

# ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI TRONG ĐIỀU KIỆN BẤT ĐỊNH Ở THÁI LAN

Nguyễn Đình Thọ  
Trường Đại học Hà Tĩnh  
Email: tho.nguyen@htu.edu.vn

Ngày nhận: 24/2/2017  
Ngày nhận bản sửa: 20/3/2017  
Ngày duyệt đăng: 25/4/2017

## Tóm tắt:

*Bài viết này tập trung nghiên cứu tác động của điều kiện bất định tới đầu tư trực tiếp nước ngoài ở Thái Lan. Để tránh tác động của cuộc đầu tư nợ dưới chuẩn toàn cầu, làm giảm tổng cầu toàn thế giới và tác động tới đầu tư toàn cầu cả trong nước và đầu tư trực tiếp nước ngoài theo một cách khác với khủng hoảng cá biệt ở từng nước, mẫu số liệu kinh tế vĩ mô sử dụng trong nghiên cứu được thu thập trước khi xảy ra khủng hoảng nợ dưới chuẩn. Rủi ro biến động thị trường chứng khoán, biến động lãi suất, biến động tỷ lệ lạm phát và biến động tỷ giá được sử dụng làm biến đại diện để nghiên cứu tác động của điều kiện bất định tới đầu tư ở Thái Lan. Kết quả kiểm định hồi quy cho thấy đầu tư trực tiếp nước ngoài chịu tác động tỷ lệ thuận với biến động của thị trường chứng khoán và lãi suất.*

**Từ khóa:** Tỷ giá hối đoái, đầu tư trực tiếp nước ngoài, lạm phát, lãi suất, thị trường chứng khoán, điều kiện bất định.

## Foreign direct investment and uncertainty in Thailand

### Abstract:

*This article focuses on studying the impact of uncertainty on foreign direct investment in Thailand. To avoid the impact of the global subprime mortgage crisis which reduced the global demands, domestic and foreign direct investment in a way being very different from each country's crisis, the study uses macroeconomic data collected in the period prior to the subprime mortgage crisis. Risks of interest rate fluctuations, stock market volatility, volatility of inflation rates and exchange rate fluctuations are used as proxy variables to examine the influences of uncertainty on investment in Thailand. The regression results show that stock market volatility and interest rate fluctuations have significant positive impact on foreign direct investment.*

**Keywords:** Exchange rate, foreign direct investment, inflation, interest rate, stock market, uncertainty.

## 1. Giới thiệu

Thái Lan là một nền kinh tế nông nghiệp cho đến những năm 1960 và 1970. Sản phẩm nông nghiệp chiếm 80% giá trị xuất khẩu của Thái Lan vào những năm 1960. Trong những năm 1970, khoảng 80% dân số Thái Lan vẫn sống dựa vào nông nghiệp làm nguồn thu nhập chính. Được sự hỗ trợ của Hoa Kỳ thông qua Ngân hàng Thế giới (World Bank - WB), trước đây là Ngân hàng Tái thiết và Phát triển

Quốc tế (IBRD), Thái Lan đã cơ cấu lại nền kinh tế theo hướng công nghiệp hoá trong những năm 1950, 1960 và 1970 (Nilnookoon, 1984).

Hội đồng phát triển kinh tế quốc gia (NEDC) được thành lập để xây dựng kế hoạch phát triển kinh tế quốc dân lần thứ nhất (1961-1966) đã tiến hành cải cách kinh tế theo hướng mở cửa nền kinh tế với vốn đầu tư nước ngoài phục vụ cho sản xuất thay thế nhập khẩu. Thái Lan trải qua hai thập kỷ tăng trưởng

kinh tế nhanh chóng, gắn liền với quá trình đô thị hóa và tập trung vốn cho nền kinh tế trong nước. Tuy nhiên, vào giữa năm 1970, tốc độ tăng trưởng nhanh của các ngành thay thế nhập khẩu đã bị giới hạn bởi quy mô thị trường nội địa hạn chế và bắt đầu đặt ra những trở ngại đối với tăng trưởng bền vững trong tương lai của Thái Lan.

Hai cuộc khủng hoảng dầu mỏ năm 1973-1974 và 1982-1983 đã làm nền kinh tế Thái Lan bộc lộ những hạn chế của chiến lược thay thế nhập khẩu. Phần thưởng của hai thập kỷ tăng trưởng kinh tế nhanh chủ yếu tập trung trong tay các ngân hàng và một số tập đoàn công nghiệp trong các lĩnh vực nông nghiệp, dệt may và thay thế nhập khẩu. Phần lớn dân số vẫn còn sống trong nghèo đói. Cho tới năm 1980, 70,8% dân số vẫn sống dựa vào nông nghiệp, chỉ chiếm tỷ trọng 23% tổng sản phẩm quốc nội (GDP) (Nilnopkoon, 1984).

Sự mất giá của đồng Baht bằng 14,7% vào tháng 11 năm 1984 cho thấy một sự thay đổi lớn trong định hướng chính sách. Bài học thành công từ các nước phát triển nền kinh tế theo định hướng xuất khẩu ở Đông Á như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan và thâm hụt cán cân thanh toán sau cuộc khủng hoảng dầu mỏ lần thứ hai là những nhân tố quyết định tới lựa chọn của Chính phủ Thái Lan trong việc điều chỉnh chiến lược kinh tế theo định hướng xuất khẩu (Phongpaichit & Baker, 2002).

Sự chuyển đổi trong định hướng chính sách đã có tác động ngay lập tức. Từ tăng trưởng GDP thực trung bình đạt 5,5% trong giai đoạn 1981-1985, tăng trưởng kinh tế Thái Lan bắt đầu tăng vào năm 1986 và đạt đỉnh điểm vào năm 1988 với tốc độ tăng trưởng GDP thực là 13,3%. Kế hoạch phát triển kinh tế quốc dân lần thứ sáu (1987-1991) là thời kỳ vàng son của sự phát triển kinh tế của Thái Lan, tạo đà cho một thời kỳ tăng trưởng kinh tế nhanh chóng với tốc độ tăng trưởng hai chữ số duy trì cho đến năm 1990 và vẫn duy trì ở mức tăng trưởng hàng năm 8% cho đến năm 1995. Trong giai đoạn 1987 và 1991, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân hàng năm đạt 10,9%. Trong một thập niên 1986-1995, con số này duy trì ở mức 8,6%. Năm 1992 và 1993, sau ít hơn một thập kỷ, GDP thực tăng gấp đôi mức 1985 và 1986 tương ứng. Tất cả các nguồn lực trong và ngoài nước đều được huy động để phát triển ngành công nghiệp hứa hẹn với tham vọng trở thành một nước công nghiệp mới. Tăng trưởng công nghiệp hàng năm là 14,1%. Đến năm 1990, các sản phẩm nông nghiệp đã giảm

xuống còn 12% GDP từ 27% năm 1970. Phần lớn sự giảm tỷ trọng nông nghiệp trong GDP được bù đắp bởi khu vực công nghiệp, chiếm 37% GDP vào năm 1990 (Phongpaichit & Baker, 2002).

Trong quá trình thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế quốc dân lần thứ VII (1992-1996), nền kinh tế Thái Lan tiếp tục chứng kiến một giai đoạn tăng trưởng kinh tế cao cho đến năm 1996, khi Thái Lan chịu tác động các cuộc tấn công đầu cơ nghiêm trọng lây lan khắp khu vực. Trong giai đoạn này, nền kinh tế Thái Lan đã chứng kiến một thời kỳ chuyển đổi quan trọng từ nền kinh tế nông nghiệp chủ yếu sang một nền kinh tế công nghiệp với tốc độ đô thị hóa chưa từng thấy. Trong giai đoạn trước cuộc khủng hoảng, mức độ dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đã tăng từ 1,325 tỷ đô la Mỹ (USD) trong năm 1994 lên 2,27 tỷ USD năm 1996.

Số liệu của Ngân hàng trung ương Thái Lan cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài không thể tìm được các dự án có lợi nhuận để đầu tư vào lĩnh vực thực và FDI bắt đầu giảm vào đầu những năm 1990. Thay vì đầu tư trực tiếp, đầu tư gián tiếp đã trở thành một nguồn vốn nước ngoài quan trọng với số vốn 2,7 tỷ USD năm 1993 và 2,25 tỷ USD năm 1995, cao hơn nhiều so với mức FDI 1,7 tỷ USD và 2 tỷ USD tương ứng trong cùng thời kỳ. Trong năm 1997-1998, việc mất giá lớn đồng Baht Thái làm giảm chi phí sản xuất trong nước và giá trị tài sản, làm cho đầu tư trực tiếp nước ngoài có lợi nhuận cao hơn. Dòng vốn FDI tăng mạnh khi Chính phủ sửa đổi luật đầu tư trực tiếp nước ngoài mở ra cơ hội mới cho việc sáp nhập và mua lại xuyên biên giới. Việc đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài được di chuyển tự do vào Thái Lan trong quá trình điều chỉnh chính sách kinh tế theo hướng mở cửa đã làm cho các quyết định đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài dễ có thể đảo ngược hơn, thoái vốn dễ dàng được thực hiện và làm cho nền kinh tế Thái Lan dễ bị tổn thương trước các cuộc khủng hoảng.

Việc nghiên cứu tác động của điều kiện bất định tới đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Thái Lan trong thời kỳ này có ý nghĩa quan trọng tới việc bổ sung các nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư và điều kiện bất định. Cải cách mở cửa nền kinh tế sau cuộc khủng hoảng dầu mỏ làm cho đầu tư trực tiếp nước ngoài ở Thái Lan có thể được thoái vốn dễ dàng hơn nhờ vào việc dòng vốn được di chuyển tự do xuyên biên giới. Trong điều kiện có thể đảo ngược quyết định đầu tư, kết quả nghiên cứu của Hartman (1972)

và Abel (1983, 1984, 1985) cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp tăng lên trong trường hợp rủi ro tăng do tác động của bất đẳng thức Jensen. Để tránh tác động của cuộc đầu tư nợ dưới chuẩn toàn cầu, làm giảm tổng cầu toàn thế giới và tác động tiêu cực tới đầu tư toàn cầu, đầu tư trong nước và đầu tư trực tiếp nước ngoài theo một cách khác với khủng hoảng cá biệt ở từng nước, mẫu số liệu kinh tế vĩ mô sử dụng trong nghiên cứu được thu thập trong khoảng từ 1980 tới 2002. Rủi ro biến động lãi suất, biến động thị trường chứng khoán, biến động tỷ lệ lạm phát và biến động tỷ giá được sử dụng để nghiên cứu tác động của điều kiện bất định tới đầu tư ở Thái Lan. Kết quả kiểm định hồi quy cho thấy đầu tư trực tiếp nước ngoài bị tác động tỷ lệ thuận với biến động lãi suất và thị trường chứng khoán.

## 2. Mô hình lý thuyết và thực nghiệm về mối quan hệ giữa đầu tư và điều kiện bất định

Hartman (1972) sử dụng một mô hình rời rạc ngẫu nhiên để phân tích tác động của điều kiện bất định tới đầu tư. Sử dụng bất đẳng thức của Jensen, Hartman chỉ ra đầu tư có mối quan hệ đồng biến với điều kiện bất định. Abel (1983, 1984, 1985) mở rộng các kết quả của mô hình Hartman cho hàm số liên tục theo thời gian. Abel chứng minh khi điều kiện bất định làm gia tăng rủi ro, lợi nhuận biên dự kiến của dự án sẽ tăng lên. Các công ty quyết định đầu tư trên cơ sở so sánh lợi nhuận biên với chi phí biên của vốn, sẽ đầu tư nhiều hơn khi điều kiện bất định. Pindyck (1982) chứng minh kết quả của Hartman, đầu tư có quan hệ tỷ lệ thuận với điều kiện bất định khi hàm chi phí cận biên là hàm lồi. Caballero (1991) chứng minh trong điều kiện cạnh tranh hoàn hảo gia tăng điều kiện bất định sẽ khuyến khích các doanh nghiệp tăng đầu tư.

Trong trường hợp quyết định đầu tư không thể đảo ngược được, Dixit (1989), Leahy (1993), Pindyck (1993), Caballero & Pindyck (1996) chứng minh đầu tư có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với điều kiện bất định trong một ngành cạnh tranh giống như trường hợp công ty độc quyền được chứng minh trong mô hình của McDonald & Siegel (1986) và Pindyck (1990). Không thể đảo ngược quyết định đầu tư làm cho các công ty không thể rút vốn trong tương lai nếu gặp điều kiện thị trường bất lợi. Vì vậy các công ty sẽ yêu cầu lợi nhuận cao hơn để bù đắp cho tổn thất có thể xảy ra trong tương lai. Lý thuyết về quyền chọn thực nhấn mạnh vào mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa quyết định đầu tư không thể đảo

ngược và điều kiện bất định (Bell & Campa, 1997; Bo & Lensink, 2000; Ferderer, 1993). Khi đầu tư có thể đảo ngược, giá trị quyền chờ đầu tư sẽ không có ý nghĩa, và điều kiện bất định sẽ có tác động tỷ lệ thuận với đầu tư theo bất đẳng thức Jensen như trong mô hình của Hartman và Abel.

Pindyck (1990) nghiên cứu tác động của điều kiện bất định tới đầu tư sử dụng điều kiện bất định về giá cả hàng hóa đầu ra. Bertola (1998), McDonald & Siegel (1986) và Pindyck (1993) đã nghiên cứu tác động của điều kiện bất định chi phí đầu vào đối với đầu tư. Bertola (1998) và Pindyck (1993) sử dụng điều kiện bất định về năng suất hoặc sự không chắc chắn về công nghệ để nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư và điều kiện bất định. Biến đại diện cho điều kiện bất định đã được các nghiên cứu trước đây sử dụng bao gồm: biến động lãi suất (Ferderer, 1993; Small, 1999), biến động thị trường chứng khoán (Bloom & cộng sự, 2001; Davis & Haltiwanger, 1992), biến động lạm phát (Pindyck & Solimano, 1993; Small, 1999), biến động tỷ giá (Bell & Campa, 1997; Pindyck & Solimano, 1993).

Pindyck & Solimano (1993) giới thiệu mô hình lý thuyết để kiểm định mối quan hệ giữa đầu tư và các biến đại diện cho điều kiện bất định. Giống như Caballero & Pindyck (1996), ngưỡng để doanh nghiệp quyết định đầu tư được xác định bằng logarit của lợi nhuận biên của vốn theo hàm sản xuất Cobb-Douglas,  $Y_t = A_t K_t^{\alpha_K} L_t^{\alpha_L} M_t^{\alpha_M}$  và hệ số tăng trưởng Solow  $a_t = y_t - \alpha_K k_t - \alpha_L l_t - \alpha_M m_t$ . Trong đó  $t$  biểu diễn thời gian;  $Y, A, K, L, M, P_L, P_M$  lần lượt là tổng sản lượng, năng xuất lao động (chịu ảnh hưởng của lợi suất vốn cổ phần và lãi vay trung bình của toàn xã hội), tổng vốn đầu tư, lao động, nguyên liệu nhập khẩu, chi phí lao động (biến động theo giá cả trong nước và tỷ lệ lạm phát) và giá nguyên liệu nhập khẩu (xác định bằng tỷ giá). Các ký hiệu chữ thường là logarit tự nhiên của ký hiệu chữ hoa, trong công thức:

$$b(t) = \log(\alpha_K \alpha_L^{\alpha_L / \alpha_K} \alpha_M^{\alpha_M / \alpha_K}) +$$

$$\frac{a_t}{\alpha_K} - \frac{\alpha_L}{\alpha_K} P_{L,t} - \frac{\alpha_M}{\alpha_K} P_{M,t}$$

Pindyck & Solimano (1993) thực hiện nhiều kiểm định sử dụng các biến đại diện cho điều kiện bất định khác nhau, bao gồm biến động lợi suất thị trường, độ lệch chuẩn theo niên độ của lãi suất, tỷ lệ lạm phát và tỷ giá.

Tìm ra các nhân tố quyết định có thể giải thích rõ nhất về đầu tư sẽ là lý tưởng để bắt đầu từ một mô hình thử nghiệm chung bao gồm tất cả các biến giải thích lý thuyết và sau đó giảm dần các yếu tố không có ý nghĩa thống kê và chạy lại kiểm định hồi quy và so sánh thông tin Akaike Criterion (AIC) và Schwarz Bayesian Criterion (SBC) để lựa chọn mô hình tối ưu. Các nghiên cứu sử dụng dữ liệu đầu tư tổng hợp tương tự đã được thực hiện trong các nghiên cứu sử dụng các số liệu đầu tư khác nhau như tổng đầu tư cố định của khu vực tư nhân (Nguyen, 2017a), đầu tư cố định của khu vực công cộng (Nguyen, 2017b), đầu tư gián tiếp nước ngoài (Nguyen, 2017c). Để kiểm tra dự đoán của lý thuyết lựa chọn thực về mối quan hệ giữa đầu tư và điều kiện bất định, chúng ta có thể sử dụng các số liệu đầu tư khác nhau. Đầu tư công nói chung được xác định bởi nhu cầu của khu vực công cộng theo định hướng (chủ quan) của chính phủ và hầu như không chịu tác động của cung cầu về vốn đầu tư trên thị trường. Đầu tư danh mục gián tiếp khác với đầu tư trực tiếp vào các khu vực sản xuất ở khía cạnh người ra quyết định đầu tư là người kiểm soát và quản lý quá trình sản xuất của doanh nghiệp. Đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ cung cấp nhiều thông tin cho khoa học cũng như thực tiễn về hành vi của nhà đầu tư trong điều kiện bất định. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng đầu tư tư nhân nước ngoài cũng có khác biệt so với đầu tư trong nước ở khía cạnh cam kết và thoái vốn đầu tư.

### 3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình thực nghiệm

Dựa trên cơ sở kết quả nghiên cứu mô hình lý thuyết và thực nghiệm đã được Pindyck & Solimano (1993) và Caballero & Pindyck (1996) thực hiện, mô hình nghiên cứu tự tương quan trễ ADL (Autoregressive distributed lagged), sử dụng cơ chế điều chỉnh từng phần PAM (Partial adjustment mechanism) của Marc Nerlove (1979), được xây dựng để kiểm định mối quan hệ giữa điều kiện bất định và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Thái Lan. Dữ liệu tổng hợp được sử dụng trong phân tích được công bố bởi Ngân hàng trung ương Thái Lan cho thời kỳ trước khi xảy ra khủng hoảng nợ dưới chuẩn toàn cầu, tính từ 1980 tới 2002. Giống như tất cả các nghiên cứu về mối quan hệ giữa điều kiện bất định và đầu tư trực tiếp nước ngoài, việc xác định biến đại diện cho điều kiện bất định là vấn đề lớn nhất cần phải được giải quyết để xác định nguồn gốc rủi ro tạo ra điều kiện bất định ảnh hưởng tới quyết định đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Thái Lan. Biến động thị

trường chứng khoán  $SETU_t$  đo bằng độ lệch chuẩn của biến động lợi suất hàng tháng cho từng năm từ 1980-2002 được sử dụng làm biến đại diện đầu tiên cho điều kiện bất định. Biến động lợi suất chứng khoán cũng đã được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây của Leahy & Whited (1996) và Bloom & cộng sự (2001). Thị trường chứng khoán là phong vũ biểu của nền kinh tế, tổng hợp được biến động của tất cả các nguồn rủi ro thị trường và tích hợp được biến động của chu kỳ kinh tế. Việc sử dụng biến động lợi suất làm biến đại diện cho điều kiện bất định giúp mô hình kiểm định mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và điều kiện bất định sẽ tổng hợp được các nguồn rủi ro có thể ảnh hưởng tới hành vi của các nhà đầu tư ở Thái Lan. Ngoài biến động thị trường chứng khoán, mô hình kiểm định cũng đưa vào các biến số kinh tế vĩ mô khác; cụ thể là biến động lãi suất như trong nghiên cứu của Ferderer (1993) và Small (1999), biến động tỷ lệ lạm phát như trong nghiên cứu của Pindyck & Solimano (1993) và Small (1999), và biến động tỷ giá hối đoái như trong nghiên cứu của Bell & Campa (1997) và Pindyck & Solimano (1993). Biến động lãi suất  $IRU_t$  được xác định bằng độ lệch chuẩn của biến động lãi suất trái phiếu dài hạn. Biến động lạm phát  $IU_t$  được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ lệ lạm phát hàng tháng, đo bằng những thay đổi tương đối trong chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Biến động tỷ giá  $XRU_t$  được đo bằng độ lệch chuẩn của tỷ giá hối đoái đô la Mỹ.

Trong trạng thái ổn định, một nền kinh tế được sản xuất theo hàm sản xuất Cobb-Douglas với lợi suất không đổi theo quy mô và tỷ lệ vốn đầu vào và sản lượng đầu ra cố định sẽ cho mức tăng trưởng theo tỷ lệ tự nhiên. Nếu không có cú sốc đáng kể về công nghệ, chi phí đầu vào và/hoặc cầu sản lượng đầu ra, tỷ lệ đầu tư so với sản lượng đầu ra phải tương đối ổn định. Trong trường hợp điều kiện bất định tạo ra biến động về tỷ lệ đầu tư so với sản lượng đầu ra, chúng ta sẽ quan sát được tác động của điều kiện bất định tới đầu tư. Vì vậy, mô hình hồi quy kiểm định mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và điều kiện bất định về biến động lợi suất thị trường, biến động lãi suất, biến động tỷ lệ lạm phát và biến động tỷ giá hối đoái được xác định có dạng:

$$FDI/GDP_t = \beta_0 + \beta_1 SETU_t + \beta_2 IRU_t + \beta_3 IU_t + \beta_4 XRU_t + u_t \quad (1)$$

Trong đó,  $FDI/GDP_t$  là tỷ lệ đầu tư trực tiếp nước ngoài/tổng sản lượng đầu ra. Ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) được thực hiện cho mô hình (1) sẽ

cho ước lượng vững nếu  $u_i$  đáp ứng các giả định của mô hình hồi quy cổ điển (CLRM). Số trễ của  $SETU_i$ ,  $IRU_i$ ,  $IU_i$ ,  $XRU_i$  được đưa vào mô hình ước lượng để giải quyết hiện tượng tự tương quan xác định bằng cách sử dụng thông tin Akaike Criterion (AIC) và Schwarz Bayesian Criterion (SBC). Sự xuất hiện của các biến trễ trong các biến giải thích có thể tạo ra các vấn đề đa cộng tuyến, dẫn đến ước lượng không chính xác. Tuy nhiên, mục đích của nghiên cứu là để kiểm tra tổng ảnh hưởng của biến hiện hành và biến trễ, nên số trễ của các biến sẽ không phải là một vấn đề nghiêm trọng. Hơn nữa, việc thực hiện kiểm định nhiều lần và bỏ bớt các biến không có ý nghĩa thống kê, và việc sử dụng thông tin AIC và SBC để lựa chọn mô hình sẽ đảm bảo đưa tất cả các biến có quan trọng vào mô hình.

Mục đích chính của nghiên cứu là kiểm định mối quan hệ giữa điều kiện bất định và tổng đầu tư trực tiếp nước ngoài. Thông thường, hầu hết các chi phí đầu tư là không thể đảo ngược hoặc ít nhất là một phần không thể đảo ngược vì chi phí chìm không thể phục hồi nếu điều kiện thị trường bất lợi hơn so với dự kiến. Tuy nhiên đầu tư không thể đảo ngược không phải vấn đề nghiêm trọng đối với đầu tư trực tiếp nước ngoài ở Thái Lan, khi chính sách mở cửa kinh tế tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty nước ngoài bán lại vốn và rút khỏi thị trường. Bằng chứng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đổ vào ở ạt trong một thập kỷ trước 1995, rút vốn trước và trong khủng hoảng, và đầu tư trở lại để mua tài sản sụt giá trong khủng hoảng là minh chứng cho việc vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có thể tự do di chuyển xuyên biên giới trong bối cảnh cải cách kinh tế mở cửa của Thái Lan. Đầu tư trực tiếp nước ngoài gần như có thể đảo ngược được miễn là đồng nội tệ được chuyển đổi và chi phí giao dịch là không đáng kể. Nếu lợi nhuận biên của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài là một hàm lồi đối với những rủi ro tạo ra điều kiện bất định, điều kiện bất định có thể có tác động tỷ lệ thuận với đầu tư do hiệu ứng của bất đẳng thức Jensen mà Hartman (1972) và Abel (1983, 1984, 1985) đã chứng minh. Điều kiện bất định tăng làm tăng lợi suất biên dự kiến của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, vì vậy làm tăng đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Phân tích môi trường kinh doanh và đầu tư của Thái Lan trong giai đoạn nghiên cứu cho thấy, chính sách tự do hóa của Thái Lan tạo điều kiện thuận lợi cho vốn tự do di chuyển xuyên biên giới, và việc đảo ngược quyết định đầu tư trực tiếp

có thể được thực hiện dễ dàng hơn. Trên thực tế, mọi dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài đều đi kèm kế hoạch thoái vốn đầu tư ngay từ trước khi thâm nhập thị trường. Tự do hóa lưu chuyển vốn ở Thái Lan là nam châm thu hút các nhà đầu tư nước ngoài, thu hút đầu tư cả trong khu vực sản xuất và đầu tư danh mục có tính chất đầu cơ vào cuối năm 1980 và đầu những năm 1990. Trong thời kỳ này, kỳ vọng của các nhà đầu tư nước ngoài được đẩy lên cao. Các nhà đầu tư nước ngoài đặc biệt là các nhà đầu cơ ảnh hưởng trực tiếp đến làn sóng đầu tư tư nhân nước ngoài vào Thái Lan và khuyến khích đầu tư trong nước tăng nhanh trong những năm 1980 và 1990. Nghiên cứu này tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và điều kiện bất định do tác động của biến động thị trường chứng khoán, biến động lãi suất, biến động tỷ lệ lạm phát và biến động tỷ giá hối đoái.

#### **4. Phân tích mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và điều kiện bất định ở Thái Lan**

Nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã chứng minh nhiều nguồn rủi ro tạo nên điều kiện bất định có thể trực tiếp hoặc gián tiếp ảnh hưởng đến lợi nhuận tương lai, và vì vậy sẽ ảnh hưởng tới đầu tư trực tiếp nước ngoài. Thứ nhất, lợi nhuận trên vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thường liên quan chặt chẽ tới biến động lợi suất trên thị trường chứng khoán do đó các công ty nước ngoài thường căn cứ vào biến động trên thị trường chứng khoán để đánh giá về điều kiện bất định có thể ảnh hưởng tới lợi nhuận tương lai của các khoản đầu tư trực tiếp vào Thái Lan. Thứ hai, các doanh nghiệp nước ngoài rất quan tâm đến sự biến động của lãi suất vì những thay đổi về lãi suất trực tiếp ảnh hưởng đến chi phí tài chính khi tiến hành đầu tư, đặc biệt đầu tư nước ngoài thường được thực hiện thông qua việc huy động vốn sử dụng các công cụ nợ và có hệ số đòn bẩy cao. Thứ ba, các công ty nước ngoài rất quan tâm tới biến động tỷ lệ lạm phát vì họ quan tâm tới ổn định kinh tế vĩ mô, và tỷ lệ lạm phát sẽ ảnh hưởng tới tỷ giá hối đoái và tác động tới lợi nhuận công ty nước ngoài có thể thu về nước. Cuối cùng, sự thay đổi giá tương đối của hàng hóa trong nước và hàng hoá nước ngoài có thể ảnh hưởng đáng kể đến chi phí đầu vào nếu các công ty dựa vào hàng nhập khẩu nguyên vật liệu hoặc hàng hóa vốn, và ảnh hưởng đến giá xuất khẩu nếu các doanh nghiệp xuất khẩu sản phẩm cuối cùng.

Phương pháp nghiên cứu thực nghiệm của

**Bảng 1: Đầu tư trực tiếp nước ngoài và điều kiện bất định**

	(a) ADL	(b) ADL (ước lượng mạnh)
$SETU_t$	,0374** (,0110)	,0374* (,0159)
$SETU_{t-1}$	,0228* (,0098)	,0228* (,0104)
$IRU_t$	,0283* (,0115)	,0283* (,0114)
$IU_t$	,3650# (,1959)	,3650# (,2339)
$XRU_t$	,0259 (,0210)	,0259 (,0197)
Hàng số	-,0131* (,0061)	-,0131** (,0044)
$\bar{R}^2$	,7123	,7123
Thống kê F	11,40 <sub>(5,16)</sub>	11,40 <sub>(5,16)</sub>
Durbin's h	1,79 <sup>h</sup>	1,79 <sup>h</sup>
White's	,1707 <sub>(1)</sub>	,1707 <sub>(1)</sub>
LM test(p)		,0127 <sub>(1)</sub>
AIC	79,61	79,61
SBC	76,34	76,34

\*\* Ý nghĩa ở mức 1%; \* Ý nghĩa ở mức 5%; # Ý nghĩa ở mức 10%

Nguồn: Ước lượng sử dụng phương pháp tự tương quan ADL của STATA

Pindyck & Solimano (1993) được sử dụng để xác định các nhân tố quyết định tới đầu tư trực tiếp nước ngoài. Bảng 1 báo cáo kết quả hồi quy của tỷ lệ đầu tư trực tiếp nước ngoài so với tổng sản lượng quốc nội sử dụng mô hình tự tương quan trễ ADL để kiểm định tác động của các biến đại diện cho các điều kiện bất định trên thị trường. Các hồi quy chuẩn đoán mô hình được thực hiện để tìm kiếm các biến đại diện cho các rủi ro tạo ra điều kiện bất định quan trọng nhất và độ trễ của các biến đại diện có ảnh hưởng tới tỷ lệ đầu tư trực tiếp nước ngoài so với tổng sản lượng quốc nội. Nếu giả định của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển không được thỏa mãn, mô hình hồi quy sẽ không thu được các ước lượng vững theo phương pháp bình phương nhỏ nhất. Việc giải thích kết quả ước lượng khi tồn tại các vấn đề của mô hình như tự tương quan và đa phương sai sẽ không chính xác. Bằng cách xây dựng mô hình tự tương quan ADL, sử dụng cơ chế điều chỉnh từng phần PAM, kết hợp với ước lượng sẽ xử lý được các vấn đề này. Kiểm định Durbin- Watson (1950) cho các mô hình tự tương quan khẳng định không có mối tương quan giữa các biến trong mô hình. Để kiểm định các bậc trễ cao hơn của mô hình tự hồi quy AR(p) kiểm định hệ số nhân LM Breusch-Godfrey (BG) đã được

thực hiện, với chiều dài độ trễ p được xác định bằng cách thử nghiệm với chiều dài độ trễ tối đa (bắt đầu từ p = 1, kiểm định LM được thực hiện cho đến khi số liệu thống kê LM là không còn ý nghĩa thống kê. Kiểm định đa phương sai của White cũng cho kết quả không có hiện tượng đa phương sai. Kết quả ước lượng mạnh (robust) được trình bày trong cột (b) điều chỉnh cho tác động của tự tương quan và đa phương sai không làm thay đổi kết quả hồi quy.

Biến động thị trường chứng khoán tại thời điểm hiện tại và tại trễ 1 kỳ quan sát có tác động tỷ lệ thuận với mức ý nghĩa thống kê 5% tới tỷ lệ đầu tư trực tiếp nước ngoài so với tổng sản lượng quốc nội. Biến động lợi suất thị trường chứng khoán được đo bằng độ lệch chuẩn của lợi suất của danh mục thị trường xác định bằng chỉ số chứng khoán của thị trường chứng khoán Thái Lan và có thể được sử dụng như một biến đại diện tốt cho hiệu suất kinh tế vĩ mô của nền kinh tế Thái Lan. Nếu thị trường hiệu quả, giá chứng khoán phản ánh các nguyên tắc cơ bản và không có sự thay đổi đáng kể trong rủi ro tiềm ẩn, biến động lợi nhuận của thị trường chứng khoán càng cao trong năm trước và tại thời điểm hiện tại thì đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ càng lớn. Kết quả kiểm định thực nghiệm cho thấy hiệu

ứng của bất đẳng thức Jensen do Hartman (1972) và Abel (1983, 1984, 1985) chứng minh có tác động tới hành vi của nhà đầu tư nước ngoài vào Thái Lan. Các nhà đầu tư nước ngoài quan sát biến động thị trường chứng khoán trong quá khứ và kỳ vọng biến động thị trường chứng khoán trong hiện tại để đưa ra quyết định đầu tư.

Biến động lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn có ảnh hưởng tỷ lệ thuận với đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Thái Lan ở mức ý nghĩa 5%. Việc tăng biến động lãi suất trái phiếu chính phủ cũng giống như biến động trên thị trường chứng khoán, làm tăng lợi suất biên của đầu tư trực tiếp nước ngoài dưới tác động của bất đẳng thức Jensen. Tác động của biến động tỷ lệ lạm phát là không rõ ràng, chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Những thay đổi bất ngờ trong tỷ lệ lạm phát có tác động tích cực đến đầu tư trực tiếp nước ngoài. Biến động tỷ giá hối đoái không có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến đầu tư trực tiếp nước ngoài.

### 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Khi đầu tư có thể đảo ngược đầu tư có mối quan hệ tương quan tỷ lệ thuận của với điều kiện bất định theo tác động của bất đẳng thức Jensen. Giả sử lợi nhuận biên của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài là một hàm lồi của lợi suất thị trường chứng khoán và lãi suất trái phiếu dài hạn, biến động lợi suất thị trường chứng khoán và biến động lãi suất trái phiếu dài hạn sẽ làm tăng lợi nhuận biên của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài dẫn đến đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Thái Lan cao hơn.

Kết quả kiểm định tác động của điều kiện bất định về lợi suất thị trường chứng khoán và lãi suất trái

phiếu chính phủ dài hạn lên đầu tư trực tiếp nước ngoài cung cấp cho chúng ta một số cái nhìn sâu sắc và hữu ích về hành vi đầu tư trực tiếp của nhà đầu tư nước ngoài, vì quyết định đầu tư trực tiếp nước ngoài được thúc đẩy bởi tác động của lợi nhuận biên của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài theo tác động của bất đẳng thức Jensen. Việc sử dụng mô hình tự tương quan trễ ADL sử dụng cơ chế điều chỉnh từng phần PAM đã giúp chúng ta ước lượng được phương trình đầu tư trực tiếp nước ngoài ở trạng thái động.

Kết quả nghiên cứu có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với chính phủ trong việc giải thích tại sao luồng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Thái Lan lại có khuynh hướng tăng lên trong khi thị trường chứng khoán Thái Lan và biến động lãi suất tiềm ẩn nhiều rủi ro trước thời kỳ khủng hoảng tài chính 1997-1998. Hành vi của nhà đầu tư tập trung vào lợi suất kỳ vọng trong ngắn hạn, rủi ro cao đem lại lợi suất cao hơn và nhà đầu tư nhìn vào lợi nhuận biên tăng lên dưới tác động của bất đẳng thức Jensen trong ngắn hạn và sẵn sàng đảo ngược đầu tư khi thị trường biến động bất lợi, là những nguyên nhân trực tiếp dẫn tới khủng hoảng tài chính 1997-1998 do các nhà đầu tư rút vốn về nước đột ngột. Chính phủ, ở một góc nhìn khác, cần sự ổn định vĩ mô trong dài hạn và không thể nhìn vào chỉ số tăng trưởng đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài để tin rằng môi trường vĩ mô đang ổn định, thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Thay vào đó, chính phủ cần khuyến khích đầu tư trong nước, đặc biệt là đầu tư trong lĩnh vực sản xuất, khó có thể đảo ngược quyết định đầu tư, buộc các nhà đầu tư phải cẩn trọng hơn trong việc lựa chọn các dự án có lợi suất kỳ vọng cao và an toàn.

### Tài liệu tham khảo

- Abel, Andrew B. (1983), 'Optional investment under uncertainty', *American economic review*, 73(March), 228-233.
- Abel, Andrew B. (1984), 'The effects of uncertainty on investment', *Journal of economic dynamics and control*, 7(February), 39-54.
- Abel, Andrew B. (1985), 'A stochastic model of investment, marginal Q and the market value of the firm', *International economic review*, 26, 305-322.
- Bell, Gregory K. & Campa, Jose M. (1997), 'Irreversible investments and volatile markets: A study of the chemical processing industry', *The review of economics and statistics*, 79, 79-87.
- Bertola, Giuseppe (1998), 'Irreversible investment', *Research in economics*, 52, 3-37.
- Bloom, Nicholas, Stephen Bond & John Van Reenen (2001), 'The dynamics of investment under uncertainty', *The institute for fiscal studies working paper W01/05*, from <<https://ssrn.com/abstract=261552>>.
- Bo, Hong & Lensink, Robert (2000), *Uncertainty and investment of Dutch firms: An empirical analysis using stock market data*, unpublished paper, University of Groningen, Netherlands.

- Caballero, Ricardo J. (1991), 'On the sign of the investment-uncertainty relationship', *American economic review*, 81(March), 279-88.
- Caballero, Ricardo J. & Pindyck, Robert S. (1996), 'Uncertainty, investment and industry evolution', *International economic review*, 37(3), 641-662.
- Davis, S. & Haltiwanger, J. (1992), 'Gross job creation, gross job destruction and employment reallocation', *Quarterly journal of economics*, 107, 819-863.
- Dixit, Avinash K. (1989), 'Entry and exit decisions under uncertainty', *Journal of political economy*, 97(June), 620-638.
- Durbin, J. & Watson, G.S. (1950), 'Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression, I.' *Biometrika*, 37, 409-428.
- Ferderer, J. Peter (1993), 'The impact of uncertainty on aggregate investment spending: An empirical analysis', *Journal of money, credit and banking*, 25(February), 30-48.
- Hartman, Richard (1972), 'The effects of price and cost uncertainty on investment', *Journal of economic theory*, 5, 258-66.
- Leahy, John V. (1993), 'Investment in competitive equilibrium: The optimality of myopic behavior', *The quarterly journal of economics*, 108(4), 1105-1133.
- Leahy, John V. & Whited, Toni M. (1996), 'The effect of uncertainty on investment: Some stylized facts', *Journal of money, credit, and banking*, 28(1), 64-82.
- McDonald, Robert & Siegel, Daniel (1986), 'The value of waiting to invest', *The quarterly journal of economics*, 101, 707-727.
- Nerlove, Marc (1979), 'The dynamics of supply: Retrospect and prospect', *American journal of agricultural economics*, 61(5), 874-888.
- Nguyen, Tho Dinh (2017a), 'Aggregate private fixed investment and uncertainty in Thailand', *International journal of social science and economic research*, 2(9), 4467-4477.
- Nguyen, Tho Dinh (2017b), 'The impact of stock market volatility and interest rate fluctuations on public fixed investment in Thailand', *International journal in management and social science*, 5(9), 89-96.
- Nguyen, Tho Dinh (2017c), 'The impact of stock market volatility, interest rate fluctuations, and exchange rate on foreign portfolio investment in Thailand', *International journal of advanced engineering and management research*, 2(5), 1586-1595.
- Nilnopkoon, Somsak (1984), *The Thai economic problems after the Second World War and the government strategies in dealing with them*, Silpakorn University.
- Phongpaichit, Pasuk & Christopher John Baker (2002), *Thailand, Economy and Politics*, Oxford University Press.
- Pindyck, Robert S. (1982), 'Adjustment costs, uncertainty and the behavior of the firm', *The American economic review*, 72(3), 415-27.
- Pindyck, Robert S. (1990), 'Irreversibility, uncertainty and investment', *Journal of economic literature*, 29(September), 1110-1148.
- Pindyck, Robert S. (1993), 'Investment of uncertainty cost', *Journal of financial economics*, 34(August), 53-76.
- Pindyck, Robert S. & Solimano, Andres (1993), 'Economic instability and aggregate investment', *NBER macroeconomics annual*, 8, 259-303.
- Small, John P. (1999), *The timing and scale of investment under uncertainty*, unpublished paper, CRNEC, University of Auckland.