
HIỆU ỨNG CỦA TỰ DO HÓA TÀI CHÍNH ĐẾN VỐN HÓA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trần Văn Trung

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Email: trungtcnh@ufm.edu.vn

Mã bài: JED-2383

Ngày nhận bài: 30/03/2025

Ngày nhận bài sửa: 12/05/2025

Ngày duyệt đăng: 26/05/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2383

Tóm tắt

Tự do hóa tài chính (TDHTC) là xu hướng tất yếu trong bối cảnh hội nhập, góp phần nâng cao hiệu quả thị trường tài chính. Tuy nhiên, tác động của TDHTC không phải lúc nào cũng phù hợp với kỳ vọng. Nghiên cứu này đánh giá tác động của TDHTC nội địa đến vốn hóa thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, thông qua việc xây dựng chỉ số TDHTC nội địa và sử dụng mô hình VECM với dữ liệu quý. Kết quả cho thấy TDHTC nội địa có ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa thống kê đến vốn hóa TTCK trong dài hạn. Tuy vậy, trong ngắn hạn, TTCK lại chịu tác động tiêu cực từ các cú sốc liên quan đến chính sách TDHTC. Các phát hiện này gợi mở hàm ý chính sách cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Ngân hàng Nhà nước trong việc thiết kế và thực thi chính sách TDHTC phù hợp nhằm đảm bảo sự phát triển ổn định của TTCK. Đồng thời, nghiên cứu cũng cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong hoạt động phân tích và đầu tư.

Từ khóa: Chỉ số tự do hóa tài chính, Thị trường chứng khoán, Tự do hóa tài chính nội địa, VECM, Vốn hóa.

Mã JEL: E5, E44, F36, G1

The effect of financial liberalization on Vietnam's stock market capitalization

Abstract

Financial liberalization is an inevitable trend in the context of integration, contributing to improving the efficiency of financial markets. However, the impact of financial liberalization is not always consistent with expectations. This study aims to assess the impact of domestic financial liberalization on the capitalization of Vietnam's stock market by constructing a domestic financial liberalization index and using the VECM model with quarterly data. The results show that domestic financial liberalization has a positive and statistically significant impact on stock market capitalization in the long run. However, in the short run, shocks related to financial liberalization policies negatively affect the stock market. These findings suggest policy implications for the State Securities Commission and the State Bank in designing and implementing appropriate financial liberalization policies to ensure the stable development of the stock market. At the same time, the study also provides valuable information for investors in their analysis and investment activities.

Keywords: Capitalization, Domestic financial liberalization, Financial liberalization index, Stock market, VECM.

JEL Codes: E5, E44, F36, G1.

1. Giới thiệu

Để đảm bảo tăng trưởng kinh tế, hầu hết Chính phủ của các quốc gia tìm kiếm một chế độ quản lý tài chính tối ưu hơn, tạo điều kiện thu hút và phân bổ hiệu quả các nguồn vốn – đó là TDHTC (Ötker & cộng sự, 2000). Từ những năm 1980, nhiều quốc gia phát triển như Mỹ, Anh và Nhật Bản đã thực hiện mạnh mẽ các biện pháp TDHTC nhằm cải thiện hiệu quả thị trường vốn, thu hút đầu tư nước ngoài và tăng trưởng kinh tế. Đến thập niên 1990, các nước đang phát triển và mới nổi, đặc biệt tại khu vực Đông Nam Á và Mỹ Latinh, cũng tích cực thực hiện các chính sách TDHTC. Các quốc gia ASEAN-5 (gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Singapore) đã triển khai các chính sách TDHTC từ cuối những năm 1990, đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Tại Việt Nam, quá trình TDHTC diễn ra chậm hơn nhưng đã có những bước tiến quan trọng kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO vào năm 2007. TDHTC mang lại nhiều kết quả tích cực cho các quốc gia, tuy nhiên khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã đặt ra nhiều thách thức đối với các quốc gia trong việc xây dựng lộ trình TDHTC phù hợp, nhằm cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định tài chính.

Nghiên cứu về TDHTC được nhiều tác giả trên thế giới thực hiện và thường tập trung đến ảnh hưởng tăng trưởng kinh tế, phát triển thị trường vốn,... Đặc biệt các nghiên cứu về tác động của TDHTC đến TTCK cho kết quả không đồng nhất, đôi khi trái ngược nhau và không khớp với cơ sở lý thuyết về TDHTC.

Trong bối cảnh của Việt Nam, có một số công trình về TDHTC và tập trung chủ yếu vào sự tác động của của TDH tài chính đến tăng trưởng kinh tế (Lương Thị Thu Hằng, 2015; Tang & cộng sự, 2018), một số nghiên cứu khác về tác động của TDHTC đến các khía cạnh của thị trường tài chính (Nguyễn Thị Liên Hoa & Nguyễn Ngọc Thụy Vy, 2018; Tô Trung Thành & Trần Thọ Đạt, 2015). Hầu như chưa có nghiên cứu về tác động của TDHTC đến vốn hóa TTCK, hơn nữa các nghiên cứu thường sử dụng các thước đo riêng lẻ về TDHTC mà chưa xây dựng thước đo tổng hợp.

