TÁC ĐỘNG CỦA KIỀU HỐI LÊN BIẾN ĐỘNG ĐẦU TƯ TƯ NHÂN: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA ĐÔNG NAM Á

Nguyễn Phúc Cảnh[*]

Tóm tắt

Bài viết này xem xét tác động của kiều hối bao gồm cả quy mô của kiều hối trên GDP và biến động trong kiều hối lên biến động trong đầu tư tư nhân tại 6 quốc gia Đông Nam Á bao gồm Cambodia, Indonesia, Malaysia, Philipines, Thái Lan, và Việt Nam trong giai đoạn 1995 – 2013. Thông qua mô hình ước lượng dữ liệu bảng, chúng tôi phát hiện rằng quy mô kiều hối tăng lên có thể giúp giảm biến động trong đầu tư tư nhân, đồng thời đó biến động của kiều hối lại có tác động dương lên biến động trong đầu tư tư nhân. Như vậy, các quốc gia Đông Nam Á nói chung và Việt Nam nói riêng nên tiếp tục thực thi chính sách thu hút kiều hối nhưng phải đảm bảo tính ổn định của dòng vốn này để giúp ổn định đầu tư tư nhân.

Từ khóa: *kiều hối, biến động, đầu tư nội địa, Đông Nam Á.*

Mã số: 199. Ngày nhận bài:16/11/2015 Ngày hoàn thành biên tập: 25/12/2015. Ngày duyệt đăng: 25/12/2015 .

Abstract

This study examines the impact of personal remittances including the scale and the volatility of remittances on the fluctuations in private investment in six Southeast Asian countries which include Cambodia, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam in the period from 1995 to 2013. Through the panel data estimation models, we found that the higher remittances could help reduce the volatility in private investment, and the higher volatility of remittances also have strong impact on volatility in private investment. Thus, the Southeast Asia countries in general and Vietnam in particular should continue to implement policies to attract remittances, in addition they have to ensure the stability of this capital flow to stabilize private investment..

Key words: *personal remittances, volatility, private investment, Southeast Asian.*

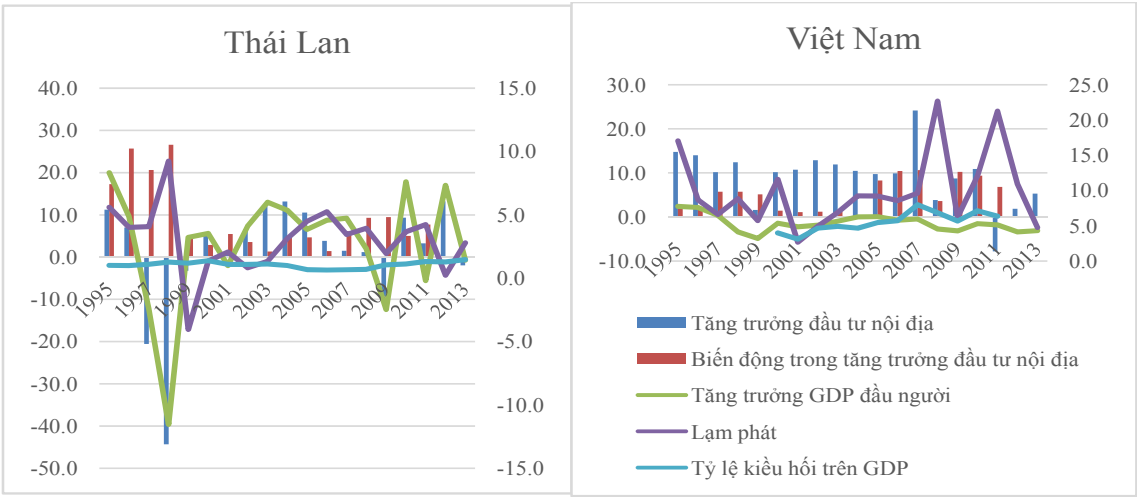
Paper No. 199. Date of receipt: 16/11/2015. Date of revision: 25/12/2015. Date of approval: 25/12/2015.

1. Giới thiệu

Trong hơn 20 năm qua, khu vực Đông Nam Á có sự phát triển mạnh mẽ cả về kinh tế lẫn tài chính và các chính sách vĩ mô, tuy nhiên các quốc gia trong khu vực cũng đối mặt với nhiều vấn đề về kinh tế vĩ mô như hiệu quả đầu tư, các thất bại của thị trường, rủi ro tài chính và ảnh hưởng của các cú sốc bên ngoài (Cevik et al. 2016; Chien et al. 2015; Dungey & Vehbi 2015; Jiranyakul & Opiela 2010; Rao-Nicholson et al. 2016; Sethapramote 2015).

Theo dữ liệu thu thập từ báo cáo World Development Indicators (WDI) được công bố bởi Worldbank năm 2015 thì tăng trưởng kinh tế của 6 quốc gia trong khu vực bao gồm: Cambodia, Indonesia, Malaysia, Philipines, Thái Lan và Việt Nam giảm mạnh trong những năm 1997, 1998 do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế châu Á năm 1997. Cụ thể tăng trưởng kinh tế tính theo GDP đầu người của các quốc gia như Thái Lan, Philipines, Malaysia và Indonesia giảm mạnh và âm trong

[*] ThS, Trường Đại học Kinh tế TP.Hồ Chí Minh, email: canhnguyen@ueh.edu.vn



Hình 1. Đầu tư nội địa, kiều hối và các yếu tố kinh tế khác tại 6 quốc gia Đông Nam Á

Nguồn: Tính toán từ World Development Indications, Worldbank (2015).

năm 1998, trong khi đó tăng trưởng GDP đầu người của Việt Nam và Cambodia cũng bị ảnh hưởng nặng nề trong giai đoạn này (*hình 1*). Tuy nhiên, giai đoạn sau khủng hoảng kinh tế các quốc gia trong khu vực khôi phục nhanh chóng với tốc độ cao cho đến khi khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 ảnh hưởng làm tăng trưởng GDP đầu người có suy giảm và biến động trong giai đoạn 2008 – 2013.

Nhiều yếu tố có đóng góp quan trọng vào tăng trưởng kinh tế của các quốc gia trong khu vực như vốn đầu tư, trình độ lao động, sự cải tiến trong chính sách vĩ mô, dòng vốn nước ngoài, chính sách mở cửa của các quốc gia Đông Nam Á (Azam et al. 2015; Pradhan et al. 2014; Sethapramote 2015). Trong đó, sự phát triển của thị trường tài chính và mở cửa nền kinh tế giúp cho hoạt động đầu tư trong khu vực cũng năng động hơn và tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2000 – 2007. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng đầu tư nội địa của các quốc gia trên lại không ổn định và giống nhau, đặc biệt trong những giai đoạn bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng sẽ biến động mạnh hơn, điều này có thể dẫn đến biến động trong nền kinh tế.

Bên cạnh đó, dòng kiều hối trong hơn 20 năm qua luôn có đóng góp quan trọng vào tổng thu nhập nội địa của các quốc gia Đông Nam Á. Đông thu nhập này không chỉ đóng góp vào thu nhập để người dân chi tiêu mà còn đóng góp vào vốn để người dân đầu tư, do đó kiều hối cũng có vai trò quan trọng với đầu tư nội địa. Tuy nhiên, kiều hối không chỉ có ảnh hưởng đến đầu tư nội địa ròng, bởi tính chất là dòng vốn bên ngoài do đó dòng kiều hối có thể không ổn định và biến động trong kiều hối có thể ảnh hưởng tiêu cực làm biến động đầu tư nội địa và làm biến động kinh tế vĩ mô. Do đó, nghiên cứu này tập trung vào xem xét tác động của kiều hối lên biến động trong đầu tư nội địa tại 6 quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn 1995 – 2013. Phần tiếp theo trình bày cơ sở lý thuyết của nghiên cứu này.

2. Tổng hợp lý thuyết

Các dòng vốn đóng góp vào đầu tư nội địa ngoài nguồn vốn từ tiết kiệm nội địa, từ đầu tư của chính phủ thì các nguồn vốn bên ngoài

cũng đóng góp quan trọng vào đầu tư nội địa (Ahmed & Zlate 2014; Bruno & Shin 2015; Ketenci 2015). Một trong những nguồn vốn bên ngoài có đóng góp quan trọng vào vốn đầu tư nội địa bên cạnh vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), vốn viện trợ chính thức (ODA) thì dòng kiều hối cũng có đóng góp quan trọng vào đầu tư nội địa (Rahman 2015). Kiều hối có tác động đến nhiều yếu tố vĩ mô của quốc gia nhận như tiêu dùng, đầu tư thông qua hiệu ứng thu nhập (Guha 2013); hay tác động đến thương mại thông qua hiệu ứng "căn bệnh Hà Lan" thông qua tỷ giá hối đoái thực (Acosta et al. 2009; Bourdet & Falck 2006; Corden 1984); hay tác động đến sự phát triển của thị trường tài chính (Aggarwal et al. 2011; Beine et al. 2012); hay tác động đến chất lượng thể chế (Ahmed 2013; Ivlevs & King 2013).

Trong các yếu tố vĩ mô bị tác động bởi kiều hối, bên cạnh tiêu dùng tư nhân thì đầu tư tư nhân được xem là một trong hai yếu tố bị ảnh hưởng trực tiếp từ thu nhập tăng thêm (Adams Jr & Cuecuecha 2010). Với khoản thu nhập từ kiều hối, người dân có thể sử dụng để tiêu dùng, hay đầu tư hay tiết kiệm, do đó quyết định của người dân sẽ ảnh hưởng đến các yếu tố trong nền kinh tế như tiêu dùng, đầu tư và thị trường tài chính (Acosta et al. 2008; Anzoategui et al. 2014; Fransen & Mazzucato 2014).Vì vậy dòng kiều hối tăng lên có giúp tăng đầu tư tư nhân hay không còn phụ thuộc vào lựa chọn của người dân giữa tiêu dùng, đầu tư và tiết kiệm (Adams Jr & Cuecuecha 2010; Combes & Ebeke 2011; Fransen & Mazzucato 2014; Le 2011).

Thứ nhất, kiều hối có thể có tác động tiêu cực đến đầu tư nội địa nếu người dân khi nhận kiều hối chỉ sử dụng khoản thu nhập tăng thêm này vào tiêu dùng và giảm thời gian làm việc, từ đó làm giảm thu nhập từ lao động cho nên đầu tư có thể giảm (Adams Jr & Cuecuecha 2010, 2013; Greenwood et al. 1988). Thứ hai, kiều hối sẽ có tác động tích cực lên đầu tư nội địa nếu người dân nhận kiều hối mà không giảm thời gian làm việc thì tổng thu nhập tăng nên đầu tư tư nhân sẽ tăng, thậm chí nếu tiết kiệm của người dân tăng lên thông qua hệ thống tài chính thì dòng vốn đó cũng sẽ chu chuyển để đi đến các đối tượng cần vốn và giúp gia tăng đầu tư tư nhân (Aggarwal, Demirgüç-Kunt & Pería 2011; Ahamada & Coulibaly 2011; Chowdhury 2011; Giuliano & Ruiz-Arranz 2009; Gyimah-Brempong & Asiedu 2015; Rahman 2015).

Nhiều nghiên cứu trên thế giới gần đây cố gắng xem xét cả hai khía cạnh tác động tích cực và tiêu cực của kiều hối lên đầu tư tư nhân. Ví dụ như nghiên cứu của Adams Jr & Cuecuecha (2010) tại Guatemala xem xét tác động của kiều hối lên tiêu dùng cho giáo dục và nhà đất và phát hiện thấy rằng kiều hối giúp kích thích vốn đầu tư vào vốn con người và các vốn vật chất cố định ở quốc gia nhận kiều hối. Còn nghiên cứu của của Le (2011) cho thấy rằng kiều hối làm tăng tiêu dùng hay đầu tư phụ thuộc phần lớn vào dự báo của người dân về tương lai, nếu người dân dự báo tốt sẽ sẵn sàng dành thêm phần thu nhập này cho tiêu dùng, ngược lại họ sẽ dùng phần thu nhập tăng thêm để tiết kiệm. Còn nghiên cứu của Adams Jr & Cuecuecha (2013) tại Ghana cũng có kết luận rằng người dân nhận được kiều hối sẽ chi tiêu phần thu nhập tăng thêm này cho giáo dục, y tế và nhà cửa nhiều hơn so với tiêu dùng lương thực và thực phẩm. Hay nghiên cứu của Rahman (2015) tại Pakistan phát hiện thấy rằng cả đầu tư tư nhân, tăng trưởng kinh tế và kiều hối có đồng liên kết trong dài hạn. Nghiên cứu của Olubiyi (2013) tại Nigeria cũng phát hiện thấy rằng kiều hối giúp gia tăng chi tiêu của tư nhân bởi vì kiều

hối giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và giảm chi phí giao dịch trong nền kinh tế.

Rõ ràng, khi người dân nhận một phần thu nhập từ kiều hối sẽ làm thu nhập của họ tăng lên do đó quyết định chi tiêu hay đầu tư cũng thay đổi, tuy vậy khi lượng kiều hối cao hơn có thể tạo ra nhiều thu nhập hơn nên hoạt động đầu tư của người dân sẽ ổn định hơn. Nói cách khác, với mức kiều hối cao hơn có thể giúp người dân tự do hơn trong hoạt động đầu tư của mình nên đầu tư nội địa sẽ ít biến động hơn. Mặc khác, trong những giai đoạn kinh tế bất ổn như khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, thu nhập tại các quốc gia phát triển thay đổi mạnh nên làm biến động dòng kiều hối lớn, dẫn đến thu nhập của người dân trong nước biến động và có thể làm gia tăng biến động trong đầu tư nội địa.

Tuy nhiên, số lượng các nghiên cứu về tác động của kiều hối lên biến động của đầu tư nội địa lại tương đối hạn chế. Đến gần đây, tác động của kiều hối đến biến động của các yếu tố vĩ mô nước nhận kiều hối mới được quan tâm nghiên cứu. Nghiên cứu của Jidoud (2015) cho thấy rằng có rất nhiều nghiên cứu về tác động tích cực của kiều hối lên tăng trưởng, tiêu dùng và giảm nghèo ở các quốc gia, đồng thời kiều hối còn đóng vai trò là tấm đệm an toàn cho biến động kinh tế vĩ mô của các quốc gia. Cụ thể, theo tác giả Jidoud xem xét và tiến hành nghiên cứu tại khu vực châu Phi thì kiều hối có tác động giúp ổn định biến động vĩ mô bao gồm biến động trong tăng trưởng kinh tế và tiêu dùng tư nhân thông qua hiệu ứng thu nhập và hiệu ứng thúc đẩy thị trường tài chính phát triển. Tuy vậy, nghiên cứu trên cũng không xem xét tác động của kiều hối lên biến động trong đầu tư nội địa. Do đó, bài viết này xem xét tác động của kiều hối lên biến động đầu tư nội địa của 6 quốc gia khu vực Đông Nam Á có nhận kiều hối trong hơn 15 năm qua. Phần tiếp theo trình bày mô hình và dữ liệu nghiên cứu.

3. Mô hình và dữ liệu nghiên cứu

a) Mô hình nghiên cứu

Dựa trên phân tích của Jidoud (2015) để mô hình hóa tác động của kiều hối đến hành vi của khu vực tư nhân, theo đó khu vực hộ gia đình nhận kiều hối sẽ luôn có mục tiêu là tối đa hóa hữu dụng có chiết khấu tính theo toàn thời gian sống của mình:

$$E_t \sum_{t=1}^{\infty} \beta^t U(c_t, L_t) \quad (1)$$

Trong đó $\beta \in [0,1]$ là tỷ lệ chiết khấu, c_t là tiêu dùng hiện tại L_t là lao động trong kỳ hiện tại, *U(.)* là hàm hữu dụng theo giai đoạn, E_t là hàm số mong đợi có điều kiện về các thông tin khả dụng của hộ gia đình đến thời điểm t. Mục tiêu của hộ gia đình là tối đa hóa hàm hữu dụng trên trong điều kiện có ràng buộc về ngân sách trong giả định nền kinh tế mở và có nhận kiều hối:

$$Y_t + \mathrm{Re}_t = C_t + I_t + G_t + X_t - M_t \quad (2)$$

Trong đó, Y_t là sản lượng; Re_t là kiều hối; C_t, I_t, G_t lần lượt là tiêu dùng tư nhân, đầu tư tư nhân và chi tiêu của chính phủ; X_t, M_t lần lượt là xuất khẩu và nhập khẩu. Chi tiết hơn, hàm hữu dụng *U(.)* sẽ có hai dạng, dạng thứ nhất theo nghiên cứu của King et al. (1988):

$$U(c_t, L_t) = \frac{(c_t(1-L_t))^{1-\partial} - 1}{1-\partial} \quad (3)$$

Và hàm hữu dụng dạng thứ hai theo nghiên cứu của Greenwood, Hercowitz & Huffman (1988) có dạng:

$$U(c_t, L_t) = \frac{(c_t - \frac{L_t^{\omega}}{\omega})^{1-\partial} - 1}{1-\partial} \quad (4)$$

