

# DÒNG VỐN VÀO VIỆT NAM: VAI TRÒ CỦA CÁC NHÂN TỐ ĐẨY VÀ NHÂN TỐ KÉO

**Lê Hồ An Châu**

*Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh*

*E-mail: chaulha@ueh.edu.vn*

**Nguyễn Thị Mai Huyền**

*Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh*

*E-mail: huyenntm@buh.edu.vn*

**Ngô Sỹ Nam**

*Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh*

*E-mail: namns@buh.edu.vn*

Ngày nhận: 15/01/2019

Ngày nhận bản sửa: 06/03/2019

Ngày duyệt đăng: 15/6/2019

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu này phân tích các nhân tố thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam, tập trung vào hai thành phần cơ bản là vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (Foreign Direct Investment - FDI) và vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán (Foreign Portfolio Investment – FPI). Sử dụng mô hình tự hồi quy vector cấu trúc (Structural Vector Autoregression – SVAR) với các ràng buộc ngắn hạn trên bộ dữ liệu quý giai đoạn 2000-2017, kết quả nghiên cứu cho thấy cả nhân tố kéo và nhân tố đẩy đều đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích dòng vốn vào Việt Nam. Cụ thể, khi xảy ra cú sốc sản lượng đầu ra nước ngoài, dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ giảm ngay, ngược lại, khi tăng trưởng GDP trong nước tăng, FDI cũng tăng ngay lập tức và đạt đỉnh vào nửa quý thứ 2. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, vốn đầu tư gián tiếp chịu ảnh hưởng tiêu cực của các cú sốc về lãi suất trong lẫn ngoài nước.*

**Từ khóa:** Dòng vốn, đầu tư trực tiếp nước ngoài, đầu tư gián tiếp qua thị trường chứng khoán, nhân tố kéo và đẩy, SVAR.

**Mã JEL:** C32, D24, G11

## **Capital flows to Vietnam: The role of push and pull factors**

### *Abstract:*

*This paper investigates the determinants of capital flows into Vietnam, with a focus on two key components of Foreign direct investment (FDI) and Foreign portfolio investment (FPI). Applying Structural Vector Autoregression (SVAR) model imposed by short-run restrictions on quarterly data from 2000 to 2017, the empirical results show that both pull and push factors are important in explaining capital flows to Vietnam. Specifically, a shock in foreign output causes the reversal in FDI; on the other hand, FDI will increase immediately and reach its peak in the second quarter with the improvement in domestic output. We also find that FPI is negatively affected by interest rate shocks in both home and host countries.*

**Keywords:** Capital flows, foreign direct investment, portfolio investment, push and pull factors, SVAR.

**JEL Code:** C32, D24, G11

## 1. Giới thiệu

Dòng vốn vào các nước đang phát triển và nền kinh tế chuyển đổi đã phát triển nhanh chóng từ những năm 1990. Kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, việc áp dụng triệt để chính sách tiền tệ mở rộng thể hiện qua các chương trình nới lỏng định lượng (Quantitative Easing\_QE) ở các quốc gia tiên tiến đã tạo điều kiện cho dòng vốn đầu tư ồ ạt đổ về thị trường mới nổi (Hình 1 và Hình 2). Tuy nhiên, sau một thời gian dài gánh chịu lạm phát tăng cao và có nguy cơ rơi vào tăng trưởng nóng, ngân hàng trung ương các nước đã và đang chấm dứt chương trình QE, bình thường hóa chính sách tiền tệ và nâng lãi suất chính sách. Việc tăng lãi suất ở các nước tiên tiến cũng làm cho các nhà đầu tư rút vốn khỏi thị trường mới nổi, khiến đồng tiền của các nước này mất giá. Để bảo vệ đồng nội tệ cũng như kiềm chế lạm phát, các thị trường mới nổi cũng buộc phải can thiệp bằng cách nâng lãi suất. Với tình trạng lãi suất tăng trên phạm vi toàn cầu có thể khiến cho dòng vốn vào khu vực các quốc gia đang phát triển, trong đó có Việt Nam, sẽ có xu hướng biến động lớn trong những năm tới. Như vậy, sự thay đổi trong điều kiện kinh tế toàn cầu (đại diện là Mỹ) và diễn biến của các yếu tố vĩ mô thuộc các quốc gia đang phát triển hay nền kinh tế mới nổi là những nhân tố chính quyết định dòng vốn vào các nước này. Trong khi dòng vốn bị tác động bởi nhiều nhân

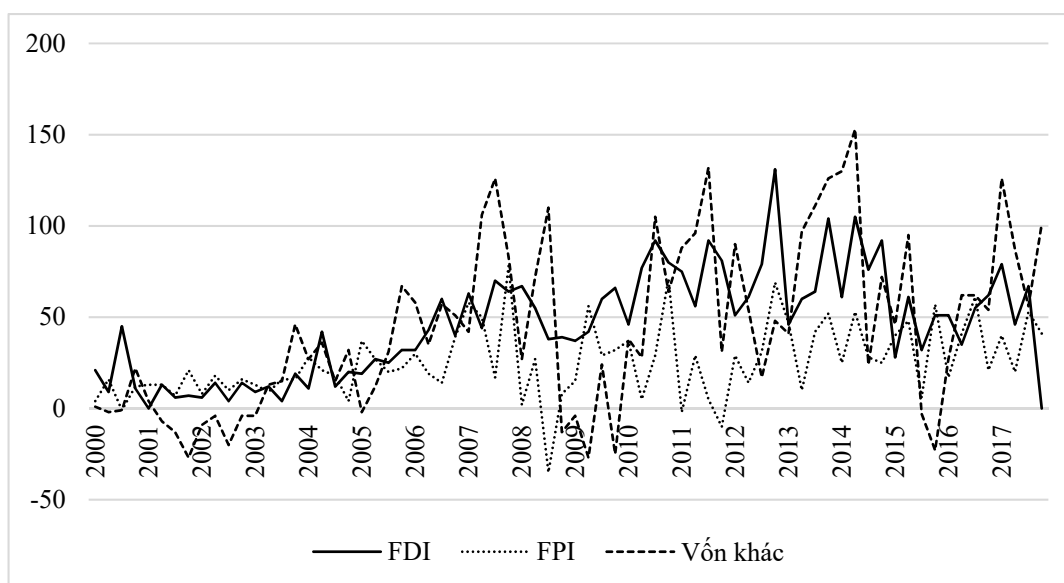
tố khác nhau, các kết quả nghiên cứu thực nghiệm vẫn chưa thực sự rõ ràng khi câu hỏi tại sao độ lớn và các thành phần riêng biệt của dòng vốn lại khác nhau giữa các nền kinh tế mới nổi, đặc biệt là các nước trong khu vực Châu Á.

Việt Nam là một trong những quốc gia có nền kinh tế nhỏ và mở cửa (Camen, 2006), bản thân quốc gia này cũng chịu ảnh hưởng đáng kể bởi những biến động trong chính sách kinh tế của thế giới và cả chính sách tiền tệ nội địa (Lê Hồ An Châu & cộng sự, 2018). Việc xác định vai trò các nhân tố thúc đẩy dòng vốn vào Việt Nam trong giai đoạn 2000-2017 là một vấn đề quan trọng, đặc biệt là đối với các nhà hoạch định chính sách. Đây là giai đoạn đánh dấu sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán tại Việt Nam và là giai đoạn Việt Nam trong tiến trình hội nhập quốc tế và tự do hóa tài chính. Thêm vào đó, bối cảnh tình hình kinh tế thế giới hiện nay có nhiều biến động và các nhà đầu tư trên thế giới trở nên cẩn trọng hơn khi thị trường chứng khoán Việt Nam đang dần bị ảnh hưởng sâu sắc bởi những thông tin cũng như rủi ro liên quan đến nền kinh tế lớn nhất thế giới là Mỹ.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

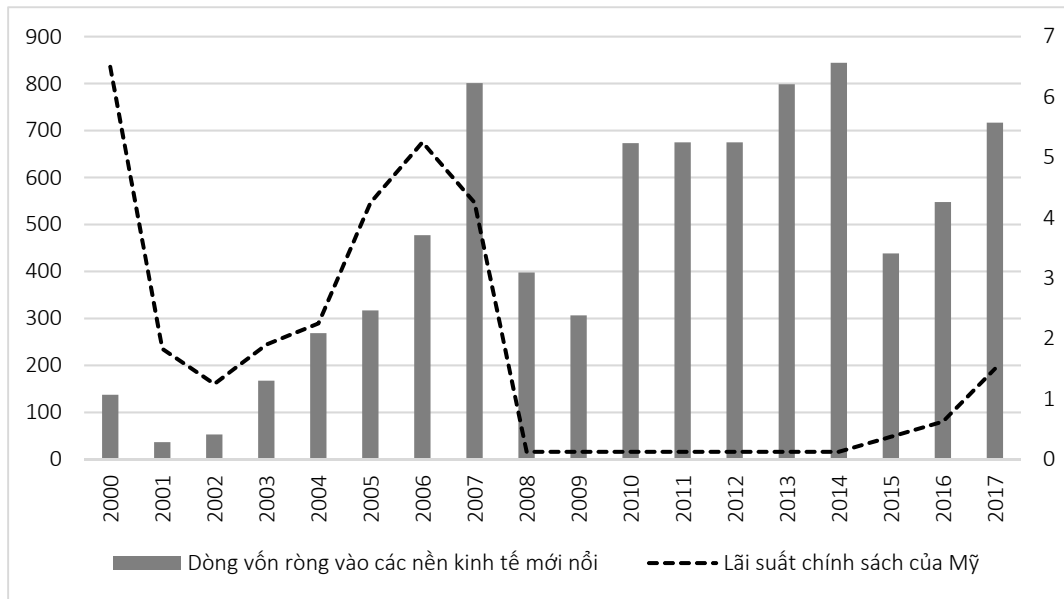
Thuật ngữ “dòng vốn” ám chỉ dòng vốn tài chính và về cơ bản, dòng vốn được cấu thành bởi nhiều thành phần khác nhau, tùy theo mỗi nền kinh tế.

Hình 1: Cơ cấu dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi<sup>1</sup> giai đoạn 2000-2017



Nguồn: Cơ sở dữ liệu BOP-IMF.

**Hình 2: Dòng vốn ròng vào các nền kinh tế mới nổi và lãi suất chính sách của Mỹ giai đoạn 2000-2017**



Nguồn: Cơ sở dữ liệu BOP-IMF, IFS-IMF.

Chen & Khan (1997) cho rằng, cơ cấu của dòng vốn bao gồm vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán và các dòng vốn khác. Các thành phần này thường thấy ở các quốc gia ở Châu Á và Tây bán cầu. Ở các nước có thu nhập trung bình và thấp thì các thành phần này của dòng vốn bao gồm FDI, trợ cấp chính thức, nợ dài hạn và danh mục đầu tư vào tài sản vốn. De Vita & Kyaw, (2008) cho rằng, dòng vốn có thể được phân loại thành dòng vốn nợ (trái phiếu và nợ vay) hoặc dòng vốn cổ phần.

Về mặt thực tiễn cũng như lý thuyết, có rất nhiều tranh luận xung quanh những nhân tố thu hút dòng vốn vào những nền kinh tế mới nổi trên thế giới, ví dụ như các điều kiện kinh tế toàn cầu, sự phát triển của thị trường tài chính, tự do hóa thương mại, thay đổi trong chính sách kinh tế của các nước đang phát triển, rủi ro chính trị, tâm lý bầy đàn của các nhà đầu tư (Chen & Khan, 1997; De Vita & Kyaw, 2008). Nhìn chung, các yếu tố quyết định dòng vốn đến các nước đang phát triển chủ yếu tập trung vào 2 nhân tố: nhân tố đẩy và nhân tố kéo. Nhân tố đẩy ảnh hưởng đến nguồn cung vốn nước ngoài và liên quan đến điều kiện tài chính toàn cầu, đáng chú ý nhất là môi trường lãi suất toàn cầu và khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư (Calvo & cộng sự, 1993; Fernandez-Arias, 1996; Taylor & Sarno, 1997). Ngược lại, các

nhân tố kéo chủ yếu liên quan đến tăng trưởng kinh tế, các yếu tố rủi ro quốc gia và triển vọng lợi nhuận của ở các thị trường mới nổi (Koepeke, 2018; Valdes & cộng sự, 2001).

Các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng nhiều phương pháp trên nền tảng mô hình tự hồi quy vector (VAR), mô hình tự hồi quy vector cấu trúc (SVAR), mô hình hiệu chỉnh sai số (VECM) để xác định các yếu tố tác động đến các dòng vốn vào một hay nhiều quốc gia có cùng chung đặc điểm. Một số nghiên cứu cho rằng các yếu tố này giống nhau khi tác động lên các dòng vốn khác nhau. De Vita & Kyaw (2008) sử dụng mô hình SVAR để kiểm tra tầm quan trọng tương đối của các yếu tố quyết định dòng vốn, tác giả phân tách dòng vốn thành vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán của 5 quốc gia đang phát triển (Brazil, Hàn Quốc, Mexico, Philippines và Nam Phi) trong giai đoạn 1976-2001, đồng thời phân tích các tác động tạm thời của các cú sốc bên ngoài và cú sốc bên trong lên 2 dòng vốn này. Tác giả sử dụng các nhân tố đẩy và nhân tố kéo truyền thống, trong khi nhân tố đẩy được tập trung vào 2 biến chính là tăng trưởng GDP thực tế của Mỹ và lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ, thì nhân tố kéo là tăng trưởng GDP thực và cung tiền trong nước của 5 quốc gia đang phát triển. Kết quả nghiên cứu cho thấy cú sốc trong tăng

**Bảng 1: Các biến trong mô hình hồi quy vector dạng cấu trúc (SVAR)**

<b>Biến nghiên cứu</b>	<b>Ký hiệu</b>	<b>Giải thích biến</b>	<b>Nguồn dữ liệu</b>
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài	FDI	Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (triệu USD)	BOP - Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF)
Vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường chứng khoán	PORT	Vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường chứng khoán (triệu USD)	BOP - IMF
Sản lượng nước ngoài	GDP_US	Tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ (%)	IFS - IMF
Lãi suất nước ngoài	RATE_US	Lãi suất Tín phiếu kho bạc Mỹ kì hạn 3 tháng (%)	IFS - IMF
Cung toàn cầu	USIPI	Chỉ số sản xuất công nghiệp của Mỹ (điểm)	IFS - IMF
Rủi ro toàn cầu	VIX	Chỉ số độ biến động VIX (điểm)	<a href="http://www.cboe.com/vix">http://www.cboe.com/vix</a>
Lãi suất trong nước	IR	Lãi suất chính sách của Việt Nam (%)	IFS - IMF
Lạm phát	CPI	Phần trăm thay đổi của chỉ số CPI Việt Nam (%)	IFS - IMF
Sản lượng nội địa	GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP tại Việt Nam (%)	IFS - IMF
Tỷ giá hối đoái	FOREX	Tỷ giá hối đoái danh nghĩa giữa USD và VND (USD/VND)	IFS - IMF
Giá chứng khoán	SP	Tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, được tính bằng cách lấy logarit của chỉ số VN-Index đóng cửa cuối mỗi ngày so với ngày hôm trước (%)	Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

trường GDP của Mỹ có tác động ngược chiều lên dòng vốn trong khi một cú sốc liên quan đến lãi suất của Mỹ lại có ảnh hưởng cùng chiều đến các dòng vốn này. Thêm vào đó, một cú sốc năng suất trong nước là nguyên nhân làm giảm dòng vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường chứng khoán, nhưng lại làm tăng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào các quốc gia được xem xét.

Bên cạnh các nhân tố truyền thống, Çulha (2006) lại bổ sung thêm các yếu tố khác, làm chặt chẽ thêm quan điểm về thu hút dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi. Tác giả nghiên cứu dòng vốn vào Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 1992-2005 dựa trên mô hình SVAR. Các nhân tố mới trong mô hình được tác giả lựa chọn là chỉ số sản xuất công nghiệp của Mỹ

(đại diện cho cú sốc cung toàn cầu), chỉ số chứng khoán, cán cân ngân sách và cán cân vãng lai. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, cú sốc từ lãi suất của Mỹ có xu hướng làm tăng trong khi sốc từ lãi suất trong nước lại làm giảm dòng vốn vào Thổ Nhĩ Kỳ. Thêm vào đó, khi xảy ra cú sốc cung, dòng vốn vào nước này cũng tăng lên.

Mặc dù tầm quan trọng của các nhân tố đẩy khá đa dạng giữa các nghiên cứu, sự đồng thuận về vai trò của chính sách tiền tệ Mỹ nổi lên trong việc giải thích tính đồng bộ cao của dòng vốn vào các thị trường mới nổi, cụ thể là cung thanh khoản và rủi ro toàn cầu (Milesi-Ferretti & Tille, 2011; Rey, 2015; Shin, 2012). Như vậy, ngoài vai trò của lãi suất và năng suất cũng như tốc độ tăng trưởng ở các nền

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến**

Biến	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
FDI	-2,12	0,35	-2,64	-1,34
PORT	0,12	1,38	-2,59	2,13
GDP_US	0,007	0,009	-0,037	0,02
RATE_US	0,014	0,018	0,0001	0,06
USIPI	2,02	0,02	1,97	2,05
VIX	1,27	0,15	1,01	1,77
IR	0,07	0,03	0,05	0,15
CPI	0,07	0,06	-0,02	0,28
GDP	0,015	0,1	-0,19	0,14
FOREX	4,26	0,07	4,14	4,35
SP	0,013	0,1	-0,31	0,27

Nguồn: Tác giả tính toán.

kinh tế lớn, một nhân tố đầy quan trọng không kém đó là rủi ro toàn cầu. Đặc biệt, kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, rất nhiều nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của nhà đầu tư mạo hiểm như một nhân tố thúc đẩy dòng vốn và thường được đại diện bởi chỉ số biến động VIX của Mỹ (Bruno & Shin, 2015; Forbes & Warnock, 2012; Fratzscher, 2012).

Bên cạnh đó, cũng có một số nghiên cứu phân biệt rõ từng yếu tố dòng vốn vào các nền kinh tế, và do đó, các yếu tố thu hút dòng vốn cũng sẽ khác nhau

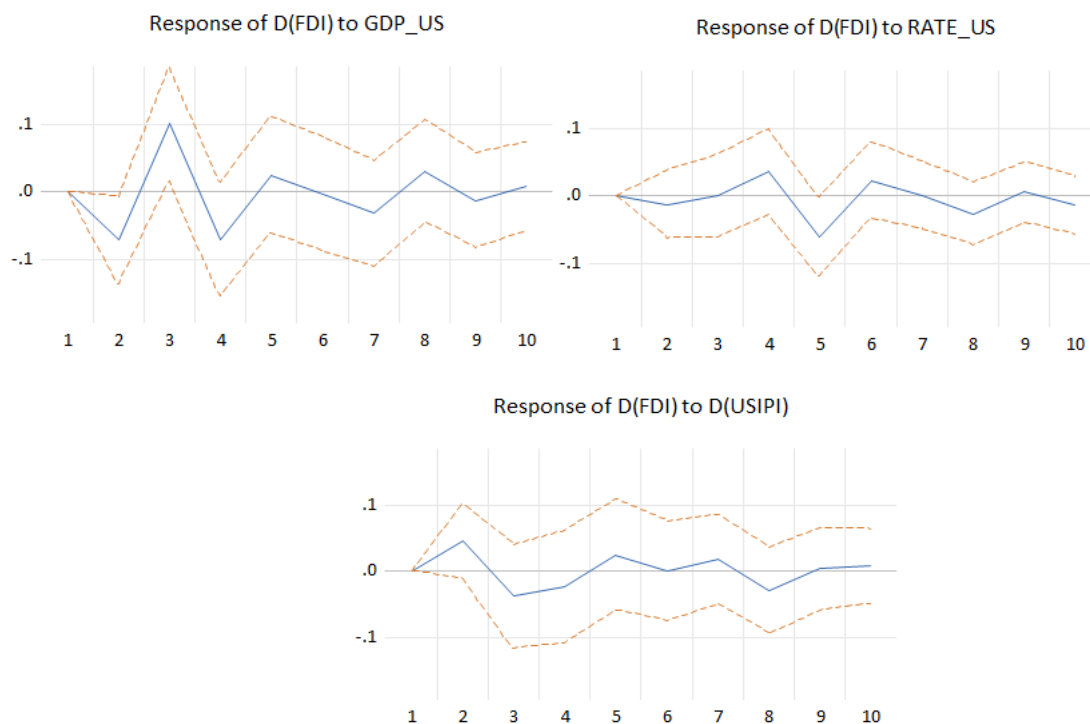
giữa các thành phần dòng vốn khác nhau. Nghiên cứu của Fratzscher (2012) tập trung vào dòng vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường chứng khoán ở cấp độ vi mô, tức là ở cấp quỹ đầu tư cá nhân trên phạm vi 50 quốc gia và thị trường trên toàn thế giới. Ngoài các nhân tố đẩy như GDP thực, chỉ số giá tiêu dùng (CPI), chỉ số sản xuất công nghiệp Mỹ, tác giả còn xem xét thêm sự thay đổi đối với rủi ro thông qua chỉ số VIX của S&P 500. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các nhân tố đẩy cũng như thay đổi trong rủi ro toàn cầu gây ảnh hưởng lớn đến dòng vốn cả trong

**Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng theo ADF test**

Biến nghiên cứu	Bậc 0	Sai phân bậc 1
GDP_US	-4,11	
RATE_US	-3,98	
USIPI	-2,47	-3,3
VIX	-2,46	-9,23
GDP	-0,96	-13,3
IR	-3,08	
CPI	-2,65	-5,39
FOREX	-0,63	-5,87
SP	-7,84	
FDI	-1,09	-7,55
PORT	-9,02	
<b>Giá trị tới hạn</b>	1%	<b>-3,53</b>
	5%	<b>-2,90</b>
	10%	<b>-2,59</b>

Nguồn: Tác giả tính toán.

**Hình 3: Phản ứng của dòng vốn FDI trước các cú sốc đẩy**



*Nguồn: Tác giả tính toán.*

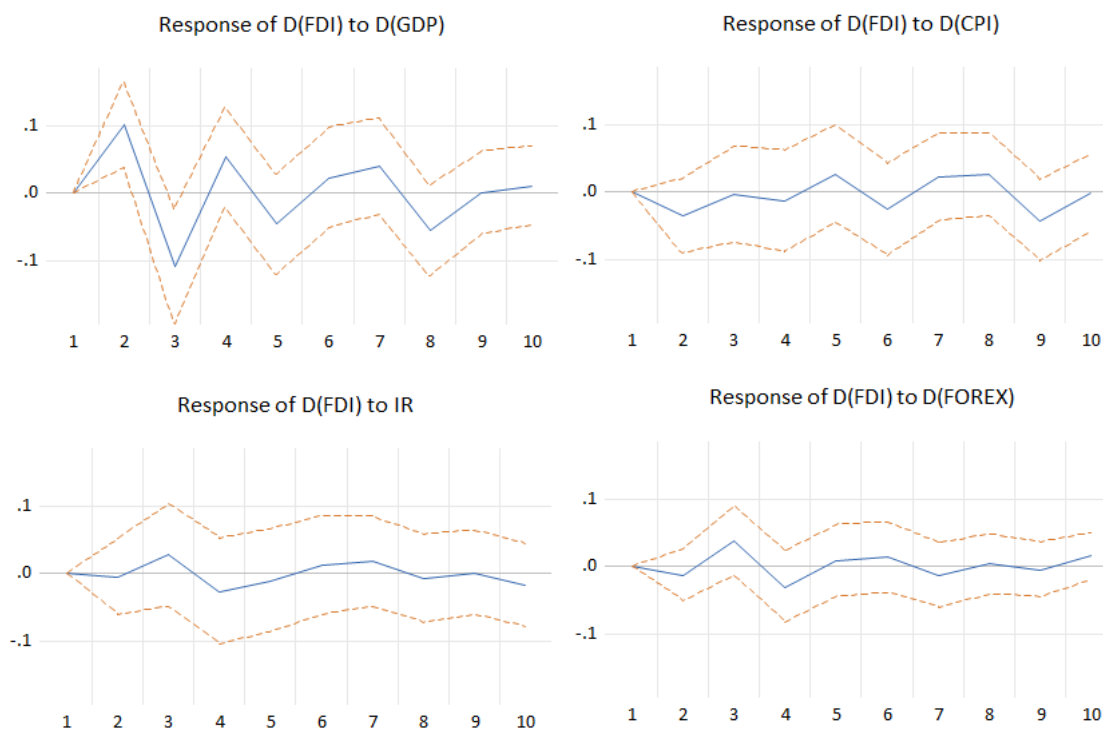
giai đoạn khủng hoảng và phục hồi.

Cerutti & cộng sự (2015) phân tích mức độ nhạy cảm của 34 thị trường các nước mới nổi trước các nhân tố đẩy toàn cầu từ 2001-2013. Tác giả phân tích tổng dòng vốn và từng dòng vốn riêng biệt để xem xét sự không đồng nhất giữa các loại vốn khác nhau, cụ thể đó là vốn FDI, dòng đầu tư vốn cổ phần và dòng đầu tư vào công cụ nợ, vốn đầu tư khác từ ngân hàng và phi ngân hàng. Trong đó, nhân tố đẩy tác giả lựa chọn là trung bình tăng trưởng GDP ở 4 nền kinh tế lớn là EU, Nhật Bản, Mỹ và Anh, chỉ số VIX, thay đổi trong lãi suất chính sách của Mỹ. Đối với nhân tố kéo cho các nước mới nổi, chỉ số giá cả hàng hóa và tăng trưởng GDP thực tế được sử dụng để xem xét tổng dòng vốn vào của các quốc gia này. Kết quả nghiên cứu cho thấy một sự sụt giảm trong tăng trưởng của các nền kinh tế tiên tiến dẫn đến một sự mở rộng dòng vốn đến thị trường các nước mới nổi. Thêm vào đó, một sự tăng lên trong chỉ số VIX sẽ làm giảm dòng vốn xuyên quốc gia qua ngân hàng. Một nghiên cứu gần đây của Koepke (2018) cũng cho thấy vai trò của lãi suất ở Mỹ như một nhân tố đẩy và sử dụng chỉ số VIX để đại diện cho rủi ro toàn cầu.

Các nghiên cứu cho một số nước thuộc khu vực Châu Á cũng khá đa dạng. Abdullah & cộng sự (2010) kiểm tra dòng vốn quốc tế vào Malaysia giai đoạn 1985-2006 thông qua việc sử dụng mô hình VECM. Kết quả cho thấy nhân tố đẩy là chỉ số sản xuất công nghiệp của Mỹ có mối quan hệ ngược chiều với dòng vốn vào Malaysia và nhân tố kéo như GDP thực, lãi suất 3 tháng tín phiếu kho bạc Mỹ đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích dòng vốn vào nước này. Goel (2014) phân tích mối quan hệ giữa dòng vốn ròng và một số yếu tố vĩ mô khác như tốc độ tăng trưởng GDP, thay đổi dự trữ ngoại hối, cán cân vãng lai so với tỷ giá hối đoái thực ở Ấn Độ trong 2 giai đoạn 1996-1997 và 2012-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy dòng vốn ròng ở Ấn Độ có liên quan mật thiết đến việc tăng tỷ giá hối đoái, điều này có nghĩa rằng dòng vốn ngày càng tăng ở Ấn Độ gây những hậu quả bất lợi như mất khả năng cạnh tranh của các ngành xuất khẩu, thâm hụt thương mại.

Tuy nhiên, cũng có nghiên cứu cho rằng tỷ giá hối đoái và các thành phần của dòng vốn có tác động qua lại khác nhau. Athukorala & Rajapatirana (2003) cho rằng vấn đề tỷ giá hối đoái thực tế là một hiện tượng chủ yếu liên quan đến các dòng vốn khác

**Hình 4: Phản ứng của dòng vốn FDI trước các cú sốc kéo**



*Nguồn: Tác giả tính toán.*

(non-FDI), và dường như FDI và tỷ giá hối đoái có tác động mạnh mẽ hơn khi tác giả kiểm tra mối quan hệ của tỷ giá hối đoái thực và các dòng vốn vào các nước trong khu vực Mỹ Latinh và Châu Á. Bénassy-Quéré & cộng sự (2001) cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của sự biến động trong tỷ giá hối đoái đối với vốn FDI ở các thị trường mới nổi.

Các nghiên cứu ở Việt Nam khá hạn chế và thường tiếp cận theo hướng phân tích các yếu tố vĩ mô trong nước ảnh hưởng đến dòng vốn vào Việt Nam hoặc chỉ nói riêng về vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (Mai Thu Hiền & Nguyễn Ngọc Bình, 2016; Nguyễn Kim Phước, 2016). Một nghiên cứu cụ thể về dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán vào Việt Nam áp dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) là của Lê Thị Lanh & cộng sự (2015). Nghiên cứu này xem xét tác động của các biến số kinh tế vĩ mô đến dòng vốn này tại Việt Nam trong giai đoạn 2005-2012, kết quả 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 FPI tại Việt Nam, nhưng GDP và lạm phát lại có phản ứng trái chiều.

Nhìn chung, dù thực hiện các phương pháp khác

nhau nhưng nhiều nghiên cứu trên thế giới và khu vực Châu Á nói chung đều chỉ ra được các nhân tố bên trong và bên ngoài quốc gia thu hút dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi. Theo đó, các nhân tố đẩy như lãi suất chính sách của Mỹ, tốc độ tăng trưởng GDP, chỉ số sản xuất công nghiệp USAPI và chỉ số VIX đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích dòng vốn vào các nước đang phát triển. Tuy nhiên, độ lớn cũng như chiều hướng tác động là khác nhau khi nghiên cứu ở các quốc gia khác nhau. Bên cạnh đó, những nhân tố kéo thuộc đặc thù từng quốc gia như tốc độ tăng trưởng GDP, lạm phát, lãi suất, tỷ giá hối đoái và chỉ số chứng khoán cũng góp phần không nhỏ trong việc nghiên cứu dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi. Tại Việt Nam, các nghiên cứu còn khá đơn giản và chỉ tập trung vào một vài cấu thành riêng lẻ của dòng vốn, mặt khác, các yếu tố đẩy không được chú trọng, điều này làm hạn chế việc giải thích động thái dòng vốn vào Việt Nam trong thời gian qua. Do đó, việc xem xét và kiểm tra vai trò của các nhân tố thu hút dòng vốn vào Việt Nam trong giai đoạn 2000-2017 là điều cần thiết. Điểm nổi bật của nghiên cứu này là xem xét hai thành phần quan trọng riêng biệt trong tổng dòng vốn tại Việt Nam và có xét đến các yếu tố bên ngoài

quốc gia, thêm vào đó, mô hình SVAR được sử dụng để xem xét đầy đủ phản ứng của dòng vốn trước những cú sốc bên trong và bên ngoài Việt Nam.

### 3. Cơ sở dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu xem xét các nhân tố thu hút dòng vốn vào Việt Nam, trong đó dòng vốn được tác giả giả định cấu thành bởi hai yếu tố là FDI và FPI theo nghiên cứu của Chen & Khan (1997). Nghiên cứu xem xét hai loại cú sốc: sốc nhân tố đẩy và sốc nhân tố kéo. Các nhân tố đẩy bao gồm sản lượng (GDP\_US) và lãi suất nước ngoài (RATE\_US), cung toàn cầu (USIPI) và biến động thị trường tài chính toàn cầu (VIX). Các nhân tố kéo bao gồm lãi suất trong nước (IR), lạm phát (CPI), sản lượng nội địa (GDP), tỷ giá hối đoái (FOREX) và giá chứng khoán (SP). Mô hình SVAR với những ràng buộc trong ngắn hạn được xây dựng dựa trên nghiên cứu của Fernandez-Arias (1996), Çulha (2006) và De Vita & Kyaw (2008):

$$Capital\ Flows = f(Push\ factors, Pull\ factors, Capital\ Flows)$$

Mô hình SVAR của n biến viết rút gọn được viết như sau:

$$AY_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i} + u_t \quad (1)$$

Trong đó:

$Y_t$ : Vector (n x 1) của n biến nội sinh;

A: Ma trận không suy biến (n x n) hệ số tác động cùng thời điểm của các biến nội sinh;

$\beta_0$ : Vector (n x 1) của hệ số chặn;

$\beta_i$  (i = 1, 2, 3...p): Ma trận (n x n) hệ số tác động của các biến nội sinh trễ;

$Y_{t-i}$ : Ma trận (n x n) các biến nội sinh trễ;

p: Số bậc trễ;

$u_t$ : Vector (n x 1) sai số

Nhân hai vế của (1) với nghịch đảo của ma trận A ( $A^{-1}$ ), ta được:

$$Y_t = A_0 + \sum_{i=1}^p A_i Y_{t-i} + e_t \quad (2)$$

Trong đó,  $A_0 = A^{-1}\beta_0$ ;  $A_i = A^{-1}\beta_i$ ;  $e_t \sim i.d.d.(0, \sigma_{ei}^2)$

Cấu trúc của mô hình SVAR được áp dụng căn cứ dựa trên các nhân tố kéo và đẩy truyền thống như nghiên cứu của Calvo & cộng sự (1993) và

Fernandez-Arias (1996); tuy nhiên, các yếu tố này được lựa chọn không giống nhau giữa các dòng vốn khác nhau vào Việt Nam. Tác giả thay đổi một số biến liên quan đến nhân tố đẩy và kéo để phù hợp với tình hình vĩ mô của Việt Nam. Giả định rằng, tỷ giá hối đoái và vốn FDI có tác động đáng kể hơn so các dòng vốn khác (Athukorala & Rajapatirana, 2003). Nhân tố đẩy mới cũng được xem xét trong phương trình của dòng vốn FDI bên cạnh các nhân tố truyền thống đó là Chỉ số sản xuất công nghiệp Hoa Kỳ (USIPI) theo nghiên cứu của Çulha (2006), được sử dụng làm đại diện cho hiệu suất năng suất của nước công nghiệp hay cung toàn cầu. Nhân tố đẩy bao gồm USIPI là vì nó phản ánh sự sẵn có của các khoản đầu tư ra nước ngoài của các nhà đầu tư tiềm năng. Thêm vào đó, thị trường chứng khoán Việt Nam dễ bị ảnh hưởng bởi những thay đổi bất ngờ trong chính sách kinh tế thế giới (Lê Hồ An Châu & cộng sự, 2018) và những dự báo rủi ro tiềm ở những thị trường phát triển, vậy nên đối với dòng vốn FPI ở Việt Nam, tác giả giả định chịu ảnh hưởng mạnh hơn so với vốn FDI về rủi ro toàn cầu theo nghiên cứu của Fratzscher (2012), đồng thời, biến giá cổ phiếu cũng được đưa vào để xem xét tác động đến dòng vốn này, do các nhà đầu tư cũng quan tâm đến tình hình biến động trên thị trường chứng khoán ở các nước mới nổi như Việt Nam. Như vậy, mô hình SVAR được biểu diễn dưới dạng các phương trình cụ thể với các biến nhân tố kéo và đẩy được trình bày như sau:

$$FDI_t = f_1(u_t^{GDP\_US}, u_t^{RATE\_US}, u_t^{USIPI}, u_t^{IR}, u_t^{CPI}, u_t^{GDP}, u_t^{FOREX}, u_t^{FDI}) \quad (3)$$

$$PORT_t = f_2(u_t^{RATE\_US}, u_t^{USIPI}, u_t^{VIX}, u_t^{IR}, u_t^{CPI}, u_t^{GDP}, u_t^{SP}, u_t^{PORT}) \quad (4)$$

Các ràng buộc trong ngắn hạn được thiết lập theo một mô hình tiêu chuẩn với hệ số đệ quy và trật tự các biến được biểu diễn trong phương trình (3) và (4). Nghiên cứu sử dụng số liệu hàng quý trong giai đoạn từ 2000-2017. Mô tả các biến và nguồn dữ liệu được thể hiện trong Bảng 1.

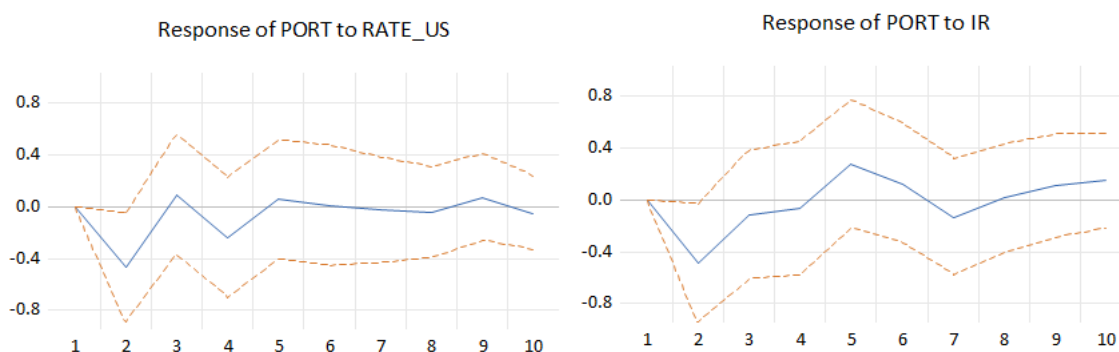
Nghiên cứu thực hiện hồi quy mô hình SVAR lần lượt theo các bước sau:

- Bước 1: Kiểm định tính dừng của các biến, thực hiện biến đổi đến khi được chuỗi dừng;

- Bước 2: Kiểm định độ trễ tối ưu của mô hình. Trong mô hình SVAR, độ trễ tối ưu của mô hình được lựa chọn dựa trên các kiểm định Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SC);



**Hình 5: Kết quả phản ứng của dòng vốn FPI trước các cú sốc kéo và đẩy**



*Nguồn: Tác giả tính toán.*

- Bước 3: Kiểm định và lựa chọn mô hình dựa trên các độ trễ được lựa chọn ở bước 2;
- Bước 4 Ước lượng mô hình SVAR với các ràng buộc trong ngắn hạn;
- Bước 5: Phân tích kết quả dựa trên hàm phản ứng đẩy và phân rã phương sai.

#### 4. Kết quả thực nghiệm

Các biến FDI, PORT, USIPI, VIX và FOREX trong bảng 1 được logarit hóa trước khi sử dụng để chạy mô hình. Nhìn chung, các biến được sử dụng trong mô hình có độ lệch chuẩn nhỏ (từ 0,009 đến 1,38), tức độ ổn định của các số liệu thống kê này quanh giá trị trung bình cao. Thêm vào đó các biến này có giá trị lớn nhất và nhỏ nhất không chênh lệch nhau quá nhiều (Bảng 2).

Tác giả kiểm tra tính dừng của các biến dựa trên kiểm định Augmented Dickey Fuller (ADF test). Kết quả được trình bày ở Bảng 3, theo đó chỉ có biến GDP\_US, RATE\_US, IR, SP và PORT dừng ở bậc 0, các biến còn lại dừng ở sai phân bậc 1.

Mô hình SVAR cho cả hai mô hình trong phương

trình (3) và (4) tương ứng với 2 dòng vốn tại Việt Nam được ước lượng với độ trễ là 4 dựa trên tiêu chuẩn AIC và SC, thêm vào đó, với độ trễ này các mô hình đều có tính ổn định cao do giá trị nghịch đảo nghiệm đặc trưng đều nằm trong vòng tròn đơn vị.

Kết quả phản ứng của các dòng vốn khi có cú sốc đẩy và kéo được tác giả thực hiện thông qua hàm phản ứng đẩy. Kết quả cho thấy khi xảy ra các cú sốc bên ngoài quốc gia thì chỉ có sản lượng nước ngoài là có ảnh hưởng đến dòng vốn FDI, ngược lại, FDI không phản ứng với những cú sốc liên quan đến lãi suất nước ngoài và cung toàn cầu (Hình 3). Cụ thể, khi có cú sốc trong tăng trưởng GDP của Mỹ xảy ra, vốn FDI vào Việt Nam giảm nhẹ tức thời sau cú sốc cho đến nửa quý 2, ở mức 0,07, sau đó tăng lên lại ở mức 0,1. Phản ứng có ý nghĩa thống kê đến nửa quý 3 sau khi cú sốc xảy ra. Tác động ngược chiều của cú sốc liên quan đến sản lượng đầu ra nước ngoài đối với dòng vốn FDI ở Việt Nam cũng tương đồng với nghiên cứu của (Cerutti & cộng sự, 2015; De Vita & Kyaw, 2008).

