VAI TRÒ CỦA SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI TRONG MỐI LIÊN HỆ GIỮA ĐẶC ĐIỂM DOANH NGHIỆP VÀ DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI: BẰNG CHỨNG TỪ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. Trần Khắc Ninh* - PGS.TS. Phạm Văn Hùng - TS. Lê Thị Yến*** - TS. Triệu Đình Phương***

Nghiên cứu này xem xét tác động của các đặc điểm doanh nghiệp và yếu tố vĩ mô đến dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) vào thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2023, với trọng tâm nghiên cứu vai trò của sở hữu nước ngoài. Sử dụng dữ liệu từ 680 cổ phiếu niêm yết, kết quả thực nghiệm cho thấy Sở hữu nước ngoài thể hiện vai trò điều tiết giúp thu hút thêm dòng vốn mới từ các doanh nghiệp có nền tảng tốt. Bên cạnh đó, tăng trưởng kinh tế và sự ổn định tỷ giá được xác định là điều kiện cần thiết để thu hút FPI, trong khi tồn tại nghịch lý về dòng vốn vẫn chảy mạnh vào thị trường có các chỉ số tham nhũng chưa được cải thiện.

• Từ khóa: *dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI); sở hữu nước ngoài; thị trường chứng khoán Việt Nam.*

This study examines the impact of firm characteristics and macroeconomic factors on foreign portfolio investment (FPI) flows into the Vietnam stock market from 2010 to 2023, focusing on the role of foreign ownership. Using data from 680 listed stocks, the empirical results show that foreign ownership plays a moderating role that helps attract more new capital from firms with strong foundations. Besides, economic growth and exchange rate stability are identified as necessary conditions to attract FPI, while there is a paradox where capital still flows strongly into the market even though corruption indexes have not improved.

• Key words: *foreign portfolio investment (FPI); foreign ownership; Vietnam stock market*

Ngày nhận bài: 17/12/2025
Ngày gửi phản biện: 23/01/2026
Ngày duyệt đăng: 14/02/2026
DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i307.13

1. Đặt vấn đề

Thách thức lớn nhất trong thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) tại các thị trường mới nổi là sự bất cân xứng thông tin. Để giảm thiểu rủi ro, nhà đầu tư thường dựa vào các tín hiệu đặc điểm doanh nghiệp như công bố ESG giúp đánh giá triển vọng dài hạn và giảm chi phí giám sát (Chauhan và Kumar, 2019); chính sách cổ tức tiền mặt giúp hạn chế rủi ro đại diện; trong khi kết quả kinh doanh cao là tín hiệu về sự an toàn vốn (Guha Deb, 2018).

Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây thường bỏ qua vai trò tương tác của cấu trúc sở hữu nước ngoài hiện hữu. Sự hiện diện của khối ngoại không chỉ đóng vai trò giám sát, tạo niềm tin cho dòng vốn mới (Mishra và Ratti, 2011) mà trong các nghiên cứu mới (Zhang và Wu, 2024; Kim và cộng sự, 2025) còn cho thấy sở hữu nước ngoài còn giúp nâng cao chất lượng thực hành ESG, làm tăng giá trị của thông tin công bố.

Tại Việt Nam, nghiên cứu này được thực hiện nhằm lấp đầy khoảng trống trên bằng cách xem xét tác động của đặc điểm doanh nghiệp và yếu tố vĩ mô đến dòng vốn FPI giai đoạn 2010-2023. Trọng tâm là làm rõ liệu sở hữu nước ngoài có đóng vai trò biến điều tiết giúp phát huy khả năng thu hút vốn của doanh nghiệp hay không.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Công bố ESG và chính sách cổ tức ảnh hưởng đến dòng vốn FPI

Tại các thị trường mới nổi, nhà đầu tư ngoại thường gặp bất lợi về thông tin so với nhà đầu tư nội địa; do đó, việc công bố ESG cung cấp các dữ liệu phi tài chính quan trọng giúp họ đánh giá chính xác hơn về rủi ro và triển vọng tăng trưởng dài hạn khi báo cáo tài chính truyền thống thiếu

** Trường Đại học Thủy lợi; email: ninhtk@tlu.edu.vn*
*** Đại học Kinh tế Quốc dân*
**** Trường Đại học Kiến trúc Hà Nội*

minh bạch (Chauhan và Kumar, 2019). Tại các thị trường mới nổi như Hàn Quốc và Ấn Độ, chính sách cổ tức cao đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút FPI bằng cách giảm thiểu rủi ro quản trị và thông tin.

Kết quả nghiên cứu của Guha Deb (2018) tại Ấn Độ cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài thể hiện sự ưa thích đối với các công ty có tỷ suất cổ tức cao. Nguyên nhân là do cổ tức tiền mặt giúp giảm bớt dòng tiền tự do dưới quyền kiểm soát của ban lãnh đạo, từ đó hạn chế nguy cơ đầu tư kém hiệu quả hoặc tước đoạt tài sản cổ đông. Bên cạnh đó, do bất lợi về thông tin so với nhà đầu tư nội địa, các nhà đầu tư nước ngoài thường ưu tiên nhận cổ tức bằng tiền mặt để đảm bảo minh bạch và công bằng hơn là ủng hộ các chương trình mua lại cổ phiếu, vì hoạt động mua lại tiềm ẩn rủi ro lựa chọn đối nghịch do các cổ đông nội bộ có thể dựa vào mức độ am hiểu thông tin của họ để tiến hành trục lợi.

2.2. Sở hữu nước ngoài, quy mô doanh nghiệp và kết quả kinh doanh ảnh hưởng đến dòng vốn FPI

Nghiên cứu của Mishra và Ratti (2011) chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có mối quan hệ tích cực với mức độ sở hữu nước ngoài, bởi sự tham gia của họ đóng vai trò như những người giám sát hiệu quả, giúp giảm thiểu chi phí đại diện và tạo niềm tin để thu hút thêm các nhà đầu tư ngoại khác. Tại thị trường Việt Nam, nghiên cứu của Batten và Vo (2015) tìm thấy mối tương quan dương và lập luận rằng các công ty lớn thường có độ nhận diện cao, được truyền thông và các nhà phân tích quan tâm nhiều hơn, từ đó giúp giảm bớt sự bất cân xứng thông tin cho nhà đầu tư ngoại. Nghiên cứu của Guha Deb (2018) tại Ấn Độ cho thấy rằng các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài thể hiện sự ưa thích đối với các cổ phiếu có ROE cao.

2.3. Các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến thu hút vốn FPI

Nghiên cứu của Waqas và cộng sự (2015) trên nhiều thị trường khác nhau như Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan và Sri Lanka cho thấy tốc độ tăng trưởng kinh tế góp phần trong việc thu hút dòng vốn đầu tư danh mục đầu tư nước ngoài. Bên cạnh tăng trưởng kinh tế, tỉ giá cũng đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút vốn FPI. Kết quả từ nghiên cứu của Edo và Kanwanye (2022) cho thấy khi đồng nội tệ mất giá hoặc biến động mạnh, nhà đầu tư nước ngoài thường lo ngại rủi ro tỷ giá nên rút bớt vốn hoặc hạn chế giải ngân, khiến dòng FPI giảm xuống.

Ngoài tỉ giá, lạm phát cũng được phát hiện là có ảnh hưởng tiêu cực đến thu hút FPI (Kumar và Dua, 2024; Edo và Kanwanye, 2022) do lạm phát cao làm giảm niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vào khả năng ổn định kinh tế dẫn đến họ không muốn nắm giữ tài sản ở các nước đó. Bên cạnh đó, mức độ tham nhũng được nhận thức cũng là một yếu tố quan trọng định hình dòng vốn FPI. Kết quả từ nghiên cứu của Jain và cộng sự (2017) chỉ ra rằng mức độ tham nhũng càng cao thì lượng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đổ vào thị trường tài chính càng giảm do tham nhũng làm gia tăng bất cân xứng thông tin, khiến nhà đầu tư nước ngoài khó đánh giá chính xác rủi ro và hoạt động của doanh nghiệp, từ đó làm họ thận trọng hơn khi quyết định giải ngân. Tuy nhiên kết quả của Sonenshine và Erickson (2022) lại cho thấy điều ngược lại khi chỉ số nhận thức tham nhũng (CPI) cải thiện thì dòng vốn FPI lại có xu hướng giảm.

2.4. Sở hữu nước ngoài, đặc điểm doanh nghiệp và dòng vốn FPI

Nghiên cứu của Kim và cộng sự (2025) chỉ ra rằng sở hữu nước ngoài giúp nâng cao hiệu quả ESG nhờ vào các tiêu chuẩn cao hơn và khả năng giám sát mạnh mẽ khi họ thường đến từ các thị trường phát triển có thực hành ESG hoàn thiện hơn. Điều này tạo ra nguồn cung thông tin ESG chất lượng, giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin và cung cấp dữ liệu quan trọng giúp nhà đầu tư nước ngoài đánh giá rủi ro chính xác hơn tại các thị trường mới nổi (Chauhan và Kumar, 2019). Chính sách cổ tức cũng chịu ảnh hưởng bởi các cổ đông nước ngoài do nó đóng vai trò như một cơ chế giảm thiểu bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện tại các thị trường mới nổi nơi nhà đầu tư ngoại thường gặp bất lợi về thông tin. Theo Guha Deb (2018), nhà đầu tư nước ngoài tại thị trường Ấn Độ ưa thích các công ty trả cổ tức tiền mặt cao vì điều này hạn chế dòng tiền tự do mà ban lãnh đạo có thể sử dụng kém hiệu quả, từ đó giảm thiểu rủi ro bị tước đoạt tài sản. Khi dòng vốn này đã thâm nhập vào doanh nghiệp, sở hữu nước ngoài bắt đầu thể hiện vai trò tích cực lên chính sách cổ tức. Kết quả kinh doanh cũng đóng vai trò là tín hiệu thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước

ngoài để giảm thiểu rủi ro thông tin. Theo Joe và Oh (2017) và Guha Deb (2018), tại các thị trường như Hàn Quốc và Ấn Độ, nhà đầu tư nước ngoài thể hiện sự ưa thích rõ rệt đối với các công ty có khả năng sinh lời cao vì đây là chỉ báo an toàn. Tuy nhiên, khi dòng vốn này đã thâm nhập, sở hữu nước ngoài không chỉ thụ động hưởng lợi từ kết quả kinh doanh mà còn chủ động tác động ngược lại để cải thiện hiệu suất doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả đã xây dựng mô hình hồi quy (1) để đánh giá vai trò của sở hữu nước ngoài với mối quan hệ giữa các đặc điểm doanh nghiệp và dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

$$LogFB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 FO_{it} + \alpha_3 (X_{it} * FO_{it}) + \alpha_4 Macro_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

$LogFB_{it}$ là Logarit giá trị nước ngoài mua khớp lệnh

X_{it} là nhóm biến các đặc điểm của doanh nghiệp như công bố ESG (ESG_{it}), chính sách cổ tức (SD_{it}, CD_{it}), kết quả kinh doanh (ROE_{it}) và quy mô doanh nghiệp ($LogTA_{it}$)

FO_{it} là biến sở hữu nước ngoài,đóng vai trò điều tiết

X_{it}*FO_{it} là cụm biến tương tác để đo lường tác động điều tiết

$Macro_t$ là nhóm các biến kiểm soát vĩ mô như tăng trưởng kinh tế (g_t),biến động tỉ giá ($dLogER_t$),chỉ số nhận thức về tham nhũng (CPI_t), lạm phát (INF_t)

ε_{it} là sai số ngẫu nhiên

Trong các biến ở mô hình, chỉ có biến công bố ESG không phải là nguồn dữ liệu có sẵn và tại thị trường Việt Nam, điểm số ESG bằng số chưa phổ biến rộng rãi và việc công bố thông tin bền vững của các doanh nghiệp rất khác nhau về mức độ và chất lượng. Do đó, ESG sẽ là biến giả thể hiện việc các công ty niêm yết có công bố báo cáo ESG hay không, biến này có giá trị bằng 0 nếu công ty không thực hiện công bố báo cáo ESG và bằng 1 trong trường hợp ngược lại. Đồng thời, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ năm 2010 đến năm 2023 của 680 mã cổ phiếu trên 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX, được thu thập thông qua nền tảng Fiin-Pro, Vietstock. Ngoài ra các biến vĩ mô được thu thập từ Tổng cục thống kê, Transparency International và World Bank.

4. Kết quả nghiên cứu

Về vai trò của sở hữu nước ngoài, kết quả cho thấy biến tỷ lệ sở hữu nước ngoài có tác động dương đến dòng vốn FPI, kết quả này cũng ủng hộ quan điểm của Mishra và Ratti (2011) cho rằng sự hiện diện của khối ngoại đóng vai trò như một cơ chế giám sát hiệu quả, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư đến sau.

