TÁC ĐỘNG CỦA ĐẦU TƯ CÔNG, ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI ĐẾN VỐN HÓA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. Trần Văn Trung*

Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm xem xét tác động của đầu tư công (ĐTC), dòng vốn nước ngoài đầu tư trực tiếp (FDI) và dòng vốn nước ngoài đầu tư gián tiếp (FPI) đến vốn hóa thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam trong ngắn hạn và dài hạn. Nghiên cứu áp dụng mô hình VECM với dữ liệu tần suất quý. Kết quả cho thấy, tồn tại mối quan hệ đồng tích hợp dài hạn giữa vốn hóa TTCK và dòng vốn ngoại FDI, FPI. Trong dài hạn, ĐTC có tác động tích cực, trong khi vốn FDI lại tác động tiêu cực đến vốn hóa, vốn FPI cho kết quả không rõ ràng. Trong ngắn hạn, vốn hóa có xu hướng điều chỉnh về trạng thái cân bằng với tác động tích cực từ vốn FDI, tuy nhiên, vốn hóa chịu tác động tiêu cực từ ĐTC và vốn FPI.

• Từ khóa: *đầu tư công, FDI, FPI, VECM, vốn hóa thị trường chứng khoán.*

The objective of this study is to examine the impact of government investment, foreign direct investment (FDI) and foreign portfolio investment (FPI) on the market capitalization of the Vietnamese stock market in the short and long term. The study applies the VECM model with quarterly frequency data. The results show that there is a long-term cointegration relationship between stock market capitalization and foreign capital inflows. In the long term, government investment has a positive impact, while FDI capital has a negative impact on capitalization, FPI capital gives unclear results. In the short term, capitalization tends to adjust to an equilibrium state with a positive impact from FDI capital, however, capitalization is negatively affected by FDI and FPI capital.

• Key words: *government investment, FDI, FPI, VECM, stock market capitalization.*

Ngày nhận bài: 05/01/2026
Ngày gửi phản biện: 18/02/2026
Ngày duyệt đăng: 27/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.12

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh Việt Nam đang đẩy mạnh cải cách thể chế và cơ cấu lại nền kinh tế theo hướng thị trường, việc phát triển thị trường vốn, đặc biệt là TTCK, trở thành một trong những chiến lược ưu tiên nhằm thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong kỷ nguyên hội nhập sâu rộng. Các nỗ lực cải cách gần đây, bao gồm nâng cấp khung pháp lý, cải thiện tính minh bạch, và định hướng thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài, phản ánh quyết tâm của Chính phủ trong việc sử dụng TTCK như một kênh huy động vốn dài hạn phục vụ tăng trưởng. Bên cạnh đó, ĐTC tiếp tục đóng vai trò là động lực dẫn dắt đầu tư xã hội, đặc biệt trong các lĩnh vực hạ tầng, qua đó tạo nền tảng cho sự phát triển của khu vực tư nhân và thị trường tài chính.

Tuy nhiên, tác động của ĐTC và các dòng vốn nước ngoài như FDI, FPI đến vốn hóa TTCK vẫn chưa được lượng hóa một cách rõ ràng trong bối cảnh Việt Nam đang chuyển đổi mô hình tăng trưởng. Các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung vào tác động riêng lẻ của từng yếu tố, thiếu sự phân tích tổng thể và động học giữa các biến trong ngắn hạn và dài hạn. Khoảng trống này đặt ra yêu cầu cấp thiết cần có một tiếp cận toàn diện hơn nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng và cơ chế truyền dẫn của ĐTC cũng như dòng vốn nước ngoài đến quy mô TTCK.

Mục tiêu của nghiên cứu này là đi trả lời câu hỏi liệu ĐTC và dòng vốn ngoại bao gồm FDI, FPI có sự liên kết dài hạn hay không và ảnh hưởng như thế nào đến vốn hóa TTCK Việt Nam trong dài hạn và ngắn hạn. Từ kết quả đó làm cơ sở hàm ý chính sách cho cho Chính phủ trong việc thực hiện ĐTC và thu hút dòng vốn ngoại nhằm phát triển bền vững TTCK.