Trong đó $\partial > 1$ là nghịch đảo độ co giãn của tiêu dùng theo thời gian, $\omega > 1$ đại diện

cho sự thay thế trong cung lao động theo thời gian. Hai hàm hữu dụng trên khác nhau ở chỗ chúng đo lường hiệu ứng của cải khác nhau. Trong hàm hữu dụng ở phương trình (4), cung lao động độc lập với mức độ của cải của hộ gia đình do đó sẽ độc lập với mức độ chi tiêu của hộ gia đình. Trong khi đó, trong hàm hữu dụng ở phương trình (3), cung lao động sẽ có phản ứng với mức độ của cải, do đó sẽ có tác động đến tiêu dùng của hộ gia đình. Do đó, tác động của kiều hối đến hành vi của tư nhân phụ thuộc vào hàm hữu dụng của hộ gia đình, nếu hàm hữu dụng của hộ gia đình thuộc dạng trong phương trình (3) thì sự gia tăng của kiều hối làm gia tăng của cải của hộ gia đình, sự gia tăng trong của cải dẫn đến cung lao động sẽ giảm và từ đó bản thân lao động của toàn bộ xã hội giảm nên bên cung sẽ giảm sản lượng, đồng thời thu nhập của người lao động từ sản xuất nội địa sẽ giảm dẫn đến tổng thu nhập có thể không tăng khi tính thêm cả kiều hối. Kết quả dẫn đến tác động của kiều hối lên hành vi tiêu dùng tư nhân, đặc biệt khoản chi cho đầu tư chưa chắc là dương, thậm chí có thể có tác động tiêu cực cho nên lúc đó kiều hối có thể ảnh hưởng tiêu cực lên biến động trong đầu tư tư nhân. Ngược lại, nếu hàm hữu dụng của hộ gia đình có dạng trong phương trình (4) thì sự gia tăng của kiều hối không ảnh hưởng đến cung lao động, nhưng lại có tác động đến của cải của hộ gia đình nên hộ gia đình có thể tăng chi tiêu cho cả tiêu dùng và đầu tư, khi đó kiều hối có tác động dương lên đầu tư tư nhân và khi đó với thu nhập cao hơn thì biến động trong đầu tư sẽ giảm.

Dựa vào nghiên cứu Engen & Hubbard (2005) trong đó lãi suất (r) phụ thuộc vào năng suất biên của vốn (MPK = ΔY/ΔK) trong hàm sản xuất Cobb – Douglas:

$$Y = AK^{a}L^{(1-a)} \quad (5)$$

Trong đó: *Y* là sản lượng, *A* là hệ số tổng hiệu quả các yếu tố, *a* là hệ số co giãn của vốn, (*1 – a*) là hệ số co giãn của lao động. Khi đó tỷ suất sinh lợi của vốn (*MPK*K*) tính trên sản lượng sẽ là *a*, tức là

$$a = \%\Delta Y/\%\Delta K = (\Delta Y/Y)/(\Delta K/K) = (MPK*K)/Y \quad (6)$$

Nếu lãi suất r bằng MPK khi đó

$$r = a*Y/K = a * A * (L/K)^{1-a} \quad (7)$$

Dựa vào phân tích của Buiter (1977), đầu tư tư nhân có dạng hàm:

$$I^{P} = f(K, r, g) \quad (8)$$

Trong đó: I^{P} là đầu tư tư nhân, K tích lũy vốn của nền kinh tế, r là lãi suất, g là kỳ vọng về tăng trưởng. Như vậy, khi đó đầu tư tư nhân sẽ có dạng hàng phụ thuộc vào kỳ vọng về tăng trưởng (g), mức lãi suất và mức tích lũy vốn của nền kinh tế (K). Trong khi đó, theo phương trình (2) tổng thu nhập khả dụng của nền kinh tế khi có kiều hối sẽ gia tăng bằng đúng lượng kiều hối nhận được, do đó hàm đầu tư của xã hội sẽ có dạng hàm:

$$I^{P} = f(K, r, g, Re) \quad (9)$$

Như vậy, có thể thấy rằng biến động trong đầu tư sẽ phụ thuộc vào tổng mức đầu tư của xã hội đó (tức là vốn tích lũy của xã hội), biến động trong lãi suất, biến động trong tăng trưởng kinh tế, mức kiều hối và cả biến động trong kiều hối. Dựa trên hàm số của đầu tư tư nhân ở phương trình (9) với mô hình kiểm định thực trong nghiên cứu củaJidoud (2015), bài viết ước lượng mô hình hồi quy có dạng:

$$\begin{aligned} Fixcapgvo_{it} = {} & a_0 + a_1 Fixcapgvo_{it-1} \\ & + a_2 Fixcapgvo_{it-2} + a_3 Remitpgdp_{it} \\ & + a_4 Remitgvo_{it} + a_5 Loggdppc_{it} \\ & + a_6 Gdppcgvo_{it} + a_6 Infvo_{it} \\ & + a_7 Realinterestvo_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (10)$$

Trong đó: *Fixcapgvo* là biến động trong tăng trưởng tổng vốn đầu tư tư nhân quốc gia i là biến đại diện cho biến nghiên cứu (biến động trong đầu tư tư nhân), các biến trễ 1 và 2 kỳ được đưa vào để kiểm soát hiện tượng

tự tương quan trong mô hình; *Remitpgdp*và *Remitgvo* lần lượt là tỷ lệ kiều hối trên GDP và biến động của tỷ lệ tăng trưởng tổng kiều hối nhận được của quốc gia i dùng để đại diện cho dòng kiều hối; *Loggdppc* là logarithm GDP thực trên đầu người của quốc gia i dùng để đại diện cho vốn tích trữ của một quốc gia, GDP đầu người càng cao lượng vốn tích trữ càng lớn; *Gdppcgvo* là biến động trong tăng trưởng GDP trên đầu người quốc gia i dùng để đại diện cho biến động trong nền kinh tế vĩ mô; *Infvo* là biến động trong tỷ lệ lạm phát của quốc gia i dùng để đại diện cho biến động trong mức giá cả (một phần của biến lãi suất danh nghĩa); *Realinterestvo* là biến động trong lãi suất thực của quốc gia i dùng để đại diện cho biến động trong lãi suất thực (một phần của biến lãi suất danh nghĩa). Phần tiếp theo trình bày cụ thể dữ liệu thu thập và cách tính toán.

b) Dữ liệu nghiên cứu

Nguồn và mô tả các biến được trình bày trong bảng 1 bên dưới, trong đó tất cả các dữ liệu được thu nhập trong giai đoạn 1995 - 2013 và tính toán từ báo cáo World Development Indicators của Ngân hàng thế giới (Worldbank 2015).

Bảng 1. Định nghĩa, cách tính và nguồn của dữ liệu

Biến	Định nghĩa	Cách tính	Nguồn
Fixcapgvo	Biến động trong đầu tư nội địa	Độ lệch chuẩn tốc độ tăng trong 3 năm của đầu tư nội địa	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank
Remitpgdp	Quy mô của kiều hối	Tỷ lệ kiều hối trên GDP	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank
Remitgvo	Biến động trong kiều hối	Độ lệch chuẩn tốc độ tăng trong 3 năm của kiều hối	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank
Loggdppc	Mức thu nhập của người dân	Logarith GDP đầu người thực	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank
Gdppcgvo	Biến động kinh tế	Độ lệch chuẩn tốc độ tăng trong 3 năm của GDP đầu người thực	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank
Infvo	Biến động trong giá cả	Độ lệch chuẩn trong 3 năm của lạm phát	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank
Realinterestvo	Biến động trong lãi suất thực	Độ lệch chuẩn trong 3 năm của lãi suất thực	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank

Bảng 2. Mô tả thống kê dữ liệu

Biến	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Fixcapgvo	101	9.130	7.841	0.360	34.710
Remitpgdp	97	3.285	3.756	0.130	13.320
Remitgvo	100	31.915	90.516	0.000	535.750
Loggdppc	102	3.116	0.380	2.420	3.820
Gdppcgvo	102	2.315	2.473	0.100	11.040
Infvo	102	4.167	6.019	0.100	37.320
Realinterestvo	101	3.384	3.420	0.240	20.070

Nguồn: tính toán của tác giả.

Sử dụng công cụ thống kê, bài viết mô tả dữ liệu thu thập được và trình bày ở bảng 2.

Qua mô tả thống kê cho thấy rằng biến động của vốn đầu tư tư nhân tại các quốc gia Đông Nam Á tương đối lớn với mức trung bình 9% trong cả giai đoạn 1995 – 2013. Thậm chí có quốc gia có biến động tới mức 34.7% trong 3 năm. Trong khi đó, kinh tế vĩ mô các quốc gia trong khu vực thể hiện thông qua biến biến động trong tăng trưởng GDP đầu người đạt mức khoảng trên 2% trung bình và trên 2% theo độ lệch chuẩn. Tuy nhiên, biến động giữa các quốc gia cũng có khác biệt lớn khi giá trị nhỏ nhất và lớn nhất cách nhau trên 10%. Điều đặc biệt, biến động trong tỷ lệ tăng trưởng kiều hối lại rất lớn (trung bình tới trên 30%, giá trị nhỏ nhất 0% nhưng lớn nhất tới trên 500%) cho thấy rằng dòng kiều hối đi vào các quốc gia Đông Nam Á biến động mạnh mặc cho dòng kiều hối này đóng góp trung bình trên 3% GDP của các quốc gia trên. Sử dụng dữ liệu đó, bài viết ước lượng hệ số tương quan giữa các biến và trình bày ở bảng 3.

Hệ số tương quan cho thấy biến động trong tăng trưởng đầu tư tư nhân có tương quan âm và có ý nghĩa thống kê với mức kiều hối trên GDP. Điều này có nghĩa rằng mức kiều hối tăng lên trong ngắn hạn có thể giúp giảm biến động trong đầu tư tư nhân. Tuy vậy, biến động của kiều hối có tương quan dương có ý nghĩa thống kê với biến động trong tăng trưởng đầu tư tư nhân cho thấy biến động của kiều hối làm gia tăng biến động đầu tư tư nhân. Hai kết quả này khá trùng khớp với phần phân tích lý thuyết ở trên. Bên cạnh đó,

Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến

Hệ số tương quan	Fixcapgvo	Remitpgdp	Remitgvo	Loggdppc	Gdppcgvo	Infvo	Realinterestvo
Fixcapgvo	1.000						
Remitpgdp	-0.240**	1.000					
	0.019						
Remitgvo	0.234**	-0.112	1.000				
	0.020	0.281					
Loggdppc	-0.060	-0.302***	-0.296***	1.000			
	0.550	0.003	0.003				
Gdppcgvo	0.691***	-0.245**	0.019	0.280***	1.000		
	0.000	0.016	0.849	0.004			
Infvo	0.410***	-0.138	0.036	-0.025	0.560***	1.000	
	0.000	0.179	0.721	0.803	0.000		
Realinterestvo	0.424***	-0.226**	0.084	-0.012	0.534***	0.952***	1.000
	0.000	0.026	0.407	0.904	0.000	0.000	

*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: tính toán của tác giả.