Với công bố ESG, trong khi biến ESG đứng độc lập mang dấu âm và không có ý nghĩa thống kê, thì biến tương tác ESG*FO lại có tác động dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này củng cố nhận định của Chauhan và Kumar (2019) rằng công bố ESG giúp giảm bất cân xứng thông tin. Tuy nhiên, dữ liệu thực nghiệm tại Việt Nam gợi ý rằng chỉ công bố thông tin thôi là chưa đủ; cần có sự hiện diện của sở hữu nước ngoài đóng vai trò đảm bảo để thông tin đó trở nên tin cậy và phát huy giá trị thu hút vốn. Điều này tương đồng với lập luận của Kim và cộng sự (2025), cho rằng sở hữu nước ngoài giúp nâng cao chất lượng thực hành ESG nhờ các tiêu chuẩn giám sát khắt khe hơn.

Bảng 1. Kết quả ước lượng

Biến nghiên cứu	Hệ số	Sai số chuẩn	P-value
ESG	-.1327029	.1831573	0.469
SD	3.34876	.4058534	0.000
CD	2.789778	.2262888	0.000
FO	29.13462	2.510965	0.000
ROE	.9188095	.1530602	0.000
LogTA	1.499387	.0403453	0.000
ESG*FO	2.032511	.8769837	0.020
SD*FO	-8.16117	1.839622	0.000
CD*FO	-8.253073	1.058346	0.000
ROE*FO	2.785485	1.094822	0.011
LogTA*FO	-2.075398	.2066534	0.000
g	4.855636	1.144876	0.000
dLogER	-13.182	4.184773	0.002
CPI	-.0222044	.0061239	0.000
INF	1.410149	.9661579	0.144

Các yếu tố khác như chính sách cổ tức, kết quả kinh doanh và quy mô đều có tác động dương đến dòng vốn FPI. Hệ số dương của biến ROE và biến tương tác ROE*FO khẳng định các nhà đầu tư ngoại không chỉ tìm kiếm các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao để đảm bảo an toàn vốn như nhận định của Guha Deb (2018), mà sự hiện diện của họ còn khuếch đại sức hấp dẫn của các doanh nghiệp này. Các biến tương tác SD*FO, CD*FO

và LogTA*FO đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê cho thấy mặc dù cổ tức giúp giảm chi phí đại diện do bất cân xứng thông tin. Tuy nhiên, khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài đã cao, bản thân khối ngoại đã thực hiện vai trò giám sát hiệu quả (Mishra và Ratti, 2011), nên nhu cầu dựa vào cổ tức hoặc quy mô lớn để làm tín hiệu an toàn sẽ giảm đi. Do đó, tác động biên của cổ tức và quy mô lên dòng vốn mới sẽ giảm dần khi sở hữu nước ngoài tăng lên.

Với các yếu tố vĩ mô, kết quả cho thấy tăng trưởng kinh tế có tác động dương, trong khi biến động tỷ giá tác động âm đến dòng vốn FPI. Điều này thống nhất với các nghiên cứu của Waqas và cộng sự (2015) và Edo và Kanwanye (2022), khẳng định rằng tăng trưởng GDP và sự ổn định tỷ giá là các điều kiện để nhà đầu tư yên tâm rót vốn. Chỉ số nhận thức tham nhũng có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, phản ánh một nghịch lý được nhắc đến trong nghiên cứu của Sonenshine và Erickson (2022) rằng dòng vốn vẫn có thể chảy mạnh vào các thị trường mới nổi có tốc độ tăng trưởng cao ngay cả khi các chỉ số minh bạch chưa được cải thiện triệt để.

5. Kết luận

Nghiên cứu về dòng vốn FPI vào thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2023 đã khẳng định vai trò linh hoạt của sở hữu nước ngoài, vừa là động lực tích cực thu hút dòng vốn mới, vừa có vai trò điều tiết giúp bảo đảm cho giá trị của thông tin ESG đối với nhà đầu tư. Kết quả thực nghiệm cho thấy các yếu tố như chính sách cổ tức, hiệu quả kinh doanh và quy mô doanh nghiệp vẫn là động lực thu hút vốn, được khuếch đại bởi sự hiện diện của khối ngoại, trong khi về mặt vĩ mô, tăng trưởng kinh tế và sự ổn định tỷ giá được xác định là các điều kiện cần thiết để giữ chân nhà đầu tư.

