

1. Giới thiệu

Đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI - Foreign Portfolio Investment) là dòng vốn của những nhà đầu tư nước ngoài thực hiện việc đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu của một quốc gia để tìm kiếm lợi nhuận hoặc đầu cơ (Chaudhry và cộng sự 2014). FPI giúp nhà đầu tư nước ngoài hưởng lợi nhuận mà không phải trực tiếp quản lý doanh nghiệp; bên cạnh đó, đối với các quốc gia nhận dòng vốn FPI, các tài sản tài chính được chu chuyển nhanh hơn giữa các khu vực. Loại hình đầu tư này tăng trưởng mạnh mẽ trong hơn 3 thập kỷ gần đây và là nguồn đầu tư quan trọng các quốc gia phát triển và đang phát triển (Ekeocha và cộng sự 2012). Vì vậy, các nhà kinh tế học ngày càng chú trọng đến FPI thông qua nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về tác động của dòng vốn này đến nền kinh tế các quốc gia mở cửa như Brennan & Cao (1997), Garibaldi (2002), Goldstein & Razin (2006), Hau & Rey (2006), Ibicioglu (2012), Combes và cộng sự (2012), Gumus và cộng sự (2013),... và các nghiên cứu khác.

Việt Nam, một quốc gia nhỏ, đã tiến hành mở cửa thương mại và cả tài chính từ những năm 1990, đặc biệt năm 2000, thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời với cột mốc là Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh - HOSE (ngày 20/07/2000). Sau đó, giai đoạn 2001 - 2007, được coi là giai đoạn tăng trưởng mạnh của dòng vốn đầu tư gián tiếp do nền kinh tế đã được phục hồi sau cuộc "khủng hoảng tiền tệ Châu Á 1997", cùng với sự phát triển mạnh của kinh tế Việt Nam trong giai đoạn này (xem Biểu đồ 1).

Đến cuối năm 2007, xuất hiện tình trạng lượng USD lớn vào thị trường chứng khoán Việt Nam, trong 9 tỷ USD

DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI VÀ BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI. MỘT SỐ VẤN ĐỀ CẦN XEM XÉT CHO VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Phúc Cảnh và nhóm tác giả

Phạm Minh Quang, Nguyễn Minh Trí,

Vũ Ngọc Minh, Trần Thị Thùy Linh, Võ Trọng Hậu *

thì có tới 6 tỷ là FPI (trong đó 60-70% là đầu tư vào thị trường trái phiếu). FPI dồi dào đã giúp ổn định tỷ giá, tăng dự trữ, cải thiện cán cân thanh toán và tác động mạnh tới thị trường chứng khoán, tuy nhiên, việc nguồn vốn vào nhiều trong khi hiệu quả sử dụng vốn thấp sẽ gây ra tình trạng bong bóng tài sản, bên cạnh đó, là biến động trên thị trường chứng khoán và cả biến động trong tỷ giá, đặc biệt trong giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 gây ra hiện tượng rút vốn mạnh của FPI không chỉ ở Việt Nam và các nước trên thế giới.

Giai đoạn 2008 - 2013, cuộc khủng

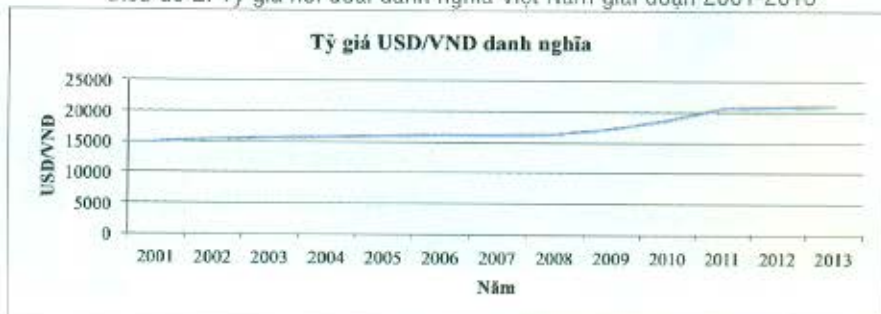
hoảng tài chính toàn cầu ảnh hưởng tiêu cực đến hệ thống tiền tệ của các ngân hàng hàng đầu thế giới và dẫn đến sự phá sản của hàng loạt các ngân hàng và tập đoàn kinh tế, và Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Cùng với đó, sau một thời gian phát triển quá nóng, thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu có dấu hiệu suy giảm, cộng gộp cả hai yếu tố đó đã làm cho các nhà đầu tư nước ngoài thu hẹp đầu tư, thoái vốn ở một số quỹ đầu tư và các quỹ đầu tư cũng thu hẹp hoạt động đầu tư của mình dẫn đến tình trạng biến động tỷ giá mạnh của Việt Nam trong thời gian qua (xem Biểu đồ 2).

Biểu đồ 1: Tổng sản phẩm quốc nội hàng năm (GDP)



Nguồn: World Development Indicators (2014).

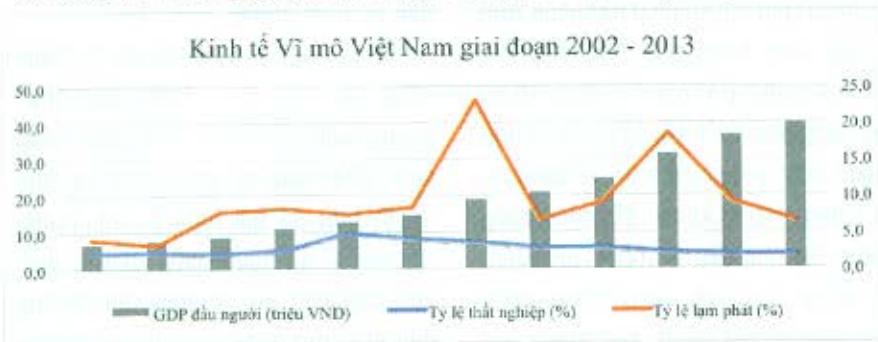
Biểu đồ 2: Tỷ giá hối đoái danh nghĩa Việt Nam giai đoạn 2001-2013



Nguồn: World Development Indicators (2014).

* Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Biểu đồ 3. GDP đầu người, tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát Việt Nam giai đoạn 2002-2013



Nguồn: ADB (2014)

Như vậy, liệu FPI có ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái cũng như các yếu tố khác trong nền kinh tế Việt Nam trong gần 15 năm qua hay không? Đồng thời, chính sách phù hợp để ứng phó với dòng vốn này cho Việt Nam là gì? Bài viết này đi vào trả lời hai câu hỏi trên thông qua phân tích dữ liệu của Việt Nam và bài học của các quốc gia trên thế giới. Phần tiếp theo trình bày chi tiết về kinh tế Việt Nam, FPI và tỷ giá trong gần 15 năm qua.

2. Kinh tế vĩ mô thế giới, Việt Nam, dòng vốn đầu tư gián tiếp và tỷ giá hối đoái

2.1. Diễn biến kinh tế vĩ mô

Sau khủng hoảng Dot-com và cuộc tấn công khủng bố vào tòa tháp đôi tại New York năm 2001, Mỹ đưa ra những chính sách kinh tế khác nhau để cải thiện tình hình bằng cách mở rộng chính sách tiền tệ khi cắt giảm lãi suất liên tục từ 6,5% xuống còn 1,75% trong giai đoạn 2000 - 2005 (Walker 2015). Chính sách tiền tệ mở rộng với mức lãi suất thấp kéo dài dẫn đến

bong bóng bất động sản của Mỹ, tuy nhiên, với việc lãi suất thay đổi bất ngờ những năm 2007, 2008 đã thay đổi tình hình kinh tế. Giá nhà đất Mỹ bắt đầu giảm cùng với tiền lãi vay để đầu tư nhà đất quá lớn nên bong bóng bất động sản xì hơi, tỷ lệ vỡ nợ của người vay tăng lên, đặc biệt là những người vay dưới tiêu chuẩn thường xuyên ở trong tình trạng khó khăn tài chính do thu nhập của người dân không đủ để trang trải mức lãi suất tăng trở lại gây ra khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Sự lan tỏa từ bong bóng bất động sản "vỡ" đã khiến cho hàng loạt thể chế tài chính Mỹ rơi vào cảnh phá sản như Lehman Brothers, New Century Financial Corp... Nhiều ngân hàng và tổ chức khác bị buộc phải bán lại hay bị chính phủ Mỹ tiếp quản như Fannie Mae, Freddie Mac, Indy Mac, Bear Stearns, Washington Mutual Inc, Wachovia. Những thiệt hại mà khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn của Mỹ không những hiện diện trực tiếp đến kinh tế Mỹ mà còn ảnh hưởng toàn thế giới, bao gồm cả Việt Nam.

Mặc dù tổng sản lượng bình quân đầu người tại Việt Nam vẫn cho thấy sự tăng trưởng ổn định trong 15 năm gần đây nhưng tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát lại bị ảnh hưởng tiêu cực trong giai đoạn 2008 - 2013. Tỷ lệ thất nghiệp cả nước cùng với chỉ số lạm phát tăng mạnh lần lượt xấp xỉ 2,9% và 23% năm 2008 là hậu quả khủng hoảng toàn cầu tại Việt Nam. (Biểu đồ 3)

Ngoài ra, khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 còn làm thị trường tài chính toàn cầu mất khoảng 17.000 tỷ USD khi thị trường khắp thế giới sụt giảm mạnh trong năm 2008, phổ biến từ 40% đến 60%. Tuy thị trường tài chính Việt Nam chưa thật sự gia nhập sâu vào thị trường tài chính quốc tế, nhưng Việt Nam vẫn phải gánh chịu những hậu quả gián tiếp thông qua sự truyền dẫn từ những dòng vốn đầu tư từ Mỹ và các quốc gia khủng hoảng vào thị trường Việt Nam. Với dòng vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam khoảng 306 triệu USD trong năm 2005, một trong những con số lớn trong giai đoạn này, đến năm 2008, dòng vốn đảo chiều khi giảm 107 triệu USD nên tạo ra một số tác động quan trọng:

Đầu tiên, khi dòng vốn chảy vào và ra khỏi Việt Nam quá lớn đã làm tăng và giảm cung ngoại tệ lớn và nhanh chóng dẫn đến bất ổn trong tỷ giá USD/VND. Để hạn chế ảnh hưởng này, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) phải can thiệp vào thị trường ngoại hối hoặc phá giá VND để giảm

NHẬN TIN NHẮN – ĐÓN QUÀ VUI

Từ 02/11/2015 đến 26/01/2016 với hàng ngàn cơ hội trúng thưởng*

Nhận tin nhắn báo biến động số dư tài khoản, giao dịch thẻ tín dụng

Đăng ký VCB + SMS Banking và chọn tin nhắn "VCB COT" gọi 6167 hoặc 8170 hoặc truy cập VCB – iBanking để kích hoạt SMS chủ động

01 Giải đặc biệt
Vespa Primavera 3V từ 125cc

02 Giải nhất
iPhone 6 Plus 16GB

03 Giải nhì
Samsung Galaxy S6 Edge 32GB

1000 Giải may mắn

Tổng số giải thưởng: 1900 Giải, 54 Giải đặc biệt, 02 Giải nhất, 03 Giải nhì, 1000 Giải may mắn

Đăng ký và tham gia ngay tại: www.vietcombank.com.vn

ảnh hưởng của lượng vốn vào ra tạo ra bất ổn trên thị trường ngoại hối.

Thứ hai, do dòng vốn tăng quá nhanh trong giai đoạn trước 2008 so với trước đó nên bong bóng tài sản ở Việt Nam cũng dần hình thành trong giai đoạn 2006 - 2008 do dòng vốn vào quá lớn.

