

# Ứng dụng mô hình ARDL đánh giá tác động của chính sách tỷ giá và các nhân tố vĩ mô đến thu hút FDI tại Việt Nam

NGUYỄN THỊ HỒNG NHƯNG\*

## Tóm tắt

Nghiên cứu tập trung phân tích sự tác động của chính sách tỷ giá và một số nhân tố kinh tế vĩ mô cơ bản tác động đến thu hút đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (FDI) vào Việt Nam giai đoạn quý I/2000 đến quý IV/2015 trên cơ sở sử dụng phương pháp phân tích phân phối trễ tự hồi quy (ARDL: Autoregressive Distributed Lag). Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một vài giải pháp hoàn thiện chính sách tỷ giá (CSTG) góp phần tăng cường thu hút FDI trong thời gian tới.

**Từ khóa:** chính sách tỷ giá, nhân tố vĩ mô, thu hút FDI, mô hình ARDL

## Summary

On the basis of using autoregressive distributed lag (ARDL), this research aims to analyze the impact of exchange rate policy and a number of fundamental macroeconomic factors on the attraction of foreign direct investment (FDI) into Vietnam during Q1/2000 to Q4/2015. Since then, it proposes solutions to develop policies on exchange rate so as to attract more FDI in the coming time.

**Keywords:** policies on exchange rate, macroeconomic factors, FDI attraction, ARDL model

## GIỚI THIỆU

FDI có vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế - xã hội ở Việt Nam. Khu vực FDI hiện đóng góp khoảng 20% GDP mỗi năm, trên 20% tổng vốn đầu tư xã hội, trên 40% tổng giá trị sản xuất công nghiệp, khoảng 65% kim ngạch xuất khẩu cả nước, giúp giải quyết việc làm, nâng cao chất lượng lao động... Dù tồn tại ý kiến trái chiều về lợi và bất lợi khi tiếp nhận FDI, nhưng nhu cầu thực tế về thu hút FDI vào nền kinh tế Việt Nam rất lớn và chúng ta cần tăng cường năng lực cạnh tranh trước thực tế quy mô FDI toàn thế giới có xu hướng giảm thời gian gần đây.

Thông qua nghiên cứu thực nghiệm bằng mô hình mô hình phân phối trễ tự hồi quy ARDL, nghiên cứu này đã chỉ ra chiều hướng mức độ ảnh hưởng của một số biến đại diện cho chính sách tỷ

giá cùng với các nhân tố kinh tế vĩ mô tới quy mô thu hút FDI trong giai đoạn quý I/2000 đến quý IV/2015.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ KHUNG PHÂN TÍCH

Theo cách tiếp cận vĩ mô về chính sách tỷ giá trong mô hình cân bằng cán cân thanh toán (BOP: Balance of Payment), sự thay đổi của tỷ giá thực hiệu quả (REER) gắn với mục tiêu cân bằng ngoại và hệ quả dẫn đến sự chu chuyển của FDI vào nền kinh tế để bù đắp mất cân bằng bên trong. Với nền kinh tế có đặc điểm nhỏ, mở cửa, Chính phủ các quốc gia này có thể vận hành chính sách tỷ giá sao cho kết quả là REER sẽ tạo hiệu ứng tích cực đến quy mô thu hút FDI.

Lý thuyết "Tam giác bất khả thi"<sup>1</sup> được xem như chìa khóa giúp các nền kinh tế có thể dung hòa các mâu thuẫn chính sách. Một quốc gia muốn ổn định tỷ giá và độc lập về tiền tệ thì phải hy sinh tự do hóa dòng vốn, tức là tiếp tục kiểm soát vốn (giống Trung Quốc thời gian trước khi gia nhập WTO). Một quốc gia có thể chọn chính sách tự do hóa dòng vốn, nhưng vẫn tự chủ về tiền tệ song tỷ giá phải thả nổi (giống Anh

\* ThS., Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội | Email: nguyenthihongnhung79.hau@gmail.com

Ngày nhận bài: 05/12/2016; Ngày phân biện: 16/12/2016; Ngày duyệt đăng: 19/12/2016

