

---

# SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI VÀ CHI TIÊU CHO ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Phan Quỳnh Trang  
Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh  
Email: trang.pq@ou.edu.vn

Mã bài báo: JED-2878  
Ngày nhận: 28/01/2026  
Ngày nhận bản sửa: 11/03/2026  
Ngày duyệt đăng: 25/03/2026  
DOI: 10.33301/JED.VI.2878

## Tóm tắt:

Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của sở hữu nước ngoài đến chi tiêu cho đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Sử dụng dữ liệu của 641 doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010 - 2024, kết quả ước lượng bằng phương pháp hồi quy tổng quát thời điểm (GMM) cho thấy sự hiện diện và gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có tác động tích cực đến chi tiêu cho đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả này hàm ý rằng sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài không chỉ góp phần bổ sung nguồn lực tài chính mà còn tạo điều kiện mở rộng các cơ hội đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Đầu tư doanh nghiệp, sở hữu nước ngoài, GMM.

**Mã JEL:** G31, G3.

## Foreign ownership and corporate expenditure of listed firms in Vietnam

### Abstract:

This study examines the impact of foreign ownership on corporate expenditure in Vietnamese listed firms. The analysis utilizes a sample of 641 firms listed on the Ho Chi Minh City and Hanoi Stock Exchanges over the 2010 – 2024 period. By employing the Generalized Method of Moments (GMM), the results reveal that both the presence and higher levels of foreign ownership are positively associated with corporate expenditure. This result implies that the participation of foreign investors not only contributes financial resources but also facilitates the expansion of investment opportunities and promotes sustainable growth of firms.

**Keywords:** Corporate expenditure, foreign ownership, GMM.

**JEL Codes:** G31, G3.

## 1. Giới thiệu

Đầu tư doanh nghiệp không chỉ đóng vai trò quan trọng đối với doanh nghiệp mà còn đóng góp vào phát triển kinh tế đất nước. Ngoài ra, đầu tư vào tài sản cố định không chỉ giúp doanh nghiệp mở rộng quy mô sản xuất, tạo cơ hội tăng trưởng (Bai & cộng sự, 2020), mà các quyết định đầu tư vào tài sản cố định còn phản ánh niềm tin của ban điều hành về triển vọng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Tuy nhiên, quyết định đầu tư chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như hạn chế về nguồn lực tài chính, chất lượng quản trị và khả năng tiếp cận vốn dài hạn (Chang & cộng sự, 2021). Trong bối cảnh đó, sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài ngày càng trở nên quan trọng và được kỳ vọng mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp, bởi nhóm cổ

---

đồng nước ngoài có thể đem lại kinh nghiệm quốc tế và công nghệ mới (Bykova & Lopez-Iturriaga, 2017).

Hơn nữa, đầu tư là một trong ba quyết định quan trọng trong tài chính doanh nghiệp và chịu ảnh hưởng rất lớn của các cổ đông, được đại diện bởi hội đồng quản trị (HĐQT) (Agyei-Mensah, 2021) là nhóm cổ đông đưa ra các chiến lược phát triển dài hạn. Các quyết định lớn vượt quá quyền hạn của HĐQT thì cần có sự phê duyệt của đại hội cổ đông. Vì vậy, tỷ lệ nắm giữ cổ phần đóng vai trò khá quan trọng trong các quyết định dài hạn của doanh nghiệp, cụ thể ở đây là quyết định đầu tư, bởi tỷ lệ nắm giữ cổ phần đại diện cho quyền biểu quyết trong các quyết định quan trọng tại đại hội cổ đông. Hơn nữa, mỗi nhóm cổ đông thường có tầm nhìn khác nhau về triển vọng phát triển của doanh nghiệp, từ đó dẫn đến sự khác biệt trong chiến lược và quyết định đầu tư. Chẳng hạn, cổ đông gia đình thường nắm giữ cổ phần nhằm duy trì quyền kiểm soát doanh nghiệp và bảo vệ lợi ích lâu dài của gia đình (Villalonga & Amit, 2010). Do đó, họ có xu hướng ủng hộ các quyết định đầu tư thận trọng và mang tính dài hạn nhằm đảm bảo sự ổn định và tính bền vững của doanh nghiệp. Trong khi đó, các nhóm cổ đông khác có thể chú trọng nhiều hơn đến khả năng sinh lợi của các khoản đầu tư và hiệu quả tài chính trong từng giai đoạn. Tương tự, cổ đông nước ngoài cũng có những đặc điểm khác biệt so với cổ đông trong nước về mức độ am hiểu thị trường nội địa và quốc tế cũng như khả năng tiếp cận các nguồn tài chính trong và ngoài nước (Ferreira & cộng sự, 2017). Những khác biệt này có thể ảnh hưởng đến định hướng đầu tư và mức độ chi tiêu của doanh nghiệp. Chẳng hạn, các nhà đầu tư nước ngoài với kinh nghiệm quốc tế phong phú có thể khuyến khích doanh nghiệp mở rộng đầu tư sang các thị trường mới hoặc áp dụng công nghệ mới (Roedder & Schmid, 2025), từ đó làm gia tăng chi tiêu đầu tư.

