

Thị trường tài chính, vốn đầu tư gián tiếp và tăng trưởng kinh tế: Một số vấn đề lý thuyết và thực tiễn

Trần Đức Hiệp*

Ngày nhận: 15/03/2015

Ngày nhận bản sửa: 20/03/2015

Ngày duyệt đăng: 25/03/2015

Tóm tắt:

Tác động tích cực của việc mở cửa thị trường đối với hàng hoá hay vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đã nhận được sự đồng thuận khá cao ở các giới khác nhau, từ các nhà lập chính sách đến các tầng lớp trong xã hội và cả các nhà nghiên cứu. Tuy nhiên, tác động của vốn đầu tư gián tiếp ít được sự đồng thuận hơn. Kinh nghiệm thực tiễn từ các cuộc khủng hoảng ở Mexico năm 1994 hay ở các nước Châu Á năm 1997-1998 có nguyên nhân quan trọng là do việc nguồn vốn đầu tư gián tiếp đã rút ra quá nhanh. Mặc dù vậy, cả về mặt lý thuyết cũng như các nghiên cứu thực tế cho thấy vốn đầu tư gián tiếp có tác động tích cực đến tăng trưởng dài hạn. Bài viết này sẽ tổng quan lại các tác động của vốn đầu tư gián tiếp đến tăng trưởng kinh tế.

Từ khóa: đầu tư gián tiếp, thị trường tài chính, tác động kinh tế, tăng trưởng.

Financial market, indirect investment and economic growth: Theoretical and practical issues

Abstract

There has been a wide consensus among various actors, from policy makers to different social classes and researchers, on the positive impacts of market openness to goods and foreign direct investment. However, the impact of foreign indirect investment has received less consensus. Experiences from the crises in Mexico in 1994 or in Asian countries in 1997-1998 have pointed out that one of the important causes of these crises came from the fast withdrawal of foreign indirect investment. Nevertheless, theories and practical research have shown that foreign indirect investment has positive impacts on long term growth. This paper will give an overview of the impacts of indirect investment on economic growth.

Key words: indirect investment, financial market, economic impacts, economic growth

1. Mở đầu

Một trong những vấn đề được coi là cơ bản trong chính sách của các nước trong ba thập niên qua là mở cửa thị trường trong nước cho hàng hoá và vốn của bên ngoài. Dường như tác động tích cực của việc mở cửa đối với hàng hoá hay vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) được sự đồng thuận khá cao ở các giới khác nhau, từ các nhà lập chính sách đến các tầng lớp trong xã hội và cả các nhà nghiên cứu. Tuy nhiên, tác động của vốn đầu tư gián tiếp ít được sự đồng thuận hơn. Việc vốn đầu tư gián tiếp bị rút ra quá nhanh được cho là nguyên nhân quan trọng

dẫn đến các cuộc khủng hoảng ở Mexico năm 1994 hay ở các nước Châu Á năm 1997-1998. Hay ở mức độ ít cực đoan hơn, Krugman (1999) cho rằng vốn đầu tư nước ngoài, trong đó có vốn đầu tư gián tiếp, không có tác động đến tăng trưởng của các quốc gia trong dài hạn. Mặt khác, cả lý thuyết cũng như các nghiên cứu thực tế cho thấy vốn đầu tư gián tiếp có tác động tích cực đến tăng trưởng dài hạn (Goldin và Reinert, 2005).

Nền kinh tế Việt Nam hiện tại đang trong quá trình chuyển đổi với sự hội nhập ngày càng sâu rộng với nền kinh tế thế giới. Về mặt tổng quát, tác động

tích cực của việc tự do hoá là khá rõ ràng. FDI và xuất khẩu ngày càng đóng vai trò tích cực trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Do mới có mặt và còn chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng vốn đầu tư của nền kinh tế nên tác động của vốn đầu tư gián tiếp là chưa rõ nét. Tuy vậy, tác động của nguồn vốn này được kỳ vọng là sẽ rõ nét hơn trong thời gian tới khi qui mô của nó được tăng lên cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, qua đó phần nào tác động đến nền kinh tế nói chung và tăng trưởng kinh tế nói riêng.

2. Sự phát triển của hệ thống tài chính và tăng trưởng

Như vậy, việc sử dụng có hiệu quả các nguồn lực hay không là nhân tố quan trọng nhất trong việc tăng trưởng kinh tế. Rõ ràng rằng, đối với vấn đề này hệ thống tài chính đóng vai trò quan trọng vì nó là trung gian giữa các tác nhân có nguồn lực tài chính và các tác nhân sử dụng nguồn lực tài chính của nền kinh tế. Do vậy, phần này sẽ xem xét mối quan hệ giữa sự phát triển của hệ thống tài chính và tăng trưởng.