Nghiên cứu này được thực hiện để xây dựng chỉ số TDHTC tổng hợp bằng phương pháp thành phần chính (PCA) và trả lời câu hỏi liệu kết quả thực nghiệm về TDHTC nội địa ở Việt Nam có ảnh hưởng tích cực đến quy mô TTCK ở khía cạnh vốn hóa hay không.

Kết quả công trình này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa TDHTC và phát triển TTCK ở các thị trường mới nổi, điển hình như Việt Nam. Qua đó một số hàm ý chính sách được đề xuất cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Ngân hàng Nhà nước trong việc thực hiện chính sách TDHTC và phát triển TTCK. Kết quả cũng khuyến nghị cho nhà đầu tư có thêm những kinh nghiệm khi tham gia TTCK.

Bài viết được trình bày thành 5 phần. Thứ nhất, giới thiệu, trình bày bối cảnh, vấn đề, khoảng trống và mục tiêu nghiên cứu. Thứ hai, tổng quan nghiên cứu, trình bày cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu có liên quan. Thứ ba, phương pháp nghiên cứu, trình bày mô hình và dữ liệu nghiên cứu. Thứ tư, kết quả nghiên cứu và thảo luận, trình bày kết quả chỉ số TDHTC, các kiểm định mô hình và phân tích kết quả mô hình. Thứ năm, kết luận và hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Khái niệm tự do hóa tài chính

Những người đầu tiên đặt nền tảng cho học thuyết TDHTC là McKinnon & Shaw (1973), cho rằng khi trần lãi suất được xóa bỏ, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được giảm xuống và vấn đề chia cắt thị trường tài chính được giảm nhẹ thì tiết kiệm gia tăng, hiệu quả phân bổ vốn đầu tư của các tổ chức và thị trường tài chính cũng được cải thiện. McKinnon (1982) đã nêu ra các bước tuần tự của tiến trình TDHTC. Kể từ đó về sau, có nhiều quan niệm, đóng góp khác nhau về TDHTC nhằm mục đích phát triển kinh tế. Khái niệm TDHTC có thể hiểu một cách khái quát như sau:

TDHTC là quá trình nới lỏng hoặc dỡ bỏ các hạn chế của chính phủ đối với thị trường tài chính, bao gồm các biện pháp như tự do hóa lãi suất, gỡ bỏ kiểm soát tín dụng, mở cửa thị trường vốn và giảm thiểu các hạn chế trong giao dịch tài chính quốc tế nhằm tạo ra một môi trường cạnh tranh, minh bạch và hiệu quả hơn trong việc huy động và phân bổ nguồn vốn nhằm thực hiện các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội, phù hợp với trình độ phát triển, lộ trình hội nhập quốc tế của một quốc gia.

TDHTC bao gồm TDHTC nội địa và TDHTC quốc tế. TDHTC nội địa đề cập đến quá trình dỡ bỏ các

rào cản, kiểm soát và can thiệp của nhà nước đối với hệ thống tài chính trong nước. Bao gồm các hoạt động như: (1) Dỡ bỏ trần lãi suất; (2) Tự do hóa hệ thống tín dụng (loại bỏ kiểm soát cho vay theo ngành/địa bàn); (3) Cho phép ngân hàng hoạt động theo nguyên tắc thị trường; (4) Cải cách hệ thống tài chính và phát triển các định chế tài chính phi ngân hàng. TDHTC quốc tế bao gồm tự do hóa giao dịch vãng lai và tự do hóa giao dịch vốn. TDHTC quốc tế là quá trình dỡ bỏ hoặc nới lỏng các hạn chế và kiểm soát của chính phủ đối với các dòng vốn xuyên biên giới, cho phép dòng vốn quốc tế được luân chuyển tự do giữa quốc gia này và quốc gia khác.

2.1.2. Cơ chế truyền dẫn của tự do hóa tài chính đến vốn hóa thị trường chứng khoán

Vốn hóa thị trường được hiểu là tổng giá trị của cổ phiếu niêm yết. Tỷ lệ vốn hóa thị trường so với tổng sản phẩm quốc nội (GDP) thường dùng làm thước đo để đo lường quy mô của TTCK so với nền kinh tế (Levine & Zervos, 1998).

Theo lý thuyết TDHTC có thể thấy TDHTC thúc đẩy hiệu quả phân bổ nguồn vốn, nâng cao khả năng tiếp cận vốn cho khu vực tư nhân, gia tăng tiết kiệm, đầu tư và đổi mới tài chính trong đó có TTCK. Hơn nữa, TDHTC giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng và các định chế tài chính phi ngân hàng, từ đó giúp giảm lãi vay, tức làm giảm chi phí vốn của các doanh nghiệp niêm yết, tăng khả năng tài trợ cho doanh nghiệp niêm yết, từ đó thúc đẩy số lượng và giá trị chứng khoán phát hành, tăng vốn hóa TTCK.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu về TDHTC liên quan đến TTCK trên thế giới được các tác giả tiếp cận ở nhiều khía cạnh khác nhau nhưng chủ yếu liên quan đến sự biến động giá cổ phiếu, thanh khoản TTCK, tính hiệu quả thông tin và quy mô TTCK.

