầu tư và làm tăng rủi ro cho khu vực ngân hàng.

Sự gia tăng dòng vốn cũng đặt ra những thách thức bổ sung cho các ngân hàng trung ương. Dòng vốn chảy vào có thể gây ra tác động lạm phát và làm tăng tính dễ bị tổn thương của hệ thống tài chính của một quốc gia nhỏ. Ngoài ra, dòng vốn chảy ra có thể gây ra khủng hoảng tài chính. Hội nhập tài chính về nguyên tắc có thể góp phần làm tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế ở các nước đang phát triển thông qua nhiều kênh. Một số trong số chúng ảnh hưởng trực tiếp đến các yếu tố quyết định tăng trưởng kinh tế (tăng tiết kiệm trong nước, giảm chi phí vốn, chuyển giao công nghệ từ các nước phát triển). Việc phi điều tiết vốn và tự do hóa thị trường tài chính có thể hài hòa với quá trình ổn định kinh tế vĩ mô, tuy nhiên, cần đặc biệt chú ý đến tính ổn định của chế độ tỷ giá hối đoái với các chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách cơ cấu khác. Trong nghiên cứu, Radošević (2010) trình bày phương pháp xây dựng kế hoạch và trình tự các biện pháp tự do hóa tài khoản vốn, cũng như sự phối hợp của các biện pháp này với các chính sách kinh tế khác. Ông đặt ra các nguyên tắc chung để xác định trình tự các biện pháp trong quá trình tự do hóa dòng vốn như sau:

i, Việc phi điều tiết vốn và tự do hóa thị trường tài chính có thể hài hòa với quá trình ổn định kinh tế vĩ mô, trong đó cần đặc biệt chú ý đến tính thống nhất của chế độ tỷ giá hối đoái với các chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách cơ cấu khác.

ii, Cải cách tài chính phải là cải cách đầu tiên được thực hiện và phải được tổ chức sao cho kiểm soát được các dòng vốn ngắn hạn.

iii, Cải cách cần được phối hợp; ví dụ, việc giới thiệu các công cụ thị trường gián tiếp của chính sách tiền tệ sẽ phải được phối hợp với sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối.

iv, Chính sách an toàn vĩ mô, bao gồm điều tiết và giám sát việc thực hiện cải cách, là cần thiết để bảo vệ đất nước khỏi rủi ro và cải thiện khả năng miễn dịch tài chính.

v, Trong quá trình tự do hóa, các dòng vốn dài hạn nên được ưu tiên trước tiên, sau đó mới đến các dòng vốn ngắn hạn. Lý do cho điều này là sự tiếp xúc nhiều hơn với rủi ro trong thời gian dài.

vi, Các đề xuất khác liên quan đến trình tự các biện pháp liên quan đến tính minh bạch, hiệu quả, hoàn cảnh chính trị, cũng như thực tế là cần có một khoảng thời gian nhất định để chuẩn bị kỹ thuật cho các cải cách.

Các kênh gián tiếp, trong một số trường hợp có thể còn quan trọng hơn các kênh trực tiếp, bao gồm tăng cường chuyên môn hóa sản xuất nhờ quản lý rủi ro tốt hơn và cải thiện cả chính sách và thể chế kinh tế vĩ mô do áp lực cạnh tranh hoặc "hiệu ứng kỷ luật" của toàn cầu hóa. Thế giới đã trải qua đỉnh cao của toàn cầu hóa tài chính giữa thế kỷ 19 và Chiến tranh thế giới thứ nhất. Thời kỳ này về cơ bản được coi là thời kỳ của dòng hàng hóa, tiền tệ và con người không bị hạn chế và không bị kiểm soát. Obstfeld & Taylor (2004) cho rằng ở một số khía cạnh, toàn cầu hóa hiện đại có lẽ không vĩ đại như trước năm 1914. Một trong những lợi thế của hội

nhập tài chính là nó củng cố sự ổn định tài chính, vì sự cởi mở đối với cạnh tranh quốc tế đòi hỏi các quốc gia phải tuân thủ các tiêu chuẩn báo cáo quốc tế và các quy định tài chính quốc tế. Nhiều quốc gia loại bỏ các rào cản trực tiếp đối với dòng vốn vào, chẳng hạn như loại bỏ kiểm soát vốn, để khuyến khích dòng vốn vào hoặc khuyến khích đầu tư và tài trợ dễ dàng hơn cho thâm hụt cán cân thanh toán của chính họ.

