

Tác động của các chỉ số kinh tế vĩ mô đến dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) tại Việt Nam

PGS.TS. LÊ THỊ LANH

THS. HUỲNH THỊ CẨM HÀ

THS. LÊ THỊ HỒNG MINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Bài viết này xem xét tác động của biến số kinh tế vĩ mô đến đầu tư gián tiếp nước ngoài tại VN trong giai đoạn 2005-2012. Số liệu được thu thập từ cơ sở dữ liệu IFS của Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF. Kiểm định ADF và Phillips-Perron với độ trễ 3 được dùng để kiểm tra thuộc tính của các biến chuỗi thời gian, phương pháp hồi quy GLS được áp dụng thay OLS nhằm tăng tính hiệu quả của mô hình. Nghiên cứu cho thấy trong số các biến số kinh tế vĩ mô thì GDP và lạm phát có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI tại VN, nhưng GDP và lạm phát lại có phản ứng trái chiều với nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI. Các biến số vĩ mô còn lại là tỷ giá hối đoái, cung tiền và lãi suất không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Nghiên cứu khuyến nghị việc thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô hợp lý cùng với việc hoạch định chiến lược đầu tư của quốc gia sẽ tăng cường tính hiệu quả trong việc tiếp nhận dòng vốn đầu tư nước ngoài.

Từ khóa: *Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, FPI, biến số kinh tế vĩ mô, GLS.*

1. Giới thiệu

Dưới góc nhìn tài chính thì vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) là dòng vốn mà các quỹ đầu tư nước ngoài đầu tư trên thị trường cổ phiếu và trái phiếu, đôi khi mục đích là để đầu cơ. Dòng vốn này thường mang tính ngắn hạn, khác biệt với đầu tư trực tiếp nước ngoài có tính chất dài hạn liên quan đến chuyển giao công nghệ. FPI có thể bị ảnh hưởng bởi tỷ suất sinh lợi cao và mục tiêu giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hóa thị trường. Mức sinh lợi của FPI thông thường dưới hình thức tiền lãi chênh lệch giá hoặc cổ tức. FPI mang lại cho các nhà đầu tư cơ hội đa dạng hóa

danh mục đầu tư bằng cách kết hợp các danh mục chứng khoán đầu tư khác nhau trên nhiều thị trường.

Đầu tư gián tiếp nước ngoài còn được xem như hoạt động mua lại tài sản tài chính giữa các nước nhằm kiểm soát lợi ích trong các công ty đa quốc gia. FPI với khía cạnh là dòng vốn quốc tế giúp chuyển giao các tài sản tài chính như tiền mặt, cổ phiếu, trái phiếu xuyên biên giới quốc tế vì mục tiêu lợi nhuận. Điều này xảy ra khi các nhà đầu tư mua phần vốn không nắm quyền kiểm soát (dưới 10% vốn cổ phần thường) trong các công ty nước ngoài, mua trái phiếu doanh nghiệp hoặc chính phủ nước ngoài, chứng khoán ngắn hạn hoặc trung

hạn. Do vậy, nếu như dòng chảy thương mại là kết quả của việc các chủ thể và các quốc gia đang tìm cách tối đa hóa vị thế hiện tại của họ bằng cách khai thác lợi thế so sánh của riêng mình, thì dòng chảy vốn là kết quả của việc các chủ thể và các quốc gia đang tìm kiếm những lợi ích vượt trội bằng cách dịch chuyển tài sản tích lũy được đến nơi nào họ cho là có thể khai thác hiệu quả nhất. Hình thức đầu tư này đã trở thành một phần quan trọng của nền kinh tế thế giới trong các thập kỷ qua và là một nguồn vốn đầu tư quan trọng đối với các quốc gia đang phát triển.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