HÌNH 1: XU HƯỚNG HỘI TỤ CỦA MÔ HÌNH TAM GIÁC BẤT KHẢ THI Ở CÁC QUỐC GIA MỚI NỔI



Nguồn: Aizenman & Glick, 2008

BẢNG: ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH ARDL (BIẾN PHỤ THUỘC LNFDI)

| Biến      | Hệ số     | Độ lệch chuẩn | Thống kê  | Xác suất |
|-----------|-----------|---------------|-----------|----------|
| LNFDI(-1) | 0,022024  | 0,120677      | 0,182501  | 0,8559   |
| D(INT)    | 44,00641  | 19,49003      | 2,257894  | 0,0279   |
| D(REER)   | -2,929598 | 1,387939      | -2,110754 | 0,0394   |
| LNGDP     | 0,338128  | 0,095289      | 3,548426  | 0,0008   |
| OPEN      | 3,014860  | 5,188195      | 0,581100  | 0,5635   |
| OPEN(-1)  | 11,95637  | 5,067599      | 2,359377  | 0,0219   |
| DUM       | 1,180441  | 0,189636      | 6,224781  | 0,0000   |
| C         | 1,145960  | 1,088268      | 1,053012  | 0,2969   |

Ghi chú: \*\*\*, \*\* và \* tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Nguồn: Kết quả đánh giá của tác giả trên phần mềm EVIEW 9.0

hoặc Canada), hoặc một quốc gia có thể chọn kiểm soát vốn và ổn định chính sách tiền tệ, nhưng phải trả nổi lãi suất để chống lạm phát, hoặc suy thoái (giống Aentina, hầu hết châu Âu).

Mọi quốc gia đều mong muốn đạt được cả ba mục tiêu trên, nhưng điều đó bất khả thi. Aizenman và Glick (2008) đã tổng kết một xu hướng hội tụ của mô hình “tam giác bất khả thi” sau khi quan sát điều hành CSTG tại các nền kinh tế mới nổi, mở cửa thường được gọi là mô hình trung dung (mô hình kim cương). Mô

hình trung dung (mô hình kim cương) hiện được áp dụng khá phổ biến tại nhiều nền kinh tế đang phát triển, trong đó Việt Nam cũng vận động theo xu hướng này: CSTG thả nổi có quản lý, giữ độc lập tiền tệ ở một mức nào đó và tiếp tục xu hướng hội nhập tài chính. Trong mô hình kim cương, vai trò can thiệp mua (bán) trên thị trường ngoại hối của ngân hàng trung ương được nhấn mạnh, đặc biệt là việc tiến hành nghiệp vụ trung hòa hóa thị trường sau can thiệp (Hình).

Ngoài ra, mô hình nghiên cứu còn đưa thêm các biến kiểm soát: độ mở kinh tế, quy mô nền kinh tế và một biến ngoại sinh thể hiện tác động của việc Việt Nam gia nhập WTO đến thu hút FDI. Các biến độc lập thuộc nhóm yếu tố vĩ mô trong mô hình nghiên cứu giải thích quy mô FDI thu hút vào Việt Nam được lựa chọn trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước, gắn với bối cảnh kinh tế Việt Nam trong giai đoạn đầu của quá trình hội nhập.

Mô hình nghiên cứu gồm: Biến phụ thuộc: quy mô FDI vào Việt Nam; Các biến độc lập: độ mở thương mại (OPEN), chỉ số can thiệp (INT), tỷ giá thực (REER), quy mô thị trường (SIZE), gia nhập WTO (DUM).

## PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Mẫu quan sát được thu thập theo quý (16 năm x 4 quý = 64 quan sát) trong giai đoạn 2000-2015. Nguồn số liệu từ hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), ngoại trừ GDP hiện hành theo nguồn dữ liệu của Tổng cục Thống kê, được điều chỉnh yếu tố mùa vụ.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích định lượng tiếp cận mô hình ARD, để xác định tác động chính sách tỷ giá (thông qua INT và REER) và của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến FDI.

## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

**Kiểm định chuỗi dừng:** Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho thấy, các biến OPEN, REER, LGDP, LFDI dừng ở sai

<sup>1</sup> “Tam giác bất khả thi” được Frankel (1999) phát triển từ mô hình cân bằng của Mundell – Flemming (1963) phát biểu như một định đề: một quốc gia không thể đồng thời đạt được tỷ giá cố định, hội nhập tài chính và độc lập tiền tệ. Theo lý thuyết này, trong ba mục tiêu kinh tế vĩ mô cơ bản mà hầu hết các nước đang theo đuổi chính là chính sách tiền tệ độc lập, ổn định tỷ giá và tự do hóa chu chuyển vốn thì các nước chỉ có thể đạt được cùng một lúc tối đa hai mục tiêu (Tô Trung Thành, 2013).

phân bậc 1 (tích hợp bậc 1), riêng biến INT tích hợp bậc 0 và OPEN tích hợp bậc 0 theo kiểm định PP (Bảng).