5.2. Hàm ý chính sách dành cho Việt Nam

Trong bối cảnh phức tạp của nền kinh tế toàn cầu, Việt Nam đã tích cực thực hiện các nguyên tắc tự do hóa tài khoản vốn và phối hợp chúng với các chính sách khác từ năm 2005 đến 2019. Nghiên cứu của Luong (2020) đã chỉ ra rằng, mặc dù Việt Nam đang có sự tăng cường trong tự do hóa tài khoản vốn, dòng vốn thực tế vẫn chưa ổn định, đặt ra những thách thức đối với thị trường tài chính nội địa.

Theo nghiên cứu, mức độ tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam, dựa trên nhóm chỉ số cơ sở pháp lý và chỉ số dòng vốn thực tế, đang tăng dần theo thời gian. Tuy nhiên, khi xét theo dòng vốn thực tế, chúng ta thấy những biến động không ổn định trong chỉ số tổng tài sản và tài khoản phải trả nước ngoài/GDP, đặc biệt là trong giai đoạn 2015-2018. Điều này chỉ ra rằng, mặc dù có những bước tiến trong việc tự do hóa tài khoản vốn từ góc độ pháp lý, nhưng các yếu tố khác như biến động thị trường quốc tế cũng đóng vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến dòng vốn của Việt Nam. Chính sách phát triển từ năm 2005 đến 2019 theo lộ trình tự do tài khoản vốn của IMF đã được áp dụng, tuy nhiên, chủ trương chính của Việt Nam là tập trung vào cải cách hệ thống tài chính thay vì tăng cường tự do hóa tài khoản vốn. Việc chống "đô la hóa" nền kinh tế và tăng cường thanh khoản hệ thống đã mang lại hiệu quả, giảm thiểu rủi ro từ biến động dòng vốn quốc tế.

Tuy nhiên, sự hạn chế của tăng trưởng kinh tế của Việt Nam là không thể phủ nhận, đặc biệt là do tác động lan tỏa từ suy thoái toàn cầu và xung đột giữa Nga và Ukraine nổ ra vào tháng 2/2022. Chính phủ đã có những biện pháp tự do hóa dòng vốn nhưng với tốc độ không đối xứng, phụ thuộc vào điều kiện kinh tế vĩ mô và hướng của dòng vốn ròng. Các thách thức đối mặt bao gồm căng thẳng địa chính trị, lạm phát toàn cầu, và sự tăng lãi suất của FED, làm gia tăng chi phí vốn cho doanh nghiệp Việt Nam. Mặc dù vậy, việc mở cửa trở lại của Trung Quốc được kỳ vọng sẽ giúp giảm bớt những trở ngại này và nền kinh tế Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng 6,5% vào năm 2023.

Tài liệu tham khảo

Akçay, Ü. & Güngen, A. R., (2019), "The making of Turkey's 2018 - 2019 economic crisis", *IPE Working Papers*, Berlin School of Economics and Law, No 120.

ADB (2013), "The road to ASEAN financial integration".

Bailliu, J.N. (2000), "Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries", *Working Paper 2000-15*, Bank of Canada, Ottawa, Canada.

Baraković N. M. & Musić S. (2023), "Interdependence Between Liberalization of Capital Flows and Economic Growth of Small Open Countries", *International Journal of Business & Management Studies*, Vol. 4, pp. 16-25.

Borga, M. et al. (2022), “Measuring Carbon Emissions of Foreign Direct Investment in Host Economies”, *IMF Working Papers*, No. 86, IMF, Washington.

Edison, H., Klein, M., Ricci, L. & Sløk, T. (2002), “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, *International Monetary Fund*, IMF Working Papers.

Egbuna, N. E., Oniwoduokit, E., Mansaray, K., Umo, M. & Adenekan, A. (2013), “Capital Account Liberalization and Growth in the WAMZ: An Empirical Analysis”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 5, No. 12, pp. 40-62.

Eichengreen, B., Gullapalli, R. & Panizza, U. (2011), “Capital account liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, No. 6, pp. 1090-1106.

Eichengreen, B. (2001), “Capital account liberalization: What do cross-country studies tell the US?”, *The World Bank Economic Review*.