Cuối cùng, do FPI vào ồ ạt có thể sẽ tạo điều kiện cho khủng hoảng xảy ra do những lần đảo chiều mạnh từ thị trường tiền tệ gây áp lực lớn lên tỷ giá, nếu chính phủ không có chính sách phù hợp sẽ tạo ra nguy cơ bị đầu cơ đồng tiền. Để hiểu rõ hơn tình hình biến động của dòng vốn đầu tư gián tiếp tại Việt Nam trong thời gian qua, phần tiếp theo trình bày vấn đề này.

2.2. Dòng vốn đầu tư gián tiếp

Từ những năm 2000, cùng với quá trình cải cách kinh tế, bản thân các doanh nghiệp Việt Nam cũng phải tự tiến hành cải cách, đồng thời tiến hành cổ phần hoá nhằm gia tăng năng lực và hiệu quả cạnh tranh khi hội nhập quốc tế. Cổ phần hoá phải đi đôi với việc hình thành các thị trường vốn, các kênh huy động vốn, mà trong đó hạt nhân là thị trường chứng khoán. Các mối quan hệ kinh tế gia tăng, dòng vốn lưu chuyển nhanh sẽ góp phần tạo ra hiệu ứng tốt đối với hoạt động của các doanh nghiệp. Vì vậy, việc tham gia của các nhà đầu tư FPI sẽ có tác động mạnh mẽ đến thị trường tài chính, giúp cho thị trường tài chính minh bạch và hoạt động hiệu quả hơn, xác lập giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết chính xác, giảm thiểu những giao động “phi thị trường”, góp phần vào giải quyết một cách cơ bản các mối quan hệ kinh tế như vốn, công nghệ, và quản lý. (Biểu đồ 4)

Rõ ràng, FPI của Mỹ vào Việt Nam có sự biến động trong giai đoạn 2001 - 2013. Từ năm 2001 - 2007, FPI tăng gấp 10 lần từ mức 21 triệu USD năm 2001 lên 248 triệu USD vào năm

2007. FPI trong giai đoạn này tăng lên nhanh chóng bởi sự phát triển của kinh tế Việt Nam trong giai đoạn này tốt, thị trường chứng khoán trong giai đoạn này cũng phát triển với số lượng chứng khoán niêm yết nhiều hơn. Về dài hạn, thị trường chứng khoán đầy triển vọng khiến các nhà đầu tư mong muốn có cổ phiếu của Việt Nam trong danh mục đầu tư của mình. Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 xảy ra đã làm giảm mạnh dòng vốn FPI vào Việt Nam trong cùng năm. Trong giai đoạn 2001 - 2008, Việt Nam có những thành công nhất định trong việc thu hút FPI, nhưng một thực tế phải nhìn nhận rằng, Việt Nam là quốc gia thu hút FPI thấp nhất từ Mỹ trong khu vực Đông Nam Á, con số vẫn chỉ dừng lại ở vài chục hoặc vài trăm triệu USD giai đoạn từ 2001 - 2008, nguyên nhân chủ yếu gây ra vấn đề này là chính sách kinh tế vĩ mô chưa phù hợp, thị trường tài chính còn thiếu minh bạch dẫn đến niềm tin của nhà đầu tư ngoại thấp. Sau năm 2008 giảm mạnh, FPI dần được phục hồi và tạo bước đà tăng trưởng trong giai đoạn từ năm 2009 trở đi. Chỉ trong vòng 5 năm từ 2009 đến 2013, FPI từ Mỹ vào Việt Nam tăng gần 2 tỷ USD so với năm 2008, điều này chứng tỏ nền kinh tế dần được phục hồi sau khủng

hoảng, lấy lại được niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài.

Kết quả trên có thể coi đó là thành công của Việt Nam trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế khi FPI chỉ giảm trong năm 2008 sau đó khôi phục và tăng mạnh hơn so với những năm trước. Nguyên nhân nguồn vốn đầu tư gián tiếp cao như vậy là nhờ môi trường đầu tư vĩ mô ngày càng thông thoáng ổn định, các chính sách, định chế tài chính tập trung thu hút vốn cho phát triển đất nước, đặc biệt khi Việt Nam gia nhập WTO phải mở cửa nhiều hơn cho các dòng vốn. Bên cạnh đó, nguyên nhân quan trọng nữa là các thị trường khác trên thế giới suy giảm nghiêm trọng, trong khi đó Việt Nam có sự hồi phục, do đó thu hút được FPI vào Việt Nam.

Với thực trạng trên và so với tiềm năng quốc gia khi mà tốc độ tăng trưởng kinh tế còn cao và ổn định so với các quốc gia khác trên thế giới như hiện nay thì con số đầu tư trên là chưa thể hiện hết được nội lực của Việt Nam. Mặt khác, những con số trên chưa thật sự đầy đủ về đầu tư gián tiếp vì mức độ kiểm soát thị trường phi tập trung còn chưa cao, đây cũng là thị trường đầy tiềm năng mà các nhà đầu tư trong và ngoài nước quan tâm.

Bên cạnh thành tựu đạt được trong

Biểu đồ 4: Dòng vốn đầu tư gián tiếp từ Mỹ vào Việt Nam giai đoạn 2001-2013



Nguồn: IMF eLibrary Data

một thời gian ngắn như vậy thì vẫn còn rất nhiều hạn chế trong việc thu hút FPI mà Việt Nam phải xem xét. Việt Nam vẫn chưa thực sự kiểm soát được nguồn vốn này, thực chất các giao dịch được thống kê tại Việt Nam chủ yếu xuất phát từ các Sở Giao dịch chứng khoán mà chưa có đầy đủ các số lượng giao dịch khác trên thị trường phi tập trung, trong khi thị trường phi tập trung lại là thị trường có tiềm năng lớn. Hơn nữa, giai đoạn này với khó khăn của các thị trường khác như Mỹ, châu Âu hay bong bóng nổ tại Trung Quốc chính là giai đoạn tốt để các dòng vốn tìm đến khu vực Đông Nam Á và cụ thể là Việt Nam. Tuy rằng, dòng vốn đăng ký vào nhiều nhưng việc giải ngân còn rất chậm, trong đó một số quỹ hoạt động chỉ mang tính thăm dò, do phần nhiều các doanh nghiệp cổ phần hoá chưa kiểm toán và định giá tin nhiệm. Một hạn chế khác trong thu hút và quản lý FPI là việc thị trường chứng khoán còn khá non trẻ, phụ thuộc tương đối nhiều vào các nhà đầu tư nước ngoài, khi mà các nhà đầu tư nước ngoài bán ra, các nhà đầu tư trong nước cũng đồng loạt bán ra khiến thị trường mất điểm liên tục và thị trường tăng điểm cũng có sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, lại làm cho nền kinh tế lâm vào tình trạng bị động, điều này làm tăng rủi ro cho nhà đầu tư nội địa và cả nền kinh tế, trong đó FPI vào và ra sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ giá USD/VND.