2.1.1. Tổng quan về FPI

Theo Ezirim (2005) đầu tư nước ngoài là quyết định tài trợ nguồn lực tài chính cho các dự án hay đầu tư chứng khoán ở nước ngoài đi cùng với kỳ vọng lợi nhuận và thu nhập trong tương lai. Lợi ích của dòng vốn đầu tư nước ngoài được đánh giá qua nhiều khía cạnh. Theo Feldstein (2000), trước hết, các dòng vốn quốc tế giúp các chủ sở hữu vốn giảm rủi ro bằng cách cho phép họ đa dạng hóa hoạt động cho vay và đầu tư. Thứ hai, tính hội nhập toàn cầu của thị trường vốn giúp tất cả các chủ thể có thể tiếp cận với cách thức điều hành doanh nghiệp hiệu quả, chuẩn hóa các quy tắc kế toán và hoàn thiện chính sách pháp lý. Thứ ba, sự dịch chuyển nguồn vốn toàn cầu sẽ hạn chế khả năng của chính phủ trong việc theo đuổi các chính sách không phù hợp cho tăng trưởng của quốc gia. Bốn, đầu tư nước ngoài thông qua FDI cho phép chuyển giao công nghệ và thúc đẩy cạnh tranh tại thị trường trong nước. Cuối cùng, lợi nhuận tạo ra bởi đầu tư nước ngoài đóng góp vào doanh thu thuế thu nhập doanh nghiệp ở nước sở tại. Tuy nhiên, cũng có tranh luận cho rằng đầu tư nước ngoài gây ra hiện tượng thất thoát vốn (Capital flight), dẫn đến vốn đào chiều ra khỏi quốc gia và tạo ra khó khăn trong việc cân bằng cán cân thanh toán, ngoài ra cũng có thể nảy sinh vấn đề mâu thuẫn trong phân phối thu nhập với các nhà đầu tư trong nước. Bên cạnh đó, đầu tư nước ngoài vẫn có tình trạng lệch cơ cấu ngành nghề và lĩnh vực đầu tư so với mục tiêu của nước sở tại.

Theo Anyanwale (2007) và Ezirim (2005) thì đầu tư gián tiếp nước ngoài là một trong những thành phần của đầu tư nước ngoài (FI). FPI liên quan đến việc đầu tư chứng khoán trong nước của một chủ thể nước ngoài hoặc mua chứng khoán nước ngoài của người cư trú. Nghiên cứu của Lipsey (1999) cho thấy dòng vốn FDI có xu hướng ổn định hơn so với FPI. Điều này là do tính thanh khoản của FPI và xu hướng đầu tư ngắn hạn. Cấu trúc của FPI cho phép nhà đầu tư bán tài sản của họ dễ dàng hơn và nhanh chóng, điều này làm cho FPI thường được xem là thành phần “nóng” nhất và bất ổn nhất của dòng vốn nước ngoài. Mặc dù Prasend và cộng sự (2007) phát hiện có xu hướng dịch chuyển dòng vốn từ các nước đang phát triển sang các nước công nghiệp nhưng vẫn có sự gia tăng đáng kể trong mức độ của dòng chảy FPI đến các nền kinh tế mới nổi từ năm 1980. FPI tăng tính thanh khoản của thị trường vốn trong nước và có thể giúp phát triển thị trường hiệu quả hơn đồng thời giúp mở rộng hoạt động đầu tư. Các doanh nghiệp mới có thêm cơ hội lớn nhận được các nguồn tài trợ cần thiết. Nguồn tiền tiết kiệm nhân rồi sẽ có nhiều cơ hội đầu tư với đảm bảo rằng các chủ thể có thể quản lý danh mục đầu tư của họ, hoặc bán chứng khoán một cách nhanh chóng nếu cần vốn. Vì vậy, tính thanh khoản của thị trường làm cho đầu tư dài hạn hấp dẫn hơn.

Graham và Krugman (1995) cho rằng sự khác biệt giữa các đầu tư trực tiếp và gián tiếp là ở động cơ và kỳ vọng của hai loại đầu tư. Với nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài thì mục đích là kiểm soát và điều hành doanh nghiệp, tiến trình đầu

tư sẽ chậm hơn và tốn kém hơn để chọn nước nhận đầu tư, đồng thời sẽ chậm hơn và tốn kém hơn để chuyển hướng đầu tư. Lợi nhuận của FDI sẽ đạt được trong trung và dài hạn. Còn riêng các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài thì quan tâm đến việc phân bổ vốn nơi đạt được lợi nhuận tối đa với thời gian đầu tư ngắn hạn. Dòng vốn này di chuyển nhanh hơn đến thị trường khác để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn hoặc nơi có rủi ro thấp hơn. Do đó nó sẽ có xu hướng bất ổn hơn. Sự biến động trong đầu tư sẽ tạo cơ hội vốn hóa lợi nhuận, kinh doanh chênh lệch giá, thu hút các nhà đầu tư và tăng tính hiệu quả của thị trường, giúp phân bổ nguồn vốn tốt nhất cho các cơ hội đầu tư. Nhưng nếu FPI đảo chiều với quy mô lớn sẽ gây ra những khủng hoảng lớn cho nền kinh tế. Những khác biệt trong động cơ và các đặc tính trên đòi hỏi sự khác biệt trong cách tiếp cận chính sách đối với FDI và FPI.