Epstein, G. A. (Ed.). (2005), “Financialization and the world economy”, *Edward Elgar Publishing*.

Glauber, J., Mcnamara, B. & Olivetti, E. (2023), “Russia terminates the Black Sea Grain Initiative: What’s next for Ukraine and the world?”, *International Food Policy Research Institute*.

Gover, T. (2016), “Experiences of Developing Countries on Capital Flow Management Since 1990s”, *Ekonomik Yaklasim*, No. 27, pp. 87.

Gover, T. (2020), “A comparative analysis of the financial liberalization in Turkey and Brazil”, *Panoeconomicus*, No. 67, pp. 207-224.

Haruna, A., Aliyara, A., Abu B. A. B. & Bakar (2021), “Capital Account Liberalization and Economic Growth Nexus: The Relevance of Corruption”, *European Academic Research*, Vol VIII.

Henry, P. B. (2003), “Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth”, *American Economic Review*.

Igbinovia, E. L. & Igbinovia, I. M. (2023), “Financial liberalization and economic growth in the ECOWAS Sub-Region”, *Journal of Enterprise and Development (JED)*, Vol. 5, No. 2, pp. 219-237.

King, R. & Levine, R. (1993), “Finance an, No. d Growth: Schumpeter Might be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, No. 3, pp. 717-37.

Kodjovi M. E. & Shakeba F. (2023), “Capital Account Liberalization: Evidence from Firm-Level Data”, *IMF*.

Kraay, A. (1998), “In search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization”.

Lenain, P., et al. (2023), “Unleashing strong, digital and green growth in Viet Nam”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1770.

Levine, R. (2001), “Review of International Economics”, *International Financial Liberalization and Economic Growth*.

Luong, T. T. H. (2015), “Tác động của tự do hoá tài khoản vốn tới tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam”, *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, Số 218, tr. 2.

Luong, T. T. H. (2020), “Mức độ tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam: Đánh giá theo nhóm chỉ số dựa trên cơ sở pháp lý và nhóm chỉ số dòng vốn thực tế”, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, Số 18, tr. 19-23.

Mailafia, O. (2006), “Capital Account Liberalization: Reflections on Theory and Policy”, *CBN Economic and Financial Review*, Vol. 44, No. 4.

Mekki, H. & Ayouni, S. & Maktouf, S. (2021), “Capital Account Liberalization, Political Stability, and Economic Growth”, *Journal of the Knowledge Economy*, Vol. 13, pp. 1-50.

Ngô, T. C. & Nguyễn, Q. H. (2023), “Nhân tố tác động đến tăng trưởng kinh tế và giải pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế”, *Tài chính vĩ mô*, số 241.

Obstfeld, M. & Taylor A. M. (2008), “Global capital markets integration, crisis and growth”, *Cambridge University Press*.

Obstfeld, M. (1998), “Foreign resource inflows, saving, and growth”.

Obstfeld, M., Ostry, J. D. & Qureshi M. S. (2017), “A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies”, *IMF Working Papers*, Vol. 130.

Onoh, J. & Okore, O. A. (2013), “The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth in Nigeria”, *European Journal of Business and Management*, Vol. 5, pp. 34-40.

Park, Y. C. & Takagi, S. (2012), “Managing capital flows in an economic community: The case of ASEAN capital account liberalization”.

Pesaran, M. H. (2006), “Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure”, *Econometrica*, Vol. 74, No. 4, pp. 967-1012.

Pesaran, M. H. (2007), “A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 22, No. 2, pp. 265-312.

Pesaran, M. H. & Smith, R. (1995), Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels.”, *Journal of Econometrics*, Vol. 68, No. 1, pp. 79-113.

Quinn, D.P. & Toyoda, A.M. (2008), “Does capital account liberalization lead to growth?”, *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 3, pp. 1403-1449.

Radošević, D. (2010), “Strategija liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom”, *Izvorni znanstveni članak, Ekonomski pregled*, Vol. 61, No. 12, pp. 725-768.

Reddy, Y. V. (2009), “Regulation of Financial Sector in Developing Countries: Lessons from the 2008 Financial Crisis”.

Rodrik, D. (1998), “Who needs Capital Account Convertibility?”.