2.3. Biến động tỷ giá hối đoái trong thời gian qua

Đối với Việt Nam, tỷ giá hối đoái có sự biến động trong giai đoạn 2001 - 2013, đặc biệt giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Trong giai đoạn trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007, Chính phủ và NHNN Việt Nam thực hiện các biện pháp can thiệp vào tỷ giá làm cho tỷ giá tăng tương đối nhỏ (không quá 5% so với năm trước đó), giúp kích thích xuất khẩu, cải thiện tình hình cán cân thương mại, củng cố lòng tin vào sự phục hồi kinh tế và thu hút đầu tư nước ngoài. Đến ngày 07/11/2006, Việt Nam chính thức gia nhập WTO, tạo tiền đề cho việc mở rộng thương mại và đầu tư, vì vậy, nguồn vốn đầu tư vào trong nước tăng lên mạnh mẽ, trong đó có dòng vốn đầu tư gián tiếp, đồng thời là cú sốc do khủng hoảng kinh tế nên biến động tỷ giá từ năm 2007 trở nên phức tạp và khó lường hơn giai đoạn trước (Biểu đồ 5).

Trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam cũng bị ảnh hưởng mạnh nên tác động đến biến động tỷ giá hối đoái được thể hiện rõ rệt. Vì vậy, để ổn định thị trường ngoại hối trong nước theo, ngày 07/11/2008, NHNN đã điều chỉnh biên độ tỷ giá USD/VND từ $\pm 2\%$ lên mức $\pm 3\%$, đồng thời tích cực bán ngoại tệ có chọn lọc nhằm hỗ trợ thanh khoản cho thị trường nhằm giảm ảnh hưởng của khủng hoảng mà đặc biệt là do FPI rút vốn mạnh trong năm 2008 như

đã phân tích ở trên. Đồng thời, từ ngày 24/03/2009, NHNN đã điều chỉnh biên độ tỷ giá từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$ và chủ yếu sử dụng biện pháp tăng tỷ giá niêm yết, giảm biên độ dao động khi tình hình ngoại tệ căng thẳng và chủ động điều chỉnh biên độ mà không thông báo trước để điều hành tỷ giá phù hợp với cung cầu trên thị trường ngoại tệ Việt Nam.

Đến năm 2010, NHNN điều chỉnh tỷ giá mua - bán ngoại tệ của các tổ chức tín dụng tăng thêm 5,52% đồng thời thực hiện các biện pháp ổn định thị trường ngoại tệ và còn quy định trần lãi suất tiền gửi USD của tổ chức kinh tế bằng 1%/năm. Đến năm 2011, USD/VND tăng mạnh, nên ngày 11/02/2011, lần đầu tiên trong lịch sử, NHNN có quyết định tăng tỷ giá lên đến mức 9,3% đi cùng với việc siết biên độ từ $\pm 3\%$ xuống còn $\pm 1\%$. Các quyết định này có ảnh hưởng rất lớn đến thị trường và các yếu tố thuộc nền kinh tế. Trong đó, đặc biệt là các thị trường như thị trường chứng khoán, hoạt động ngân hàng và niềm tin của người dân vào VND. Tuy vậy, đến năm 2012 và 2013 tỷ giá USD/VND đã ổn định khi chỉ thay đổi 0% và 1% do các yếu tố vĩ mô ổn định và FPI vào cũng ổn định hơn trong giai đoạn trước.

Để xem xét rõ mối quan hệ giữa FPI và tỷ giá hối đoái ở các quốc gia trên thế giới, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển như Việt Nam nhằm đưa ra các giải pháp phù hợp cho Việt Nam, phần tiếp theo trình bày lý thuyết và


Vietcombank

**Chung niềm tin
vững tương lai**

www.vietcombank.com.vn

các bằng chứng thực nghiệm về FPI và tỷ giá hối đoái.

3. Lý thuyết và kinh nghiệm quản lý FPI tại một số nước trên thế giới

3.1. Mối quan hệ giữa FPI và tỷ giá hối đoái

Vào năm 2012, nghiên cứu thực nghiệm của Ibicioglu (2012) tại Thổ Nhĩ Kỳ đã chỉ ra rằng, tỷ giá hối đoái danh nghĩa và FPI có quan hệ nhân quả, điều này cho thấy cả hai yếu tố trên có quan hệ trong ngắn hạn, đồng thời tỷ giá hối đoái có phản ứng ngược chiều với FPI. Tuy nhiên, 1 năm sau đó, theo Gumus, Duru & Gungor (2013) thì mối quan hệ này chỉ mang tính một chiều, vì các dòng vốn này gây áp lực lên tỷ giá hối đoái danh nghĩa nên biến động trong dòng vốn đầu tư gián tiếp sẽ làm thay đổi tỷ giá hối đoái danh nghĩa. Mặc khác, tác động này có xu hướng gia tăng trong thời kỳ hiện nay và nó có thể trở nên xấu hơn trong thời kỳ khủng hoảng, đặc biệt đối với các nền kinh tế nhỏ.

