

Nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam

Phạm Tiến Mạnh*

Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng, 12 Chùa Bộc, phường Quang Trung, quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận bài 10/1/2022; ngày chuyển phản biện 13/1/2022; ngày nhận phản biện 10/2/2022; ngày chấp nhận đăng 14/2/2022

Tóm tắt:

Nghiên cứu này xem xét tác động của hoạt động đầu tư nước ngoài như vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) đến thị trường chứng khoán Việt Nam (nghiên cứu trong giai đoạn từ tháng 1/2010 đến tháng 2/2020). Kết quả cho thấy, hầu như các hoạt động đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các hành vi giao dịch trên thị trường đều không tác động đến biến động chỉ số chứng khoán và giá trị vốn hóa thị trường; chỉ có số lượng dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký mới có ảnh hưởng đến vốn hóa của các công ty đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Điều này phù hợp với nhận định của Bloomberg khi cho rằng, trong những năm gần đây, các nhà đầu tư nội đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: chỉ số chứng khoán, vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI), vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), vốn hóa thị trường.

Chỉ số phân loại: 5.2

A study on the impact of foreign investors' activities on the stock market in Vietnam

Tien Manh Pham*

Faculty of Finance, Banking Academy,

12 Chua Boc Street, Quang Trung Ward, Dong Da District, Hanoi, Vietnam

Received 10 January 2022; revised 10 February 2022; accepted 14 February 2022

Abstract:

This research examines the impact of foreign investor activities, such as foreign direct investment (FDI) and foreign portfolio investment (FPI), on Vietnam's stock market from January 2010 to February 2020. The results show that almost all activities of foreign investors (particularly trading behaviour) have no impact on stock index volatility and market capitalisation value. In addition, the number of newly registered foreign direct investment projects affects the Hanoi Stock Exchange's (HNX)'s capitalisation. This result is consistent with Bloomberg's report that, in recent years, domestic investors have played a significant role in the development of Vietnam's stock market.

Keywords: foreign direct investment, foreign portfolio investment, market capitalisation, stock index.

Classification number: 5.2

1. Cơ sở lý thuyết

Theo Quỹ Tiền tệ quốc tế, FDI là hoạt động đầu tư được thực hiện nhằm thiết lập các mối quan hệ kinh tế lâu dài với một doanh nghiệp hoạt động trên lãnh thổ của một nền kinh tế khác nền kinh tế nước chủ đầu tư, mục đích của chủ đầu tư là giành quyền quản lý thực sự doanh nghiệp. Tại Việt Nam, Luật Đầu tư đã nêu rõ: FDI là hình thức đầu tư do nhà đầu tư nước ngoài bỏ vốn bằng tiền hoặc bất kỳ tài sản nào vào quốc gia khác để có được quyền sở hữu và quản lý hoặc quyền kiểm soát một thực thể kinh tế tại quốc gia này, với mục tiêu tối đa hóa lợi ích của mình.

Trên thế giới, đã có nhiều nghiên cứu tác động của các nhà đầu tư nước ngoài đến biến động giá chứng khoán của quốc gia nhận đầu tư. M. Shahbaz và cs (2013) [1] đã tìm hiểu tác động của FDI đến sự phát triển của thị trường chứng khoán Pakistan, với dữ liệu nghiên cứu trong giai đoạn 1991-2006. Kết quả cho thấy, vốn FDI có tác động tích cực đến thị trường chứng khoán ở quốc gia này. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, việc FDI tập trung vào lĩnh vực khai khoáng lại có tác động ngược chiều đến tăng trưởng kinh tế.

D. Li và cs (2011) [2] đã xây dựng thước đo về tỷ lệ sở hữu lớn của nhà đầu tư nước ngoài và tác động của nó đối với biến động giá cổ phiếu tại 31 thị trường mới nổi trên thế giới (giai đoạn 2002-2006). Kết quả cho thấy, biến động giá cổ phiếu bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài; do các nhà đầu tư nước ngoài e ngại vấn đề bất cân xứng thông tin, nên họ thường chú trọng đầu tư vào các công ty ít có thay đổi vốn điều lệ và thường giao dịch ít trong thời gian nắm giữ cổ phiếu của mình. Z. Chen và cs (2013) [3] cũng nghiên cứu tác động của các nhà đầu tư nước

*Email: manhpham@hvn.edu.vn

ngoài đến biến động giá cổ phiếu nhưng tập trung vào thị trường Trung Quốc, với thời gian nghiên cứu từ 1998 đến 2008 tại 1.458 công ty. Kết quả cho thấy, đối với các nhà đầu tư nước ngoài, việc giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức làm cho giá cổ phiếu biến động mạnh hơn so với các nhà đầu tư cá nhân.

Tại Ấn Độ, P. Nagpal và cs (2016) [4] đã nghiên cứu ảnh hưởng của FDI và FPI đến thị trường chứng khoán Ấn Độ giai đoạn 2005-2015, với 2 chỉ số chứng khoán phổ biến tại nước này là BSE Sensex và NSE Nifty. Điều thú vị trong nghiên cứu đó là việc sử dụng dữ liệu 2005-2015 đã bao gồm tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, có ảnh hưởng rất lớn đến việc đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài vào Ấn Độ. Kết quả nghiên cứu cho thấy, cùng với việc dòng vốn đồng loạt rút khỏi thị trường tài chính lớn trên thế giới, Ấn Độ cũng không ngoại lệ xu thế đó, vì thế dòng vốn FDI và FPI tại quốc gia này cũng chứng kiến mức độ sụt giảm nghiêm trọng. Cuối cùng, nhóm tác giả kết luận FDI và FPI có tác động rất lớn đến biến động giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Ấn Độ.

Đối với các thị trường mới nổi, Y. Thanatawee (2021) [5] đã nghiên cứu tác động của các nhà đầu tư nước ngoài đến các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thái Lan (SET), thời gian thu thập số liệu trong giai đoạn 2014-2018. Với việc sử dụng biến động giá cổ phiếu là biến phụ thuộc, các biến độc lập bao gồm tỷ lệ sở hữu nước ngoài, quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính; biến kiểm soát là giá trị sổ sách và lợi nhuận sau thuế. Tác giả kết luận rằng, tỷ lệ sở hữu nước ngoài có tác động ngược chiều và đáng kể đến biến động giá cổ phiếu niêm yết trên SET; từ đó đưa ra biện pháp nâng cao tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty niêm yết ở quốc gia này nhằm giảm biến động giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu còn đưa ra hàm ý đỡ bỏ giới hạn pháp lý hiện tại về tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở mức 49% như hiện nay tại Thái Lan.

Tại Việt Nam, đã có một số nghiên cứu về vấn đề này như P.Q. Viet và cs (2017) [6] cho rằng, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có tác động ngược chiều với sự biến động của giá cổ phiếu niêm yết trên thị trường, đóng vai trò rất quan trọng trong việc bình ổn giá. Cùng quan điểm trên, N.T.V. Dung (2017) [7] cũng cho rằng, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có biến động ngược chiều với biến động giá cổ phiếu các công ty niêm yết; đồng thời có vai trò quan trọng trong bình ổn giá chứng khoán, thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển. Ngoài ra, cũng có nhiều tác giả khác có kết quả nghiên cứu tương tự, như nghiên cứu của N.Q. Khuong (2020) [8], N.T. Kieu (2018) [9], L.M. Ngoc (2019) [10].

Như vậy, các nghiên cứu trước đây tập trung vào đánh giá tác động của FDI, FPI và tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, trên thực tế còn một số yếu tố nước ngoài khác cũng có vai trò quan trọng không kém như khối lượng mua, bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài; giá trị mua, bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán; giá trị xuất khẩu,

nhập khẩu của lĩnh vực đầu tư nước ngoài; số vốn thực sự được thực hiện, hoặc số vốn đầu tư nước ngoài đã đăng ký qua thời gian. Đây chính là những khoảng trống sẽ được áp dụng trong nghiên cứu này, nhằm góp phần cung cấp cơ sở lý luận cũng như thực nghiệm về các khoảng trống nghiên cứu đó.

2. Phương pháp và giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng số liệu về các hoạt động đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn tháng 1/2010 đến hết tháng 12/2020, với các biến phụ thuộc là giá cổ phiếu và giá trị vốn hóa thị trường; biến độc lập bao gồm giá trị xuất khẩu, số dự án cấp mới, số vốn đăng ký, số vốn thực hiện, tỷ lệ mua và bán ròng, khối lượng mua và bán ròng, giá trị mua và bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng sử dụng hai biến kiểm soát có thể có tác động đến biến động trên thị trường chứng khoán là lạm phát và tốc độ tăng trưởng GDP; tất cả các biến nghiên cứu tính theo tháng. Số liệu nghiên cứu được thu thập từ Cục Đầu tư Nước ngoài (Bộ Kế hoạch và Đầu tư), website của Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE), Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), Tổng cục Thống kê. Thông tin về các biến trong nghiên cứu này được thể hiện ở bảng 1.

Bảng 1. Các biến sử dụng trong nghiên cứu.

Ký hiệu	Diễn giải
Biến phụ thuộc	
VNI	Biến động chỉ số chứng khoán Vn-Index
HNX	Biến động chỉ số chứng khoán HNX-Index
CAP.HO	Biến động vốn hóa thị trường của HOSE
CAP.HN	Biến động vốn hóa thị trường của HNX
Biến độc lập	
EX	Giá trị xuất khẩu (không tính dầu thô) của khu vực FDI (tính theo logarit)
IM	Giá trị nhập khẩu của khu vực FDI (tính theo logarit)
N.DA	Số dự án cấp mới khu vực FDI
R.Cap	Giá trị vốn đăng ký của khu vực FDI (tính theo logarit)
T.Cap	Giá trị vốn thực hiện của khu vực FDI (tính theo logarit)
NB.HO	Tỷ lệ mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE
NB.HN	Tỷ lệ mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài trên HNX
M.HO	Khối lượng mua của nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE (tính theo logarit)
M.HN	Khối lượng mua của nhà đầu tư nước ngoài trên HNX (tính theo logarit)
GM.HO	Giá trị mua của nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE (tính theo logarit)
GM.HN	Giá trị mua của nhà đầu tư nước ngoài trên HNX (tính theo logarit)
B.HO	Khối lượng bán của nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE (tính theo logarit)
B.HN	Khối lượng bán của nhà đầu tư nước ngoài trên HNX (tính theo logarit)
GB.HO	Giá trị bán của nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE (tính theo logarit)
GB.HN	Giá trị bán của nhà đầu tư nước ngoài trên HNX (tính theo logarit)
Biến kiểm soát	
INF	Tỷ lệ lạm phát
GDP	Tỷ lệ tăng trưởng GDP

Nguồn: Tác giả đề xuất.

Để nghiên cứu tác động của các nhà đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng phương pháp thống kê mô tả, kiểm định hệ số tương quan để có được cái nhìn tổng quan về ảnh hưởng của hoạt động đầu tư nước ngoài đến biến động chỉ số và giá trị vốn hóa trên thị trường chứng khoán nước ta. Sau đó, tác giả sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính thông thường để tìm ra yếu tố có tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 14 để xử lý dữ liệu và tính toán, báo cáo kết quả nghiên cứu.

Từ cơ sở lý thuyết và số liệu nghiên cứu, tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_0 : Hoạt động đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài không có tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

H_1 : Hoạt động đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài có tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

Dựa vào nghiên cứu của M. Shahbaz và cs (2013) [1], có sự bổ sung một số biến có liên quan đến giả thuyết của nghiên cứu này, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

Mô hình 1:

$$INDEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 \sum EIM_t + \beta_2 \sum FDI_t + \beta_3 \sum FPI_{it} + \beta_4 \sum INF_t + \beta_5 \sum GDP_t + \varepsilon$$

Mô hình 2:

$$CAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \sum EIM_t + \beta_2 \sum FDI_t + \beta_3 \sum FPI_{it} + \beta_4 \sum INF_t + \beta_5 \sum GDP_t + \varepsilon$$

trong đó: $INDEX_{it}$ là biến động chỉ số chứng khoán i ở thời điểm t ; CAP_{it} là biến động vốn hóa thị trường của sản giao dịch i ở thời điểm t ; EIM_t là biến động của giá trị xuất khẩu, nhập khẩu của khu vực FDI ở thời điểm t ; FDI_t là biến động của hoạt động FDI như số dự án cấp mới, giá trị vốn đăng ký, giá trị vốn thực hiện ở thời điểm t ; FPI_{it} là các hoạt động giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đối với các cổ phiếu niêm yết tại Việt Nam của sản giao dịch i ở thời điểm t ; INF_t là tỷ lệ lạm phát ở thời điểm t ; GDP_t là tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm nội địa ở thời điểm t ; β là hệ số chặn; ε là sai số của mô hình.

3. Kết quả và bàn luận

3.1. Tổng quan số liệu

Kết quả bảng 2 cho thấy, biến động chỉ số VNI, HNX trung bình các tháng trong giai đoạn nghiên cứu lần lượt là 0,0124, 0,0136 với độ lệch chuẩn tương ứng là 0,0593 và 0,0661; giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của tỷ lệ phần trăm thay đổi của thị giá cổ phiếu VNI có sự chênh lệch từ -0,2490 đến 0,1609, giá trị này đối với HNX biến động từ -0,1546 đến 0,3752. Bên cạnh đó, đối với biến phụ thuộc vốn hoá thị trường trên HOSE, HNX không có sự chênh lệch quá lớn. Logarit giá trị vốn hoá thị trường của HOSE đạt trung bình 6,4026; độ lệch chuẩn 0,1420, giá trị nhỏ nhất, lớn nhất lần lượt là 6,0595 và 6,6107. Đối với HNX, logarit giá trị vốn hoá thị trường đạt trung bình 5,2856, độ lệch chuẩn 0,0560, giá trị lớn nhất, nhỏ nhất lần lượt là 5,1700 và 5,4145.

Bảng 2. Tổng quan số liệu nghiên cứu.

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
VNI	108	0,0124	0,0593	-0,2490	0,1609
HNX	108	0,0136	0,0661	-0,1546	0,3752
CAP.HO	55	6,4026	0,1420	6,0595	6,6107
CAP.HN	55	5,2856	0,0560	5,1700	5,4145
EX	105	4,0154	0,1655	3,6480	4,5181
IM	106	3,9408	0,1700	3,3627	4,4958
N.DA	103	2,2515	0,2360	0,9542	2,6191
R.Cap	105	3,2618	0,3133	2,4786	4,0184
T.Cap	105	3,0909	0,1691	2,6532	3,4440
NB.HO	108	0,0242	0,1293	-0,4579	0,3460
NB.HN	108	0,0442	0,2564	-0,6168	0,6893
M.HO	108	8,3084	0,2522	7,7010	8,9672
M.HN	108	7,4978	0,4036	6,8886	9,2051
GM.HO	108	3,8793	0,3177	3,0858	4,7318
GM.HN	108	2,7116	0,5387	1,9760	4,7553
B.HO	108	8,3046	0,2827	7,6977	8,8853
B.HN	108	7,4624	0,4594	6,4040	9,1415
GB.HO	108	3,8581	0,3269	3,1108	4,6421
GB.HN	108	2,6699	0,5970	1,3516	4,8502
INF	96	0,0464	0,0346	0,0060	0,1762
GDP	96	0,0626	0,0060	0,0525	0,0708

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả sử dụng phần mềm Stata 14.

Đối với các biến độc lập, giá trị trung bình hàng tháng của giá trị nhập khẩu và xuất khẩu của khu vực FDI trong giai đoạn 2010-2020 đạt lần lượt là 4,0154 và 3,9408; số dự án cấp mới sau khi logarit đạt trung bình 2,2515; giá trị đăng ký và giải ngân khu vực FDI đạt bình quân 3,2618 và 3,0909. Đối với các biến độc lập khác, giá trị trung bình theo tháng lần lượt là NB.HO (0,0242), NB.HN (0,0442), M.HO (8,3084), M.HN (7,4978), GM.HO (3,8793), GM.HN (2,7116), B.HO (8,3046), B.HN (7,4624), GB.HO (3,8581), GB.HN (2,6699). Với biến kiểm soát, trong giai đoạn nghiên cứu, lạm phát đạt mức trung bình 4,64%/tháng; tốc độ tăng trưởng GDP đạt mức nhỏ nhất là 0,0525 và lớn nhất là 0,0708.

3.2. Kiểm định hệ số tương quan

Dựa vào kết quả kiểm định hệ số tương quan, đối với các biến phụ thuộc là VNI, HNX, CAP.HO và CAP.HN ở bảng 3 và 4 nhận thấy, không có mối tương quan nào lớn hơn 0,8, như vậy các biến đưa vào trong mô hình không có hiện tượng tự tương quan. Tuy nhiên, có một số biến độc lập khác khi kiểm định có những giá trị đạt lớn hơn 0,8, như M.HO và B.HO (giá trị 0,8839), đây là cặp biến khối lượng mua và bán cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE nên đương nhiên có mối tương quan chặt chẽ với nhau, vì thế tác giả cho rằng vẫn được chấp nhận và các biến đưa vào mô hình là có ý nghĩa. Bên cạnh đó, còn có các biến khác liên quan đến khối lượng và giá trị giao

địch như GM.HO, GB.HO hay NB.HO, bản thân các biến này khi giao dịch đã có mối tương quan chặt, vì thế điều này có thể chấp nhận được. Kết quả kiểm định tương quan đối với HNX và CAP.HNX cũng có các hiện tượng tương tự và được coi là phù hợp về ý nghĩa kinh tế.

Bảng 3. Kết quả kiểm định hệ số tương quan với HOSE.

	VNI	CAP.HO	EX	IM	T.CAP	N.DA	R.Cap	M.HO	B.HO	GM.HO	GB.HO	NB.HO	INF	GDP
VNI	1													
CAPHO	0,0432	1												
EX	0,0458	0,6551	1											
IM	0,0582	0,3984	0,8471	1										
T.CAP	-0,1144	0,2974	0,6644	0,5389	1									
N.DA	-0,1517	0,3417	0,6117	0,4733	0,4759	1								
R.Cap	-0,0909	0,0464	0,3749	0,3106	0,4074	0,5108	1							
M.HO	0,0393	0,6224	0,7995	0,645	0,5575	0,5000	0,3398	1						
B.HO	-0,0391	0,5708	0,8420	0,677	0,6447	0,5643	0,3918	0,8839	1					
GM.HO	-0,0084	0,5811	0,8115	0,6608	0,5624	0,5330	0,3504	0,955	0,8621	1				
GB.HO	-0,048	0,6247	0,8529	0,6917	0,6187	0,5889	0,3886	0,8968	0,9553	0,9366	1			
NB.HO	0,1172	0,0443	-0,2313	-0,1823	-0,2449	-0,2402	-0,1613	0,0834	-0,3387	0,0948	-0,2598	1		
INF	0,1384	-0,243	-0,5818	-0,4786	-0,3016	-0,3858	-0,2893	-0,5100	-0,4622	-0,5230	-0,5235	0,0156	1	
GDP	-0,0716	0,9252	0,8851	0,6869	0,6051	0,6949	0,425	0,7716	0,8236	0,7697	0,8247	-0,1713	-0,4627	1

Nguồn: kết quả nghiên cứu của tác giả sử dụng phần mềm Stata 14.

Bảng 4. Kết quả kiểm định hệ số tương quan với HNX.

	HNX	CAP.HN	EX	IM	T.CAP	N.DA	R.Cap	M.HN	B.HN	GM.HN	GB.HN	NB.HN	INF	GDP
HNX	1													
CAP.HN	0,2831	1												
EX	0,185	0,5066	1											
IM	0,1688	0,3484	0,8471	1										
T.CAP	-0,0027	0,1524	0,6644	0,5389	1									
N.DA	-0,0544	-0,0727	0,6117	0,4733	0,4759	1								
R.Cap	-0,0969	-0,0287	0,3749	0,3106	0,4074	0,5108	1							
M.HN	-0,0351	0,306	0,2177	0,1932	0,1647	0,064	0,1545	1						
B.HN	-0,0088	0,3645	0,3891	0,3333	0,315	0,2187	0,2451	0,8326	1					
GM.HN	-0,0352	0,3106	0,3119	0,2727	0,2422	0,1433	0,1898	0,9740	0,8687	1				
GB.HN	-0,013	0,3537	0,4392	0,3788	0,3451	0,2233	0,2589	0,8521	0,9663	0,9139	1			
NB.HN	-0,0476	-0,1513	-0,3906	-0,3254	-0,3054	-0,2308	-0,2093	0,0645	-0,4503	-0,0323	-0,4343	1		
INF	0,1022	-0,4146	-0,5818	-0,4786	-0,3016	-0,3858	-0,2893	-0,1056	-0,211	-0,1857	-0,2996	0,3193	1	
GDP	-0,0835	0,6673	0,8851	0,6869	0,6051	0,6949	0,425	0,2012	0,3628	0,3207	0,4504	-0,3986	-0,4627	1