Shirakawa, M. (2009, August). International policy response to financial crises. In *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on “Financial Stability and Macroeconomic Policy”*, Jackson Hole (pp. 2-20).

Solow, R.M. (1956), “A contribution to the theory of economic growth”, *The quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1, pp. 65-94.

Trần, A. T., Trần, T. D. C. & Nguyễn, T. K. Q. (2015), “Tác động của tự do hoá tài khoản vốn đến tăng trưởng kinh tế ở một số quốc gia Đông Nam Á - Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam”, *Tạp chí nghiên cứu phát triển*.

Westerlund, J. (2007), “Testing for error correction in panel data”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69, No. 6, pp. 709-748.

Williamson, J. (2004), “A Short History of the Washington Consensus”, *Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference “From the Washington Consensus towards a new Global Governance”*, Barcelona.

Zhang, L. (2023), “Capital Account Liberalization and China’s Financial Integration”, *M-RCBG Associate Working Paper Series*, Harvard University, Cambridge.

Phụ lục

Phụ lục 1: Danh sách các quốc gia nghiên cứu

STT	Quốc gia	Khu vực
1	Albania	Châu Âu
2	Argentina	Châu Mỹ
3	Armenia	Châu Âu
4	Bangladesh	Châu Á - Thái Bình Dương
5	Belarus	Châu Âu
6	Bhutan	Châu Á - Thái Bình Dương
7	Bosnia and Herzegovina	Châu Âu
8	Botswana	Châu Phi - Hạ Sahara
9	Brazil	Châu Mỹ
10	Cambodia	Châu Á - Thái Bình Dương
11	Cameroon	Châu Phi - Hạ Sahara
12	Colombia	Châu Mỹ
13	Congo, Rep.	Châu Phi - Hạ Sahara
14	Cote d'Ivoire	Châu Mỹ
15	Dominican Republic	Châu Mỹ

STT	Quốc gia	Khu vực
16	Ecuador	Châu Mỹ
17	El Salvador	Châu Mỹ
18	Gabon	Châu Phi - Hạ Sahara
19	Georgia	Châu Âu
20	Ghana	Châu Phi - Hạ Sahara
21	Guatemala	Châu Mỹ
22	Honduras	Châu Mỹ
23	India	Châu Á - Thái Bình Dương
24	Indonesia	Châu Á - Thái Bình Dương
25	Iraq	Trung Đông và Bắc Phi
26	Jamaica	Châu Mỹ
27	Kazakhstan	Châu Á - Thái Bình Dương
28	Kenya	Châu Phi - Hạ Sahara
29	Kiribati	Châu Á - Thái Bình Dương
30	Kyrgyz Republic	Châu Á - Thái Bình Dương
31	Lebanon	Trung Đông và Bắc Phi
32	Lesotho	Châu Phi - Hạ Sahara
33	Malaysia	Châu Á - Thái Bình Dương
34	Marshall Islands	Châu Âu
35	Mauritius	Châu Phi - Hạ Sahara
36	Mexico	Châu Mỹ
37	Moldova	Châu Âu
38	Mongolia	Châu Á - Thái Bình Dương
39	Morocco	Trung Đông và Bắc Phi
40	Myanmar	Châu Phi - Hạ Sahara
41	Namibia	Châu Phi - Hạ Sahara
42	Nepal	Châu Á - Thái Bình Dương
43	North Macedonia	Châu Âu
44	Paraguay	Châu Mỹ
45	Peru	Châu Mỹ

STT	Quốc gia	Khu vực
46	Philippines	Châu Á - Thái Bình Dương
47	Russian Federation	Châu Âu
48	Samoa	Châu Á - Thái Bình Dương
49	Senegal	Châu Phi - Hạ Sahara
50	Solomon Islands	Châu Á - Thái Bình Dương
51	South Africa	Châu Phi - Hạ Sahara
52	Sri Lanka	Châu Á - Thái Bình Dương
53	Tanzania	Châu Phi - Hạ Sahara
54	Thailand	Châu Á - Thái Bình Dương
55	Timor-Leste	Châu Á - Thái Bình Dương
56	Turkiye	Châu Âu
57	Ukraine	Châu Âu
58	Uzbekistan	Châu Á - Thái Bình Dương
59	Vanuatu	Châu Á - Thái Bình Dương
60	West Bank and Gaza	Châu Á - Thái Bình Dương

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp