
TÁC ĐỘNG CỦA XẾP HẠNG TÍN NHIỆM QUỐC GIA ĐẾN THU HÚT VỐN FDI: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CÁC NƯỚC KHU VỰC CHÂU Á

Nguyễn Vũ Thân

Trường Đại học Tài chính-Marketing

Email: nguyenthnan@ufm.edu.vn

Mã bài báo: JED-2260

Ngày nhận: 08/02/2025

Ngày nhận bản sửa: 19/03/2025

Ngày duyệt đăng: 09/04/2025

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.2260

Tóm tắt:

Nghiên cứu này đánh giá tác động của xếp hạng tín nhiệm quốc gia (SCR) đối với dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tại 28 quốc gia châu Á trong giai đoạn 2000-2023. Sử dụng mô hình Vector tự hồi quy trên dữ liệu bảng (PVAR) và phương pháp ước lượng GMM, nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa SCR, FDI cùng các biến kiểm soát như thu nhập bình quân đầu người (GPC), độ mở thương mại (OTR), sự ổn định chính trị (SPV), và lạm phát (INF). Kết quả cho thấy SCR không có tác động trực tiếp đáng kể đến FDI trong ngắn hạn, nhưng GPC ảnh hưởng mạnh đến SCR, trong khi FDI lại góp phần cải thiện sự ổn định chính trị. Đặc biệt, FDI thể hiện tính quán tính cao, nghĩa là dòng vốn đầu tư trong quá khứ có tác động tích cực đến dòng vốn hiện tại. Nghiên cứu đóng góp mới bằng việc làm rõ vai trò gián tiếp của SCR và nhấn mạnh tầm quan trọng của các yếu tố kinh tế vĩ mô nội địa trong việc thu hút FDI tại châu Á, từ đó đưa ra các hàm ý chính sách hướng đến cải thiện môi trường đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng bền vững.

Từ khóa: Châu Á, FDI, xếp hạng tín nhiệm.

Mã JEL: A1, D02.

The impact of sovereign credit ratings on foreign direct investment inflows: A case study of Asian countries

Abstract:

This study examines the impact of sovereign credit ratings (SCR) on foreign direct investment (FDI) inflows in 28 Asian countries during the period 2000–2023. Utilizing the Panel Vector Autoregression (PVAR) model and the Generalized Method of Moments (GMM) estimation, the research analyzes the relationship between SCR, FDI, and control variables such as gross per capita income (GPC), trade openness (OTR), political stability (SPV), and inflation (INF). The results reveal that SCR does not have a significant direct impact on FDI in the short term; however, GPC strongly influences SCR, while FDI contributes to enhancing political stability. Notably, FDI exhibits high persistence, meaning past FDI inflows positively affect current inflows. This study provides new insights by clarifying the indirect role of SCR and emphasizing the importance of domestic macroeconomic determinants in attracting FDI in Asia. The findings offer several policy implications aimed at improving the investment environment and promoting sustainable economic growth.

Keywords: Asia, foreign direct investment (FDI), sovereign credit rating.

JEL codes: A1, D02.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa mạnh mẽ hiện nay, FDI đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của các quốc gia, đặc biệt là ở khu vực châu Á - một trong những khu vực phát triển năng động nhất thế giới. FDI không chỉ giúp tăng cường dòng vốn, tạo cơ hội việc làm mà còn thúc đẩy chuyển giao công nghệ, nâng cao năng lực sản xuất và quản lý tại các quốc gia tiếp nhận đầu tư. Từ đầu những năm 2000, dòng vốn FDI toàn cầu đã có sự tăng trưởng đáng kể, đặc biệt là dòng vốn từ các nền kinh tế mới nổi. Theo báo cáo của UNCTAD (2024), dòng vốn FDI toàn cầu đã giảm 12% vào năm 2022, xuống còn 1,3 nghìn tỷ USD. Mặc dù dòng vốn FDI vào các nước đang phát triển tăng 4%, đạt 916 tỷ USD, nhưng sự tăng trưởng này không đồng đều, với một số quốc gia mới nổi thu hút phần lớn đầu tư, trong khi các nước kém phát triển hơn lại chứng kiến sự sụt giảm. Đặc biệt, các nền kinh tế đang phát triển ở châu Á đã thu hút 75% tổng vốn FDI vào các nước đang phát triển, với mức tăng 5% trong năm 2022, đạt 662 tỷ USD. Tuy nhiên, dòng vốn FDI vào châu Phi giảm 3%, xuống còn 53 tỷ USD. Mặc dù không có số liệu cụ thể về tỷ trọng FDI từ các thị trường mới nổi trong tổng FDI toàn cầu trong báo cáo này, nhưng các dữ liệu trên cho thấy các nền kinh tế mới nổi tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút FDI, phản ánh xu hướng dịch chuyển trong đầu tư toàn cầu.

Tuy nhiên, quyết định đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài không chỉ dựa vào các yếu tố kinh tế cơ bản như quy mô thị trường, chi phí lao động hay cơ sở hạ tầng, mà còn phụ thuộc vào các yếu tố phi kinh tế, trong đó SCR nổi lên như một yếu tố quan trọng. Xếp hạng tín nhiệm quốc gia, được đánh giá bởi các tổ chức như Standard & Poor's (S&P), Moody's và Fitch Ratings, phản ánh khả năng của một quốc gia trong việc thực hiện các nghĩa vụ tài chính. Đây được xem là “tấm gương” phản chiếu mức độ rủi ro tín dụng của một quốc gia, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vay nợ, dòng vốn đầu tư và sự ổn định tài chính.