Do đó, đối với các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài thấp hoặc chưa có, cần tập trung củng cố nội lực tài chính thông qua việc duy trì chính sách cổ tức minh bạch trong cả tiền mặt và cổ phiếu và nâng cao hiệu quả kinh doanh. Ngược lại, với các doanh nghiệp đã thiết lập được tỷ lệ sở hữu nước ngoài nhất định, ban lãnh đạo cần tận dụng vai trò giám sát và bảo đảm uy tín của nhóm cổ đông này để đẩy mạnh công bố thông tin ESG; bởi lẽ kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng thông tin ESG chỉ thực sự phát huy giá trị thu hút vốn và giảm thiểu bất cân xứng thông tin khi có sự tương tác và đảm bảo từ phía nhà đầu tư nước ngoài. Như vậy, sự kết hợp giữa nền tảng tài chính vững chắc và minh bạch thông tin, dưới sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược nước ngoài, chính là chìa khóa để tối ưu hóa khả năng huy động dòng vốn quốc tế.

Kết quả nghiên cứu cũng cung cấp những cơ sở thực tiễn quan trọng để các cơ quan quản lý điều chỉnh chính sách vĩ mô, trong đó ưu tiên hàng đầu là nhiệm vụ ổn định tỷ giá hối đoái. Dữ liệu phân tích cho thấy sự biến động của tỷ giá có tác động tiêu cực rất mạnh đến dòng vốn đầu tư, do đó việc giữ ổn định giá trị đồng tiền là điều kiện bắt buộc để nhà đầu tư nước ngoài yên tâm rót vốn. Bên cạnh đó, cần lưu ý về một nghịch lý đang tồn tại là dòng vốn hiện nay vẫn chảy mạnh vào thị trường chủ yếu nhờ vào tốc độ tăng trưởng kinh tế cao, bất chấp việc các chỉ số về kiểm soát tham nhũng chưa được cải thiện. Điều này cho thấy nhà đầu tư đang chấp nhận rủi ro về minh bạch để đổi lấy lợi nhuận từ tăng trưởng, tuy nhiên để giữ chân dòng vốn này lâu dài và tránh tính chất đầu cơ, Chính phủ cần từng bước cải thiện môi trường pháp lý và nâng cao tính minh bạch của thị trường thông qua việc ban hành các quy định khuyến khích hoặc bắt buộc doanh nghiệp công bố thông tin phát triển bền vững, tạo ra cơ chế sàng lọc thông tin chuẩn mực giúp giảm bớt rào cản cho các nhà đầu tư quốc tế khi tham gia thị trường Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Batten, J. A., & Vo, X. V. (2015). Foreign ownership in emerging stock markets. Journal of Multinational Financial Management, 32–33, 15–24.

Chauhan, Y., & Kumar, S. B. (2019). The value relevance of nonfinancial disclosure: Evidence from foreign equity investment. Journal of Multinational Financial Management, 52–53, 100595.

Edo, S., & Kanwanye, H. (2022). Capital returns and currency value: The contrasting key drivers of foreign portfolio investments in Sub-Saharan African economies. IIMB Management Review, 34(2), 178–188.

Guha Deb, S. (2018). Institutional Investors and firm characteristics: New evidence from India. Research in International Business and Finance, 46, 30–42.

Jain, P. K., Kuvvet, E., & Pagano, M. S. (2017). Corruption's impact on foreign portfolio investment. International Business Review, 26(1), 23–35.

Joe, D. Y., & Oh, F. D. (2017). Foreign investor behavior in Korea after the 1997 Asian financial crisis. Journal of the Japanese and International Economies, 46, 69–78.

Kim, M., Yu, H.-K., & Kim, T. (2025). The contingent effects of foreign ownership on ESG performance under financial performance feedback. Finance Research Letters, 78, 107156.

Kumar, V., & Dua, P. (2024). What explains foreign portfolio investment inflows to BRICS countries? Economic Analysis and Policy, 82, 32–46.

Mishra, A. V., & Ratti, R. A. (2011). Governance, monitoring and foreign investment in Chinese companies. Emerging Markets Review, 12(2), 171–188.

Sonenshine, R., & Erickson, B. O. (2022). Institutional determinants of emerging market returns and flows. Emerging Markets Review, 51, 100888.

Waqas, Y., Hashmi, S. H., & Nazir, M. I. (2015). Macroeconomic factors and foreign portfolio investment volatility: A case of South Asian countries. Future Business Journal, 1(1–2), 65–74.

Zhang, J., & Wu, W. (2024). The impact of foreign ownership on corporate ESG performance. Finance Research Letters, 66, 105602.