biến động trong kinh tế vĩ mô, lạm phát và lãi suất thực cũng có tương quan dương có ý nghĩa thống kê với biến động trong đầu tư tư nhân. Kết quả này cũng phù hợp với phân tích ở trên. Để tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm tin cậy hơn cho kết luận này, phần tiếp theo trình bày kết quả ước lượng của mô hình hồi quy.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Với dữ liệu thu thập cho 6 quốc gia trong giai đoạn 1995 – 2013, bài viết xây dựng bộ dữ liệu dạng bảng và sử dụng kỹ thuật ước lượng cho dữ liệu bảng từ mô hình OLS đến các kỹ thuật ước lượng hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM), kỹ thuật ước lượng hồi quy có trọng số (GLS) và kỹ thuật ước lượng GMM. Bởi vì hạn chế của OLS trong ước lượng dữ liệu bảng với các hiện tượng bị chệch do phương sai thay đổi, tự tương quan hay nội sinh (Kiviet, 1995), do đó ước lượng FEM và REM hoặc GLS có thể được sử dụng để xử lý phương sai thay đổi (Ahn & Schmidt, 1995). Bên cạnh đó, biến động trong đầu tư đương nhiên có tác động rất lớn đến biến động trong các yếu tố vĩ mô gồm tăng trưởng GDP, lạm phát và lãi suất cho nên hiện tượng nội sinh có thể tồn tại. Khi đó kỹ thuật ước lượng GMM được sử dụng từ các nghiên cứu của Arellano and Bond (1988), Arellano and Bond (1991), Blundell and Bond (1998) để xử lý hiện tượng này. Trước tiên bài

Bảng 4. Kiều hối và biến động đầu tư tư nhân

Fixcapgvo	**OLS**		**REM**		**GLS**	
	Hệ số	P-value	Hệ số	P-value	Hệ số	P-value
Fixcapgvo(-1)	0.535***	0.000	0.535***	0.000	0.535***	0.000
Fixcapgvo(-2)	-0.004	0.955	-0.004	0.955	-0.004	0.952
Remitpgdp	-0.099	0.425	-0.099	0.423	-0.099	0.396
Remitgvo	**0.009**	0.102	**0.009***	0.098	**0.009***	0.080
Loggdppc	-3.107**	0.020	-3.107**	0.018	-3.107**	0.012
Gdppcgvo	1.268***	0.000	1.268***	0.000	1.268***	0.000
Infvo	0.333	0.234	0.333	0.230	0.333	0.204
Realinterestvo	-0.515	0.249	-0.515	0.245	-0.515	0.219
C	11.156**	0.013	11.156**	0.011	11.156***	0.007
R^2/R^2-within	0.763		0.742			
R^2-ad/R^2-between	0.737		0.916			
R^2-overall			0.763			
F-test/Wald-test	30.10***	0.000	240.77***	0.000	269.66***	0.000
N	84		84		84	
Số quốc gia	6		6		6	
Het test	12.39***	0.000				
Hausman test			5.58	0.694		

,,*** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%* *Nguồn: tính toán của tác giả.*

viết ước lượng OLS sau đó kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi bằng kiểm định Het – test, sau đó sử dụng cả FEM và REM rồi kiểm định Hausman để chọn REM hay FEM, tiếp tục sử dụng GLS để ước lượng sau đó so sánh cả 3 mô hình. Kết quả 3 mô hình được trình bày ở bảng 4.

Kết quả ước lượng ở bảng 4 cho thấy rằng cả 3 mô hình OLS, REM và GLS đều cho kết quả giống nhau cả về hệ số ước lượng và mức ý nghĩa thống kê chứng tỏ kết quả có tính bền vững.Tuy nhiên, kiểm định Het – test cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi, cho nên các kết quả từ REM và GLS sẽ tốt hơn.Tuy nhiên, để tránh hiện tượng nội sinh, bài viết ước lượng bằng mô hình GMM và trình bày ở bảng 5 và sử dụng kết quả từ mô hình này để phân tích.

Bảng 5. Kiều hối và biến động đầu tư tư nhân tại Đông Nam Á

Fixcapgvo	**GMM-system**	
	Hệ số	P-value
Fixcapgvo(-1)	0.464***	0.000
Fixcapgvo(-2)	0.029	0.699
Remitpgdp	-0.029	0.814
Remitgvo	**0.010***	0.066
Loggdppc	-3.118**	0.019
Gdppcgvo	1.458***	0.000
Infvo	0.211	0.435
Realinterestvo	-0.300	0.489
C	10.421**	0.019
N	79	
Số quốc gia	6	
AR(-2)-test	1.03	0.304
Sargan test	81.76	0.159

, **, * tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%*

Nguồn: tính toán của tác giả.

Kết quả ở bảng 5 cho thấy kết quả ước lượng có tính bền vững mạnh vì dấu của các hệ số không thay đổi, trong khi đó các kết quả có mức ý nghĩa thống kê tốt hơn.

Hệ số ước lượng của biến *Fixcapgvo* trễ 1 và 2 kỳ cho thấy rằng biến động của đầu tư tư nhân có tác động đến 1 kỳ tiếp theo, chứng tỏ biến động trong đầu tư tư nhân có tác động đến chính nó trong ngắn hạn. Kết quả này phù hợp bởi đầu tư tư nhân là yếu tố quan trọng trong nền kinh tế do đó khi đầu tư tư nhân gặp các cú sốc sẽ có biến động và có độ trễ.

Hệ số ước lượng của biến *Remitpgdp* có giá trị âm mặc dù không có ý nghĩa thống kê nhưng cũng có thể thấy rằng khi mức kiều hối trên GDP của các quốc gia Đông Nam Á tăng lên có thể giúp giảm biến động trong đầu tư tư nhân. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu và lý thuyết đã trình bày, kiều hối giúp tăng thu nhập và tạo ra tấm đệm giúp giảm biến động trong đầu tư tư nhân.

Hệ số ước lượng của biến *Remitgvo* dương có ý nghĩa thống kê cho thấy rằng biến động trong kiều hối sẽ làm gia tăng biến động của đầu tư tư nhân các quốc gia Đông Nam Á. Kết quả này cũng phù hợp với lý thuyết và các nghiên cứu trước, khi mà kiều hối biến động có nghĩa rằng thu nhập của người dân sẽ biến động nên chắc chắn người dân sẽ phản ứng ngay bằng cách thay đổi số vốn dành cho đầu tư vì phần thu nhập cho tiêu dùng sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng hiện tại nên người dân sẽ có xu hướng điều chỉnh sau phần điều chỉnh trong đầu tư.

Hệ số ước lượng của biến *Loggdppc* âm có ý nghĩa thống kê cho thấy quốc gia có mức thu nhập cao hơn, tức là có mức tích lũy vốn cao hơn sẽ có biến động đầu tư tư nhân thấp hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết về đầu tư

khi vốn đầu tư tích lũy cao hơn thì phần thay đổi trong vốn đầu tư mới so với vốn tích lũy sẽ nhỏ hơn và biến động trong vốn đầu tư tăng thêm sẽ nhỏ hơn.

Hệ số ước lượng của biến *Gdppcgvo* dương có ý nghĩa thống kê cho thấy thực tế rằng biến động trong kinh tế vĩ mô có tác động mạnh đến biến động trong đầu tư tư nhân. Cuối cùng, các hệ số của biến *Infvo* và *Realinterestvo* lần lượt là dương và âm nhưng không có ý nghĩa thống kê cho thấy lạm phát biến động mạnh có thể làm gia tăng biến động trong đầu tư tư nhân, cùng với đó biến động trong lãi suất thực có thể làm giảm biến động trong đầu tư tư nhân. Tuy nhiên vì hai yếu tố này không có ý nghĩa thống kê nên không thể khẳng định kết quả này với bằng chứng thống kê.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

a) Kết luận

Kiều hối được cho rằng có tác động tích cực và như tấm đệm thu nhập tăng thêm giúp ổn định kinh tế các quốc gia nhận kiều hối. Trong đó, kiều hối có tác động mạnh đến tiêu dùng và đầu tư tư nhân vì kiều hối ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập khả dụng của người dân. Nghiên cứu này xem xét vấn đề ít được các nhà nghiên cứu quan tâm là tác động của kiều hối đến biến động trong đầu tư tư nhân thông qua dữ liệu tại 6 quốc gia Đông Nam Á có nhận kiều hối trong giai đoạn 1995 – 2013. Qua mô hình dữ liệu bảng, nghiên cứu này rút ra một số kết luận sau:

Thứ nhất, dòng kiều hối có vai trò quan trọng tại các quốc gia Đông Nam Á thể hiện qua tỷ lệ kiều hối trên GDP cao so với mặt bằng chung của thế giới. Đồng thời dòng vốn này có xu hướng tăng trong suốt hơn 15 năm qua.

Thứ hai, kiều hối có thể giúp các quốc gia Đông Nam Á ổn định đầu tư tư nhân, tuy nhiên kết quả này cần được kiểm tra trong tương lai để xác nhận bằng chứng có ý nghĩa thống kê.

Thứ ba, bên cạnh tác động tích cực thì khi kiều hối biến động sẽ làm tăng biến động đầu tư tư nhân.Kết quả này sẽ có ý nghĩa quan trọng với các quốc gia Đông Nam Á trong hoạch định chính sách thích hợp với dòng vốn này.

Thứ tư, bên cạnh kiều hối thì biến động trong tăng trưởng kinh tế và mức thu nhập của các quốc gia cũng có ảnh hưởng đến đầu tư tư nhân. Trong đó biến động kinh tế càng mạnh, đầu tư tư nhân càng biến động, trong khi đó quốc gia có mức thu nhập cao hơn sẽ có biến động trong đầu tư tư nhân thấp hơn.

b) Gợi ý chính sách cho Việt Nam

Dựa trên kết quả nghiên cứu đó, tác giả có một số đề xuất cho Việt Nam trong chính sách với dòng kiều hối trong thời gian tới:

Một là, Việt Nam cần xem xét dòng kiều hối như một dòng vốn đầu tư trực tiếp, khi đó cần có cách nhìn cẩn trọng về dòng vốn này bởi xu hướng dòng kiều hối chảy về các quốc gia để đầu tư ngày càng nhiều.

Hai là, Việt Nam cần tiếp tục thực hiện các chính sách để thu hút dòng kiều hối giúp tăng thêm thu nhập và ổn định đầu tư nội địa. Trong đó, cần tập trung thu hút các dòng kiều hối có tính ổn định lâu dài từ đó giúp ổn định đầu tư nội địa. Trong đó, Ngân hàng nhà nước Việt Nam cần định hướng và phân luồng dòng kiều hối nhận được và kiểm soát dòng kiều hối này nhằm tránh biến động quá lớn dẫn đến tác động tiêu cực đến đầu tư tư nhân và cả nền kinh tế.❑