2.1. Ngân hàng, tài chính doanh nghiệp và thị trường chứng khoán

Một số nhà nghiên cứu cho rằng các nước đang phát triển nên theo mô hình thị trường tài chính của Nhật Bản và Đức theo đó, các ngân hàng chiếm ưu thế trong toàn bộ hệ thống. Theo truyền thống, các ngân hàng Nhật Bản và Đức cung cấp các khoản vay đồng thời tham gia quản lý, giám sát các hoạt động của các khách hàng. Mô hình này dường như không phù hợp với nền kinh tế toàn cầu hiện nay. Các hệ thống tài chính mà các ngân hàng chiếm ưu thế đã trải qua nhiều vấn đề trầm trọng trong những năm gần đây và những cải cách nhấn mạnh vào quá trình hội nhập với hệ thống quốc tế. Một thị trường vốn hoạt động tốt có thể hỗ trợ cho các cấu trúc hiện tại, hỗ trợ việc đa dạng hoá sở hữu và chia sẻ sự thịnh vượng có được từ tăng trưởng kinh tế.

Đã có những tranh cãi về vai trò của thị trường chứng khoán trong việc cung cấp vốn cho các doanh nghiệp ở các nền kinh tế phát triển. Tuy nhiên, các kinh nghiệm của các nền kinh tế phát triển cũng như các lý thuyết giải thích về hành vi quản lý ở các nền kinh tế này có thể không phù hợp với các thị trường đang nổi. Điều quan trọng là xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn của các doanh nghiệp và mức độ phát triển của thị trường chứng khoán để biết được sự phát triển của thị trường chứng khoán tạo điều kiện hay ngăn trở chức năng tài trợ vốn của hệ thống ngân hàng, điều này có nghĩa là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu hay nợ là hỗ trợ thay thế lẫn

nhau. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ dương giữa đòn bẩy vốn của doanh nghiệp và sự phát triển của thị trường chứng khoán. Boyd và Smith (1998) đã xây dựng một mô hình tăng trưởng nhất quán với các bằng chứng thực nghiệm. Họ chỉ ra rằng cùng với quá trình phát triển, các thị trường vốn chủ sở hữu sẽ tăng trưởng một cách nội sinh khi đó là điều có lợi về mặt kinh tế. Nếu các doanh nghiệp có thể tài trợ cho tích lũy vốn bằng cách kết hợp giữa vốn và chủ sở hữu, khi đó cả hai loại chứng khoán đều được phát hành, có nghĩa là nợ và vốn chủ sở hữu từ bên ngoài là hỗ trợ nhau.

2.2. Phân bổ nguồn lực

Một thị trường chứng khoán hiệu quả sẽ phân biệt các doanh nghiệp và “thưởng” cho các doanh nghiệp có lợi nhuận cao hơn với chi phí vốn thấp hơn lấy từ các doanh nghiệp kém thành công hơn thông qua quá trình định giá. Các kiểm định truyền thống được dựa trên thông tin có sẵn của công chúng và cá nhân. Mặc dù các bằng chứng hiện tại là khả quan nhưng vấn đề số liệu đã hạn chế các kiểm định cho các thị trường đang nổi. Các lý thuyết về hiệu quả thị trường gần đây tập trung vào các hoạt động đầu cơ và sự bất định và liệu rằng giá cổ phiếu có phản ánh đúng giá trị cơ bản. Sự giao động lớn của giá ở một số thị trường đang nổi đã dẫn đến lập luận rằng quá trình định giá là không hiệu quả và các thị trường chứng khoán có thể có hại hơn là có ích cho các nước đang phát triển.

Đầu tiên là vấn đề thông tin. Lý thuyết đã chỉ ra rằng khi thị trường có tính thanh khoản cao hơn, các tác nhân của thị trường sẽ có động lực lớn hơn trong việc tìm hiểu các hãng. Trong các thị trường lớn hơn và có tính thanh khoản cao hơn, sẽ dễ dàng hơn trong việc tìm kiếm lợi nhuận từ thông tin mới. Sự cải thiện trong thông tin từ các doanh nghiệp sẽ cải thiện phân bổ các nguồn lực. Thị trường chứng khoán hoạt động tốt còn thúc đẩy quản lý doanh nghiệp do nó tạo điều kiện cho việc mua lại. Vì thế, khi thị trường tạo điều kiện cho việc mua lại, các công ty hoạt động kém sẽ bị mua, thay đổi quản lý và có thể hoạt động tốt hơn. Tương tự, nếu thị trường chứng khoán hoạt động tốt, mối liên hệ giữa thu nhập của quản lý với giá trị chứng khoán của công ty sẽ được thực hiện tốt hơn và như vậy sẽ giảm vấn đề đại lý trong quản lý. Như vậy, thị trường chứng khoán hoạt động tốt sẽ tăng cường động lực quản lý và thúc đẩy quá trình phân bổ các nguồn lực theo hướng hiệu quả (Errunza, 2001).

Thị trường chứng khoán có thể coi như nơi cùng với thị trường ngân hàng định ra giá của vốn, và khi

thị trường hoạt động tốt, giá vốn sẽ phản ánh hiệu quả lợi tức cũng như rủi ro của các khoản đầu tư và như vậy các khoản đầu tư hiệu quả sẽ có được giá vốn thấp hơn. Huy động vốn qua thị trường chứng khoán với việc phát hành cổ phiếu có thể coi là một tín hiệu cho các ngân hàng trong việc đánh giá các khoản cho vay, thực tế đã cho thấy các công ty niêm yết có đòn bẩy vốn cao hơn các công ty khác, hay dễ dàng hơn cho các công ty này tiếp cận các khoản vay của các ngân hàng. Wurgler (2000) chứng minh rằng có mối liên hệ có tính thực nghiệm giữa sự phát triển của hệ thống tài chính và hiệu quả phân bổ vốn. Tác giả đã chỉ ra rằng ở các nước có hệ thống tài chính phát triển, mức độ tăng của vốn đổ vào các ngành đang tăng trưởng cao hơn và mức độ giảm lượng vốn đổ vào các ngành đang xuống dốc mạnh hơn so với các nước có hệ thống tài chính kém phát triển. Beck và cộng sự (2000) cũng chứng minh rằng năng suất của các nhân tố có mối liên hệ dương với phần ngoại sinh của sự phát triển hệ thống tài chính. Kết quả nghiên cứu của Bekaert và cộng sự (2003) cho thấy năng suất nhân số tăng đáng kể sau khi tự do hoá hệ thống tài chính.

Các quan sát thị trường ngẫu nhiên và các sự nhận thức cố hữu về sự bất ổn nói chung của các nước đang phát triển đã làm cho một số người quan niệm rằng các thị trường đang nổi có tính bất định cao và do đó giá thị trường không phải là tín hiệu phù hợp cho việc phân bổ các nguồn lực. Tuy nhiên, lý lẽ này không phù hợp với các bằng chứng đã có. Thứ nhất, sự giao động lớn có tính sự kiện không phải là sản phẩm riêng của các thị trường đang nổi. Trong những năm gần đây, bong bóng thị trường, đổ vỡ và các giao động lớn đã xuất hiện ở các thị trường như Nhật Bản. Thứ hai, có xu hướng cân bằng hoá giữa sự biến động với rủi ro. Các bằng chứng đã có gợi ý rõ ràng rằng, về tổng quát, các thị trường đang nổi không thể coi là các tài sản rủi ro cao.

2.3. Huy động các nguồn lực

Việc gắn các cải cách thị trường tài chính và sự huy động vốn của toàn nền kinh tế là rất khó khăn do các khó khăn trong việc kiểm soát ảnh hưởng của các nhân tố khác- trong đó quan trọng nhất là sự tự do hoá hệ thống ngân hàng.

Việc phát hành mới trên thị trường đang nổi phụ thuộc vào các cân nhắc của chủ sở hữu/quản lý (kiểm soát, giải trình, giám sát, và các vấn đề đại lý), môi trường của thị trường (có sẵn hay không và chi phí của các nguồn vốn) cũng như các cân nhắc khác về thể chế (các qui định về phát hành và có sẵn hay không các dịch vụ ngân hàng đầu tư). Trên khía

cạnh cầu của nhà đầu tư, môi trường của thị trường (chẳng hạn các qui định mua bán phù hợp và minh bạch), khung luật pháp (chẳng hạn bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ, giao dịch nội bộ) và sự hiểu biết thị trường (giáo dục) là những điều tiên quyết của các nhà đầu tư khi tham gia đầu tư chủ sở hữu. Giả định các điều kiện trên được đáp ứng, sự phát hành vốn chủ sở hữu mới phụ thuộc vào sự xem xét đánh đổi giữa phần thưởng (cổ tức) và chi phí (rủi ro) của phần sở hữu. Các cân nhắc trên sẽ ủng hộ các phát hành mới trên các thị trường đang nổi khi việc chuyển sang một nền kinh tế thị trường đã được hình thành chắc chắn, các thị trường hoạt động khá tốt, tăng trưởng kinh tế được kỳ vọng tiếp tục trong tương lai và các tình huống khác xảy ra. Về mặt thực tiễn, nghiên cứu của Demirgüv-Kunt và Maksimovic (1998) kết luận rằng doanh nghiệp ở các nước có hệ thống luật pháp hiệu quả và các thị trường tài chính phát triển sẽ dựa nhiều hơn vào vốn bên ngoài trong quá trình tăng trưởng.

3. Tác động của nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và tăng trưởng

3.1. Những tác động tích cực

Theo Errunza (2001), vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, ngoài việc gia tăng các nguồn vốn cho một nền kinh tế, có thể có tác động đến tăng trưởng kinh tế thông qua i) phát triển thị trường đa dạng về sở hữu vốn và ii) giảm chi phí vốn do khả năng lưu động toàn cầu.

3.1.1. Phát triển thị trường

Vốn đầu tư gián tiếp trong đó có vốn đầu tư sở hữu có thể có những tác động sau và các tác động này dẫn đến sự phát triển của thị trường.

Thông tin, các tổ chức và qui định: Những nhà đầu tư nước ngoài từ các thị trường tài chính phát triển sẽ yêu cầu các thông tin có chất lượng và kịp thời, sự bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ và các qui định về thị trường và giao dịch phù hợp. Sự có mặt của các dòng vốn đầu tư sở hữu nước ngoài do đó sẽ thúc đẩy các dịch vụ và các tổ chức mới đồng thời với đó là sự chuyển giao công nghệ cũng như đào tạo nhân lực.

Sự phát triển của thị trường và lòng tin của các nhà đầu tư: Sự tham gia chủ động của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ truyền lòng tin của các nhà đầu tư trong nước. Thị trường sẽ chủ động và hiệu quả hơn và có thể tạo điều kiện cho việc phát hành mới.

Kiểm soát doanh nghiệp: Thị trường kiểm soát doanh nghiệp ở các thị trường đang nổi vẫn đang trong giai đoạn sơ khai. Các nguồn vốn gián tiếp từ nước ngoài có thể đóng vai trò then chốt trong các

Bảng 1. Tự do hoá có làm tăng tính thanh khoản của thị trường?

<i>Nước</i>	<i>Tính thanh khoản^a</i>
Argentina	Y
Brazil	Y?
Chile	Y
Colombia	Y
Ấn Độ	Y
Jordan	Y
Hàn Quốc	Y
Mexico	Y?
Malaysia	N
Pakistan	Y
Philippines	Y
Bồ Đào Nha	Y
Thái Lan	Y?
Thổ Nhĩ Kỳ	Y
Venezuela	Y

Chú thích: Y: có sự cải thiện đáng kể trong tính thanh khoản của thị trường. Y?: có sự cải thiện đáng kể trong tính thanh khoản nhưng không ổn định. N không có sự cải thiện đáng kể trong tính thanh khoản.

a: Đo lường bằng giá trị trao đổi của thị trường so với GDP của nước đó

Nguồn: Levine và Zervos (1998).

thị trường này bằng cách yêu cầu kết quả của quản lý và giám sát quá trình quản lý thông qua các quyết định đầu tư. Về cơ bản, các nhà đầu tư nước ngoài có thể dần dần chia sẻ các khái niệm về giá trị cổ đông và văn hoá thị trường tự do với các nhà đầu tư địa phương.

3.1.2. Giảm chi phí vốn

Sự lưu động của dòng vốn trên quy mô toàn cầu sẽ làm giảm chi phí vốn. Các dòng vốn vào từ các thị trường vốn quốc tế cùng với chúng là sự tự do hoá thị trường vốn sẽ làm giảm chi phí vốn. Điều này do rủi ro của các chứng khoán trên thị trường sẽ giảm đi cũng như chi phí cho rủi ro sẽ giảm. Điều này được thể hiện ra là sự tăng lên trong giá của các loại chứng khoán khi có sự hiện diện của các nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả nghiên cứu của Bekaert và cộng sự (2003) cho thấy có sự giảm đi trong chi phí vốn sau khi có tự do hoá hệ thống tài chính với sự chảy vào nhiều hơn của các dòng vốn đầu tư sở hữu. Mặc dù, họ cũng lưu ý rằng lãi suất là một chỉ tiêu khó đo lường.

Như vậy, có thể thấy tác động chính của các nguồn đầu tư gián tiếp nước ngoài đó là làm tăng các nguồn vốn với chi phí rẻ hơn cho đầu tư và làm

cho quá trình phân bổ vốn hiệu quả hơn. Những điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Về khía cạnh khác, việc đầu cơ trên thị trường chứng khoán cũng có thể có lợi đối với tăng trưởng kinh tế, nhất là ở các thị trường đang nổi. Ở các thị trường này các công ty tăng trưởng nhanh và các phát hành mới đóng vai trò cốt lõi cho tương lai của nền kinh tế và các nhà đầu tư chuyên thực hiện các đầu tư rủi ro cao đóng vai trò nhất định trong việc cấp vốn cho các công ty.

Đo lường sự phát triển của thị trường, theo qui mô trao đổi của toàn thị trường so với GDP của nước đó, Levine và Zervos (1998) đã đưa ra một kết quả khá tích cực của tự do hoá tài chính, được kỳ vọng là tăng sự hiện diện của các nhà đầu tư nước ngoài cùng với vốn của họ. Nghiên cứu này đã chỉ ra bằng chứng về mặt thực nghiệm về sự thay đổi trong việc kiểm soát các nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài theo hướng tự do hoá (kỳ vọng là sẽ làm gia tăng nguồn vốn đầu tư gián tiếp) đối với tính thanh khoản của thị trường nói chung. Bảng 1 cho thấy kết quả nghiên cứu của Levine và Zervos (1998) ở các thị trường cụ thể.

Mặc dù trong nghiên cứu các tác giả không kiểm

soát sự ảnh hưởng của các yếu tố khác nhưng kết quả cho thấy một xu hướng mạnh mẽ trong việc cải thiện tính thanh khoản của thị trường đồng thời không một nước nào trong mẫu nghiên cứu có sự suy giảm trong tính thanh khoản.

Như vậy, cả lý thuyết và thực tiễn đều cho thấy, nhìn chung, có mối quan hệ tích cực giữa sự tăng lên theo chiều hướng vào của các dòng vốn đầu tư sở hữu và tăng trưởng.

3.2. Những tác động tiêu cực

Tuy nhiên, cũng có những tranh luận khác về vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài trên các thị trường đang nổi và ảnh hưởng của các dòng vốn gián tiếp này, đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng. Thêm vào đó, xu hướng đầu tư vào các công ty lớn, có uy tín ở các thị trường mới nổi của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ phân khúc thị trường thành 2 nhóm. Câu hỏi đặt ra là liệu rằng sự phân đoạn này có hạn chế sự lan toả của tự do hoá thị trường ở các phân đoạn khác nhau.

Một vấn đề nữa được đặt ra là tác động của các dòng vốn gián tiếp đối với sự không ổn định của thị trường. Sự biến động của các dòng vốn này tạo ra lo ngại là có phải sự lưu chuyển nhanh của chúng làm trầm trọng thêm sự suy giảm của thị trường và kích thích sự bất ổn định lan rộng trong cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997-1998.

Một trong những hành vi được cho là làm tăng sự bất ổn định của thị trường trong thời kỳ suy giảm là sự mua bán phản hồi tích cực (positive feedback trading)¹. Nếu mua bán phản hồi tích cực hiện hữu, sự suy giảm của thị trường sẽ bị trầm trọng thêm. Đã có một số nghiên cứu thực nghiệm về hành vi này có ở các thị trường đang nổi. Choe và cộng sự (1999) phát hiện thấy có hoạt động phản hồi tích cực mạnh ở Hàn Quốc trước khi xảy ra khủng hoảng nhưng không có trong khủng hoảng. Việc các nhà đầu tư nước ngoài bán ra không dẫn đến lỗ bất thường, nghĩa là không gây ra bất ổn định. Tương tự, sự mua bán phản hồi tích cực ở thị trường Hàn Quốc cũng thấy rằng các nhà đầu tư nước ngoài không cư trú tại Hàn Quốc tham gia vào các mua bán có tính “bắt chước” nhiều hơn so với các chi nhánh nước ngoài. Điều này dẫn đến một hàm ý chính sách quan trọng là nên khuyến khích thành lập các chi nhánh của các nhà đầu tư nước ngoài.