2.2.1. Tự do hóa tài chính tác động đến sự biến động giá cổ phiếu

Các nghiên cứu cho thấy kết quả ngược nhau về sự tác động của TDHTC đến sự biến động giá cổ phiếu. TDHTC làm tăng biến động giá ở các thị trường Indonesia (James & Karoglou, 2010), Sri Lanka (Jaleel & Samarakoon, 2009), Hàn Quốc, Mexico và Thổ Nhĩ Kỳ (Huang & Yang, 2000). Ngược lại, TDHTC làm giảm biến động giá ở các thị trường Argentina, Chile, Malaysia và Philippines (Huang & Yang, 2000).

2.2.2. Tự do hóa tài chính tác động đến thanh khoản thị trường chứng khoán

TDHTC giúp cải thiện thanh khoản và góp phần nâng cao hiệu suất TTCK (Levine, 2001). TDHTC, bao gồm việc nới lỏng các hạn chế về dòng vốn quốc tế, thường dẫn đến việc cải thiện thanh khoản TTCK được minh chứng qua các nghiên cứu tại Trung Quốc và các nước thuộc Cộng đồng Đông phi, nơi TDHTC đã làm tăng hiệu quả phân bổ vốn và giảm tính dễ tổn thương của thị trường. Lee & Wong (2012), Wainaina & cộng sự (2024); Ben Rejeb & Boughrara (2013) cũng cho rằng TDHTC cải thiện mức độ hiệu quả và làm giảm khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế mới nổi.

2.2.3. Tự do hóa tài chính tác động đến hiệu quả thông tin trên thị trường chứng khoán

TDHTC có thể cải thiện hiệu quả thông tin của TTCK, nhưng hiệu quả này phụ thuộc vào mức độ phát triển thể chế của quốc gia đó (Ben Rejeb & Boughrara, 2013). Khi nghiên cứu đến TTCK Việt Nam, Mateus & Hoang (2021) kết luận rằng TDHTC đã cải thiện đáng kể hiệu quả thông tin của TTCK. Nhà đầu tư nước ngoài đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện hiệu quả thị trường (Vo, 2017).

2.2.4. Tự do hóa tài chính tác động đến vốn hóa thị trường chứng khoán và một số nghiên cứu có liên quan đến vốn hóa thị trường chứng khoán

Nghiên cứu về TDHTC nội địa ở Nigeria, Efuntade & Efuntade (2022) kết luận rằng lãi suất cho vay có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đến vốn hóa TTCK, trong khi đó lãi suất tiền gửi có tác động âm và không có ý nghĩa thống kê đến vốn hóa TTCK.

Một số nghiên cứu khác về vốn hóa TTCK Việt Nam nhưng không liên quan đến TDHTC. Phạm Tiến Mạnh (2023) nghiên cứu về hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam cho rằng 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 giá trị vốn hóa TTCK; 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. Bui (2023) khẳng định rằng GDP bình quân đầu người, tín dụng trong nước và thương mại là các yếu tố quyết định vốn hóa TTCK tại các thị trường mới nổi và các nền kinh tế đang phát triển trong đó có Việt Nam.

2.2.5. Khoảng trống nghiên cứu

Trên thế giới việc xem xét TDHTC trong mối liên hệ với TTCK đã được nhiều nghiên cứu thực hiện với những khía cạnh khác nhau cũng như thước đo TDHTC rất đa dạng. Riêng tại Việt Nam, một số nghiên cứu chủ yếu đề cập đến ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài và các yếu tố kinh tế vĩ mô truyền thống đến vốn hóa TTCK, trong khi vai trò của TDHTC nội địa đối với TTCK chưa được đánh giá. Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu hiện hành sử dụng dữ liệu tần suất năm, khó phản ánh đầy đủ các hiệu ứng ngắn hạn và động học vốn mang tính đặc trưng trong phản ứng của TTCK đối với chính sách của TDHTC. Hơn nữa việc đo lường TDHTC nội địa thường dừng lại ở các chỉ báo đơn lẻ, chưa khai thác phương pháp xây dựng chỉ số tổng hợp. Từ những khoảng trống trên, nghiên cứu này hướng đến việc xây dựng một chỉ số TDHTC nội địa theo cách tiếp cận thực chứng thông qua phương pháp phân tích thành phần chính (PCA), đồng thời kiểm định tác động của chỉ số này đến vốn hóa TTCK Việt Nam với dữ liệu tần suất quý nhằm làm rõ hơn vai trò của cải cách tài chính nội địa đối với sự phát triển của TTCK.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình VECM

Nghiên cứu này xem xét mối liên hệ giữa TDHTC và vốn hóa TTCK cả ngắn hạn và dài hạn nên lựa chọn mô hình sửa lỗi vectơ (VECM) là phù hợp, việc lựa chọn này cũng dựa trên cơ sở các công trình trước về TDHTC như Le & cộng sự (2022), Nguyễn Quốc Anh & Nguyễn Thị Thanh Nhân (2023).

Mô hình VECM cho phép phân tách mối quan hệ giữa các biến thành hai phần: (i) mối quan hệ dài hạn thông qua thành phần hiệu chỉnh sai số, và (ii) mối quan hệ ngắn hạn thông qua sai phân bậc nhất của các biến.