Một nghiên cứu khác của Combes, Kinda & Plane (2012) đã chỉ ra rằng, tác động của các dòng vốn và sự biến đổi tỷ giá hối đoái thực ở các quốc gia đang phát triển được xem xét ở 2 khía cạnh: *thứ nhất*, tỷ giá hối đoái thực có thể chịu ảnh hưởng khác nhau tùy thuộc vào đặc điểm của dòng vốn; *thứ hai*, chính sách tỷ giá khác nhau có thể làm thay đổi tác động của dòng vốn lên tỷ giá hối đoái thực. Nghĩa là, mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái thực và dòng vốn còn phụ thuộc vào việc áp dụng chính sách tỷ giá. Sự biến động tỷ giá đảm bảo rằng chính sách tiền tệ độc lập với dòng vốn. Thêm vào đó, chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt không khuyến khích đầu cơ trong ngắn hạn và giảm thiểu rủi ro của hệ thống tài chính, nhưng khi dòng vốn thay đổi sẽ có ảnh hưởng lớn đến thay đổi trong tỷ giá hối đoái thực. Khi áp dụng chính

Biểu đồ 5: Biến động tỷ giá Việt Nam giai đoạn 2001 - 2013



Nguồn: Tính toán từ số liệu IMF eLibrary Data

sách tỷ giá linh hoạt, sự tăng lên của tỷ giá hối đoái thực là do sự tăng của tỷ giá hối đoái danh nghĩa. Nhưng khi áp dụng chính sách tỷ giá cố định, tỷ giá tăng là do lạm phát bởi cung tiền tăng, khi tỷ giá hối đoái tăng lên làm giảm giá trị đồng nội tệ, từ đó tạo tâm lý e dè cho nhà đầu tư muốn đầu tư vào thị trường nước đó do giá trị tài sản đầu tư bị giảm. Mức tăng này có thể dẫn đến một sự suy giảm đột ngột trong dòng vốn tạo ra khó khăn cho việc quản lý kinh tế vĩ mô. Diễn hình là sự bùng nổ tài chính vào các nước đang phát triển ở thập kỷ trước, đặc biệt là về dòng vốn, đã tạo nên các "vấn đề về chuyển giao"¹. Sau cùng, nhóm tác giả cũng đồng quan điểm cho rằng, các dòng vốn đầu tư công và dòng vốn tư nhân có mối liên hệ với sự tăng lên của tỷ giá hối đoái thực. Phân tích sâu hơn, ảnh hưởng này tùy thuộc vào từng thành phần khác nhau trong dòng vốn. Trong đó, dòng vốn đầu tư gián tiếp có tác động làm tăng tỷ giá lớn nhất, theo sau đó là dòng vốn đầu tư trực tiếp. Qua đó, chuyển giao tư nhân có thể giúp quốc gia bù đắp được sự suy giảm thực tế của tỷ giá hối đoái trong thời kỳ kinh tế khó khăn. Đồng thời, các tác giả cũng nhận thấy rằng, để ngăn chặn sự gia tăng của tỷ giá hối đoái danh nghĩa, các Chính phủ có thể can thiệp thông qua thị trường ngoại hối nhưng họ đối mặt với khả năng can thiệp vì số dự trữ ngoại hối không đủ lớn, do đó, các biện pháp này không hiệu quả. Vì vậy,

áp dụng cơ chế tỷ giá khá linh hoạt sẽ giúp phòng ngừa sự gia tăng trong tỷ giá do dòng vốn và ngăn chặn suy giảm trong cạnh tranh.

Sự biến động của tỷ giá hối đoái và dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài cũng được phát hiện là có mối tương tác với nhau thông qua nghiên cứu của Kodongo & Ojah (2012), hai tác giả tiến hành nghiên cứu thực nghiệm dựa trên dữ liệu tháng từ 1/1997 đến 12/2009 ở 4 nước Châu Phi (Ai Cập, Morocco, Nigeria và Nam Phi), kết quả chỉ ra rằng, giữa tỷ giá và dòng vốn đầu tư gián tiếp có mối quan hệ ngược chiều tại Morocco và Ai Cập, tuy nhiên, mối tương quan này ở Nam Phi và Nigeria là cùng chiều. Một sự tăng lên về đồng USD gây ra tác động cùng chiều làm cho dòng vốn tăng lên. Tại thị trường vốn Nam Phi, các quyết định đầu tư gián tiếp của nhà đầu tư phụ thuộc chủ yếu vào sự biến đổi của tỷ giá hối đoái.

Tương tự, dòng vốn thuần có mối quan hệ cùng chiều với sự tăng lên của giá trị đồng ngoại tệ theo nghiên cứu của Hau & Rey (2006), mô hình sử dụng dữ liệu theo ngày, theo tháng và theo quý ở 17 quốc gia OECD và Mỹ. Các nhà đầu tư quốc tế chủ yếu quan tâm đến sự biến đổi của tỷ giá, mối tương quan giữa chế độ tỷ giá và lợi nhuận từ chứng khoán. Mặt khác, mối quan hệ ngược chiều giữa lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá và lợi nhuận từ thị trường chứng khoán thu hút các nhà đầu tư hơn. Vì vậy, rõ ràng quyết định

đầu tư gián tiếp phụ thuộc vào sự biến động của tỷ giá. Trong khi đó, sự khác biệt về giá trị giữa thị trường chứng khoán trong và ngoài nước làm cho việc đầu tư gián tiếp trở về trạng thái cân bằng, sự dịch chuyển các dòng vốn làm cho cung ngoại tệ trong nước biến động, điều này gây nên biến động tỷ giá.