**Bảng 4: Dự báo phân rã phương sai của dòng vốn FDI**

Kỳ	GDP_US	RATE_US	USIPI	IR	CPI	GDP	FOREX	FDI
1	0,2	6,9	5,6	0	0,2	0,9	0,03	86,0
3	1,9	8,6	4,0	0,06	3,8	22,4	2,1	57,1
5	5,0	10,7	7,8	0,9	4,7	21,4	2,8	46,6
9	4,4	11,7	6,8	2,8	7,4	21,8	2,7	42,3
10	4,5	11,9	6,7	3,0	7,3	21,7	2,9	41,8

**Bảng 5: Dự báo phân rã phương sai của dòng vốn FPI**

Kỳ	RATE_US	USIPI	VIX	IR	CPI	GDP	SP	PORT
1	1,4	0,5	2,2	3,7	1,4	0,05	8,4	82,4
3	1,8	9,7	8,6	8,6	2,3	5,7	8,6	54,5
5	4,6	8,7	9,8	7,3	9,5	5,9	8,6	45,5
9	4,1	8,4	10,5	7,2	10,3	5,7	11,3	42,2
10	4,7	8,5	10,1	8,3	10,7	5,6	11,1	40,7

*Nguồn: Tác giả tính toán.*

Ngoài ra, khi xảy ra các cú sốc kéo, vốn FDI chỉ bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi trong sản lượng nội địa (Hình 4). Cụ thể, FDI phản ứng cùng chiều với cú sốc sản lượng nội địa, tức là khi tốc độ tăng trưởng GDP trong nước tăng lên, FDI vào Việt Nam cũng tăng ngay lập tức và đạt đỉnh vào nửa quý thứ 2, ở mức 0,1 sau khi cú sốc xảy ra, sau đó giảm dần. Phản ứng có ý nghĩa thống kê đến gần quý 3 sau cú sốc. Kết quả này có thể được giải thích rằng khi tốc độ tăng trưởng của Việt Nam tăng lên đồng nghĩa với doanh thu và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp trong nền kinh tế cũng tăng, điều này là tín hiệu tốt để thu hút những công ty đa quốc gia tiến hành bỏ vốn để đầu tư trực tiếp vào Việt Nam. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của (De Vita & Kyaw, 2008). Tuy nhiên, FDI không phản ứng với các biến nhân tố kéo còn lại như lạm phát, lãi suất hay tỷ giá hối đoái trong nước.

Đối với dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán, kết quả phản ứng được thể hiện trong Hình 5. Kết quả cho thấy rằng, FPI phản ứng ngược chiều khi xảy ra cú sốc lãi suất nước ngoài và lãi suất trong nước. Cụ thể, khi lãi suất ở Mỹ tăng sẽ gây ra một sự sụt giảm trong dòng vốn FPI tại Việt Nam đến nửa quý 2 sau sốc, đạt 0,47, sau đó tăng nhẹ. Điều này có thể được giải thích bởi thực tế rằng khi lãi suất ở Mỹ tăng lên kéo theo giá trị đồng USD tăng theo và giá trị tài sản tính bằng USD cũng tăng, hiện tượng này sẽ làm các dòng vốn rời khỏi những thị trường mới nổi như Việt Nam để trở về Mỹ. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của De Vita & Kyaw (2008), Fernandez-Arias (1996) và Taylor & Sarno (1997). Ngược lại, đối với nhân tố kéo, khi xảy ra cú sốc lãi suất trong nước, dòng vốn FPI vào Việt Nam cũng bị giảm tương ứng

(0,48), có nghĩa rằng khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tăng lãi suất sẽ làm giảm dòng vốn FPI vào Việt Nam. Điều này có thể được lý giải bởi việc tăng lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là động thái thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, lãi suất tăng làm các doanh nghiệp khó khăn hơn trong việc vay vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh, làm giá chứng khoán trên thị trường giảm. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với thực tiễn Việt Nam hiện nay khi thị trường chứng khoán dường như có biến động ít nhiều trước những đợt tăng lãi suất của Fed.

Kết quả của phản ứng đẩy được củng cố thêm thông qua việc phân tích phân rã phương sai của 2 biến FDI và FPI. Bảng 4 và Bảng 5 mô tả sự đóng góp của các biến được xem xét trong mô hình đối với sự thay đổi của dòng vốn FDI và FPI tại Việt Nam. Kết quả cho thấy, sự thay đổi của FDI trong hầu hết thời gian chủ yếu được giải thích bởi chính nó, tuy nhiên, ở những giai đoạn sau, biến động của FDI còn được giải thích bởi sự thay đổi của GDP (chiếm từ 20%-22%), RATE\_US (khoảng 8%-11%) và GDP\_US (chiếm khoảng 5%). Kết quả tương tự xảy ra đối với FPI, khi trong ngắn hạn và dài hạn cú sốc quan trọng nhất trong việc giải thích sự biến động của FPI là chính nó, tuy nhiên, tỷ lệ này giảm dần trong dài hạn. Điều đặc biệt là khi xem xét trong dài hạn, biến FPI còn được giải thích khá nhiều bởi sự biến động của các biến VIX, USIPI hơn là IR và RATE\_US trong mô hình.

### 5. Kết luận

Nghiên cứu phân tích những nhân tố đẩy và kéo thu hút dòng vốn vào Việt Nam trong giai đoạn 2000-2017. Trong đó, dòng vốn tại Việt Nam được phân biệt thành 2 dòng vốn riêng biệt là dòng vốn

đầu tư trực tiếp nước ngoài và dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán. Bằng cách áp dụng mô hình SVAR với các ràng buộc trong ngắn hạn, nghiên cứu cho thấy nhân tố kéo và đẩy đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút dòng vốn vào Việt Nam. Cụ thể hơn, vốn FDI và FPI tại Việt Nam lần lượt chịu ảnh hưởng của nhân tố đẩy là sản lượng đầu ra nước ngoài; lãi suất nước ngoài và nhân tố kéo là sản lượng nội địa và lãi suất trong nước. Điều này cho thấy rằng khi xảy ra cú sốc sản lượng đầu ra nước ngoài, dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ giảm ngay khi cú sốc xảy ra đến nửa quý thứ 2, ngược lại, FDI sẽ tăng khi có cú sốc liên quan đến sản lượng trong nước. Mặt khác, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, dòng vốn FPI tại Việt Nam sẽ giảm ngay khi có cú sốc về lãi suất, kể cả lãi suất trong nước hay ở nước ngoài xảy ra. Ngoài ra, phân rã phương sai cũng cho thấy kết quả tương tự, và kết quả này bổ sung thêm bằng chứng chắc chắn khi phân tích phản ứng đẩy trong ngắn hạn. Tuy nhiên, xét trong dài hạn, ngoài các yếu tố trên, dòng vốn FDI cũng được giải thích bởi sự thay đổi của lãi suất nước ngoài và sự thay đổi của dòng vốn FPI cũng được giải thích khá nhiều bởi các yếu tố khác như rủi ro và cung toàn cầu hơn là lãi suất. Điều này phù hợp và tương thích với kết quả nghiên cứu của (Cerutti & cộng sự, 2015; De Vita & Kyaw, 2008; Fernandez-Arias, 1996). Với kết quả trên, nghiên cứu cũng còn có hạn chế khi chỉ mới xem xét hai