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 (các quan hệ cân bằng dài hạn), α là ma trận hệ số điều chỉnh (tốc độ điều chỉnh về trạng thái cân bằng sau cú sốc).

3.2. Các biến của mô hình

Để làm rõ cơ chế tác động của TDHTC nội địa đến vốn hóa TTCK nghiên cứu xây dựng chỉ số TDHTC tổng hợp FLI làm thước đo tổng hợp về TDHTC nội địa. Các biến được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả các biến

Biến	Mô tả	Cách tính	Ghi chú
MKC	Vốn hóa TTCK	Log vốn hóa TTCK/GDP	Biến phụ thuộc
FLI	Chỉ số TDHTC nội địa	Xây dựng bằng phương pháp PCA dựa trên bốn biến thành phần: M2 là tỷ lệ cung tiền (% GDP), DCP là tín dụng tư nhân (% GDP), và GDS là tiết kiệm gộp nội địa (% GDP), INTSP là chênh lệch lãi suất (lãi suất cho vay trừ lãi suất tiền gửi).	Biến độc lập
EXR	Tỷ giá USD/VND	Log tỷ giá USD/VND	Biến kiểm soát
TRAOP	Độ mở thương mại	Log (Xuất khẩu + Nhập khẩu)/GDP	Biến kiểm soát

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu vốn hóa TTCK Việt Nam được tải từ trang web <https://www.hsx.vn> của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Các dữ liệu GDP, cung tiền M2, lãi suất cho vay, lãi suất tiền gửi, tỷ giá USD/

VND, độ mở thương mại được cung cấp bởi IMF. Do dữ liệu vốn hóa TTCK Việt Nam được thống kê từ 2010 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 tín dụng tư nhân và tiết kiệm gộp nội địa có tần suất năm và được nội suy thành tần suất quý.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Chỉ số tự do hóa tài chính nội địa

Trước khi thực hiện phương pháp PCA, các biến thành phần được chuẩn hóa theo z-score để loại bỏ sai lệch đơn vị đo. Giá trị chuẩn hóa z-score của biến X tại thời điểm t được tính như sau: $z(X_t) = (X_t - \bar{X})/\sigma_X$ trong đó $\bar{X}$ là giá trị trung bình của X_t và σ_X là độ lệch chuẩn của X . Kết quả cho thấy thành phần chính thứ nhất (PC1) giải thích 74,84% tổng phương sai của bộ dữ liệu, đủ điều kiện đại diện cho chỉ số FLI. Phương trình FLI qua các thành phần như sau:

$$FLI_t = 0,523 \cdot z(M2_t) + 0,550 \cdot z(DCP_t) + 0,515 \cdot z(GDS_t) - 0,398 \cdot z(INTSP_t)$$

Các hệ số tải của PC1 đều mang dấu phù hợp với kỳ vọng lý thuyết: cung tiền (0,523), tín dụng tư nhân (0,550) và tiết kiệm nội địa (0,515) có ảnh hưởng tích cực, trong khi chênh lệch lãi suất mang hệ số âm (-0,398). Chỉ số FLI phản ánh mức độ TDHTC nội địa theo thời gian. Chỉ số này càng cao cho thấy hệ thống tài chính trong nước càng mở và ít bị bóp méo bởi các biện pháp kiểm soát tài chính hành chính.

4.2. Thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 2 tóm tắt thống kê mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu cho thấy biến MKC có giá trị trung bình 0,055 và độ lệch chuẩn 0,202, phản ánh mức biến động tương đối lớn. Biến FLI có trung bình xấp xỉ 0, với phân phối lệch phải và không tuân theo phân phối chuẩn ($p = 0,034$). Biến EXR dao động trong khoảng hẹp quanh trung bình 4,344 và có phân phối gần chuẩn ($p = 0,094$). Biến TRAOP có giá trị trung bình 0,144 và không có dấu hiệu vi phạm giả định phân phối chuẩn ($p = 0,670$). Kết quả này cho thấy phần lớn các biến có đặc điểm thống kê ổn định.

Bảng 2: Thống kê mô tả dữ liệu

Giá trị	MKC	FLI	EXR	TRAOP
Trung bình	0,055	0,000	4,344	0,144
Trung vị	-0,010	-0,487	4,354	0,151
Lớn nhất	0,439	3,983	4,386	0,284
Nhỏ nhất	-0,309	-2,652	4,278	-0,060
Độ lệch chuẩn	0,202	1,730	0,025	0,073
Skewness	0,217	0,856	-0,716	-0,294
Kurtosis	1,738	2,721	2,777	2,900
Jarque-Bera	4,005	6,767	4,728	0,800
Xác suất	0,135	0,034	0,094	0,670
Tổng	2,986	0,000	234,593	7,787
Tổng độ lệch bình phương	2,172	158,666	0,033	0,286
Số quan sát	54	54	54	54

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

4.3. Kiểm định của mô hình

4.3.1. Tính dừng của các chuỗi dữ liệu

Phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị Dickey – Fuller được sử dụng để kiểm tra tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Kết quả ở Bảng 3 cho thấy với mức ý nghĩa 5% các chuỗi MKC, FLI, EXR dừng dừng ở sai phân bậc 1, chuỗi TRAOP dừng ở sai phân bậc 2. Ký hiệu DTRAOP là sai phân bậc 1 của TRAOP, như vậy cả 4 chuỗi MKC, EXR, DFLI và DTRAOP đều dừng ở sai phân bậc 1.

4.3.2. Kiểm định đồng liên kết

Các chuỗi MKC, EXR, DFLI và DTRAOP cùng dừng ở $I(1)$, sử dụng kiểm định Johansen để kiểm tra tính đồng liên kết giữa các chuỗi. Kết quả từ Bảng 4 cho thấy giá trị $P = 0,000 < \alpha$, nên bác bỏ giả thiết $H_0: r = 0$ (không có đồng liên kết giữa các biến). 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 1 đồng liên kết với mức ý nghĩa 5%.

Bảng 3: Kiểm định tính dừng thông qua kiểm định ADF

Chuỗi	Bậc dừng	ADF test	Critical value at 5% level	Bậc tích hợp
MKC	Level	-0,934	-2,918	I(1)
	Sai phân bậc 1	-7,893	-2,919	
FLI	Level	0,361	-2,922	I(1)
	Sai phân bậc 1	-3,406	-2,922	
EXR	Level	-2,760	-2,918	I(1)
	Sai phân bậc 1	-5,826	-2,919	
DTRAOP	Level	-2,807	-2,924	I(1)
	Sai phân bậc 1	-16,634	-2,922	

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

Bảng 4: 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	0,795	101,487 (0,000)	79,122 (0,000)
Có tối đa 1 đồng liên kết	0,271	22,365 (0,279)	15,784 (0,238)
Có tối đa 2 đồng liên kết	0,091	6,581 (0,627)	4,758 (0,772)
Có tối đa 3 đồng liên kết	0,036	1,823 (0,177)	1,823 (0,177)

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

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

Bảng 5: Kiểm định lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	210,379	NA	0,000	-8,424	-8,269	-8,365
1	338,670	230,401	0,000	-13,007	-12,235*	-12,714
2	355,937	28,191	0,000	-13,059	-11,669	-12,531
3	386,077	44,287	0,000	-13,636	-11,628	-12,874
4	421,251	45,941*	0,000*	-14,418*	-11,793	-13,422*

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

Độ trễ tối ưu của mô hình VAR được xác định thông qua các tiêu chí LogL, LR, FPE, AIC, SC, HQ. Kết quả từ Bảng 5 cho thấy độ trễ tối ưu của VAR bằng 4, suy ra độ trễ của mô hình VECM thấp hơn 1 bậc, tức là $p = 3$.

4.3.4. 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 không nằm ngoài vòng tròn đơn vị thì mô hình VECM đạt được tính ổn định. Kết quả từ Hình 1 cho thấy không có nghiệm nào nằm ngoài đường tròn đơn vị, điều này xác nhận rằng mô hình VECM được ước lượng là ổn định.

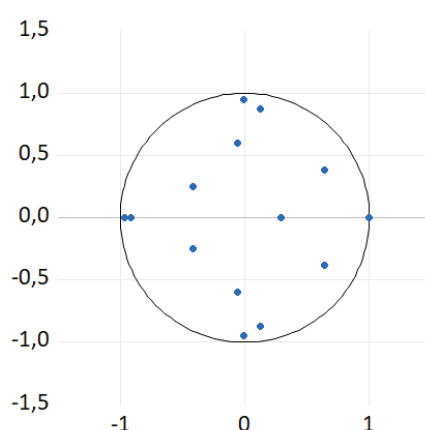
4.3.5. Kiểm định tính nhiễu trắng của phần dư

Kết quả từ Hình 2 cho thấy phần dư cấu trúc của các biến trong mô hình VECM dao động quanh trung bình bằng 0, không có xu hướng rõ rệt và chủ yếu nằm trong khoảng ± 2 độ lệch chuẩn. Ngoài trừ một vài điểm ngoại lai đơn lẻ, phần dư không có dấu hiệu tự tương quan mạnh. Điều này xác nhận phần dư mang tính nhiễu trắng, cho thấy mô hình được ước lượng tốt và các kết quả phân tích động có thể tin cậy.

4.3.6. Kiểm định tự tương quan phần dư

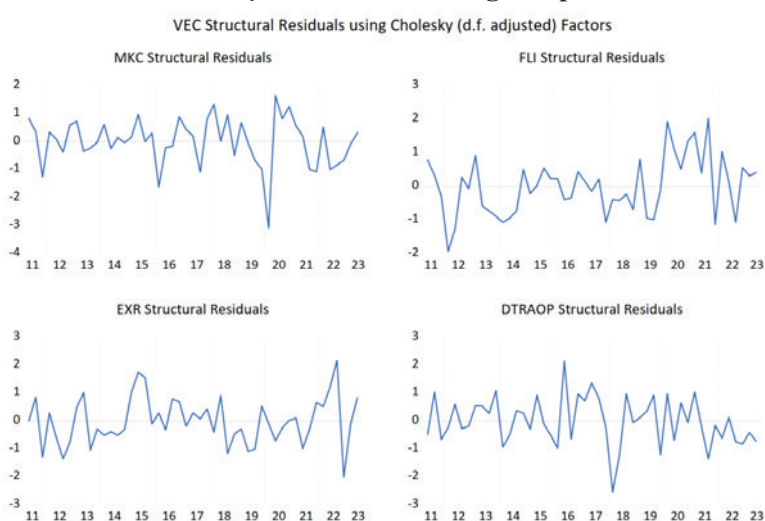
Kết quả kiểm định LM cho phần dư của mô hình VECM từ Bảng 6 cho thấy không tồn tại hiện tượng tự tương quan tại các độ trễ được xét. Như vậy phần dư của mô hình không vi phạm giả định về nhiễu trắng,

Hình 1: Kiểm định tính ổn định của mô hình VECM



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

Hình 2: Kiểm định tính nhiễu trắng của phần dư



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

xác nhận rằng mô hình VECM được ước lượng tốt và các phân tích động như hàm phản ứng xung và phân rã phương sai có thể được diễn giải một cách tin cậy.

Bảng 6: Kiểm định LM phần dư của mô hình VECM

Giả thuyết không: Không có tự tương quan tại độ trễ h.						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	14,194	16,000	0,584	0,886	(16, 86,2)	0,587
2	11,772	16,000	0,760	0,725	(16, 86,2)	0,761
3	19,823	16,000	0,228	1,277	(16, 86,2)	0,231
Giả thuyết không: Không có tự tương quan tại các độ trễ từ 1 đến h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	14,194	16	0,584	0,886	(16, 86,2)	0,587
2	33,467	32	0,396	1,056	(32, 90,1)	0,408
3	51,705	48	0,331	1,087	(48, 79,1)	0,366

*Thống kê tỷ số khả năng đã được hiệu chỉnh bằng khai triển Edgeworth.

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

4.4. Kết quả của mô hình và thảo luận

4.4.1. Kết quả mô hình VECM

Bảng 7: Mô hình VECM

Cointegrating Eq:	CointEq1			
MKC(-1)	1			
FLI(-1)	-0,050			
	-0,014			
	[-3,643]			
EXR(-1)	-6,832			
	-1,049			
	[-6,511]			
DTRAOP(-1)	-7,670			
	-2,052			
	[-3,738]			
C	29,666			
Error Correction:	D(MKC)	D(FLI)	D(EXR)	D(DTRAOP)
CointEq1	-0,353	-0,684	0,021	0,086
	-0,119	-1,383	-0,011	-0,055
	[-2,967]	[-0,495]	[1,938]	[1,554]
R-squared	0,537	0,771	0,328	0,876

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

Sau khi tiến hành các kiểm định mô hình VECM thu được phương trình đồng liên kết thể hiện quan hệ giữa các biến trong dài hạn có dạng như sau:

$$u = MKC - 0,05*FLI - 6,832*EXR - 7,67* DTRAOP + 29,666$$

$$\text{hoặc } MKC = 0,05*FLI + 6,832*EXR + 7,67* DTRAOP - 29,666 - u$$

Phương trình VECM dài hạn cho thấy hệ số của FLI = 0,05 có ý nghĩa thống kê mức 1%, chứng tỏ mức độ TDHTC nội địa tăng sẽ góp phần làm tăng vốn hóa trong dài hạn. Khi FLI tăng lên 1 đơn vị thì MKC tăng 0,05 đơn vị (theo log), tức vốn hóa tăng trưởng 5% trong dài hạn. Hai biến còn lại là EXR và DTRAOP cũng tác động dương đáng kể (có ý nghĩa thống kê) đến MKC, điều này cho thấy tỷ giá và độ mở thương mại góp phần cho sự phát triển TTCK trong dài hạn.

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

$$\Delta MKC_t = -0,353*ECT_{t-1} + 0,222*\Delta MKC_{t-1} + 0,199*\Delta MKC_{t-2} + 0,144*\Delta MKC_{t-3} - 0,025*\Delta FLI_{t-1} - 0,015*\Delta FLI_{t-2} - 0,02*\Delta FLI_{t-3} - 6,134*\Delta EXR_{t-1} - 3,006*\Delta EXR_{t-2} - 0,711*\Delta EXR_{t-3} - 2,266*\Delta DTRAOP_{t-1} - 1,591*\Delta DTRAOP_{t-2} - 0,411*\Delta DTRAOP_{t-3} + \varepsilon_{1t}$$

Phương trình VECM ngắn hạn cho thấy tốc độ điều chỉnh về cân bằng dài hạn của MKC là khoảng 35,3% mỗi quý, với hệ số điều chỉnh có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Trong ngắn hạn, ΔMKC bị ảnh hưởng đáng kể bởi các cú sốc từ ΔFLI , ΔEXR và $\Delta DTRAOP$ ở độ trễ bậc 1 và 2, với các hệ số đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức dưới 5%. Điều này cho thấy các yếu tố vĩ mô có tác động tức thời và tiêu cực đến biến động vốn hóa TTCK, đồng thời khẳng định vai trò điều chỉnh của MKC trong việc đưa hệ thống trở về trạng thái cân bằng dài hạn.