*Lựa chọn độ trễ của mô hình ARDL:*  
Bảng kết quả cho thấy, độ trễ tối ưu của mô hình ARDL là (1, 0, 0, 0, 1).

*Kiểm định giả thuyết thống kê:*

Ta có phương trình:

$$\text{LNFDI} = 0,022024 * \text{LNFDI}(-1) + 44,00641 * \text{D}(\text{INT}) - 2,929598 * \text{D}(\text{REER}) + 0,338128 * \text{LNGDP} + 3,014860 * \text{OPEN} + 11,95637 * \text{OPEN}(-1) + 1,180441 * \text{DUM} + 1,145960$$

Kết quả hồi quy cho  $R^2 = 0,932637$  cao và  $R^2$  điều chỉnh bằng 0,924063 nên mô hình được chấp nhận ( $R^2$  cần đạt từ 50% trở lên).  $R^2$  điều chỉnh cho biết, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, các biến độc lập trong mô hình giải thích được 92,4% sự biến thiên về mặt trung bình của LNFDI hiện tại. Mô hình phù hợp, thỏa mãn  $\alpha = 5\%$ , giá trị  $P\_value = 0,000000$ . Kiểm định mô hình có tồn tại sai số đặc trưng không bằng thống kê Durbin - Watson cho hệ số  $DW = 2,113229$  ( $1,5 < DW < 2,5$ ), nên mô hình không có dấu hiệu bị sai số đặc trưng.

Mô hình hàm quan hệ dài hạn (Cointegrating Equation) được đưa ra như sau:

$$\text{D}(\text{LNFDI}) = 44,0064 * \text{D}(\text{INT}, 2) - 2,9296 * \text{D}(\text{REER}, 2) + 0,3381 * \text{D}(\text{LNGDP}) + 3,0149 * \text{D}(\text{OPEN}) + 1,18049 * \text{D}(\text{DUM}) - 0,9779 * (\text{LNFDI} - (44,9974 * \text{D}(\text{INT}(-1)) - 2,9956 * \text{D}(\text{REER}(-1)) + 0,3457 * \text{LNGDP}(-1) + 15,3084 * \text{OPEN}(-1) + 1,2070 * \text{DUM}(-1) + 1,1718))$$

Trong đó:

$$\text{Cointeq} = \text{LNFDI} - (44,9974 * \text{D}(\text{INT}) - 2,9956 * \text{D}(\text{REER}) + 0,3457 * \text{LNGDP} + 15,3084 * \text{OPEN} + 1,2070 * \text{DUM} + 1,1718)$$

Hệ số  $\text{CointEq}(-1) = -0,977976$  với giá trị âm, giá trị tuyệt đối nằm trong khoảng từ 0 đến 1 là phù hợp.  $P\_value$  ở mức  $0,0000 < 5\%$ , nghĩa là tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình với LNFDI. FDI hiện tại đang cao hơn giá trị cân bằng, nên tác động của các biến giải thích sẽ kéo LNFDI về trạng thái cân bằng với tốc độ hiệu chỉnh là 0,977976% (mức thấp). Trong mối quan hệ dài hạn, tất cả các biến giải thích cho FDI đều có  $P\_value < 5\%$ .

Trong số các ảnh hưởng của các biến độc lập, mức độ ảnh hưởng giảm dần lần lượt là:  $\text{D}(\text{INT})$  có hệ số 44,997415 với  $P\_value = 0,0432$ ;  $\text{OPEN}$  có hệ số

15,308382 với  $P\_value = 0,0492$ ;  $\text{D}(\text{REER})$  có hệ số -2,995571 với  $P\_value = 0,0452$ ;  $\text{DUM}$  có hệ số 1,207025 với  $P\_value = 0,0000$ ;  $\text{LNGDP}$  có hệ số 0,345742 với  $P\_value = 0,0002$ .