2.1.2. Các biến số kinh tế vĩ mô tác động đến FPI

Trong nghiên cứu của Lee (2007) và Nuntila Derusia (2012) thì có khá nhiều nhân tố tác động đến dòng vốn đầu tư nước ngoài. Xu hướng đầu tư xuyên biên giới gia tăng cùng với xu hướng toàn cầu hóa thương mại, hội nhập tài chính quốc tế và mở rộng các cơ sở sản xuất ở nước ngoài cũng như mức tỷ suất sinh lợi cao ở các nền kinh tế mới nổi. Các biến kinh tế vĩ mô là chỉ báo chính cho xu hướng phát triển của nền kinh tế và định hướng các dòng vốn đầu tư, đặc biệt là FPI.

Tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế: Tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) hoặc tổng sản lượng quốc gia (GNP) hoặc quy mô sản lượng

quốc gia tính bình quân trên đầu người (PCI) trong một thời gian nhất định. Tuy nhiên trong ba chỉ tiêu trên thì chỉ tiêu GDP là chỉ tiêu quan trọng nhất để đánh giá sự tăng trưởng của một quốc gia và là chỉ tiêu thường được so sánh giữa các nền kinh tế với nhau. Khi một nền kinh tế có GDP cao và có tốc độ tăng trưởng cao thì đồng nghĩa là doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp trong nền kinh tế cũng tăng lên, và điều này cũng được thể hiện ngược lại khi một nền kinh tế có GDP thấp và có tốc độ tăng trưởng chậm. Khi có dự báo tốt về GDP thì điều này cũng có nghĩa là có dự báo tốt cho thị trường chứng khoán và dòng vốn FPI.

Lạm phát trong nước: Tác động của lạm phát lên thị trường chứng khoán và dòng vốn FPI là không trực tiếp và nhất quán, có các khả năng xảy ra như sau:

- Khả năng xảy ra đồng biến: Tỷ suất sinh lợi của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào lạm phát và mức tăng thu nhập của nền kinh tế cao hơn so với sự tăng lên của giá cả. Trong trường hợp này, tác động tăng lên của tỷ suất sinh lợi đòi hỏi của thị trường do lạm phát sẽ được bù trừ hoàn toàn bởi sự tăng lên trong tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế và dòng vốn FPI sẽ tăng trưởng.

- Khả năng xảy ra nghịch biến: Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của thị trường sẽ tăng lên do lạm phát tăng lên tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế không thay đổi hoặc thay đổi ít do nền kinh tế không phản ứng kịp với sự tăng lên của các chi phí đầu vào, dẫn đến một sự giảm giá trong thị trường chứng khoán và FPI giảm.

- Khả năng nghịch biến hoàn

toàn. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trong nền kinh tế sẽ tăng lên do lạm phát tăng lên nhưng tốc độ tăng trưởng thực của nền kinh tế giảm xuống thậm chí âm do lạm phát cao, điều này lên dẫn đến một sự giảm giá lớn trên thị trường chứng khoán và FPI giảm mạnh.

Ngoài ra, tác động của lạm phát đến dòng vốn FPI có thể đánh giá theo các hướng sau: Thứ nhất, lạm phát tăng sẽ trực tiếp làm tăng khó khăn cho các doanh nghiệp gắn với việc phải tăng lãi vay tín dụng, tăng lương và các chi phí đầu vào khác, từ đó làm tăng chi phí sản xuất và giá bán đầu ra, gây khó khăn về thị trường và nguy cơ đổ vỡ các kế hoạch, các hợp đồng Kinh doanh nhiều hơn. Điều này làm giảm lợi nhuận kinh doanh và lợi tức cổ phiếu, các báo cáo tài chính kém sáng sủa và chứng khoán của các doanh nghiệp cũng trở nên kém hấp dẫn hơn, đồng nghĩa với việc giảm dòng vốn đầu tư. Thứ hai, lạm phát tăng sẽ làm tăng áp lực buộc nhà nước phải thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, như giảm hạn mức tín dụng, tăng dự trữ bắt buộc, tăng lãi suất cơ bản và lãi chiết khấu ngân hàng, các điều kiện cấp tín dụng khác cũng khó khăn hơn vì vậy làm giảm dòng vốn đầu tư trong và ngoài nước. Lạm phát tăng có thể còn gây hai tác dụng trái chiều khác là: Tăng bán ra các chứng khoán "xấu" để rút vốn khỏi thị trường, và tăng mua vào những chứng khoán "tốt" để "ăn cắp" lạm phát. Xu hướng bán tháo chứng khoán thường xảy ra khi trên thị trường có nhiều chứng khoán chất lượng thấp và xuất hiện nhiều tín hiệu làm giảm sút lòng tin của các nhà đầu tư.