4.4.2. Hàm phản ứng xung (IRF)

Hàm phản ứng xung từ Hình 3 cho thấy MKC phản ứng đáng kể trước các cú sốc từ FLI, EXR và DTRAOP. Cụ thể, cú sốc từ FLI làm MKC tăng rõ rệt từ kỳ 2 đến kỳ 6, cho thấy tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, cú sốc từ EXR làm MKC giảm mạnh trong ngắn hạn (kỳ 1–4), phản ánh tác động tiêu cực của biến động tỷ giá. Cú sốc từ DTRAOP cũng dẫn đến xu hướng tăng dần của MKC, cho thấy độ mở thương mại có thể hỗ trợ TTCK. Kết quả này củng cố bằng chứng về ảnh hưởng ngắn hạn của các yếu tố vĩ mô đến sự phát triển TTCK.

Hình 3: Hàm phản ứng xung



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

4.4.3. Phân rã phương sai

Kết quả phân rã phương sai từ Bảng 7 cho thấy, trong ngắn hạn (kỳ 1–2), phần lớn biến động của MKC được giải thích bởi chính nó (trên 90%). Tuy nhiên, trong dài hạn (đến kỳ 10), tỷ lệ này giảm còn khoảng 58,4%, trong khi DTRAOP trở thành nguồn giải thích lớn nhất bên ngoài, đóng góp khoảng 32%. FLI cũng đóng góp dần đều, đạt khoảng 7,2% ở kỳ 10, trong khi tác động của EXR duy trì ở mức thấp và ổn định. Điều này cho thấy MKC chịu ảnh hưởng ngày càng lớn từ các yếu tố vĩ mô bên ngoài, đặc biệt là độ mở thương mại và TDHTC.

Tóm lại, kết quả ước lượng từ mô hình VECM cho thấy TDHTC nội địa ở Việt Nam có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến vốn hóa TTCK trong dài hạn, khi chỉ số TDHTC tăng lên một đơn vị thì log của vốn hóa TTCK (tính theo GDP) tăng lên 5%. Điều này cho thấy, trong điều kiện cân bằng, cải cách tài chính nội địa như tăng cường tín dụng cho khu vực tư nhân, tăng cung tiền và tiết kiệm nội địa hoặc giảm can thiệp của nhà nước có thể thúc đẩy quy mô TTCK. Kết quả này phù hợp với những nghiên cứu trước cho rằng TDHTC mang lại hiệu quả tích cực cho TTCK như Ben Rejeb & Boughrara (2013), Levine (2001) và Wainaina & cộng sự (2024).

Trong ngắn hạn, cho thấy TDHTC nội địa ảnh hưởng tiêu cực tức thời đến vốn hóa TTCK, đặc biệt ở độ trễ một quý với ý nghĩa thống kê ở mức 5%, phản ánh rằng quá trình tự do hóa ban đầu có thể gây ra những bất ổn ngắn hạn cho thị trường. Kết quả này phù hợp với công trình trước như Mnif (2013).

5. Kết luận

Nghiên cứu đã xây dựng chỉ số TDHTC nội địa và sử dụng mô hình VECM để đánh giá sự tác động của TDHTC nội địa đến vốn hóa TTCK ở Việt Nam trong ngắn hạn và dài hạn. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ đồng tích hợp dài hạn giữa vốn hóa TTCK và chỉ số TDHTC nội địa. TDHTC nội địa có tác động tích cực đến vốn hóa TTCK trong dài hạn, nhưng có thể đi kèm với tác động tiêu cực ngắn hạn ban đầu.

Kết quả nghiên cứu này cũng cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa TDHTC và phát triển TTCK ở các thị trường mới nổi, điển hình như Việt Nam. Hơn nữa kết quả nghiên cứu cũng hàm ý chính sách cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Ngân hàng Nhà nước trong việc thực hiện chính sách TDHTC và phát triển TTCK. Cần tiếp tục thúc đẩy các chính sách cải cách thị trường tài chính một cách có lộ trình, bao gồm khuyến khích tín dụng khu vực tư nhân, và giảm bớt can thiệp hành chính vào hoạt động tài chính như giảm trần tín dụng. Song song đó, cần tăng cường giám sát vĩ mô thận trọng, cải thiện minh bạch thông tin và phát triển hạ tầng thị trường để hạn chế các rủi ro, đặc biệt là rủi ro bong bóng tài sản. Đối với nhà đầu tư cần nhận thấy rằng tác động tích cực của TDHTC đến TTCK chỉ thể hiện rõ trong dài hạn, trong ngắn hạn, TDHTC có thể gây ra rủi ro và biến động ngắn hạn. Do đó, nhà đầu tư cần thận trọng trước

các đợt cải cách tài chính, không nên kỳ vọng lợi nhuận tức thì, và nên ưu tiên chiến lược đầu tư trung dài hạn gắn với các yếu tố nền tảng. Tuy nhiên, nghiên cứu này là chỉ xem xét phạm vi TDHTC nội địa và chưa đề cập đến tự do hóa tài khoản vốn. Các nghiên cứu tiếp theo khi thực hiện cần chú ý đến các yếu tố này.