3.2. Kinh nghiệm của các nước trên thế giới

Trên thế giới, nhiều quốc gia khi đối mặt với sự thay đổi trong dòng vốn gián tiếp nước ngoài đã có nhiều lựa chọn chính sách khác nhau. Với Thổ Nhĩ Kỳ, một quốc gia đang phát triển như Việt Nam, dựa theo điều khoản thuộc hiệp định IMF (22/03/2007) đã loại bỏ chế độ kiểm soát tỷ giá để chính thức áp dụng hệ thống tỷ giá thả nổi từ ngày 22/02/2008. Theo đó, nhằm để xuất chính sách phù hợp hơn để thu hút lượng lớn FPI từ nước ngoài từ sau sự kiện ngày 22/02/2008, Ibicioglu (2012) đã tiến hành kiểm tra sự tương quan giữa rủi ro tỷ giá và biến động dòng vốn và kết luận rằng, một dao động cho dù nhỏ của một trong hai yếu tố FPI và tỷ giá đều gây ra tổn thất nghiêm trọng cho nền kinh tế Thổ Nhĩ Kỳ, vì vậy, các nhà làm chính sách cần phải cân trọng mà không nên siết chặt tỷ giá như trước kia, mà phải để tỷ giá thả nổi theo cung cầu thị trường, cũng là cách thu hút các nhà đầu tư thích “rủi ro” rót vốn vào Thổ Nhĩ Kỳ. Đồng quan điểm với điều đó, Combes, Kinda & Plane (2012) cũng đã thực

hiện kiểm nghiệm sự tương tác của tỷ giá và dòng vốn đầu tư gián tiếp trên các quốc gia đang phát triển và rút ra kết luận rằng, việc thả nổi tỷ giá là hoàn toàn phù hợp.

Ở các quốc gia mới nổi ở châu Mỹ la-tinh và châu Á, Yang và cộng sự (2013) còn bổ sung thêm vai trò của rủi ro trong thị trường vốn và chất lượng thông tin là hết sức quan trọng khi một nhà đầu tư muốn tìm kiếm lợi nhuận, các tác giả còn chỉ ra rằng, để can thiệp trực tiếp vào tình hình kinh tế, vai trò người quản lý cần quan tâm nhiều hơn trong kiểm soát vốn đặc biệt là vai trò của ngân hàng trung ương các quốc gia. Hiểu được điều đó, nhóm nghiên cứu Yang, Xiong & Ze (2013) cũng đã đưa ra những biện pháp thiết thực nhằm nâng cao hiệu quả kiểm soát dòng vốn đầu tư và giữ ổn định dòng vốn này, trong đó, việc hoạch định rõ ràng, minh bạch công tác kiểm soát vốn của cơ quan nhà nước địa phương cùng với nâng cao chất lượng thông tin kinh tế sẽ là quan trọng nhất. Trước đó, Athukorala & Rajapatirana (2003) cũng nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái thực và dòng vốn ròng chảy vào 14 quốc gia mới nổi ở châu Á và Mỹ la-tinh giai đoạn 1985 - 2000. Theo đó, độ biến động tỷ giá hối đoái ảnh hưởng không đáng kể lên dòng vốn vào tại các quốc gia châu Á, mặc dù các nước này đã áp dụng nhiều chính sách thu hút. Theo kết quả nghiên cứu thì các quốc gia châu Á nào mà sử dụng nhiều các

giao dịch tài chính thì sẽ giảm thiểu được áp lực từ sự tăng lên của tỷ giá lên dòng vốn.

Về xu hướng đầu tư từ Mỹ vào các nước Canada, Pháp, Đức, Nhật Bản, Thụy Sĩ và Anh, Eun & Resnick (1988) đã cho thấy biến động tỷ giá hối đoái là yếu tố chủ yếu ảnh hưởng xấu đến hiệu suất của đầu tư gián tiếp nước ngoài. Bài nghiên cứu chỉ ra rằng, biến động tỷ giá hối đoái làm cho đầu tư nước ngoài nhiều rủi ro hơn, và đồng thời, làm trầm trọng thêm nguy cơ dự toán, từ đó làm mất lợi nhuận từ sự đa dạng hóa quốc tế. Vì vậy, các nhà lập chính sách cần phải kiểm soát biến động tỷ giá hối đoái một cách hiệu quả thông qua các hợp đồng kì hạn.

Vào năm 2015, nhóm nghiên cứu Al-Abri & Baghestani (2015) đã tìm ra ảnh hưởng của đầu tư nước ngoài lên sự biến động tỷ giá hối đoái tại 8 quốc gia phát triển của châu Á trong giai đoạn 1980 - 2011. Bài nghiên cứu cho thấy, tỷ giá biến động càng lớn sẽ gây ảnh hưởng lớn lên tăng trưởng kinh tế, sự dịch chuyển dòng vốn và các giao dịch thương mại quốc tế. Dòng vốn đầu tư nước ngoài càng nhiều sẽ làm giảm biến động của tỷ giá hối đoái tại Trung Quốc, Ấn Độ, Malaysia, Singapore và Hàn Quốc trong khi điều này là ngược lại ở Indonesia, Philippines, Thái Lan. Việc nghiên cứu này sẽ giúp các quốc gia đưa ra một khung chính sách phù hợp nhằm cải thiện các chính sách kinh tế vĩ mô nhằm khai thác các lợi thế để có thể giảm thiểu rủi ro liên kết




NHẬN TIN NHẮN – ĐÓN QUÀ VUI

Từ 02/11/2015 đến 26/01/2016 với hàng ngàn cơ hội trúng thưởng*

Nhận tin nhắn báo biến động số dư tài khoản, giao dịch thẻ tín dụng

Đăng ký VCB – SMS Banking và toàn tin “VCB CO” gọi 6367 hoặc 8170 hoặc truy cập VCB – iBanking để kích hoạt SMS cho đăng



01 Giải đặc biệt
Vespa Primavera 3V 125cc



02 Giải nhất
iPhone 6 Plus 16GB



03 Giải nhì
Samsung Galaxy S6 Edge 32GB



1000 Giải may mắn

Thông tin chi tiết tại: 1900 54 54 19 hoặc www.vietcombank.com.vn
Mọi dự thưởng phải được khai báo đúng hạn

với các loại hình đầu tư nước ngoài. Một khía cạnh đáng chú ý, nhóm nghiên cứu sử dụng các biện pháp chi tiết của đầu tư nước ngoài, bao gồm cả đầu tư trực tiếp nước ngoài, vốn chủ sở hữu danh mục đầu tư nước ngoài và nợ nước ngoài, đồng thời tiếp tục kiểm tra các hiệu ứng trên biến động tỷ giá hối đoái thực như mức độ phát triển tài chính, chính sách tài chính, biến động lạm phát (như là một sự đại diện cho ổn định kinh tế vĩ mô và chất lượng thể chế), mức dự trữ tài sản nước ngoài chính thức, và chính sách tiền tệ. Kết quả ước lượng của nhóm đưa ra những phát hiện quan trọng đối với hai nhóm nước. Những phát hiện này sẽ giúp cung cấp một khuôn khổ chính sách nhằm cải thiện cả về chính sách kinh tế vĩ mô và thu xếp tài chính để khai thác lợi nhuận, trong khi giảm thiểu những rủi ro kết hợp với các loại khác nhau của đầu tư nước ngoài.