Lãi suất: Nhà đầu tư quan tâm đến đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất

sinh lợi của các tài sản tài chính. Đầu tư vào cổ phiếu sẽ có mức rủi ro lớn nhất rồi sau đó đến trái phiếu doanh nghiệp, rồi đến tiền gửi ngân hàng, sau cùng là đầu tư vào trái phiếu chính phủ, nếu xét trên cùng một mức tỷ suất sinh lợi. Chính vì thế nhà đầu tư sẽ có xu hướng đầu tư vào các loại hình khác hơn là đầu tư vào cổ phiếu khi mà lãi suất của các loại này có xu hướng tăng. Khi lãi suất của thị trường tăng thì làm cho tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán sẽ tăng lên do đầu tư vào cổ phiếu mang lại một rủi ro cao hơn so với đầu tư vào các loại hình khác đã được nêu ở trên. Mặt khác, một khi lãi suất tăng thì nhu cầu vốn tài trợ cho phát triển của các doanh nghiệp sẽ rất khó khăn làm giá chứng khoán lại càng giảm thêm. Một khi lãi suất đầu tư trên thị trường khác tốt lên trong khi tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán lại không thay đổi sẽ làm cho nhà đầu tư bỏ thị trường mà ra đi để đầu tư vào lĩnh vực khác mà có tỷ suất sinh lợi tốt hơn và rủi ro ít hơn so với thị trường chứng khoán.

Tỷ giá hối đoái: Là nhà đầu tư nước ngoài thì mục đích của họ là muốn tìm lợi nhuận trên thị trường nước sở tại và sau này sẽ chuyển phần lợi nhuận đó về nước đi cùng với hành vi chuyển đổi tiền tệ. Chính vì thế một khi đồng nội tệ có xu hướng tăng giá sẽ hấp dẫn cho nhà đầu tư đến thị trường này. Tuy nhiên cũng cần phải xem xét khía cạnh tác động của việc tăng giá nội tệ đến các dòng đầu tư dài hạn khác vì sẽ làm tăng chi phí đầu tư, ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế, ngoài ra cán cân thương mại trong trường hợp này sẽ chịu tác động xấu và bất lợi cho một quốc

gia phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu. Vậy ở đây cũng có cả yếu tố tốt và xấu cho thị trường.

Cung tiền: Cung tiền có ảnh hưởng đến yếu tố lạm phát, lãi suất của nền kinh tế. Một sự gia tăng phù hợp của cung tiền sẽ thúc đẩy tăng trưởng và vực dậy nền kinh tế suy thoái tuy nhiên nếu tăng cung tiền quá mức cần thiết cũng là nguyên nhân chính gây ra lạm phát dai dẳng trong các năm tiếp theo. Vì vậy, tác động của cung tiền đến nền kinh tế và dòng vốn đầu tư phải được xem xét trong mối quan hệ tổng hòa với các yếu tố khác.

Nhiều các nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành với mục tiêu là đánh giá tác động của các biến số kinh tế vĩ mô đến dòng vốn đầu tư nước ngoài bao gồm cả FPI. Yang, Xiong và Ze (2013) xem xét các yếu tố quyết định đến FDI và FPI ở 13 nước đang phát triển ở khu vực châu Á và Mỹ Latinh từ năm 1981 đến 2011. Kết quả hồi quy cho thấy tại các nền kinh tế mới nổi châu Á thì FPI chịu tác động chính bởi tỷ giá và biến động rủi ro của thị trường chứng khoán. Onuorah và Akujuobi (2013) nghiên cứu tác động của các biến số kinh tế vĩ mô là GDP, cung tiền, lãi suất, tỷ giá và lạm phát đến FPI tại Nigeria trong giai đoạn 1980 đến 2010; tuy nhiên, nghiên cứu lại không tìm được tác động có ý nghĩa thống kê của các biến số này đến GDP.