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả sử dụng phần mềm Stata 14.

3.3. Kết quả mô hình hồi quy

Kết quả mô hình hồi quy với các biến chỉ số chứng khoán và giá trị vốn hóa thị trường tại các công ty niêm yết trên các sàn chứng khoán tương ứng được trình bày ở bảng 5 và 6. Mô hình được cho là có ý nghĩa thống kê khi có giá trị Sig.F nhỏ hơn 0,05 (mức ý nghĩa 5%); giá trị R-Square cho thấy, các biến độc lập và biến kiểm soát giải thích được bao nhiêu phần trăm biến động của biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 5. Kết quả mô hình hồi quy với biến tại HNX.

Tên biến	HNX		CAP.HN	
HNX	Coef.	p-value	Coef.	p-value
EX	0,1853	0,0800	-0,0743	0,7060
IM	-0,0251	0,6660	0,0048	0,9190
T.Cap	-0,0917	0,0490	0,0034	0,9620
N.DA	-0,0041	0,9080	0,2253	0,0270
R.Cap	-0,0110	0,5940	0,0089	0,7720
M.HN	0,0401	0,6280	0,1592	0,1510
B.HN	-0,0527	0,3660	-0,0211	0,7670
GM.HN	-0,3740	0,3420	0,3624	0,5850
GB.HN	0,3757	0,3480	-0,4439	0,5190
NB.HN	0,2999	0,4240	-0,4382	0,4900
INF	-0,0880	0,7350	-1,2361	0,3620
GDP	-2,6820	0,2120	16,5614	0,0010
Sig.F	0,5758		0,0002	
R-Square	0,1186		0,6737	

Nguồn: kết quả nghiên cứu của tác giả sử dụng phần mềm Stata 14.

Bảng 6. Kết quả mô hình hồi quy với biến tại HOSE.

Tên biến	VNI		CAP.HO	
VNI	Coef.	p-value	Coef.	p-value
EX	0,1842	0,1000	0,1200	0,4710
IM	-0,0171	0,7570	0,0184	0,7040
T.Cap	-0,0892	0,0580	-0,0897	0,1540
N.DA	-0,0384	0,2230	0,1505	0,1520
R.Cap	0,0040	0,8350	-0,0263	0,4230
M.HO	0,1878	0,0760	-0,1014	0,5360
B.HO	-0,0851	0,4140	0,1579	0,4010
GM.HO	-19,428	0,7060	-1,8777	0,8190
GB.HO	18,854	0,7140	1,9430	0,8140
NB.HO	16,518	0,7160	1,7064	0,8140
INF	0,1429	0,5670	7,3762	0,0000
GDP	-21,321	0,3200	47,7350	0,0000
Sig.F	0,1569		0,0002	
R-Square	0,1836		0,6737	

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả sử dụng phần mềm Stata 14.

Kết quả bảng 5 cho thấy, Sig.F đạt giá trị 0,5758, các biến nghiên cứu không có ảnh hưởng đến biến động chỉ số HNX. Tuy nhiên, các biến này lại có ảnh hưởng đến giá trị vốn hóa thị trường của các công ty niêm yết trên HNX qua các năm. Với các giá trị p-value nhỏ hơn 5% và Coef. đạt giá trị dương (16,5614) cho thấy, số dự án FDI đăng ký mới (N.DA) và tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam có mối tương quan dương, đồng thời có tác động đáng kể đến vốn hóa của các công ty niêm yết trên HNX.