2. Cơ sở lý thuyết và lược khảo nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Mối liên hệ giữa đầu tư công và vốn hóa thị trường chứng khoán

ĐTC có thể tác động đến vốn hóa TTCK thông qua hai kênh chính. Thứ nhất, ĐTC vào cơ sở hạ tầng và dịch vụ công tạo điều kiện thuận lợi cho

* *Trường Đại học Tài chính - Maketing; email: trungtcnh@ufm.edu.vn*

hoạt động sản xuất, kinh doanh, từ đó nâng cao lợi nhuận kỳ vọng và giá trị doanh nghiệp niêm yết. Thứ hai, ĐTC có thể đóng vai trò dẫn dắt trong giai đoạn suy giảm kinh tế, góp phần ổn định tâm lý nhà đầu tư (NĐT) và kích thích dòng vốn vào TTCK. Tuy nhiên, nếu ĐTC không hiệu quả hoặc gây áp lực lên ngân sách có thể làm giảm niềm tin thị trường và lấn át khu vực tư nhân, từ đó kìm hãm sự phát triển của TTCK.

2.1.2. Mối liên hệ giữa đầu tư nước ngoài vốn hóa thị trường chứng khoán

FDI góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nâng cao năng lực sản xuất, chuyển giao công nghệ và tạo việc làm, từ đó cải thiện kỳ vọng lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, FDI còn giúp củng cố niềm tin của NĐT, qua đó hỗ trợ tăng trưởng TTCK. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, FDI có thể làm lu mờ vai trò của doanh nghiệp nội địa, gây hiệu ứng lấn át và dẫn đến giảm quy mô vốn hóa nếu dòng vốn này không lan tỏa hiệu quả vào khu vực niêm yết.

Dòng vốn FPI thường có tác động trực tiếp đến vốn hóa TTCK thông qua việc mua bán cổ phiếu trên thị trường thứ cấp. Khi FPI chảy vào, nhu cầu cổ phiếu tăng, đẩy giá lên và làm tăng vốn hóa thị trường. Ngoài ra, FPI còn phản ánh mức độ hấp dẫn và niềm tin của NĐT nước ngoài đối với thị trường nội địa. Tuy nhiên, do đặc tính dễ đảo chiều và nhạy cảm với biến động vĩ mô, FPI cũng có thể gây bất ổn và gia tăng biến động vốn hóa trong ngắn hạn.

2.2. Lược khảo nghiên cứu

2.2.1. Tác động của các yếu tố tài chính công đến thị trường chứng khoán

Nghiên cứu về chính sách tài khóa (CSTK), Centinaio và cộng sự (2024) phát hiện rằng, các công bố về CSTK ở khu vực EU có thể tạo ra phản ứng đáng kể trên TTCK và phản ứng thị trường khác nhau tùy thuộc vào mức độ phối hợp chính sách tiền tệ, tài khóa và đặc điểm tài khóa của từng quốc gia. Ở các nước đang phát triển, Habib & Aftab (2023) cho thấy thâm hụt ngân sách lớn hơn có liên quan đến hiệu suất TTCK thấp hơn.

Nghiên cứu kết hợp CSTK và chính sách tiền tệ, Menike (2020) cho thấy rằng cả CSTK và chính sách tiền tệ ở Sri Lanka có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu suất đầu tư; trong đó, thay đổi trong thuế suất, chi tiêu công, lãi suất và cung tiền đều có tác động đến quyết định đầu tư. Tại Nhật Bản, ĐTC tác động rất mạnh đến lợi suất cổ phiếu (Miyazaki và cộng sự, 2024).

Hầu như khá ít nghiên cứu về ảnh hưởng của ĐTC đến TTCK, Belo & Yu (2013) đánh giá mối liên hệ giữa ĐTC và lợi suất TTCK tại Mỹ cho rằng tỷ lệ ĐTC có khả năng dự báo dương lợi suất TTCK trong cả ngắn hạn và dài hạn.

2.2.2. Tác động của đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán

Tại các thị trường phát triển, hoạt động giao dịch của NĐT nước ngoài có tác động đáng kể đến TTCK bằng cách tăng cường hiệu quả thị trường, tăng khối lượng giao dịch và giảm chênh lệch giá mua bán, điều này giúp tăng tính thanh khoản của thị trường (Lee và cộng sự, 2018).

Tại các thị trường mới nổi, sự hiện diện của các NĐT tổ chức nước ngoài đã được chứng minh là quyết định xu hướng thị trường, làm nổi bật vai trò quan trọng của họ trong việc định hình hành vi TTCK (Kapoor & Rcoky Sachan, 2015). Dòng vốn NĐT nước ngoài ảnh hưởng đáng kể đến sự hội nhập của thị trường vốn cổ phần mới nổi châu Á với thị trường toàn cầu, dẫn đến tính dễ bị tổn thương lớn hơn và tiềm ẩn nhiều biến động trong tương lai (Poshakwale & Thapa, 2009).

Nghiên cứu tại các nước Châu Á, Raza & Jawaid (2014) kết luận rằng vốn FDI có tác động tiêu cực đáng kể đến vốn hóa TTCK trong dài hạn, kết quả cũng tương tự đối với nghiên cứu của Cliff Osoro và cộng sự (2020) tại nước Kenya. Tại Việt Nam, Phạm Tiến Mạnh (2023) cho rằng hầu như các hoạt động NĐT nước ngoài không ảnh hưởng đến sự biến động chỉ số TTCK và giá trị vốn hóa.

2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu phân tích mối liên hệ giữa đầu tư nước ngoài và TTCK, phần lớn các công trình hiện nay chủ yếu tập trung vào tác động của FDI hoặc FPI một cách riêng lẻ, trong khi vai trò của ĐTC chưa được xem xét đầy đủ trong mối tương quan với vốn hóa TTCK. Việc kết hợp cả ĐTC và đầu tư nước ngoài trong cùng một khung phân tích động để đánh giá ảnh hưởng đến quy mô của TTCK Việt Nam hiện vẫn còn thiếu trong tài liệu học thuật. Do đó, bài báo này nhằm đóng góp vào khoảng trống nghiên cứu bằng cách đánh giá tác động của ĐTC và dòng vốn nước ngoài đến vốn hóa TTCK Việt Nam trong cả ngắn hạn và dài hạn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

3.1.1. Mô hình VECM

Mô hình VECM là một trường hợp đặc biệt của mô hình VAR, được áp dụng khi các chuỗi thời gian trong hệ phương trình là không dừng nhưng lại tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa chúng. Dạng tổng quát của mô hình VECM như sau:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Trong đó: Y_t là vector các biến nội sinh, Δ là ký hiệu sai phân bậc nhất, Π là ma trận chứa thông tin về mối quan hệ dài hạn giữa các biến, Γ_i là các ma trận phản ánh tác động ngắn hạn, ε_t là vector nhiễu trắng. Ma trận Π có thể được phân tích thành $\Pi = \alpha\beta'$, trong đó: β là ma trận vector đồng liên kết, α là ma trận hệ số điều chỉnh.

3.1.2. Các biến của mô hình

Nghiên sử dụng các biến được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả các biến

Biến	Mô tả	Đo lường	Ghi chú
MKC	Vốn hóa TTCK	Log vốn hóa TTCK/GDP	Biến phụ thuộc
GOIN	Đầu tư công	Đầu tư công/GDP	Biến giải thích
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài	Đầu tư trực tiếp nước ngoài/GDP	Biến giải thích
FPI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài	Đầu tư gián tiếp nước ngoài/GDP	Biến giải thích
EXR	Tỷ giá USD/VND	Log tỷ giá USD/VND.	Biến kiểm soát

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu vốn hóa TTCK Việt Nam được tải từ trang web https://www.hsx.vn. Các dữ liệu GDP, FDI, FPI, tỷ giá USD/VND được cung cấp bởi IMF. Do giới hạn của dữ liệu nên nghiên cứu chọn khung thời gian từ quý 1 năm 2010 đến quý 2 năm 2023. Toàn bộ các chuỗi dữ liệu tính theo tần suất quý, trong đó dữ liệu về ĐTC có tần suất năm được nội suy thành tần suất quý bằng phương pháp Quadratic match sum.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Các kiểm định của mô hình

4.1.1. Tính dừng của các chuỗi dữ liệu

Kiểm định nghiệm đơn vị Dickey - Fuller được sử sử dụng để kiểm tra tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Kết quả ở Bảng 2, cho thấy với mức ý nghĩa 5% các biến MKC, GOIN, FDI và EXR đều dừng ở sai phân bậc 1, biến FPI dừng ở level nên cũng dừng ở sai phân bậc 1. Như vậy cả 5 biến MKC, GOIN, FPI, FDI và EXR đều dừng ở sai phân bậc 1, phù hợp để sử dụng mô hình VECM.

Bảng 2: Kiểm định tính dừng thông qua kiểm định ADF

Biến	Dạng chuỗi	ADF test	Critical value at 5% level	Bậc tích hợp
MKC	Level Sai phân bậc 1	-0,934 -7,893	-2,918 -2,919	I(1)
GOIN	Level Sai phân bậc 1	-1,342 -3,634	-2,924 -2,924	I(1)
FDI	Level Sai phân bậc 1	-2,508 -10,742	-2,921 -2,921	I(1)
FPI	Level	-7,041	-2,918	I(0)
EXR	Level Sai phân bậc 1	-2,760 -5,826	-2,918 -2,919	I(1)

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

4.1.2. Kiểm định đồng liên kết:

Sử dụng kiểm định Johansen để kiểm tra tính đồng liên kết giữa các chuỗi, kết quả thể hiện ở Bảng 3. So sánh giá trị thống kê Trace và giá trị thống kê Max-Eigen với giá trị tới hạn tại mức ý nghĩa 5% chỉ ra có 2 đồng liên kết.

Bảng 3: Kiểm định đồng liên kết Johansen

Giả thuyết mức liên kết	Giá trị riêng	Giá trị thống kê Trace	Giá trị thống kê Max-Eigen
Không có đồng liên kết	0,520	89,173 (0,001)	36,669 (0,023)
Có tối đa 1 đồng liên kết	0,461	52,504 (0,017)	30,888 (0,018)
Có tối đa 2 đồng liên kết	0,285	21,616 (0,320)	16,806 (0,181)
Có tối đa 3 đồng liên kết	0,065	4,810 (0,829)	3,352 (0,921)
Có tối đa 4 đồng liên kết	0,029	1,458 (0,277)	1,458 (0,227)

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

4.1.3. Kiểm định lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình

Sử dụng các tiêu chí LogL, LR, FPE, AIC, SC, HQ để xác định độ trễ tối ưu của mô hình VAR, kết quả từ Bảng 4 cho thấy độ trễ tối ưu của VAR bằng 4, từ đó suy ra độ trễ của mô hình VECM thấp hơn 1 bậc, tức là p = 3.

Bảng 4: Kiểm định lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình

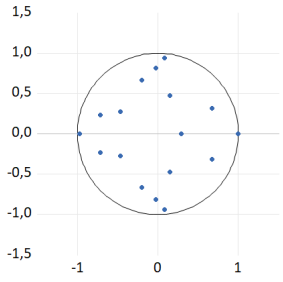
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	685,972	NA	0,000	-27,239	-27,048	-27,166
1	810,009	218,306	0,000	-31,200	-30,053*	-30,764*
2	834,755	38,604	0,000	-31,190	-29,087	-30,389
3	858,833	32,746	0,000	-31,153	-28,094	-29,988
4	910,161	59,410*	0,000*	-32,206*	-28,191	-30,677

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

4.1.4. Kiểm định tính ổn định của mô hình

Sử dụng AR Root Test để xem xét các nghiệm hay các giá trị riêng đều nhỏ hơn 1 hoặc bằng 1 thì mô hình VECM đạt được tính ổn định. Kết quả từ Hình 1 xác nhận rằng mô hình VECM được ước lượng là ổn định.