Sau khi xem xét vai trò của FPI cũng như các nhân tố tác động đến dòng vốn này thì bài nghiên cứu sẽ tập trung đánh giá vai trò của các biến số vĩ mô đến dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài tại VN giai đoạn 2005-2012.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mô hình định lượng với các biến số tương tự

như Onuorah và Akujuobi (2013) cụ thể như sau:

$$FPI = \beta_1 + \beta_2 LNGDP + \beta_3 LNEXCR + \beta_4 LNITR + \beta_5 LNIF + \beta_6 LNMS + \mu \quad (1)$$

Trong đó:

FPI: vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (đây là dòng vốn thuần bằng USD nên không lấy logarit)

LNGDP: logarit của GDP VN

LNEXCR: logarit của tỷ giá song phương USD/VND trung bình

LNITR: logarit của lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng của VND

LNIF: logarit của CPI tính theo giá cố định 2005

LNMS: logarit của cung tiền M2

$\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$: hệ số hồi quy

μ : sai số của mô hình

Số liệu được thu thập hàng quý từ quý 1/2005 đến quý 4/2012 trên cơ sở dữ liệu IFS của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Tổng cục Thống kê VN (GSO).

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả nghiên cứu

Trước khi thực hiện hồi quy đồng liên kết, tác giả đã tiến hành kiểm định nghiệm đơn vị của từng biến riêng biệt để xác định thuộc tính dừng của chuỗi số liệu các biến quan sát; hai phương pháp

sử dụng phổ biến để kiểm định nghiệm đơn vị là phương pháp ADF (Augmented Dickey-Fuller) và Phillips – Perron (PP test). Kết quả kiểm định (Bảng 1) cho thấy các biến (ngoại trừ biến LNMS) đều không dừng ở chuỗi gốc nhưng dừng ở sai phân bậc 1.

Khi áp dụng phương pháp hồi quy OLS đối với mô hình bị hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi thì hệ số hồi quy không đáng tin cậy và ước lượng không hiệu quả nên nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS - Generalized Least Squares) để khắc phục các hậu quả trên. Kết quả ước lượng được trình bày tại Bảng 2 với chuỗi số liệu là sai phân bậc 1 của các biến.

Kết quả của mô hình được trình bày ở Bảng 2. Kết quả cho thấy các biến số vĩ mô là GDP, lạm phát và cung tiền có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI. Tuy nhiên, tỷ giá hối đoái, lãi suất lại có mối quan hệ tỷ lệ thuận với FPI, với hệ số xác định R^2 (R-square) = 35,48%. Để kiểm định ý nghĩa thống kê của các biến số vĩ mô có thực sự tác động đến FPI hay không, bài nghiên cứu thông qua hai bước kiểm định.

Bảng 1: Tóm tắt kết quả kiểm định nghiệm đơn vị theo phương pháp Augmented Dickey-Fuller (ADF) và Phillips-Perron (PP)

Biến	Chuỗi gốc		Chuỗi sai phân bậc 1	
	ADF	PP	ADF	PP
FPI	-2,400	-2,630	-5,481***	-5,484***
LNGDP	-1,441	-0,716	-11,845***	-28,633***
LNEXCR	0,279	0,474	-3,721***	-3,627**
LNITR	-2,039	-2,143	-3,467**	-3,261**
LNIF	0,159	-0,003	-2,872*	-2,843*
LNMS	-2,773	-3,198**	-3,014**	-2,751*

***Có ý nghĩa ở mức 1%; **Có ý nghĩa ở mức 5%; *Có ý nghĩa ở mức 10%
Nguồn: Kết quả tổng hợp từ Stata 11

Bảng 2: Kết quả hồi quy phương trình (1) bằng phương pháp GLS

Biến	Beta coefficient	Standard error	t-statistic	p-value
LNGDP	-2,36e+09	9,26e+08	-2,25**	0,017
LNEXCR	2,23e+10	1,45e+10	1,53	0,137
LNITR	2,01e+09	1,57e+09	1,28	0,211
LNIF	-3,13e+10	1,21e+10	-2,58**	0,016
LNMS	-3,94e+08	5,84e+09	-0,07	0,947
Constant	3,33e+08	2,44e+08	1,36	0,185
Observations =31		F-statistic = 2,75		
R-squared = 0,3548		p-value (F-statistic) = 0,0411		
Adjusted R-squared =0,2258		Durbin-Watson statistic = 1,984636		
**Có ý nghĩa ở mức 5%				