Đối với biến nghiên cứu biến động chỉ số chứng khoán niêm yết trên HOSE và giá trị vốn hóa của các công ty niêm yết (CAP.HO), với giá trị Sig.F đạt 0,1569 cho thấy các biến trong nghiên cứu này không có tác động đến biến động giá cổ phiếu niêm yết trên HOSE. Trong

khi đó, với Sig.F đạt 0,000 cho thấy, mô hình nghiên cứu các biến ảnh hưởng đến giá trị vốn hóa thị trường các công ty niêm yết trên HOSE có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu cho thấy, với giá trị p-value của INF và GDP nhỏ hơn 5% thì hai biến này có tác động đến CAPHO. Cụ thể, với giá trị Coef. tương ứng là 7,3762 và 47,7350 cho thấy 2 biến này có tác động cùng chiều với CAPHO.

4. Kết luận và khuyến nghị

Dựa vào kết quả nghiên cứu cho thấy, các hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm cả FDI và FPI tại Việt Nam không có ảnh hưởng đến biến động chỉ số chứng khoán VNI và HNX. Tuy nhiên, một số biến nghiên cứu lại có ảnh hưởng đến giá trị vốn hóa thị trường của các sản phẩm giao dịch chứng khoán này. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm nội địa có tác động mạnh và cùng chiều với giá trị vốn hóa của các công ty niêm yết trên HNX và HOSE. Bên cạnh đó, tỷ lệ lạm phát cũng có mối tương quan cùng chiều với vốn hóa thị trường của HOSE. Đối với hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài, chỉ có biến số lượng dự án FDI đăng ký mới tại Việt Nam có mối tương quan cùng chiều với giá trị vốn hóa thị trường của HNX.

Như vậy, các hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt các hoạt động FPI không có tác động đến biến động của chỉ số chứng khoán VNI và HNX. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với kết luận của Z. Chen và cs (2013) [3] khi nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Trung Quốc; hay nghiên cứu của P. Nagpal (2016) [4] tại Ấn Độ. Như vậy, kết luận của nghiên cứu này thể hiện vai trò rất lớn của các nhà đầu tư nội trong giao dịch trên thị trường chứng khoán, được mô tả “sức mạnh của nhà đầu tư cá nhân Việt Nam tầm cỡ thế giới”, như nhận định mới đây của Công ty TNHH Chứng khoán Yuanta Việt Nam (2021) [11], với lực lượng nhà đầu tư cá nhân chiếm khoảng 90-95% tổng giá trị giao dịch. Bên cạnh đó, chỉ số chứng khoán VNI đã tăng trên 20%; chỉ số HNX tăng trên 67,5% tính từ đầu năm 2021 đến tháng 9/2021. So sánh tương quan với các quốc gia và vùng lãnh thổ khác ở thời điểm này, tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân chiếm khoảng 75% ở Hàn Quốc và khoảng 70% ở Đài Loan về giá trị giao dịch, vì thế có thể thấy vai trò của các nhà đầu tư trong nước rất quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo số liệu thống kê từ Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD) [12], tính đến ngày 31/8/2021, tổng số tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư trong nước là 3.578.743, tương ứng khoảng 3,64% dân số; tỷ lệ này so với các quốc gia và vùng lãnh thổ khác vẫn còn rất khiêm tốn như: Mỹ (55%), Hàn Quốc (60,6%), Đài Loan (80%), Thái Lan (30%).

Từ các kết quả nghiên cứu trên, tác giả đưa ra một số giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới như sau:

Thứ nhất, chú trọng thu hút FDI, bởi đây là một trong các nguồn lực đóng góp vào gia tăng lượng vốn hóa thị trường các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thứ hai, tập trung nguồn lực, thực hiện các biện pháp cần thiết để thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế, bởi khi tốc độ tăng trưởng kinh tế hấp dẫn sẽ thu hút các nguồn lực trong và ngoài nước đầu tư vào các doanh nghiệp trong nước, giúp các doanh nghiệp này có nguồn vốn sản xuất kinh doanh. Đồng thời có tác động đến tăng trưởng vốn hóa thị trường chứng khoán, từ đó lại có tác dụng quay ngược lại thúc đẩy

và thu hút các nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán, giúp các doanh nghiệp thuận lợi hơn khi huy động vốn trên thị trường tài chính.