Tài liệu tham khảo

1. Acosta, P., Calderón, C., Fajnzylber, P. & Lopez, H, 2008, *What is the Impact of International Remittances on Poverty and Inequality in Latin America?*, World Development, vol. 36, no. 1, pp. 89-114.
2. Acosta, P.A., Lartey, E.K.K. & Mandelman, F.S, 2009, *Remittances and the Dutch disease*, Journal of International Economics, vol. 79, no. 1, pp. 102-16.
3. Adams Jr, R.H. & Cuecuecha, A, 2010, *Remittances, Household Expenditure and Investment in Guatemala*, World Development, vol. 38, no. 11, pp. 1626-41.
4. Adams Jr, R.H. & Cuecuecha, A, 2013, *The Impact of Remittances on Investment and Poverty in Ghana*, World Development, vol. 50, pp. 24-40.
5. Aggarwal, R., Demirgüç-Kunt, A. & Pería, M.S.M, 2011, *Do remittances promote financial development*?, Journal of Development Economics, vol. 96, no. 2, pp. 255-64.
6. Ahamada, I. & Coulibaly, D, 2011, *How does financial development influence the impact of remittances on growth volatility?*, Economic Modelling, vol. 28, no. 6, pp. 2748-60.
7. Ahmed, F.Z, 2013, *Remittances deteriorate governance*, Review of Economics and Statistics, vol. 95, no. 4, pp. 1166-82.
8. Ahmed, S. & Zlate, A. 2014, *Capital flows to emerging market economies: A brave new world?*, Journal of International Money and Finance, vol. 48, Part B, pp. 221-48.
9. Anzoategui, D., Demirgüç-Kunt, A. & Martínez Pería, M.S, 2014, *Remittances and Financial Inclusion: Evidence from El Salvador*, World Development, vol. 54, pp. 338-49.
10. Azam, M., Khan, A.Q., Bakhtyar, B. & Emirullah, C, 2015, *The causal relationship between energy consumption and economic growth in the ASEAN-5 countries*, Renewable and Sustainable Energy Reviews, vol. 47, pp. 732-45.
11. Beine, M., Lodigiani, E. &Vermeulen, R, 2012, *Remittances and financial openness*, Regional Science and Urban Economics, vol. 42, no. 5, pp. 844-57.
12. Bourdet, Y. & Falck, H, 2006, *Emigrants' remittances and Dutch disease in Cape Verde*, International Economic Journal, vol. 20, no. 3, pp. 267-84.
13. Bruno, V. & Shin, H.S, 2015, *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*, Journal of Monetary Economics, vol. 71, pp. 119-32.
14. Buiter, W.H, 1977, *'Crowding out' and the effectiveness of fiscal policy*, Journal of Public Economics, vol. 7, no. 3, pp. 309-28.
15. Cevik, E.I., Dibooglu, S. & Kenc, T, 2016, *Financial stress and economic activity in some emerging Asian economies*, Research in International Business and Finance, vol. 36, pp. 127-39.
16. Chien, M.-S., Lee, C.-C., Hu, T.-C. & Hu, H.-T, 2015, *Dynamic Asian stock market convergence: Evidence from dynamic cointegration analysis among China and ASEAN-5*, Economic Modelling, vol. 51, pp. 84-98.
17. Chowdhury, M.B, 2011, *Remittances flow and financial development in Bangladesh*, Economic Modelling, vol. 28, no. 6, pp. 2600-8.
18. Combes, J.-L. & Ebeke, C, 2011, *Remittances and household consumption instability in developing countries*, World Development, vol. 39, no. 7, pp. 1076-89.
19. Corden, W.M, 1984, *Booming sector and Dutch disease economics: survey and consolidation,* oxford economic Papers, pp. 359-80.

20. Dungey, M. & Vehbi, T, 2015, *The influences of international output shocks from the US and China on ASEAN economies*, Journal of Asian Economics, vol. 39, pp. 59-71.
21. Engen, E.M. & Hubbard, R.G, 2005, *Federal government debt and interest rates*, NBER Macroeconomics Annual 2004, Volume 19, MIT Press, pp. 83-160.
22. Fransen, S. & Mazzucato, V, 2014, *Remittances and Household Wealth after Conflict: A Case Study on Urban Burundi*, World Development, vol. 60, pp. 57-68.
23. Giuliano, P. & Ruiz-Arranz, M, 2009, *Remittances, financial development, and growth*, Journal of Development Economics, vol. 90, no. 1, pp. 144-52.
24. Greenwood, J., Hercowitz, Z. & Huffman, G.W, 1988, *Investment, capacity utilization, and the real business cycle*, The American Economic Review, pp. 402-17.
25. Guha, P, 2013, *Macroeconomic effects of international remittances: The case of developing economies*, Economic Modelling, vol. 33, pp. 292-305.
26. Gyimah-Brempong, K. & Asiedu, E, 2015, *Remittances and investment in education: Evidence from Ghana*, The Journal of International Trade & Economic Development, vol. 24, no. 2, pp. 173-200.
27. Ivlevs, A. & King, R.M, 2013, *Does emigration affect corruption in the country of origin? Individual-level analysis of institutional remittances*.
28. Jidoud, A, 015, *Remittances and Macroeconomic Volatility in African Countries*, International Monetary Fund.
29. Jiranyakul, K. & Opiela, T.P, 2010, *Inflation and inflation uncertainty in the ASEAN-5 economies*, Journal of Asian Economics, vol. 21, no. 2, pp. 105-12.
30. Ketenci, N, 2015, *Economic growth and capital flow in European countries in pre and post-crisis periods*, Cuadernos de Economía, vol. 38, no. 108, pp. 163-80.
31. King, R.G., Plosser, C.I. & Rebelo, S.T, 1988, *Production, growth and business cycles: I. The basic neoclassical model*, Journal of monetary Economics, vol. 21, no. 2, pp. 195-232.
32. Le, T, 2011, *Remittances for economic development: The investment perspective*, Economic Modelling, vol. 28, no. 6, pp. 2409-15.
33. Olubiyi, E.A, 2013, *'Workers' remittances, governance institution and private investment in nigeria*, The Review of Finance and Banking, vol. 5, no. 1, pp. 063-81.
34. Pradhan, R.P., Arvin, M.B., Hall, J.H. & Bahmani, S, 2014, *Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries,* Review of Financial Economics, vol. 23, no. 4, pp. 155-73.
35. Rahman, Z.U, 2015, *Private Investment, Personal Remittances and Economic Growth of Pakistan*, Journal of Poverty, Investment and Development, vol. 10, pp. 103-6.
36. Rao-Nicholson, R., Salaber, J. & Cao, T.H, 2016, *Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries*, Research in International Business and Finance, vol. 36, pp. 373-87.
37. Rao, B.B. & Hassan, G.M, 2011, *A panel data analysis of the growth effects of remittances*, Economic Modelling, vol. 28, no. 1–2, pp. 701-9.
38. Sethapramote, Y, 2015, *Synchronization of business cycles and economic policy linkages in ASEAN*, Journal of Asian Economics, vol. 39, pp. 126-36.