trong số rất nhiều thành phần đa dạng của dòng vốn vào Việt Nam cũng như các nhân tố tác động. Tuy nhiên, việc nghiên cứu đầy đủ tất cả các loại dòng vốn cũng như các yếu tố ảnh hưởng tại Việt Nam còn gặp nhiều khó khăn khi số liệu thống kê cũng như tính cập nhật đầy đủ của các dữ liệu này còn khá hạn chế.

Kết quả nghiên cứu này gợi mở một số hàm ý quan trọng cho các nhà hoạch định chính sách và các nhà đầu tư. Thứ nhất, các yếu tố thu hút dòng vốn vào Việt Nam không đơn thuần chỉ là các nhân tố vĩ mô trong nước – đóng vai trò là nhân tố kéo, mặt khác, dòng vốn tại Việt Nam còn chịu ảnh hưởng bởi các nhân tố đẩy liên quan đến các quốc gia phát triển trên thế giới như Mỹ. Chính vì vậy, đối với các nhà hoạch định chính sách, cần phải nhấn mạnh thêm vai trò của sản lượng và lãi suất ở các quốc gia tiên tiến để thiết kế chính sách phù hợp đối phó kịp thời với chu kỳ kinh tế của các nước trên. Thứ hai, cần phải chú trọng về chính sách kinh tế vĩ mô trong nước và thúc đẩy tăng trưởng trong nước để thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước cần phải có các động thái điều chỉnh chính sách về lãi suất phù hợp khi có sự thay đổi trong điều kiện lãi suất nước ngoài để chủ động đối phó với sự đảo chiều của dòng vốn tại Việt Nam, đặc biệt là dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán.

#### **Ghi chú:**

1. Mẫu bao gồm 20 quốc gia mới nổi: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Croatia, Hong Kong, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Nga, Nam Phi, Hàn Quốc, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Venezuela và Việt Nam.

#### **Tài liệu tham khảo:**

- Abdullah, M.A., Mansor, S.A. & Puah, C.-H. (2010), 'Determinants of International Capital Flows: The Case of Malaysia', *Global Economy and Finance Journal*, 3(1), 31-43.
- Athukorala, P.C. & Rajapatirana, S. (2003), 'Capital inflows and the real exchange rate: a comparative study of Asia and Latin America', *World Economy*, 26(4), 613-637.
- Bénassy-Quéré, A., Fontagné, L. & Lahrière-Révil, A. (2001), 'Exchange-rate strategies in the competition for attracting foreign direct investment', *Journal of the Japanese and international Economies*, 15(2), 178-198.
- Bruno, V. & Shin, H.S. (2015), 'Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy', *Journal of Monetary Economics*, 71, 119-132.
- Calvo, G.A., Leiderman, L. & Reinhart, C.M. (1993), 'Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors', *Staff Papers*, 40(1), 108-151.

- Camén, U. (2006), *Monetary policy in Vietnam: the case of a transition country*, Press & Communications CH 4002 Basel, Switzerland, 232.
- Cerutti, E., Claessens, S. & Puy, M.D. (2015), *Push factors and capital flows to emerging markets: why knowing your lender matters more than fundamentals*, IMF working paper WP15/15/127, retrieved on December 28<sup>th</sup> 2018, from <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15127.pdf>>.
- Chen, Z., & Khan, M. M. S. (1997), *Patterns of capital flows to emerging markets: a theoretical perspective*. IMF working paper WP/97/13, retrieved on December 13<sup>th</sup> 2018, from <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9713.pdf>>.
- Chuhan, P., Claessens, S. & Mamingi, N. (1998), 'Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors', *Journal of Development Economics*, 55(2), 439-463.
- Çulha, A. (2006), 'A structural VAR analysis of the determinants of capital flows into Turkey', *Central Bank Review*, 2(2), 11-35.
- De Vita, G. & Kyaw, K.S. (2008), 'Determinants of capital flows to developing countries: a structural VAR analysis', *Journal of Economic Studies*, 35(4), 304-322.
- Fernandez-Arias, E. (1996), 'The new wave of private capital inflows: push or pull?', *Journal of Development Economics*, 48(2), 389-418..
- Forbes, K.J. & Warnock, F.E. (2012), 'Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment', *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
- Fratzscher, M. (2012), 'Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis', *Journal of International Economics*, 88(2), 341-356.
- Goel, S. (2014), 'An empirical analysis of the relationship between capital flows and the real exchange rate in India', *International Journal of Applied Management and Technology*, 13(1), 5.
- Koepke, R. (2018), 'Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 170-194..
- Lê Hồ An Châu, Ngô Sỹ Nam & Nguyễn Thị Mai Huyền (2018), 'Phản ứng của giá cổ phiếu đối với biến động chính sách kinh tế thế giới và chính sách tiền tệ tại Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(3), 05-22.
- Lê Thị Lanh, Huỳnh Thị Cẩm Hà & Lê Thị Hồng Minh (2015), 'Tác động của các chỉ số kinh tế vĩ mô đến dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) tại Việt Nam', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 20(30), 23-28.
- Mai Thu Hiền & Nguyễn Ngọc Bình (2016), 'Các nhân tố tác động đến đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 223(II), 90-96.
- Milesi-Ferretti, G.M. & Tille, C. (2011), 'The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis', *Economic policy*, 26(66), 289-346.
- Nguyễn Kim Phước (2016), 'Các yếu tố ảnh hưởng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 120, 56-64.
- Rey, H. (2015), *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*, retrieved on December 3<sup>rd</sup> 2018, from <<https://www.nber.org/papers/w21162>>.
- Shin, H.S. (2012), 'Global banking glut and loan risk premium', *IMF Economic Review*, 60(2), 155-192.
- Taylor, M.P. & Sarno, L. (1997), 'Capital flows to developing countries: long-and short-term determinants', *The World Bank Economic Review*, 11(3), 451-470.
- Valdés, M.R.O., Hernández, M.L. & Melado, M.P. (2001), *Determinants of Private Capital Flows in the 1970's and 1990's: Is there Evidence of Contagion?*, IMF working paper WP/01/64, retrieved on December 26<sup>h</sup> 2018, from <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0164.pdf>>.