Hình 1: Kiểm định tính ổn định của mô hình



Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

4.1.5. Kiểm định tự tương quan phần dư

Bảng 5: Kiểm định LM phần dư của mô hình VECM

Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	**LRE* stat**	**df**	**Prob.**	**Rao F-stat**	**df**	**Prob.**
1	33,673	25,000	0,115	1,416	(25, 90,7)	0,119
2	23,275	25,000	0,562	0,928	(25, 90,7)	0,568
3	24,213	25,000	0,507	0,970	(25, 90,7)	0,514
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	**LRE* stat**	**df**	**Prob.**	**Rao F-stat**	**df**	**Prob.**
1	33,673	25	0,115	1,416	(25, 90,7)	0,119
2	67,556	50	0,059	1,456	(50, 90,0)	0,061
3	92,527	75	0,083	1,293	(75, 71,3)	0,139
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

Kết quả kiểm định LM cho phần dư của mô hình VECM từ Bảng 5 cho thấy không tồn tại hiện tượng tự tương quan tại các độ trễ được xét tức là phần dư của mô hình không vi phạm giả định về nhiễu trắng. Kết quả xác nhận rằng mô hình VECM được ước lượng tốt.

4.2 Kết quả của mô hình hồi và thảo luận

4.2.1. Kết quả mô hình VECM

Bảng 6: Mô hình VECM

Cointegrating Eq:	**CointEq1**				
MKC(-1)	1				
GOIN(-1)	-0,109				
	-2,741				
	[-0,034]				
FPI(-1)	-4,336				
	-4,817				
	[-0,900]				
FDI(-1)	24,090				
	-5,437				
	[4,431]				
EXR(-1)	-12,320				
	-2,924				
	[-4,213]				
C	52,435				
Error Correction:	D(MKC)	D(GOIN)	D(FPI)	D(FDI)	D(EXR)
CointEq1	-0,200	-0,023	-0,005	-0,030	0,011
	-0,083	-0,015	-0,012	-0,008	-0,007
	[-2,422]	[-1,514]	[-0,408]	[-3,957]	[1,574]
R-squared	0,499	0,850	0,567	0,861	0,340

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

Kết quả mô hình VECM thể hiện ở Bảng 6. Phương trình đồng liên kết thể hiện quan hệ giữa các biến trong dài hạn có dạng như sau:

$u = MKC - 0,109*GOIN - 4,336*FPI + 24,09*FDI - 12,32*EXR + 52,435$

hoặc $MKC = 0,109*GOIN + 4,336*FPI - 24,09*FDI + 12,32*EXR - 52,435 - u$

Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa vốn hóa TTCK và các biến giải thích. Trong đó, MKC tăng khi GOIN và FPI gia tăng, tuy nhiên chỉ GOIN có ý nghĩa thống kê, còn FPI không có ý nghĩa thống kê. Đáng chú ý, FDI có hệ số âm lớn (-24,090) và có ý nghĩa thống kê.

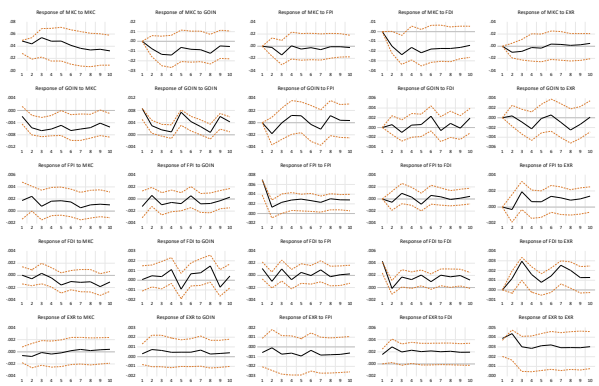
Phương trình thể hiện quan hệ ngắn hạn của MKC như sau:

$$\Delta MKC_t = -0,2*ECT_{t-1} + 0,044*\Delta MKC_{t-1} + 0,33*\Delta MKC_{t-2} + 0,068*\Delta MKC_{t-3} - 0,798*\Delta GOIN_{t-1} - 0,131*\Delta GOIN_{t-2} - 0,659*\Delta GOIN_{t-3} - 0,954*\Delta FPI_{t-1} - 2,657*\Delta FPI_{t-2} - 0,613*\Delta FPI_{t-3} + 2,308*\Delta FDI_{t-1} + 0,059*\Delta FDI_{t-2} + 0,491*\Delta FDI_{t-3} - 5,068*\Delta EXR_{t-1} - 1,282*\Delta EXR_{t-2} + 0,868*\Delta EXR_{t-3} + \varepsilon_{1t}$$