*Kết quả Bound test:*

F - statistic = 15,0661 lớn hơn giá trị giới hạn đường bao trên (Upper Bound) là 4,01 với mức ý nghĩa  $\alpha = 5\%$ . Vậy có thể chấp nhận giả thuyết: tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến, hay nói cách khác là tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình (1, 0, 0, 0, 1, 0).

*Các kiểm định chẩn đoán:*

Kiểm định phân phối chuẩn (Normality Test) cho  $P\_value = 0,28970 > 5\%$ ; Kiểm định tính tự tương quan (kiểm định Larange multiplier, hoặc Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test), kiểm định phương sai sai số thay đổi (Heteroscedasticity Test: ARCH). Kết quả của các kiểm định chuẩn đoán trên đều thỏa mãn để khẳng định mô hình đánh giá phù hợp và đảm bảo độ tin cậy.

## THẢO LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

*Thứ nhất*, kết quả phân tích định lượng trong mô hình khẳng định rõ hơn sự đúng đắn khi lựa chọn mô hình áp dụng phổ biến cho các nước đang phát triển với chính sách tỷ giá dẫn dắt trong “Mô hình trung dung” cho Việt Nam và đã có hiệu quả nhất định để đạt mục tiêu chính sách vĩ mô thông qua biến can thiệp (INT). Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ngày càng chú trọng can thiệp thông qua mua (bán) ngoại tệ trên thị trường giao dịch, kết hợp với các biện pháp trung hòa hóa (phát hành chứng khoán NHNN, cung ứng hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi ngoại tệ...) nhằm giảm áp lực lên cung tiền. Những can thiệp đó được đại diện bởi INT. INT liên quan đến sự thay đổi của dự trữ ngoại hối qua hai kỳ kế tiếp và mức cung tiền cơ sở (M0) kỳ hiện tại. Sự thay đổi của INT phản ánh sự linh hoạt trong điều hành CSTG và sự tác động lên FDI.

Quan sát số liệu về ba chỉ số dự trữ ngoại hối, cung tiền cơ sở và INT cho thấy, các giai đoạn cung tiền tăng mạnh là từ quý IV/2006 đến quý II/2007, quý II/2008 đến quý III/2010 và đặc biệt quý IV/2011 đến nay, cũng là thời điểm mà NHNN tiến hành bán lượng lớn ngoại tệ ra thị trường, đồng thời phát hành chứng khoán ngắn hạn nhằm giảm áp lực lạm phát. Các công cụ được NHNN vận dụng linh hoạt trong CSTG đã có hiệu lực trong kiểm soát lạm phát xuống thấp và ổn định lại thị trường ngoại hối.

Diễn biến FDI trong giai đoạn này cho thấy, chiều tăng đáng kể, niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài được nâng cao. Mô hình kiểm định chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa INT và FDI phù hợp với lý thuyết và thực tiễn tại Việt Nam.

*Thứ hai*, REER trong giai đoạn 2000-2003 phản ánh VND giảm giá thực tế so với nhiều đồng tiền trong rổ tính toán; từ năm 2004, VND có xu hướng

tăng giá, đến cuối năm 2005 khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam thấp hơn so với thời điểm gốc, thậm chí cán cân thương mại tăng, FDI tăng chậm. Sau khi VND giảm giá nhẹ như ở năm 2006, đến thời điểm cuối năm 2007 kéo dài đến đầu năm 2015, thì VND nằm hoàn toàn trong xu hướng tăng giá thực tế, thu hút FDI có xu hướng tăng ổn định. Kết quả thu được từ mô hình nghiên cứu cho thấy, khi VND tăng giá thực (REER giảm) thúc đẩy thu hút FDI trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2015. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm không thể hiện “hiệu ứng chi phí” và hiệu ứng “gia tăng của cải” trong bối cảnh thu hút FDI vào Việt Nam. Mặc dù FDI định hướng xuất khẩu chiếm thị phần lớn trong những năm qua, nhưng theo quan sát trên thực tế từ năm 2007 đến năm 2015, thì sự tăng giá VND không làm giảm quy mô thu hút FDI mà ngược lại, gắn với dòng FDI tăng.