Nhìn chung, nhóm tác giả đúc kết được ba bài học kinh nghiệm như sau:

- + Không nên siết chặt tỷ giá như trước kia, thực hiện thả nổi tỷ giá theo cung cầu thị trường;
- + Nâng cao chất lượng thông tin, rõ ràng, minh bạch chính sách kinh tế;
- + Kiểm soát rủi ro tỷ giá thông qua các hợp loại hợp đồng kì hạn.

4. Kết luận và một số gợi ý chính sách

4.1. Kết luận

Theo số liệu thực tế, trong giai đoạn từ 2000 - 2013, tỷ giá hối đoái của Việt Nam liên tục biến động, xu hướng biến động cho thấy tỷ giá tăng, đặc biệt trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Về dòng vốn đầu tư gián tiếp thì từ năm 2001 - 2007, FPI vào Việt Nam tăng mạnh, nhưng không lâu sau đó, khủng hoảng kinh tế đã làm cho dòng FPI giảm mạnh trong năm 2008. Tuy nhiên, FPI dần được phục hồi và tạo bước đà tăng trưởng



Các DNNN như Tập đoàn Dệt may Việt Nam, Tập đoàn công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam... đều mong muốn tìm kiếm các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài, tranh thủ thu hút nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài

vào khu vực trong giai đoạn từ năm 2009 trở đi. Nguyên nhân nguồn vốn đầu tư gián tiếp cao như vậy là nhờ môi trường đầu tư vĩ mô ngày càng thông thoáng, ổn định, các chính sách, định chế tài chính tập trung thu hút vốn cho phát triển đất nước, điều này đã làm cho môi trường đầu tư tại nước ta càng hấp dẫn hơn.

Tuy nhiên, khi FPI biến động đã tạo ra nhiều áp lực và làm tỷ giá USD/VND biến động rất mạnh trong giai đoạn 2008 - 2012, đặc biệt trong năm 2008 và 2009, điều này đặt ra nhu cầu cần thiết phải có chính sách đối phó với ảnh hưởng của dòng vốn này lên tỷ giá và biến động vĩ mô khác cho Việt Nam.

Thông qua các nghiên cứu thực nghiệm tại các quốc gia đang phát triển trên thế giới trong thời gian gần đây cho thấy hầu hết các quốc gia đều có mối tương quan giữa FPI và tỷ giá hối đoái, trong đó hầu hết các bằng chứng đều chứng minh rằng, FPI có tác động đến tỷ giá và nhiều quốc gia lựa chọn biện pháp đối phó là nới lỏng tỷ giá, đồng thời minh bạch thông tin đặc biệt trên thị trường chứng khoán để giữ ổn định FPI. Dựa trên kết quả đó, nhóm nghiên cứu đề xuất một số gợi ý chính sách cho Việt Nam.

4.2. Gợi ý chính sách

Trong bối cảnh Việt Nam đang thực hiện tái cơ cấu nền kinh tế và tái cấu trúc thị trường chứng khoán, thu hút nguồn vốn FPI, thông qua các kết quả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư gián tiếp, một số giải pháp có thể được đề xuất thực hiện nhằm giúp thu hút và giữ ổn định FPI như sau:

Thứ nhất, giảm thiểu tối đa sự biến động của tỷ giá hối đoái, tránh gây ảnh hưởng tiêu cực lên hoạt động thu hút vốn đầu tư. NHNN có thể can thiệp vào thị trường ngoại hối để ổn định tỷ giá. Tuy nhiên, cần đảm bảo nguồn lực mạnh mẽ về dự trữ ngoại hối của quốc gia, tránh nguy cơ khủng hoảng tiền tệ xảy ra. Từ năm 2012 đến nay, tình hình kinh tế thế giới có dấu hiệu hồi phục và tăng trưởng ổn định nên tỷ giá được duy trì ổn định, NHNN Việt Nam đã cam kết phá giá VND không quá 2% mỗi năm, việc tỷ giá tăng lên làm cho hàng hóa Việt Nam tại các thị trường nước ngoài sẽ rẻ hơn đồng nghĩa với cơ hội xuất khẩu cao lên, xuất khẩu tăng làm cho thâm hụt thương mại giảm, nền kinh tế tăng trưởng tốt hơn. Tuy nhiên, việc tăng tỷ giá đôi khi vượt ngoài mong muốn của Chính phủ và NHNN, nguyên nhân là do chịu nhiều ảnh hưởng từ các

điều kiện kinh tế bên ngoài. Điển hình trong năm 2015, sự kiện Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ khiến cho tỷ giá USD/VND cũng phải được điều chỉnh tăng 3%, biên độ tỷ giá được nới 2 lần trong vòng 1 tuần. Việc cam kết biến động tỷ giá tăng không vượt quá 2%/năm của NHNN Việt Nam một mặt giúp thúc đẩy nền kinh tế trong nước phát triển nhưng mặt khác lại tạo tâm lý e dè cho những nhà đầu tư muốn đầu tư vào thị trường trong nước do giá trị tài sản đầu tư bị giảm từ việc tăng tỷ giá. Vì vậy, cần có sự kết hợp hài hòa giữa các chính sách tỷ giá nhằm thu hút tối đa các dòng vốn đầu tư vào mà vẫn đảm bảo các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội đã đề ra.