Trong ngắn hạn, ΔMKC phản ứng điều chỉnh với sai lệch khỏi trạng thái cân bằng dài hạn thông qua hệ số điều chỉnh sai số (−0,2), có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này cho thấy vốn hóa thị trường có xu hướng trở về quỹ đạo dài hạn sau các cú sốc ngắn hạn. Đầu tư công GOIN và đầu tư gián tiếp FPI tác động tiêu cực trong ngắn hạn, nhưng chỉ gần đạt ngưỡng ý nghĩa thống kê. Trái lại, FDI cho thấy ảnh hưởng tích cực tới vốn hóa.

4.2.2. Hàm phản ứng xung (IRF)

Hình 2: Hàm phản ứng xung



Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

Kết quả phân tích phản ứng xung từ Hình 2 cho thấy cú sốc từ chính MKC tạo ra tác động dương và kéo dài đến khoảng kỳ thứ 6, cho thấy thị

trường có tính quán tính nhất định. Đối với GOIN, MKC phản ứng âm trong 3 kỳ đầu, sau đó đảo chiều tăng nhẹ nhưng nằm trong khoảng tin cậy, hàm ý tác động tích cực không rõ ràng và chưa có ý nghĩa thống kê mạnh mẽ. Trái lại, cú sốc từ FPI gây phản ứng âm khá rõ rệt lên MKC, đặc biệt trong 4 kỳ đầu, cho thấy khả năng thị trường tài chính phản ứng thận trọng hoặc tiêu cực với biến động từ dòng vốn ngắn hạn. Đối với FDI, tác động lên MKC ban đầu là âm nhẹ, nhưng nhanh chóng chuyển sang dương, cho thấy kỳ vọng trung hạn của thị trường đối với FDI vẫn tích cực.

4.2.3. Phân rã phương sai

Bảng 6 trình bày kết quả phân rã phương sai của MKC cho thấy MKC chủ yếu được giải thích bởi chính nó trong ngắn hạn, tuy nhiên tỷ trọng này giảm dần từ 91,79% xuống 81,24% sau 10 kỳ. FDI đóng góp ngày càng lớn vào sai số dự báo của MKC, từ 4,76% lên 12,90%. GOIN và FPI có ảnh hưởng tương đối khiêm tốn.

Bảng 6: Phân rã phương sai MKC

Kỳ	Sai số chuẩn	MKC	GOIN	FPI	FDI	EXR
1	0,049	100,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	0,068	91,793	1,212	0,083	4,759	2,152
3	0,093	83,750	2,715	2,417	9,126	1,992
4	0,107	83,629	3,781	1,829	9,213	1,549
5	0,120	83,130	3,295	1,613	10,656	1,307
6	0,128	82,829	3,274	1,439	11,241	1,217
7	0,135	82,196	3,369	1,469	11,817	1,149
8	0,141	81,345	3,853	1,354	12,381	1,067
9	0,146	81,295	3,681	1,261	12,747	1,016
10	0,150	81,245	3,595	1,209	12,897	1,055

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Eviews

Tóm lại, kết quả mô hình VECM cho thấy trong dài hạn, tăng đầu tư công làm tăng vốn hóa, kết quả này phù hợp với kết quả của Belo & Yu (2013). Vốn FPI gia tăng cũng làm vốn hóa tăng nhưng không rõ ràng. Vốn FDI có tác động ngược chiều mạnh và có ý nghĩa thống kê, phản ánh xu hướng vốn FDI chủ yếu không vào khu vực doanh nghiệp niêm yết, và làm chèn lấn các doanh nghiệm nội địa, kết quả này ngược với kết quả của Phạm Tiến Mạnh (2023) tại Việt Nam nhưng phù hợp với kết quả các nghiên cứu Raza & Jawaid (2014) và Cliff Osoro và cộng sự (2020).