Như vậy, sự thay đổi của REER tác động yếu đến FDI và theo tính chất tăng giá thực tế VND góp phần thúc đẩy quy mô thu hút FDI. Đặc biệt là sau khi Việt Nam gia nhập thành công WTO với độ mở thương mại lớn hơn nhiều so với thời kỳ trước, nhưng ổn định vĩ mô và ổn định tỷ giá là hai nền tảng củng cố niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài với thị trường Việt Nam. REER ổn định gắn với cơ chế tỷ giá neo danh nghĩa cũng đồng nghĩa với việc cơ quan quản lý phải duy trì được lạm phát ở mức thấp so với các nước đối tác trong rổ tiền tệ hoặc định giá cao nội tệ hợp lý. Việt Nam không nên thực hiện chính sách phá giá nội tệ để thu hút FDI.

*Thứ ba*, quy mô kinh tế tăng là yếu tố tác động tích cực thu hút FDI vào Việt Nam. Mặc dù bất ổn kinh tế thế giới và những khó khăn nội tại làm Việt Nam không duy trì được mức tăng trưởng GDP trên 7% như trước khủng hoảng năm 2008, nhưng vẫn khả quan so với bức tranh chung về kinh tế trong 5 năm gần đây. Sự ổn định vĩ mô, duy trì mức tăng trưởng kinh tế ở mức khá, tỷ giá ổn định là những chỉ báo an toàn và hấp dẫn

đối với nhà đầu tư nước ngoài khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh trong khu vực.

*Thứ tư*, mở cửa kinh tế và khả năng hấp thụ của thị trường được đại diện chỉ số giữa giá trị xuất khẩu với GDP hiện hành. Chỉ số này tăng có thể ở trường hợp tử số tăng nhanh hơn mẫu số hoặc tử số tăng mạnh, mẫu số không tăng hoặc tăng ít. Chỉ số càng lớn càng thể hiện độ mở cửa kinh tế càng lớn, một mặt, phản ánh khả năng giao thương một nước với các nước khác trên thế giới; mặt khác, phản ánh mức độ hội nhập kinh tế quốc tế, tạo nền tảng cho để nhà đầu tư tăng quy mô FDI. Việt Nam có nhiều đặc điểm cạnh tranh hấp dẫn các doanh nghiệp FDI, nhiều yếu tố đầu vào thỏa mãn nhiều nhóm động cơ kinh doanh. Kết quả kiểm định cho thấy, OPEN tác động thuận chiều đến thu hút FDI (%). Như vậy, điều hành CSTG cần kết hợp với các chính sách về xuất - nhập khẩu của Việt Nam.

*Thứ năm*, việc gia nhập WTO là cơ hội lớn để thu hút FDI vào Việt Nam. Như vậy, Việt Nam phải dỡ bỏ các rào cản vốn theo cam kết. Ở phạm vi rộng hơn, Việt Nam đã khẳng định sự thành công trong chuyển sang nền kinh tế theo cơ chế thị trường, phù hợp với sân chơi quốc tế chung. Các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam có cơ hội tham gia sản xuất, kinh doanh một cách bình đẳng như mọi chủ thể khác. Điều đó tạo nên một môi trường cạnh tranh lành mạnh, hấp dẫn các doanh nghiệp FDI. Kết quả kiểm định cho thấy, FDI đã tăng lên do tác động của việc gia nhập WTO kể từ sau quý I/2007 đến nay. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Đặng Ngọc Đức (2011). Hạn chế tín dụng ngoại tệ góp phần ổn định kinh tế vĩ mô ở Việt Nam, *Tạp chí Đại học Đông Á*, số 05/2011
2. Tô Trung Thành (2013). Các biện pháp vô hiệu hóa trong ràng buộc bộ ba bất khả thi tại Việt Nam – Đánh giá và những khuyến nghị chính sách, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, tháng 01/2013
3. Aizenman, J., & Glick, R. (2008). *Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration Working Paper No. 13902*, National Bureau of Economic Research
4. Chakrabarti, R., & Scholnick, B. (2002). *Exchange rate expectations and foreign direct investment flows*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 138(1), 1–21
5. Fleming, J. M. (1962). *Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates*, *Staff Papers*, 9(3), 369–380
6. Pham, T. H. H. (2011). Does WTO accession matter for the dynamics of foreign direct investment and trade? Vietnam’s new evidence, *The Economics of Transition*, 19(2)
7. Levy-Yeyati, E. L., & Sturzenegger, F. (2007). *Fear of Appreciation* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1029502), Rochester, NY: Social Science Research Network, access to <http://papers.ssrn.com/abstract=1029502>