Theo Reinhart (2002), những thay đổi trong xếp hạng tín nhiệm quốc gia có thể tạo ra các tác động đáng kể lên thị trường tài chính. Việc bị hạ bậc xếp hạng tín dụng có thể làm tăng chi phí đi vay của các doanh nghiệp trong nước, giảm niềm tin của nhà đầu tư và dẫn đến hiện tượng “chảy máu vốn”. Nghiên cứu của Irianto & cộng sự (2018) đã chỉ ra rằng việc nâng hạng tín nhiệm quốc gia của Indonesia có tác động tích cực đến dòng vốn FDI, nhờ vào việc cải thiện niềm tin của nhà đầu tư quốc tế. Bên cạnh đó, các yếu tố như thu nhập bình quân đầu người, độ mở thương mại, sự ổn định chính trị và lạm phát cũng được xác định là các biến kiểm soát quan trọng có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài. Những yếu tố này không chỉ tác động trực tiếp đến FDI mà còn gián tiếp thông qua ảnh hưởng đến xếp hạng tín nhiệm quốc gia, tạo nên mối quan hệ phức tạp và đa chiều giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Tuy đã có nhiều nghiên cứu trên thế giới về mối quan hệ giữa SCR và dòng vốn FDI, nhưng các nghiên cứu tập trung vào khu vực châu Á vẫn còn hạn chế, đặc biệt là trong bối cảnh các nền kinh tế châu Á đang phát triển mạnh mẽ với sự biến động kinh tế toàn cầu ngày càng phức tạp. Hơn nữa, các nghiên cứu trước đây thường chỉ tập trung vào một số quốc gia riêng lẻ hoặc trong giai đoạn thời gian ngắn, chưa phản ánh đầy đủ bối cảnh kinh tế đa dạng của khu vực này. Điều này tạo ra khoảng trống nghiên cứu cần được lấp đầy.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm làm rõ tác động của SCR đối với dòng vốn FDI tại 28 quốc gia châu Á trong giai đoạn 2000-2023. Mục tiêu chính của nghiên cứu là xác định rõ vấn đề: Liệu SCR có tác động trực tiếp hay gián tiếp đến FDI, và mối quan hệ này có bị điều tiết bởi các yếu tố kiểm soát như thu nhập bình quân đầu người, độ mở thương mại, sự ổn định chính trị và lạm phát hay không.

Nghiên cứu này đóng góp về mặt lý luận bằng cách làm rõ vai trò của SCR trong các mô hình thu hút FDI, đồng thời cung cấp các bằng chứng thực tiễn quan trọng giúp các nhà hoạch định chính sách cải thiện môi trường đầu tư. Nội dung chính của bài báo tập trung vào phân tích tự động của các biến kinh tế vĩ mô sử dụng mô hình PVAR và ước lượng GMM, để từ đó xác định cơ chế tác động gián tiếp và trực tiếp của SCR đối với FDI trong bối cảnh các nền kinh tế châu Á đang phát triển nhanh chóng.

2. Tổng quan nghiên cứu

Theo Lý thuyết rủi ro quốc gia (Country risk theory), SCR là thước đo tổng hợp phản ánh khả năng thanh toán nợ của một quốc gia dựa trên nhiều yếu tố như tính ổn định chính trị, điều kiện kinh tế vĩ mô, mức nợ công, cán cân thanh toán và chất lượng thể chế. Các tổ chức xếp hạng tín dụng quốc tế như Moody's, Standard & Poor's (S&P), và Fitch Ratings là những đơn vị uy tín hàng đầu trong việc đánh giá SCR, qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vay nợ và khả năng tiếp cận vốn quốc tế của các quốc gia. Theo Chen &

cộng sự (2016), SCR không chỉ phản ánh năng lực tài chính của quốc gia mà còn là “tín hiệu” quan trọng đối với các nhà đầu tư về mức độ rủi ro của môi trường đầu tư.

Bên cạnh đó, Lý thuyết dòng vốn quốc tế (International capital flow theory) nhấn mạnh rằng SCR có thể tác động đến dòng vốn FDI thông qua hai cơ chế chính. Thứ nhất là hiệu ứng tín hiệu, trong đó SCR đóng vai trò như một chỉ báo về mức độ rủi ro và khả năng quản lý tài chính của quốc gia tiếp nhận đầu tư. Một quốc gia có SCR cao thường được đánh giá là có môi trường đầu tư an toàn, hệ thống pháp lý ổn định và rủi ro thấp, từ đó thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế. Thứ hai là cơ chế chi phí vốn, khi SCR cao giúp giảm chi phí đi vay cho cả khu vực công và tư nhân, tạo điều kiện thuận lợi cho các dự án đầu tư và thúc đẩy dòng vốn FDI. Kim & Wu (2008) chỉ ra rằng những quốc gia có SCR tốt thường có khả năng thu hút FDI cao hơn nhờ vào chi phí vốn thấp và niềm tin của nhà đầu tư vào sự ổn định tài chính.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã làm rõ mối quan hệ giữa SCR và FDI ở các nền kinh tế phát triển cũng như các thị trường mới nổi. Kim & Wu (2008) trong nghiên cứu của mình đã chứng minh rằng SCR có ảnh hưởng đáng kể đến dòng vốn quốc tế, đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển. Nghiên cứu chỉ ra rằng việc nâng hạng SCR giúp giảm thiểu rủi ro tài chính, từ đó khuyến khích các nhà đầu tư quốc tế gia tăng đầu tư vào các thị trường mới nổi. Tương tự, Cai & cộng sự (2018) khẳng định rằng SCR là một yếu tố quyết định quan trọng đối với FDI song phương. Thông qua việc phân tích dữ liệu từ OECD và các tổ chức quốc tế, nghiên cứu đã chứng minh rằng các quốc gia có SCR cao thường thu hút được dòng vốn FDI lớn hơn nhờ vào môi trường đầu tư ổn định và minh bạch.

Bên cạnh các nghiên cứu toàn cầu, nhiều công trình nghiên cứu đã tập trung vào các nền kinh tế mới nổi và khu vực châu Á. Emara & El Said (2021) đã phân tích tác động của SCR đến FDI tại các quốc gia ngoài nhóm BRICS, cho thấy rằng việc cải thiện SCR có tác động tích cực đến khả năng thu hút FDI. Nghiên cứu nhấn mạnh rằng các quốc gia duy trì được xếp hạng tín nhiệm ổn định thường có lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút dòng vốn đầu tư quốc tế.

Mulliez & cộng sự (2024) đã chỉ ra rằng dòng vốn FDI vào các nền kinh tế đang phát triển đã suy giảm trong giai đoạn 2022-2023, đặc biệt tại các quốc gia có xếp hạng tín nhiệm kém ổn định. Nghiên cứu cho thấy rằng các quốc gia có SCR cao hơn thường ít bị ảnh hưởng bởi biến động tài chính toàn cầu, đồng thời duy trì dòng vốn FDI ổn định hơn. Surguladze & Bliadze (2025) phân tích tác động của việc giảm SCR của Georgia bởi Fitch Ratings vào năm 2023 và nhận thấy rằng điều này làm suy giảm nghiêm trọng dòng vốn FDI vào nền kinh tế nước này.

Chrystella & cộng sự (2024) đánh giá mối quan hệ giữa SCR, FDI và phát triển bền vững, chỉ ra rằng ngoài SCR, các yếu tố như tăng trưởng GDP, tính minh bạch của chính phủ và độ mở thương mại cũng đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút FDI. Cash & Khan (2024) tập trung vào tác động của các cơ quan xếp hạng tín nhiệm đối với dòng vốn FDI vào châu Phi, chỉ ra rằng các hệ thống đánh giá hiện tại có xu hướng đánh giá thấp khả năng trả nợ của các quốc gia đang phát triển, dẫn đến sự sụt giảm dòng vốn FDI.

Không chỉ SCR, các yếu tố kinh tế vĩ mô khác cũng được xác định là có ảnh hưởng đến FDI. Thu nhập bình quân đầu người là một trong những biến số quan trọng phản ánh tiềm năng tiêu dùng và khả năng sinh lời của các dự án đầu tư. Hill & cộng sự (2018) cho rằng các quốc gia có mức thu nhập bình quân đầu người cao không chỉ thu hút các nhà đầu tư vào lĩnh vực sản xuất mà còn vào các ngành dịch vụ nhờ vào sức mua lớn của dân cư. Độ mở thương mại cũng được xác định là yếu tố thúc đẩy FDI, khi các nền kinh tế có chính sách thương mại tự do, ít rào cản thuế quan thường tạo điều kiện thuận lợi hơn cho hoạt động đầu tư. Chen & cộng sự (2016) nhấn mạnh rằng sự cởi mở trong thương mại giúp giảm chi phí giao dịch và tăng khả năng tiếp cận thị trường quốc tế cho các doanh nghiệp FDI.

Bên cạnh đó, sự ổn định chính trị và lạm phát cũng là những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định đầu tư. Duygun & cộng sự (2016) chỉ ra rằng môi trường chính trị ổn định giúp giảm thiểu rủi ro không chắc chắn và tăng cường niềm tin của nhà đầu tư, trong khi lạm phát ở mức kiểm soát được cho phép duy trì sự ổn định của chi phí sản xuất và lợi nhuận kỳ vọng. Nghiên cứu cũng nhấn mạnh rằng những yếu tố này không chỉ tác động trực tiếp đến FDI mà còn gián tiếp thông qua ảnh hưởng đến SCR.

Adam & Alzuman (2024) sử dụng phương pháp GMM và OLS để phân tích ảnh hưởng của GDP bình quân đầu người, tăng trưởng kinh tế và tín dụng nội địa đối với FDI tại các quốc gia thuộc Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh (GCC). Nghiên cứu này nhấn mạnh rằng sự bất ổn kinh tế có thể làm suy yếu khả năng thu hút

FDI trong dài hạn. Mathebula (2024) đã chỉ ra rằng rủi ro chính trị và chính sách tài khóa không ổn định có thể dẫn đến việc đánh giá SCR thấp hơn, từ đó làm giảm FDI vào các thị trường mới nổi. Wenxuan (2024) phân tích tác động của SCR đối với dòng vốn FDI giữa Trung Quốc và các quốc gia trong sáng kiến “Vành đai và Con đường”, cho thấy rằng các quốc gia có SCR cao hơn có lợi thế thu hút dòng vốn đầu tư từ Trung Quốc. Kararach (2025) đưa ra các đề xuất cải cách hệ thống xếp hạng tín nhiệm nhằm tăng cường khả năng tiếp cận vốn của các nền kinh tế châu Phi, từ đó thúc đẩy FDI vào khu vực này.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa SCR và FDI, nhưng vẫn tồn tại những khoảng trống quan trọng trong lĩnh vực này. Đầu tiên, phần lớn các nghiên cứu tập trung vào các nền kinh tế phát triển hoặc các nhóm quốc gia cụ thể như BRICS, trong khi các nền kinh tế châu Á với sự đa dạng về trình độ phát triển và cấu trúc kinh tế vẫn chưa được khai thác đầy đủ. Thứ hai, các nghiên cứu trước đây thường chỉ phân tích tác động trong các giai đoạn thời gian ngắn hoặc trong các bối cảnh khủng hoảng kinh tế cụ thể, chưa đánh giá được ảnh hưởng lâu dài của SCR đến FDI. Thứ ba, rất ít nghiên cứu xem xét đồng thời các yếu tố trung gian như sự ổn định chính trị, độ mở thương mại hay lạm phát trong mối quan hệ giữa SCR và FDI.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu này hướng tới việc lấp đầy khoảng trống trong tài liệu hiện có bằng cách phân tích tác động của SCR đối với dòng vốn FDI tại 28 quốc gia châu Á trong giai đoạn từ 2000-2023. Không chỉ tập trung vào mối quan hệ trực tiếp giữa SCR và FDI, nghiên cứu còn xem xét vai trò của các yếu tố kiểm soát như thu nhập bình quân đầu người, độ mở thương mại, sự ổn định chính trị và lạm phát để làm rõ cơ chế tác động phức tạp giữa các biến số. Kết quả nghiên cứu kỳ vọng sẽ mang lại những đóng góp quan trọng về mặt lý thuyết và thực tiễn, đồng thời cung cấp các hàm ý chính sách hữu ích cho các quốc gia châu Á trong việc cải thiện môi trường đầu tư và thu hút hiệu quả dòng vốn FDI trong bối cảnh toàn cầu hóa sâu rộng hiện nay.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng bao gồm 28 quốc gia châu Á trong giai đoạn từ 2000-2023. Việc lựa chọn 28 quốc gia châu Á trong nghiên cứu này dựa trên tiêu chí phân loại của Ngân hàng Thế giới (World Bank). Châu Á là khu vực có sự phân hóa rõ rệt về phát triển kinh tế, từ các nền kinh tế tiên tiến đến các quốc gia đang phát triển, nghiên cứu giúp phân tích rõ hơn tác động của SCR đối với FDI. Hơn nữa, châu Á hiện là khu vực thu hút FDI lớn nhất thế giới, chiếm khoảng 40% tổng dòng vốn toàn cầu (UNCTAD, 2024), đồng thời đóng vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng quốc tế. Ngoài ra, khu vực này chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của các cuộc khủng hoảng tài chính lớn và có sự khác biệt đáng kể về môi trường kinh doanh, hệ thống tài chính, tạo điều kiện để đánh giá tác động của SCR đối với FDI trong các điều kiện kinh tế khác nhau. Việc lựa chọn 28 quốc gia đại diện đảm bảo tính khách quan, đại diện và khả thi của mẫu nghiên cứu.

Giai đoạn nghiên cứu từ năm 2000 đến 2023 được lựa chọn nhằm phản ánh những thay đổi quan trọng về kinh tế và dòng vốn FDI trong khu vực. Đây là thời kỳ chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ của FDI tại châu Á, song song với các cuộc khủng hoảng kinh tế lớn như khủng hoảng tài chính châu Á (1997-1998), khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008-2009) và đại dịch COVID-19 (2020-2023), những yếu tố có tác động trực tiếp đến SCR và FDI. Nghiên cứu trong giai đoạn này cho phép đánh giá tác động của SCR trong các bối cảnh kinh tế khác nhau và giúp cung cấp bằng chứng thực nghiệm có giá trị cao. Hơn nữa, việc lựa chọn khoảng thời gian này đảm bảo tính đầy đủ của dữ liệu từ các tổ chức tài chính và cơ quan nghiên cứu quốc tế, giúp nâng cao độ tin cậy và tính ứng dụng của nghiên cứu.

Dữ liệu được thu thập từ hai nguồn chính:

World Bank: Cung cấp các biến kinh tế vĩ mô như FDI, thu nhập bình quân đầu người (GPC), độ mở thương mại (OTR), ổn định chính trị (SPV), và lạm phát (INF).

Moody's: Cung cấp dữ liệu về xếp hạng tín nhiệm quốc gia (SCR).

Biến phụ thuộc: FDI; biến độc lập: SCR. Các biến kiểm soát bao gồm GPC, OTR, SPV, và INF nhằm đảm bảo kiểm soát các yếu tố kinh tế vĩ mô có thể ảnh hưởng đến FDI.

Nghiên cứu gán giá trị 0 cho mức xếp hạng thấp nhất và tăng lên một đơn vị cho các mức xếp hạng tăng lên. Khi có sự “xem xét thay đổi” thì giá trị được gán $\pm 0,25$ và có sự “thay đổi” thì giá trị sẽ được gán $\pm 0,5$.

Bảng 1: Mô tả các biến của mô hình

Biến	Mô tả	Đơn vị	Ghi chú	Nguồn
FDI	Dòng vốn ròng đầu tư nước ngoài	%/GDP	Biến phụ thuộc	WB
SCR	Xếp hạn tín nhiệm quốc gia	Index	Biến độc lập	Moody's
OTR	Độ mở thương mại	%/GDP	Biến kiểm soát	WB
SPV	Ổn định chính trị và bạo loạn	Index	Biến kiểm soát	WB
GPC	Thu nhập bình quân đầu người	USD	Biến kiểm soát	WB
INF	Lạm phát	%	Biến kiểm soát	WB

Nguồn: Tổng hợp từ tác giả.

Bảng 2: Mô tả cách gán điểm xếp hạng tín nhiệm

Diễn giải	Xếp hạng của Moody's	Giá trị
Xếp hạng cấp độ đầu tư		
Mức tín nhiệm cao nhất	Aaa	20
Mức tín nhiệm cao	Aa1	19
	Aa2	18
	Aa3	17
	A1	16
Khả năng thanh toán cao	A2	15
	A3	14
Khả năng thanh toán phù hợp	Baa1	13
	Baa2	12
	Baa3	11
Xếp hạng cấp độ đầu cơ		
Rủi ro khi có sự thay đổi của nền kinh tế	Ba1	10
	Ba2	9
	Ba3	8
Rủi ro hiện hữu	B1	7
	B2	6
	B3	5
Rủi ro vỡ nợ cao	Caa1	4
	Caa2	3
	Caa3	2
Xếp hạng mức rủi ro mặc định		
Gần hoặc đang ở tình trạng vỡ nợ	Ca	1
	Cd	0
<i>Nguồn: Moody's</i>		
Xem xét thay đổi xếp hạng		Giá trị
Tích cực		0,5
Xem xét thay đổi tích cực		0,25
Không thay đổi		0
Xem xét tiêu cực		-0,25
Tiêu cực		-0,5

Bảng 3: Mô tả biến

Tên biến	SCR	FDI	OTR	SPV	GPC	INF
Quan sát	672	672	672	672	672	672
Trung bình	11,72426	4,097076	96,223	-0,2493	15941,95	6,051349
Độ lệch chuẩn	4,542315	6,801642	65,28984	0,928087	19964,25	14,04251
Tối thiểu	0	-37,1727	19,5596	-2,81004	279,6218	-4,86328
Tối đa	20	55,07288	437,3267	1,599125	108470,4	221,3416

Nguồn: Tính toán từ Stata.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng mô hình Vector tự hồi quy trên dữ liệu bảng (Panel vector autoregression - PVAR) để đánh giá mối quan hệ động giữa các biến kinh tế vĩ mô. Mô hình PVAR cho phép xem xét đồng thời các mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa FDI, SCR và các biến kiểm soát.

Mô hình tổng quát được biểu diễn như sau:

$$Y_{it} = A(L)Y_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Y_{it} là vector các biến nội sinh bao gồm: FDI_{it} , SCR_{it} , OTR_{it} , SPV_{it} , GPC_{it} , INF_{it}

$A(L)$ là ma trận hệ số tự hồi quy với độ trễ L

μ_i là đại diện cho hiệu ứng đặc thù của từng quốc gia

λ_t là hiệu ứng cố định theo thời gian

ε_{it} là sai số ngẫu nhiên

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu

Để đảm bảo tính hợp lệ của mô hình PVAR, nghiên cứu đã kiểm tra tính dừng của các chuỗi dữ liệu bằng kiểm định Levin-Lin-Chu (LLC). Kết quả kiểm định cho thấy tất cả các biến đều dừng ở mức ý nghĩa 1%, chứng tỏ dữ liệu phù hợp để phân tích PVAR.

Bảng 4: Kết quả kiểm tra tính dừng

Biến	Giá trị thống kê	Giá trị p
SCR	-5,0601	0,0000
FDI	-5,4294	0,0000
OTR	-4,4513	0,0000
SPV	-4,9950	0,0000
GPC	-7,7543	0,0000
INF	-2,8390	0,0023

Nguồn: Kết quả từ Stata.

Kết quả cho thấy: Tất cả các biến đều có p-value < 0,01, cho thấy chúng đều dừng ở mức ý nghĩa 1%. Điều này đảm bảo rằng dữ liệu không bị ảnh hưởng bởi xu hướng giả tạo - một hiện tượng có thể gây sai lệch trong mô hình hồi quy khi dữ liệu có xu hướng tăng hoặc giảm theo thời gian mà không phản ánh mối quan hệ thực sự giữa các biến, điều này phù hợp để phân tích mô hình PVAR.

4.2. Kết quả hồi quy mô hình PVAR

Mô hình PVAR được ước lượng bằng phương pháp GMM nhằm kiểm soát vấn đề nội sinh. Kết quả hồi quy được tóm tắt trong Bảng 5.

Bảng 5: Kết quả hồi quy

Biến độc lập	Biến phụ thuộc	Hệ số	Độ lệch chuẩn	Thống kê z	Giá trị p
FDI	FDI (L1)	0,5028	0,1274	3,95	0,000
FDI	SCR (L1)	0,1798	1,0329	0,17	0,862
FDI	OTR (L1)	5,5952	6,8030	0,82	0,411
FDI	SPV (L1)	-0,4434	2,1114	-0,21	0,834
FDI	GPC (L1)	-0,3874	0,6381	-0,61	0,544
FDI	INF (L1)	-0,0258	0,0554	-0,47	0,641

Nguồn: Kết quả từ Stata.

Kết quả cho thấy FDI (L1) có hệ số 0,5028 và p-value = 0,000, cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này phản ánh hiệu ứng quán tính trong đầu tư trực tiếp nước ngoài, nghĩa là FDI trong quá khứ có tác động tích cực đến FDI hiện tại. Các biến khác như SCR, OTR, SPV, GPC, và INF đều không

có ý nghĩa thống kê ($p\text{-value} > 0,05$). Điều này cho thấy SCR không có tác động trực tiếp đáng kể lên FDI trong ngắn hạn.

4.3. Kiểm định nhân quả Granger

Kiểm định Granger được thực hiện để xác định mối quan hệ nhân quả giữa các biến trong mô hình. Kết quả kiểm định được trình bày trong Bảng 6.

Bảng 6: Kết quả kiểm định nhân quả Granger

Biến phụ thuộc	Biến tác động	Hệ số Chi-square	Giá trị p
FDI	SCR	0,030	0,862
SCR	GPC	7,379	0,007
SPV	FDI	4,589	0,032

Nguồn: Kết quả từ Stata.

Kết quả cho thấy không có bằng chứng rõ ràng về mối quan hệ nhân quả từ SCR đến FDI ($p\text{-value} = 0,862$), phù hợp với kết quả hồi quy trước đó. GPC gây ảnh hưởng nhân quả lên SCR ($p\text{-value} = 0,007$), cho thấy thu nhập bình quân đầu người có tác động đáng kể đến xếp hạng tín nhiệm quốc gia. FDI gây ảnh hưởng nhân quả lên SPV ($p\text{-value} = 0,032$), chỉ ra rằng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài có thể góp phần cải thiện sự ổn định chính trị của các quốc gia.

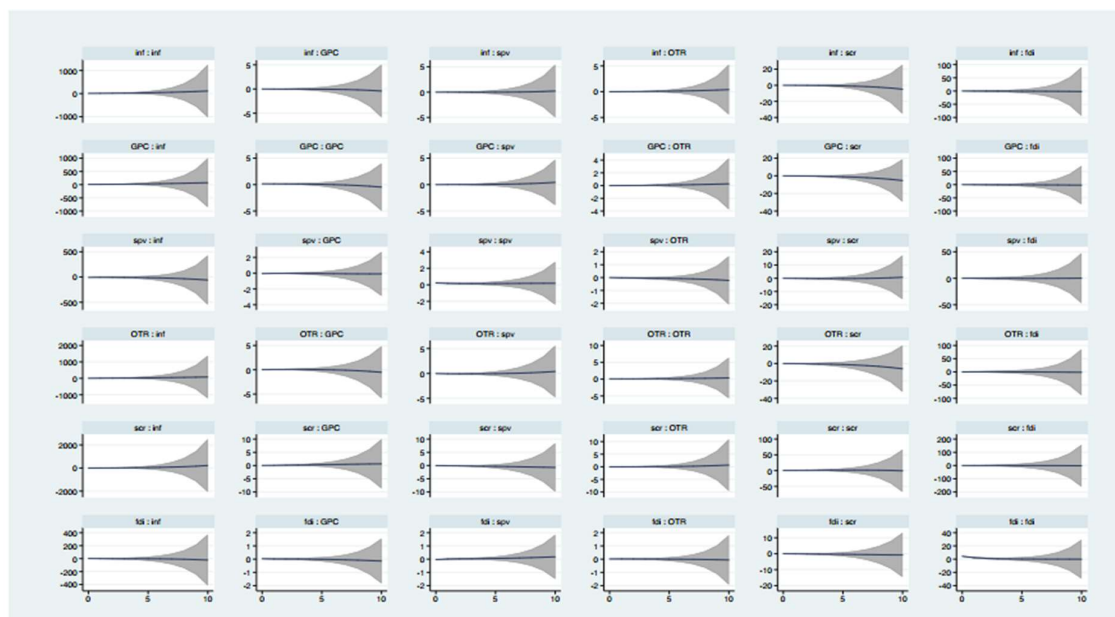
4.4. Kiểm định tính ổn định của mô hình

Kiểm định tính ổn định của mô hình được thực hiện bằng cách kiểm tra giá trị riêng (Eigenvalues). Kết quả cho thấy tất cả các giá trị riêng từ 0,38 đến 0,98 và đều nằm trong vòng tròn đơn vị (≤ 1), điều này chỉ ra rằng mô hình thỏa mãn điều kiện ổn định.

4.5. Hàm phản ứng xung (IRF)

Phản ứng của FDI trước cú sốc từ SCR không đáng kể, phù hợp với kết quả kiểm định Granger và hồi quy. FDI có tác động tích cực lên sự ổn định chính trị, cho thấy rằng dòng vốn đầu tư quốc tế không chỉ mang lại giá trị kinh tế mà còn góp phần vào sự ổn định vĩ mô của các quốc gia.

Hình 1: Kết quả hàm phản ứng xung



Nguồn: Kết quả từ Stata.

Như vậy, SCR không có tác động trực tiếp đáng kể đến FDI trong ngắn hạn. Thu nhập bình quân đầu người có ảnh hưởng mạnh đến SCR, nhấn mạnh vai trò của yếu tố kinh tế vĩ mô này trong việc cải thiện môi trường tín dụng quốc gia. FDI có tác động tích cực đến sự ổn định chính trị, cho thấy đầu tư nước ngoài có

thể góp phần cải thiện yếu tố chính trị. FDI có xu hướng quán tính, nghĩa là quốc gia đã thu hút được FDI sẽ tiếp tục có khả năng thu hút thêm đầu tư trong tương lai.

Kết quả từ mô hình PVAR cho thấy SCR không có tác động trực tiếp đáng kể đến FDI trong ngắn hạn, điều này có phần khác biệt với một số nghiên cứu trước đó nhưng lại tương đồng với những nghiên cứu khác trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi. Kết quả phù hợp với nghiên cứu của Biglaiser & cộng sự (2025), khi tác giả chỉ ra rằng mối quan hệ giữa SCR và FDI không phải lúc nào cũng rõ ràng, đặc biệt ở các nước đang phát triển nơi mà các yếu tố phi tài chính như môi trường chính trị và thể chế pháp lý có vai trò lớn hơn trong quyết định đầu tư. Tuy nhiên, điều này trái ngược với phát hiện của Koc (2024), người cho rằng SCR có ảnh hưởng tích cực đáng kể đến dòng vốn FDI ở các nước phát triển. Koc lập luận rằng các nhà đầu tư tại các thị trường phát triển phụ thuộc nhiều vào xếp hạng tín dụng để đánh giá rủi ro, điều này có thể không hoàn toàn đúng với các nước châu Á, nơi các yếu tố kinh tế nội tại và chính sách ưu đãi đầu tư mới là yếu tố quyết định.

Sự khác biệt giữa kết quả nghiên cứu này và các nghiên cứu trước có thể được giải thích bởi một số yếu tố sau:

Đặc điểm của các nền kinh tế châu Á: Khu vực châu Á bao gồm các quốc gia với mức độ phát triển và cơ cấu kinh tế đa dạng. Ở nhiều quốc gia, các yếu tố như chính sách ưu đãi đầu tư, chi phí lao động rẻ, và cơ sở hạ tầng phát triển đóng vai trò quan trọng hơn so với SCR trong việc thu hút FDI.

Tác động gián tiếp của SCR: Mặc dù không có tác động trực tiếp, nhưng SCR có thể ảnh hưởng gián tiếp thông qua các yếu tố trung gian như chi phí vay vốn, sự ổn định tài chính và niềm tin của nhà đầu tư. Điều này phù hợp với quan điểm của Biglaiser & cộng sự (2025), khi họ cho rằng SCR không phải là yếu tố quyết định cuối cùng mà chỉ là một phần trong hệ sinh thái của các yếu tố ảnh hưởng đến FDI.

Thời gian nghiên cứu dài hạn (2000-2023): Khoảng thời gian dài trong nghiên cứu này bao gồm nhiều giai đoạn biến động kinh tế lớn như khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 hay đại dịch COVID-19 năm 2020. Những sự kiện này có thể làm thay đổi cấu trúc và tính chất của mối quan hệ giữa SCR và FDI.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Như vậy nghiên cứu cho thấy SCR không tác động trực tiếp đáng kể đến FDI trong ngắn hạn và thu nhập bình quân đầu người tác động mạnh đến SCR. Dựa trên kết quả nghiên cứu và so sánh với các nghiên cứu trước, một số hàm ý chính sách có thể được rút ra:

Trước hết, việc cải thiện môi trường đầu tư không chỉ dừng lại ở việc đơn giản hóa thủ tục hành chính mà cần tập trung vào chuyển đổi số trong quản lý đầu tư, giúp doanh nghiệp tiếp cận thông tin dễ dàng và nâng cao tính minh bạch. Đồng thời, các chính sách ưu đãi đầu tư cần gắn liền với yếu tố ESG (Môi trường, Xã hội và Quản trị) để thu hút các dòng vốn đầu tư có trách nhiệm và bền vững hơn. Bên cạnh đó, các quốc gia nên phát triển hệ thống tài chính nội địa, bao gồm việc củng cố thị trường vốn, mở rộng các chương trình tín dụng ưu đãi cho doanh nghiệp nước ngoài và phát triển thị trường trái phiếu nội địa, giúp giảm sự phụ thuộc vào đánh giá của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế.

Ngoài các yếu tố tài chính, việc tận dụng các yếu tố phi tài chính như mở rộng hiệp định thương mại tự do (FTA) và bảo hộ đầu tư (BIT) có thể giúp thu hút FDI một cách hiệu quả, ngay cả khi SCR không được cải thiện đáng kể. Việc đẩy mạnh hợp tác kinh tế song phương với các nền kinh tế lớn sẽ tạo điều kiện ổn định cho dòng vốn FDI trong dài hạn.

Bên cạnh đó, các chính sách thu hút đầu tư cần có tính ổn định và dài hạn, bao gồm việc xây dựng khung pháp lý vững chắc để doanh nghiệp nước ngoài có thể đầu tư dài hạn mà không lo lắng về sự thay đổi chính sách bất ngờ. Việc phát triển các khu công nghiệp và trung tâm đổi mới sáng tạo cũng giúp nâng cao tính hấp dẫn của môi trường đầu tư, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ cao. Trong bối cảnh toàn cầu nhiều biến động, các quốc gia cũng cần chuẩn bị các kịch bản chính sách ứng phó với biến động SCR, đồng thời tận dụng nguồn vốn từ các quỹ đầu tư dài hạn để giảm thiểu rủi ro.