Agarwal và cộng sự (2009) trong nghiên cứu hành vi của mua bán các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Indonesia trong giai đoạn 1995-2000 đã không tìm thấy bằng chứng cụ thể nào cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài tạo ra sự

điều chỉnh của thị trường trong khung khoảng. Tuy nhiên, họ phát hiện các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào các hoạt động mua bán có tính “bầy đàn”. Điều này là có thể có ý nghĩa đối với các thị trường đang nổi vì Bowe và Domuta (2004) tìm thấy tính bất định của thị trường tăng cùng với mức độ “bầy đàn” trong thị trường đó. Mua bán phản hồi tích cực cùng với hành vi “bầy đàn” có tính đầu cơ ảnh hưởng không đáng kể đến bất ổn định của lãi. Có sự khác biệt trong phản ứng của hai phân đoạn thị trường đối với các nguồn vốn nước ngoài.

Các thị trường tài chính tồn tại một số thất bại phổ biến. Trong hoàn cảnh bình thường, các méo mó này có xu hướng tạo ra một mức độ không ổn định nhất định. Nhưng trong các tình huống xấu, các thất bại của thị trường sẽ làm bùng lên các cuộc khủng hoảng tài chính. Ví dụ, các méo mó của các thị trường tài chính sẽ dường như đặc biệt trầm trọng khi các ngân hàng thương mại ở các nước đang phát triển được tiếp cận các nguồn vốn ngắn hạn nước ngoài.

Có thể thấy một số nguyên nhân của vấn đề này. Đầu tiên, các hệ thống trung gian tài chính ở các nước đang phát triển có xu hướng dựa nhiều vào khu vực ngân hàng, các dạng trung gian tài chính khác thường lạc hậu. Thứ hai, các nước đang phát triển được khuyến khích tự do hoá các thị trường tài chính nội địa trong khi các qui định an toàn và hệ thống quản lý chưa phát triển. Thứ ba, các nước đang phát triển đôi khi tự do hoá quá sớm các tài khoản vốn. Do vậy, sẽ phải cẩn trọng trong việc quản lý hệ thống ngân hàng và tiếp cận với các luồng vốn quốc tế (Goldin và Reinert, 2005).

Bekaert và Harvey (2000) đã nghiên cứu đầu tư vốn sở hữu của Mỹ vào các thị trường đang nổi và thấy rằng, sự bất định tăng lên đáng kể từ đầu những năm 1990, khi nhiều nước tự do hoá, và tiếp tục tăng đến đỉnh vào năm 1995 khi xảy ra khủng hoảng đồng Peso của Mexico. Sau khi giảm rõ nét, mức độ bất định lại tăng lên một đỉnh khác thấp hơn nhiều vào thời điểm cuối năm 1997, trong thời gian xảy ra khủng hoảng tài chính Châu Á. Một điều thú vị là năm 2000 cũng là một năm có tính bất định đáng kể, nhưng năm 2001 lại trở về mức đầu những năm 1990.

3.3. Khả năng hấp thụ

Kinh nghiệm thực tế của các nước cho thấy, mặc dù có những ảnh hưởng tích cực nhưng rõ ràng là các nước lại được hưởng lợi khác nhau từ nguồn tài chính từ bên ngoài, trong đó có đầu tư gián tiếp. Một số nhà nghiên cứu đã đề cập đến khái niệm “khả

năng hấp thụ” và nghiên cứu mối quan hệ của các chỉ tiêu đại diện cho khả năng này và ảnh hưởng thực tế của các vốn đầu tư từ bên ngoài. “Khả năng hấp thụ” thường được nghiên cứu theo hai khía cạnh: (1) sự phát triển về mặt luật pháp liên quan đến hoạt động đầu tư và sản xuất, và (2) sự phát triển của hệ thống tài chính. Với cùng một mức vốn trên toàn thế giới, các nước có hệ thống phát luật tốt hơn sẽ thu hút được nhiều vốn hơn.