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ Stata 11

Bước 1: Kiểm định hệ số xác định R^2

Với mức ý nghĩa thống kê $\alpha=5\%$, giả thiết $H_0: \beta = 0$ và $H_1: \beta \neq 0$, kết quả p-value = 0.0411 < 5% và $|t\text{-stat}| > 1,96$ nên bác bỏ giả thiết H_0 , vì vậy mô hình có thể sử dụng để giải thích kết quả với mức độ 35,48%.

Bước 2: Kiểm định hệ số hồi quy

Nghiên cứu kiểm định hệ số hồi quy của các biến số vĩ mô này theo hai cách dựa trên căn cứ theo giá trị p-value và thống kê t-statistic. Với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$, giả thiết $H_0: \beta = 0$ và $H_1: \beta \neq 0$. Nếu kết quả kiểm định dựa trên giá trị p-value, trong đó nếu p-value < α : bác bỏ giả H_0 , nghĩa là hệ số hồi quy cần kiểm định có ý nghĩa thống kê. Nếu p-value $\geq \alpha$: chấp nhận H_0 , hệ số hồi quy cần kiểm định không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Kết quả kiểm định hệ số hồi quy dựa trên p-value cho thấy chỉ có GDP và lạm phát có ý nghĩa thống kê giải thích được sự thay đổi trong đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI. Kiểm định tương tự theo thống kê t-statistic, nếu $|t\text{-stat}| > 1,96$: bác bỏ H_0 , $|t\text{-stat}| \leq 1,96$: chấp nhận H_0 . Theo thống kê t-statistic thì cũng

chỉ có GDP (LNGDP) và lạm phát (LNIF) là có ý nghĩa thống kê giải thích được FPI, các biến số còn lại không có ý nghĩa giải thích đối với FPI.

3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả của nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa FPI và lạm phát là mối quan hệ nghịch biến. với mức ý nghĩa 35,48%. Kết quả hồi quy còn cho thấy không những lạm phát mà GDP cũng có mối tương quan ngược chiều với FPI. Điều này có vẻ hơi “phi lý”, tuy nhiên, nếu nhìn vào số liệu GDP trong giai đoạn từ 2005 đến 2012 sẽ phần nào lý giải điều hơi “nghịch lý” trên.

GDP quý 1 VN luôn nằm ở mức thấp nhất trong năm. Ngược lại, GDP lại giảm đột ngột ở quý 1 năm sau. Điều này lặp đi lặp lại ở tất cả các năm trong mẫu quan sát. Tính mùa vụ của một biến số vĩ mô sẽ làm ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư, trong khi đó GDP là biến số chỉ tiêu quan trọng nhất để đánh giá sự tăng trưởng của một quốc gia và chỉ tiêu này thường được so sánh giữa các nền kinh tế với nhau. Vì vậy, nếu GDP luôn biến đổi theo mùa vụ sẽ đặt cho nhà đầu tư những nghi ngại về tính ổn định phát triển kinh tế của VN, và nhà đầu tư sẽ có xu hướng dịch chuyển dòng vốn đầu tư gián tiếp sang các nước khác hoặc xu hướng đầu tư theo tính chất định kỳ. Kết quả kiểm định mô hình cũng cho thấy rằng giải pháp phát triển FPI bền vững phải song hành cùng với chính sách điều tiết vĩ mô nền kinh tế. Từ kết quả nghiên cứu này, bài viết cũng gợi mở ra một hướng nghiên cứu bổ sung về yếu tố tâm lý hành vi của nhà đầu tư ảnh hưởng đến dòng vốn dịch chuyển FPI tại VN sang các nước khu vực.