Cuối cùng, việc quản lý rủi ro nợ công hiệu quả sẽ giúp duy trì sự ổn định của nền kinh tế và tạo điều kiện thuận lợi để thu hút FDI ngay cả khi SCR có sự thay đổi. Những điều chỉnh này không chỉ giúp tăng cường thu hút đầu tư mà còn đảm bảo phát triển kinh tế bền vững trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo:

- Adam, N.A. & Alzuman, A. (2024), 'Effect of per capita income, GDP growth, FDI, sectoral composition, and domestic credit on employment patterns in GCC countries: GMM and OLS analysis', *Economies*, 12(11), 315. MDPI. <https://doi.org/10.3390/economies12110315>.
- Biglaiser, G., Lee, H. & Yoo, S.H. (2025), 'Foreign asset expropriation and sovereign bond ratings in the developing world', *Business and Politics*, 27(1), 45-67. <https://doi.org/10.1017/bap.2025.1>.
- Cai, P., Gan, Q. & Kim, S.J. (2018), 'Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments?', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 208-229. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.004>.
- Cash, D. & Khan, M. (2024), *Rating the globe: Reforming credit rating agencies for an equitable financial architecture*, United Nations University, from <https://collections.unu.edu/eserv/UNU:9832/rating_the_globe.pdf>.
- Chen, S.S., Chen, H.Y., Chang, C.C. & Yang, S.L. (2016), 'Output spillovers from changes in sovereign credit ratings', *Journal of International Money and Finance*, 64, 35-50. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.02.007>.
- Chrystella, D.F., Ibrahim, S. & Lihua, Y. (2024), *Maximizing the impact of foreign direct investment: Trends, determinants, and strategies for sustainable economic and social development*, from <https://www.researchgate.net/publication/388736735_Maximizing_The_Impact_Of_Foreign_Direct_Investment>.
- Duygun, M., Ozturk, H. & Shaban, M. (2016), 'The impact of sovereign credit rating downgrades on foreign direct investment: Evidence from emerging markets', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 45, 87-102. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.06.001>.
- Emara, N. & El Said, A. (2021), 'Sovereign ratings, foreign direct investment, and contagion in emerging markets: Does being a BRICS country matter?', *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2062>.
- Hill, P., Bissoondoyal-Bheenick, E. & Faff, R. (2018), 'Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments?', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 208-229. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.01.003>.
- Irianto, S., Purwanto, C.S. & Purba, C.S. (2018), 'Economic system convergence in globalization era and its implication on renewal and economic law in Indonesia', *International Journal of Multi-Disciplinary Research*, from <<https://pdfs.semanticscholar.org/c54b/6137ef82d866fa913ea33ccb6d48c47caae1.pdf>>.
- Kararach, G. (2025), *The new global development finance: Africa, the rating agencies and combatting risk misperceptions*, Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-031-80478-6_12
- Kim, S.J. & Wu, E. (2008), 'Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets', *Emerging Markets Review*, 9(1), 17-39. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2007.06.001>
- Koc, M. (2024), 'The relationship between foreign direct investments and CDS premiums in Türkiye: Time-varying causality test (2011-2023)', *Alanya Akademik Bakış*, 8(2), 145-162.
- Mathebula, N.C. (2024), 'Indicators of sovereign risk of South Africa's international monetary fund loan: The nexus between political risks and economic growth', *Journal of Governance Risk Management*, from <https://ujcontent.uj.ac.za/view/pdfCoverPage?instCode=27UOJ_INST&filePid=1310979960007691&download=true>.
- Mulliez, A., Bellefontaine, S., Terrieux, M. & Balineau, G. (2024), 'International economy: Is FDI running dry?', *AFD Macrodev*, AFD, from <<https://shs.cairn.info/journal-afd-macrodev-2024-57-page-1>>.
- Reinhart, C.M. (2002), 'Default, currency crises, and sovereign credit ratings', *The World Bank Economic Review*, 16(2), 151-170.
- Surguladze, T. & Bliadze, T. (2025), *Policy paper N2025/02*, ISET Policy Institute, from <<https://iset-pi.ge/storage/media/other/2025-01-14/3dd08c20-d285-11ef-b1f3-e1c71673f37b.pdf>>.
- UNCTAD (2024), *World investment report 2024*, retrieved on February 27th 2025, from <<https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024>>.
- Wenxuan, S. (2024), *The impact of China's outward foreign direct investment on the bilateral trade with Belt and Road countries: The case of Central Eastern European countries*, Uni-Corvinus, from <<https://www.uni-corvinus.hu/downloads/9pap.1pm7ked/phd-dissertation-draft-2024-song-wenxuan-20240821.pdf>>.

Phụ lục: 28 quốc gia châu Á trong dữ liệu nghiên cứu

STT	Quốc gia
1	Azerbaijan
2	Bahrain
3	Bangladesh
4	China
5	India
6	Indonesia
7	Japan
8	Jordan
9	Kazakhstan
10	Korea, Rep.
11	Kuwait
12	Kyrgyz Republic
13	Lebanon
14	Macao SAR, China
15	Malaysia
16	Mongolia
17	Oman
18	Pakistan
19	Philippines
20	Qatar
21	Russian Federation
22	Saudi Arabia
23	Singapore
24	Sri Lanka
25	Thailand
26	Turkiye
27	United Arab Emirates
28	Viet Nam