Ví dụ, Johnson và cộng sự (2000) chỉ ra rằng các cấu trúc quản lý doanh nghiệp yếu sẽ làm giảm khuyến khích đối với các nhà quản lý, đặc biệt là trong giai đoạn mà triển vọng kinh tế ảm đạm. Sử dụng số liệu của cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997-1998, họ thấy rằng các nước có hệ thống bảo vệ nhà đầu tư bên ngoài kém hơn có sự mất giá nhiều hơn của đồng tiền bản địa cũng như sự suy giảm giá trị của tài sản. Đồng quan điểm này, Lemmon và Lins (2001) cũng thấy rằng cấu trúc sở hữu doanh nghiệp có tác động trong việc xác định động lực của những người bên trong công ty trong việc chiếm dụng các cổ đông thiểu số, đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng tài chính.

Các luận cứ này cho thấy, những người quản lý các công ty sẽ phân bổ các nguồn lực có được từ nước ngoài một cách hiệu quả hơn khi các cơ chế quản lý doanh nghiệp có các hạn chế trong việc hưởng lợi.

Sự phát triển của thị trường tài chính cũng là một yếu tố trong việc tăng khả năng hấp thụ qua nhiều kênh khác nhau như đã được đề cập ở trên. Thêm vào đó một thị trường tài chính phát triển sẽ cung cấp đa dạng hơn các công cụ cho các nhà đầu tư trong việc phân bổ vốn, giảm rủi ro nhờ đa dạng hoá. Điều này cũng dẫn đến kỳ vọng là các nguồn vốn trong đó có vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài được phân bổ một cách hiệu quả hơn.

Nghiên cứu của Durham (2004) ngụ ý rằng có các “ngưỡng” trong các chỉ tiêu đo lường khả năng hấp thụ mà nếu các nước vượt qua ngưỡng này thì các nguồn vốn vào mới phát huy hiệu quả đối với tăng trưởng. Cụ thể, kết quả ước lượng cho thấy các nguồn vốn đầu tư sở hữu chỉ có tác động tích cực đến các nước mà qui mô vốn hoá của thị trường chứng khoán so với GDP tối thiểu là 41.2%. Chỉ có 8 trên 39 nước trong mẫu của nghiên cứu này vượt ngưỡng trên, còn lại 19 nước- một tần suất cao hơn được ước lượng là có tác động âm. Trong khi đó các chỉ số về pháp luật và môi trường đầu tư không có tác động có ý nghĩa đối với ảnh hưởng của vốn đầu tư gián tiếp đến tăng trưởng.

4. Kết luận

Các minh hoạ dựa trên các bằng chứng thực nghiệm cho thấy các nghiên cứu thực nghiệm dường như chưa đủ mạnh để khẳng định hay phủ định chắc chắn các luận điểm về vai trò của vốn đầu tư gián tiếp đến tăng trưởng kinh tế. Việc tìm hiểu các vấn đề có thể làm nhiều kết quả nghiên cứu là một điều quan trọng để có thể đánh giá kết quả một cách chính xác. Có thể có nhiều nguyên nhân khác nhau đối với vấn đề này.

Đầu tiên, đó là thực tế thì vốn đầu tư gián tiếp là khá nhỏ so với tổng vốn đầu tư của nền kinh tế ở một số thị trường mới nổi, do đó tác động của dòng vốn này khó có ý nghĩa nổi bật đến tăng trưởng.

Thứ hai, vấn đề định nghĩa và đo lường, thực tế là rất khó có thể phân biệt và đo lường chính xác các dòng vốn chẳng hạn một doanh nghiệp FDI có thể sở hữu cổ phiếu của các công ty khác và vốn này phải tính là đầu tư gián tiếp nhưng thực tế lại tính là FDI. Một ví dụ khác là các khoản nợ có khả năng chuyển đổi thành vốn chủ sở hữu hay giới hạn trong tỷ lệ nắm giữ để phân biệt FDI và vốn đầu tư gián tiếp.

Thứ ba, đồng thời với các nguồn vốn gián tiếp đi vào, nhiều yếu tố khác đồng thời có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng, đây là một điều cần phải xem xét kỹ để có thể có kết quả tin cậy khi nghiên cứu về tác động của vốn đầu tư gián tiếp đối với tăng trưởng.

Tự do hoá tài chính và các cải cách vĩ mô: Có thể xảy ra trường hợp tự do hoá tài chính xảy ra đồng thời với các cải cách vĩ mô khác. Nếu không tách bạch tốt các ảnh hưởng, đo lường tác động của tự do hoá tài chính có thể gộp cả tác động của cải cách vĩ mô.