Thứ ba, có các biện pháp thu hút các nhà đầu tư trong nước tham gia thị trường chứng khoán. Như đã trình bày ở phần trên, mặc dù ở thời điểm hiện tại, tỷ lệ tài khoản chứng khoán chỉ chiếm 3,64% dân số nhưng lại chiếm tới 90% tổng giá trị giao dịch, lớn hơn rất nhiều so với tỷ lệ ở các quốc gia phát triển khác, chính vì thế, có thể coi giá trị giao dịch này không bền vững về mặt dài hạn. Vì vậy, việc thu hút, tăng tỷ lệ nhà đầu tư trong nước tham gia thị trường chứng khoán giúp thị trường tài chính hoạt động ổn định, giảm áp lực huy động vốn lên hệ thống ngân hàng, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có thêm nhiều kênh đầu tư hấp dẫn và bền vững hơn.

Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa đo lường những yếu tố khác có tác động đến biến động trên thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường mới nổi như Việt Nam, đó là tâm lý đám đông, hiện tượng Fomo (Fear of missing out - Nỗi sợ bỏ lỡ cơ hội lớn trên thị trường) trong giao dịch của các nhà đầu tư, các vấn đề kỹ thuật, công nghệ (quá tải của hệ thống giao dịch, sập nguồn hệ thống)... đây chính là khoảng trống nghiên cứu mà tác giả sẽ tiếp tục thực hiện ở các nghiên cứu sau này.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] M. Shahbaz, H.H. Lean, R. Kalim (2013), “The impact of foreign direct investment on stock market development: Evidence from Pakistan”, *Economic Research*, **26**(1), pp.17-32.
- [2] D. Li, Q.N. Nguyen, P.K. Pham, et al. (2011), “Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **46**(4), pp.1127-1155, DOI: 10.1017/S0022109011000202.
- [3] Z. Chen, J. Du, D. Li, et al. (2013), “Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China”, *Journal of Banking and Finance*, **37**(2), pp.660-669, DOI: 10.1016/J.JBANKFIN.2012.10.006.
- [4] P. Nagpal (2016), “An empirical study on impact of flow of FDI & FPI on Indian stock market”, *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research*, **6**(1), pp.461-465.
- [5] Y. Thanatawee (2021), “The impact of foreign ownership on stock price volatility: Evidence from Thailand”, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, **8**(1), pp.7-14, DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no1.007.
- [6] P.Q. Viet, Q. Huy (2017), “The relationship between foreign ownership and stock return volatility on the stock market”, *Journal of Finance*, **2**(2), pp.65-68 (in Vietnamese).
- [7] N.T.V. Dung (2017), *Foreign Ownership and Stock Profit Fluctuations in The Vietnamese Stock Market*, Master's Thesis, Ho Chi Minh City University of Economics (in Vietnamese).
- [8] N.Q. Khuong (2020), *The Impact of Foreign Ownership on Stock Return Fluctuations on The Ho Chi Minh City Stock Exchange*, Master's thesis, Ho Chi Minh City University of Economics (in Vietnamese).
- [9] N.T. Kieu (2018), *The Impact of Foreign Ownership on Stock Profit Fluctuations at The Ho Chi Minh City Stock Exchange*, Master's Thesis, Ho Chi Minh City University of Economics (in Vietnamese).
- [10] L.M. Ngoc (2019), *Foreign Ownership's Impact on Vietnamese Stock Liquidity*, Master's Thesis, Ho Chi Minh City University of Economics (in Vietnamese).
- [11] Viet Nam News (2021), “Stock market an attractive investment channel for local players”, <https://vietnamnews.vn/economy/968601/stock-market-anattractive-investment-channel-for-local-players.html>, accessed 23 January 2022.
- [12] Vietnam Securities Depository Center (2021), “Information on the number of domestic and foreign trading accounts as of August 31, 2021”, <https://vsd.vn/vi/ad/144398>, accessed 23 January 2022.