Tài liệu tham khảo

- Ben Rejeb, A., & Boughrara, A. (2013). Financial liberalization and stock-market efficiency: New evidence from emerging economies. *Emerging Markets Review*, 17, 186–208. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2013.09.001>
- Bui, N. T. (2023). Stock-market capitalization: How to manage its determinants? *Polish Journal of Management Studies*, 27(2), 23–38. <https://doi.org/10.17512/pjms.2023.27.2.02>
- Efuntade, A. O. F. A., & Efuntade, O. O. (2022). Stock-market capitalization, banks' lending and deposit interest rate in relation to financial-liberalization theory in Nigeria (1985–2021). *IIARD International Journal of Banking and Finance Research*, 8(3), 10–27. <https://doi.org/10.56201/ijbfr.v8.no3.2022.pg10.27>
- Hoang, B. T., & Mateus, C. (2024). How does liberalization affect emerging stock markets? Theories and empirical evidence. *Journal of Economic Surveys*, 38(3), 877–898. <https://doi.org/10.1111/joes.12561>
- Huang, B. N., & Yang, C. W. (2000). The impact of financial liberalization on stock-price volatility in emerging markets. *Journal of Comparative Economics*, 28(2), 321–339. <https://doi.org/10.1006/jceec.2000.1651>
- Jaleel, F. M., & Samarakoon, L. P. (2009). Stock-market liberalization and return volatility: Evidence from the emerging market of Sri Lanka. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(5), 409–423. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2009.07.006>
- James, G. A., & Karoglou, M. (2010). Financial liberalization and stock-market volatility: The case of Indonesia. *Applied Financial Economics*, 20(6), 477–486. <https://doi.org/10.1080/09603100903459816>
- Le, T. T. H., Phan, N. H. T., Nguyen, X. D., & Nguyen, V. T. (2023 — published year, not 2022). The nexus of financial liberalisation and economic growth: Is Vietnam different? *International Journal of Economics and Business Research*, 25(2), 292–308. <https://doi.org/10.1504/IJEBR.2023.127932>
- Lee, J. K. Y., & Wong, A. Y. T. (2012 — volume 5 issue 1). Impact of financial liberalisation on stock-market liquidity: Experience of China. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 5(1), 4–19. <https://doi.org/10.1108/17544401211197922>
- Levine, R. (2001). International financial liberalization and economic growth. *Review of International Economics*, 9(4), 688–702. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00307>
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Capital-control liberalization and stock-market development. *World Development*, 26(7), 1169–1183. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(98\)00046-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(98)00046-1)
- Lương Thị Thu Hằng (2015). Tác động của tự do hóa tài khoản vốn tới tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 218(11), 51–59.
- Mateus, C., & Hoang, B. T. (2021). Frontier markets, liberalization and informational efficiency: Evidence from Vietnam. *Asia-Pacific Financial Markets*, 28(4), 499–526. <https://doi.org/10.1007/s10690-021-09333-9>
- McKinnon, R. I. (1982). The order of economic liberalization: Lessons from Chile and Argentina. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17, 159–186. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(82\)90042-2](https://doi.org/10.1016/0167-2231(82)90042-2)
- McKinnon, R. I., & Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. Brookings Institution.
- Mnif, A. T. (2013). The effects of financial liberalization on stock-market cycles: Structural time-series models. *Global Journal of Management and Business Research: Interdisciplinary*, 13(7), 1–7.
- Nguyễn Quốc Anh, & Nguyễn Thị Thanh Nhân. (2023). Hiệu ứng của tự do hóa tài chính đối với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 310, 13–22. <https://doi.org/10.33301/jed.vi.1151>
- Nguyễn Thị Liên Hoa, & Nguyễn Ngọc Thụy Vy. (2018). Tác động của tự do hóa tài chính đến mối quan hệ giữa giới hạn tài trợ và đầu tư. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Marketing*, 48, 21–42. No DOI.
- Ötoker-Robe, I., Ariyoshi, A., Habermeier, K., Kirilenko, A., Laurens, B., & Canales-Kriljenko, J. I. C. (2000). *Capital controls: Country experiences with their use and liberalization* (IMF Occasional Paper No. 190). International

Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781557758743.084>

- 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](https://doi.org/10.31276/VJST.65(4).01-05)
- Tang, L., Ji, F., & Li, W. (2018). Vietnam's financial liberalization and its correlative mechanism with economic growth. In *Proceedings of the 3rd International Symposium on Asian B&R Conference on International Business Cooperation (ISBCD 2018)* (pp. 301–305). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/isbcd-18.2018.60>
- Tô Trung Thành, & Trần Thọ Đạt. (2015). Tự do hóa tài khoản vốn và ổn định tài chính trong bối cảnh hội nhập. *Tạp chí Khoa học & Công nghệ Việt Nam*, 1(5), 26–33.
- Vo, X. V. (2017). Trading of foreign investors and stock returns in an emerging market: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 52, 88–93. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.05.007>
- Wainaina, P. W., Elly, D., Ogilo, F., & Barasa, L. (2024). The mediating effect of market liquidity on the relationship between financial liberalization and stock-market returns among East African Community member countries. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 15(5), 11–18. <https://doi.org/10.9790/5933-1505071118>