Hình 1: GDP theo quý của VN từ Q1/2005 đến Q4/2012 (Nguồn: GSO)





4. Kết luận và gợi ý chính sách

4.1. Kết luận

Kết quả kiểm định của bài nghiên cứu cho thấy FPI có mối tương quan ngược chiều với cả hai biến số lạm phát và GDP. Điều đó cho thấy FPI có liên quan mật thiết với chính sách tiền tệ. Một sự thay đổi trong chính sách tiền tệ làm gia tăng lạm phát sẽ kéo theo sự dịch chuyển dòng vốn FPI ra khỏi lãnh thổ VN. Bên cạnh đó, tính mùa vụ theo định kỳ GDP sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư và kết quả xu hướng dịch chuyển dòng vốn FPI sang các nước khác, nơi có tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định và bền vững hơn.

Trong suốt những năm qua, không thể phủ nhận Chính phủ đã có những chính sách kinh tế tích cực để thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài, nhưng chúng ta lại đặt nặng thu hút nguồn vốn FDI, ODA... mà ít quan tâm đến nguồn vốn FPI. Điều này sẽ dẫn đến hậu quả nghiêm trọng cho thị trường tài chính VN là hội nhập “không cân đối” và VN sẽ “kém vị thế” trên thị trường tài chính thế giới, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới vừa qua, tâm lý nhà đầu tư sẽ trở nên dè dặt hơn khi đưa ra quyết định dịch chuyển dòng vốn từ các nước khác sang VN.

4.2. Gợi ý chính sách

Toàn cầu hóa là xu hướng phát triển của nền kinh tế thế giới, tạo điều kiện cho các nước đều có cơ hội để mở cửa thị trường. VN được đánh giá thuộc nhóm nước có nền kinh tế mới nổi, do vậy vai trò của dòng vốn nước ngoài, trong đó dòng vốn FPI đóng vai trò không nhỏ trong tiến trình hội nhập thế giới. Từ kết quả nghiên cứu, bài viết xin đưa ra một số lưu ý khi triển khai thu hút dòng vốn FPI:

Thứ nhất, ổn định kinh tế vĩ mô, tạo tâm lý, niềm tin cho nhà đầu tư. Phát triển dòng vốn FPI không thể không nhắc đến chính sách điều tiết kinh tế vĩ mô nhằm củng cố niềm tin của nhà đầu tư trong và ngoài nước. Điều này đòi hỏi chính phủ cần theo đuổi tầm nhìn chính sách dài hạn, với chiến lược mục tiêu cụ thể ở từng thời kỳ. Mặc dù lạm phát được hạn chế nhưng còn bấp bênh, chưa vững chắc, GDP có tăng trưởng nhưng lại thay đổi theo tính mùa vụ trong năm. Nếu chính phủ điều chỉnh tính mùa vụ trong GDP, điều này sẽ củng cố niềm tin, tâm lý của nhà đầu tư để dòng vốn được ở lại VN.

Thứ hai, hoàn thiện yếu tố kỹ thuật tại Sàn giao dịch chứng khoán. Đây là khuyến nghị nằm ngoài kết quả kiểm định của bài nghiên cứu khi nghiên cứu các biến số vĩ mô

với mối quan hệ FPI. Tuy nhiên, khi nhắc đến FPI không thể không nhắc tới thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán VN hoạt động từ năm 2000, tuy ra đời sau so với các nước trên thế giới nhưng nó là động lực để thu hút FPI. Vì vậy, Chính phủ cần tạo điều kiện cho TTCK có những sản phẩm tài chính phái sinh, đa dạng sản phẩm giao dịch tài sản với sự hỗ trợ hệ thống pháp lý nhằm giúp nhà đầu tư mạnh dạn đa dạng hóa các danh mục đầu tư, điều này sẽ thúc đẩy việc “giữ chân” dòng vốn FPI tại VN●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Anyanwale, A.B (2007), “FDI and Economic Growth: Evidence from Nigeria”, *AERC Research Paper*, African Economic Research Consortium, Nairobi.
- Ezirim B.C (2005), *Finance Dynamics Principles, Researches And Applications*, (3rd Edition), Murkowitz Center For Research And Development.
- Feldstein, M. (2000), “Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future”, *NBER Working Paper*, No. 7899.
- Graham, E. MandKrugman, P.R (1995), *Foreign Direct Investment in the United States*, Institute for International Economics, Washington, D.C January 1995.
- Lee Chung H. (2007), “A Survey Of The Literature On The Determinants Of Foreign Portfolio Investment In The United States”, *Journal Review of World Economics*, Volume 113, Number 3/September, 1997.
- Lipsey, R.E. (1999), “The role of Foreign Investment in International Capital Flows”, *NBER Working Paper*, 7094.