Trong ngắn hạn, vốn hóa có xu hướng quay lại trạng thái cân bằng dài hạn sau các cú sốc. ĐTC và FPI có dấu hiệu tác động tiêu cực, nhưng mức ý nghĩa thống kê chưa rõ ràng. Ngược lại, FDI có tác động tích cực đến MKC trong ngắn hạn, cho thấy NĐT có phản ứng kỳ vọng thuận lợi, kết quả này ngược với kết quả của Phạm Tiến Mạnh (2023) tại Việt Nam.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu đã sử dụng mô hình VECM để đánh giá sự tác động của ĐTC và dòng vốn ngoại đến vốn hóa TTCK Việt Nam. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ đồng tích hợp dài hạn giữa vốn hóa TTCK và dòng vốn FDI, FPI. Trong dài hạn, ĐTC có tác động tích cực, trong khi vốn FDI tác động tiêu cực, vốn FPI cho kết quả không rõ ràng. Trong ngắn hạn, vốn hóa có xu hướng điều chỉnh về trạng thái cân bằng, với tác động tiêu cực từ ĐTC và dòng vốn FPI. Đáng chú ý, FDI có ảnh hưởng tích cực tức thời đến vốn hóa trong ngắn hạn nhưng hiệu ứng này không duy trì dài hạn.

Kết quả nghiên cứu hàm ý chính sách cho Chính phủ Việt Nam nhằm phát triển TTCK bền vững. Cần duy trì chính sách ĐTC có trọng tâm, đặc biệt hướng đến các lĩnh vực hỗ trợ trực tiếp cho khu vực doanh nghiệp niêm yết, đồng thời cần thiết có chiến lược thu hút FDI có chọn lọc, ưu tiên các NĐT nước ngoài tham gia vào các doanh nghiệp niêm yết hoặc có khả năng lên sàn, đồng thời có lộ trình cho các doanh nghiệp FDI niêm yết tại TTCK Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Belo, F., & Yu, J. (2013). Government Investment and the Stock Market. Journal of Monetary Economics, 60(3), 325-339.

Centinaio, A., Pacicco, F., Serati, M., & Venegoni, A. (2024). Government decisions and macroeconomic stability: Fiscal policies and financial market fluctuations. International Review of Economics and Finance, 96. https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103599

Cliff Osoro, Eddie Simiyu, & Job Omagwa. (2020). Foreign Capital Flows and Stock Market Capitalization at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. European Journal of Business and Management, 12(26), 54-63. https://doi.org/10.7176/ejbm/12-26-07

Habib, S., & Aftab, M. (2023). Nexus between Fiscal Performance and Stock Market: Does Institutional Quality Matter? Journal of Policy Research. https://doi.org/10.61506/02.00143

Kapoor, S., & Rcoky Sachan, M. (2015). Impact of FDI & FII on Indian Stock Markets. International Journal of Research in Finance and Marketing, 5(4), 9-7. http://www.euroasiapub.orghttp://www.euroasiapub.org

Lee, J., Chung, K. H., & Jacobs, L. M. (2018). Foreign Ownership and Stock Market Liquidity. 54, 311-325.

Menike, L. M. C. S. (2020). The Impact of Fiscal and Monetary Policy Changes on Investors' Investment Performance: Empirical Evidence from Investors in the Colombo Stock Exchange in Sri Lanka. Sabaragamuwa University Journal, 18(1), 16-29. https://doi.org/10.4038/suslj.v18i1.7751

Miyazaki, T., Hiraga, K., & Kozuka, M. (2024). Stock market response to public investment under the zero lower bound: Cross-industry evidence from Japan. Journal of the Japanese and International Economies, 71. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2023.101302

Phạm Tiến Mạnh. (2023). Nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Khoa Học & Công Nghệ Việt Nam, 65(4), 1-5. https://doi.org/10.31276/VJST.65(4).01-05

Poshakwale, S. S., & Thapa, C. (2009). The impact of foreign equity investment flows on global linkages of the Asian emerging equity markets. Applied Financial Economics, 19(22), 1787-1802. https://doi.org/10.1080/09603100903049682

Raza, S. A., & Jawaid, S. T. (2014). Foreign capital inflows, economic growth and stock market capitalization in Asian countries: An ARDL bound testing approach. Quality and Quantity, 48(1), 375-385. https://doi.org/10.1007/s11135-012-9774-4