Một vấn đề khác có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu là tự do hoá tài chính là một kết quả tự nhiên của quá trình phát triển hệ thống tài chính, và khi đó, nhất quán với các mô hình tăng trưởng nội sinh là hệ thống tài chính phát triển sẽ dẫn đến thúc đẩy tăng trưởng. Kết quả của Bekaert và cộng sự (2003) cho thấy ước lượng ảnh hưởng của tự do hoá tài chính nên tăng trưởng giảm đôi chút khi đưa các biến phản ánh sự phát triển của thị trường nhưng ảnh hưởng đáng kể khi mẫu không chọn các nước nghèo nhất. Đồng thời, họ thấy rằng tự do hoá tài chính sẽ dự báo một sự phát triển hơn nữa của hệ thống tài chính nhưng quyết định tự do hoá tài chính dường như không bị ảnh hưởng với sự phát triển của hệ thống tài chính. Như vậy, đây có thể là một bằng chứng thêm cho quan điểm rằng tự do hoá tài chính sẽ dẫn đến sự phát triển của hệ thống tài chính. □

Ghi chú:

1. Mua bán phản hồi tích cực là hành vi mua vào khi giá lên và bán ra khi giá giảm. Hành vi mua bán này liên quan đến sự bất lợi về mặt thông tin vì nếu giá thể hiện sự kỳ vọng điều kiện dựa trên độ lớn của thông tin tư nhân và công cộng, các nhà đầu tư có ít thông tin hơn sẽ đánh giá thông tin công cộng và hình thành nhu cầu dựa trên giá quá khứ.

Tài liệu tham khảo

- Agarwal, S., Faircloth, S., Liu, C. và Rhee, S.G. (2009), 'Why Do Foreign Investors Underperform Domestic Investors in Trading Activities? Evidence from Indonesia', *Journal of Financial Markets*, số 12, trang 32-53.
- Beck, T., Levine, R. và Loayza, N. (2000), 'Finance and the Source of Growth', *Journal of Finance Economics*, số 58, trang 261-200.
- Bekaert, G. và Harvey, C. (2000), 'Foreign Speculators and Emerging Equity Markets', *Journal of Finance*, số 2, trang 565-613.
- Bekaert, G., Harvey, C.R. và Lundblad, C. (2003), 'Does Financial Liberalization Spur Growth?', Working paper, Indiana University, Bloomington, Indianan, USA.
- Bowe, M. và Domuta, D. (2004), 'Investor Herding during Financial Crisis: A Clinical Study of the Jakarta Stock Exchange', *Pacific-Basin Finance Journal*, số 12, trang 387-418.
- Boyd, J.H. và Smith, D. (1992), 'Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development', *Journal of Monetary Economics*, số 30, trang 409-432.
- Choe, H., Kho, B. và Stulz, R. (1999), 'Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets: The Korean Experience in 1997', *Journal of Financial Economics*, số 54, trang 1651-1679.
- Demirgüv-Kunt A. và Maksimovic (1998), 'Law, Finance and Firm Growth', *Journal of Finance*, số 53, trang 2107-2137.
- Durham, J.B. (2003), *Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth Board of Governors off the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, truy cập lần cuối ngày 20 tháng 3 năm 2015, từ <<http://ssrn.com/abstract=382063>>.
- Durham, J.B. (2004), 'Absorptive capacity, the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth', *European Economic Review*, số 48, trang 285 – 306.
- Errunza, V. (2001), 'Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development', *Review of International Economics*, tập 9 số 4, trang 703–726.
- Goldin, I.A. và Reinert, K.A. (2005), 'Global Capital Flows và Development: A Survey', *Journal of International Trade và Economic Development*, tập 14 số 4, trang 453-481.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., và Friedman, E. (2000), 'Corporate Governance in the Asian', *Journal of Financial Economics*, số 58, trang 207-227.
- Krugman, P. (1999), *The Return of Depression Economics*. Allen Lane. London.
- Lemmon, M. và Lins, K. (2001), 'Ownership structure, corporate governance, and firm value: the East Asian financial crisis', *Journal of Finance*, số 58, trang 1445-1468.
- Levine, R. và Zervos, S. (1998), 'Stock Markets, Banks and Economic Growth', *American Economic Review*, số 88, trang 537-558.
- Wurgler, J. (2000), 'Financial Markets and the Allocation of Capital', *Journal of Financial Economics*, số 58, trang 187-214.

Thông tin tác giả:

***Trần Đức Hiệp**, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Thể chế kinh tế, Tăng trưởng kinh tế, Kinh tế học về chi phí giao dịch, quản lý kinh tế, công nghiệp hỗ trợ

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: hieptd@vnu.edu.vn/hieptd@gmail.com