Thứ hai, theo Thông tư 05/2014/TT-NHNN về việc hướng dẫn mở và sử dụng tài khoản vốn đầu tư gián tiếp để thực hiện hoạt động FPI tại Việt Nam áp dụng cho người nước ngoài không cư trú tại Việt Nam thì mọi hoạt động đầu tư gián tiếp của nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam phải được thực hiện bằng đồng Việt Nam và số dư trên tài khoản vốn đầu tư gián tiếp của nhà đầu tư nước ngoài không được chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm tại tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Mặc dù mục đích chính là bảo vệ thị trường Việt Nam khi có những cú sốc kinh tế xảy ra khiến các nhà đầu tư thoái vốn hàng loạt. Tuy nhiên về lâu dài, nếu Chính phủ muốn mở rộng thị trường vốn thì nên nới lỏng những quy định này để thu hút nhà đầu tư nước ngoài bằng cách có thể để dòng tiền ở dạng ngoại tệ nhưng bắt buộc khi giao dịch phải thực hiện giao dịch bằng VND. Bên cạnh đó, trước đây Chính phủ quy định nhà đầu tư nước ngoài chỉ được nắm giữ tối đa 49% cổ phần của công ty cổ phần đại chúng nhằm hạn chế quyền thu tóm của nhà đầu tư. Tuy nhiên, mới đây, ngày 26/6/2015, Chính phủ

vừa ban hành Nghị định số 60/2015/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP với nhiều nội dung sửa đổi, bổ sung trong đó có 2 điểm đáng lưu ý về đầu tư gián tiếp. Một là, nới tỷ lệ sở hữu tối đa cho nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam; hai là, không hạn chế nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp. Điều này cho thấy sự quan tâm của Chính phủ theo hướng mở rộng dần thị trường vốn thông qua tỷ lệ sở hữu. Không những thế, quy trình đầu tư lại rất đơn giản và gần như không có sự phân biệt đối xử giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, việc có nhiều văn bản quy định việc đầu tư gián tiếp cho nhà đầu tư nước ngoài ví dụ như Luật Chứng khoán, Luật sửa đổi bổ sung của Luật Chứng khoán, Luật Đầu tư, Luật Các tổ chức tín dụng,... có thể gây khó khăn cho họ trong việc tiếp cận và thực hiện, tạo ra tâm lý chán nản. Chính phủ nên ban hành một văn bản luật tổng hợp những quy định về việc đầu tư gián tiếp cho nhà đầu tư nước ngoài và đưa ra các hướng dẫn cụ thể về thủ tục đăng ký với các mẫu biểu đúng quy định, tuân thủ các điều kiện cơ bản để được đầu tư để đề phòng với các hành vi tiêu cực, đặc biệt là rửa tiền và tài trợ khủng bố thông qua thị trường chứng khoán, kết hợp với việc lược giảm bớt những quy định khó hiểu và những quy định hạn chế như đã nêu ở trên. Đồng thời, quy định thêm về xử phạt vi phạm cùng các chế tài nghiêm minh, tạo sự công bằng và bình đẳng giữa các nhà đầu tư trong và ngoài nước. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Al-Abri, A. & Baghestani, H. 2015, 'Foreign investment and real exchange rate volatility in emerging Asian countries', *Journal of Asian Economics*, vol. 37, pp. 34-47.
Athukorala, P.-c. & Rajapatirana, S. 2003, 'Capital inflows and the real exchange

rate: a comparative study of Asia and Latin America', *The World Economy*, vol. 26, pp. 613-37.

Brennan, M.J. & Cao, H.H. 1997, 'International portfolio investment flows', *Journal of Finance*, pp. 1851-80.

Chaudhry, I.S., Farooq, F. & Mushtaq, A. 2014, 'FACTORS AFFECTING PORTFOLIO INVESTMENT IN PAKISTAN: EVIDENCE FROM TIME SERIES ANALYSIS', *Pakistan Economic and Social Review*, vol. 52, no. 2, pp. 141-58.

Combes, J.-L., Kinda, T. & Plane, P. 2012, 'Capital flows, exchange rate flexibility, and the real exchange rate', *Journal of Macroeconomics*, vol. 34, no. 4, pp. 1034-43.

Ekeocha, P.C., Ekeocha, C.S., Victor, M. & Oduh, M.O. 2012, 'Modelling the long run determinants of foreign portfolio investment in Nigeria', *Journal of Economics and Sustainable Development*, vol. 3, no. 8, pp. 194-205.

Eun, C.S. & Resnick, B.G. 1988, 'Exchange rate uncertainty, forward contracts, and international portfolio selection', *Journal of Finance*, pp. 197-215.

Garibaldi, P. 2002, 'What moves capital to transition economies?', vol. 2, *International Monetary Fund*.

Goldstein, I. & Razin, A. 2006, 'An information-based trade off between foreign direct investment and foreign portfolio investment', *Journal of International Economics*, vol. 70, no. 1, pp. 271-95.

Gumus, G.K., Duru, A. & Gungor, B. 2013, 'The relationship between foreign portfolio investment and macroeconomic variables', *European Scientific Journal*, vol. 9, no. 34.

Hau, H. & Rey, H. 2006, 'Exchange rates, equity prices, and capital flows', *Review of Financial Studies*, vol. 19, no. 1, pp. 273-317.

Ibicioglu, M. 2012, 'The Effect of Non-residents' Portfolio Investment on Exchange Rate: Evidence from Turkey', *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, vol. 62, pp. 580-4.

Kodongo, O. & Ojah, K. 2012, 'The dynamic relation between foreign exchange rates and international portfolio flows: Evidence from Africa's capital markets', *International Review of Economics & Finance*, vol. 24, pp. 71-87.

Walker, A. 2015, 'Hoa Kỳ tiến thoái lưỡng nan về lãi suất', http://www.bbc.com/vietnamese/business/2015/09/150917_us_main_rate_dilema.

Yang, H., Xiong, Y. & Ze, Y. 2013, 'A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asian and Latin American Emerging Countries', *Procedia Computer Science*, vol. 17, pp. 1258-65.