Trong bối cảnh Việt Nam, đầu tư của nhóm doanh nghiệp cổ phần hóa đóng vai trò cực kỳ quan trọng. Các văn kiện của Đảng ngày càng nhấn mạnh vai trò của khu vực tư nhân, đặc biệt là Nghị quyết số 10-NQ/TW năm 2017 về phát triển kinh tế tư nhân. Các cải cách trong Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư cũng tập trung vào việc đơn giản hóa thủ tục gia nhập thị trường và mở rộng quyền tự do kinh doanh của nhà đầu tư tư nhân. Bên cạnh đó, các quy định trên thị trường chứng khoán ngày càng nói lỏng đối với tỷ lệ sở hữu nước ngoài do áp lực của các quy định nâng hạng thị trường của tổ chức phân loại thị trường tài chính toàn cầu Morgan Stanley Capital International (MSCI). Ví dụ, Nghị định 155/2020/NĐ-CP quy định cụ thể mức sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm cả các ngành nghề hạn chế đầu tư. Ngoài ra, Thông tư số 68/2024/TT-BTC của Bộ Tài chính (2024) sửa đổi, bổ sung một số quy định về giao dịch, bù trừ - thanh toán và hoạt động của công ty chứng khoán, cho phép nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, không bắt buộc phải thực hiện ký quỹ (pre-fund) 100% tiền mua cổ phiếu tại thời điểm đặt lệnh. Tuy nhiên, trong báo cáo đánh giá phân loại thị trường năm 2025 của MSCI, Việt Nam vẫn chưa được đưa vào danh sách xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi. Một trong những nguyên nhân quan trọng được chỉ ra là các tiêu chí liên quan đến khả năng tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài vẫn chưa đáp ứng đầy đủ các yêu cầu, trong đó nổi bật là hạn chế về tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Theo báo cáo này, hơn 10% giá trị vốn hóa thị trường vẫn chịu giới hạn về tỷ lệ sở hữu đối với nhà đầu tư nước ngoài. Tình trạng chạm trần tỷ lệ sở hữu nước ngoài thường xuyên xảy ra ở nhiều cổ phiếu có quy mô vốn hóa lớn, khiến nhà đầu tư nước ngoài khó tiếp cận các doanh nghiệp dẫn dắt thị trường và làm giảm khả năng mở rộng danh mục của các chỉ số quốc tế. Bối cảnh này đặt ra yêu cầu cần xem xét sâu hơn về vai trò của nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là tác động của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với các quyết định tài chính và đầu tư của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Từ vai trò quan trọng của chi tiêu đầu tư đối với doanh nghiệp và nền kinh tế cũng như vai trò của nhà đầu tư nước ngoài, các nghiên cứu quốc tế đánh giá các yếu tố khác nhau ảnh hưởng như thế nào đến chi tiêu đầu tư (Jiang & cộng sự, 2021). Các nghiên cứu trong nước cũng nghiên cứu tập trung đánh giá vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp (Đặng Tùng Lâm, 2018; Đỗ Khắc Trung, 2024). Tuy nhiên, tác động của sở hữu nước ngoài đến mức độ chi tiêu cho đầu tư của doanh nghiệp còn khá hạn chế. Do đó, câu hỏi về tác động của sở hữu nước ngoài đến chi tiêu đầu tư vẫn chưa được trả lời đầy đủ. Từ bối cảnh và thực trạng đó, mục tiêu của nghiên cứu này là đánh giá tác động của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến chi tiêu cho đầu tư của doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy tổng quát thời điểm (GMM) trên bộ dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà

---

Nội (HNX) từ 2010 đến 2024. Kết quả hồi quy cho thấy việc gia tăng sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài giúp thúc đẩy chi tiêu cho đầu tư của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này có một số đóng góp quan trọng sau. Về mặt lý thuyết, bài nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm về vai trò của cấu trúc sở hữu, đặc biệt là sở hữu nước ngoài, đối với quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Sử dụng dữ liệu bảng của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010-2024 và phương pháp ước lượng GMM, kết quả cho thấy chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp không chỉ chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố nội tại mà còn chịu tác động đáng kể từ sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, nghiên cứu góp phần làm rõ hơn cơ chế tác động của sở hữu nước ngoài đối với hành vi đầu tư của doanh nghiệp trong bối cảnh các thị trường mới nổi. Về mặt thực tiễn, nghiên cứu mang lại một số hàm ý quan trọng đối với doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách. Thứ nhất, vai trò tích cực của sở hữu nước ngoài đối với đầu tư của doanh nghiệp cho thấy việc thu hút và duy trì sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài có thể giúp thúc đẩy hoạt động chi tiêu đầu tư và mở rộng cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Thứ hai, kết quả này cũng gợi ý rằng việc cải thiện môi trường đầu tư, nâng cao tính minh bạch thông tin và hoàn thiện khung pháp lý nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn nước ngoài có thể góp phần nâng cao hiệu quả phân bổ vốn trong nền kinh tế. Cuối cùng, đối với các doanh nghiệp niêm yết, việc tăng cường minh bạch thông tin và cải thiện chất lượng quản trị có thể giúp thu hút nhà đầu tư nước ngoài, từ đó hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng cơ hội đầu tư và nâng cao năng lực cạnh tranh.

Bài nghiên cứu bao gồm 5 phần. Phần đầu tiên giới thiệu tổng quan chung về nghiên cứu. Phần thứ hai trình bày cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu có liên quan. Mô hình và phương pháp nghiên cứu được trình bày trong phần thứ ba. Phần thứ tư và thứ năm thảo luận về kết quả nghiên cứu và gợi ý một số hàm ý chính sách và quản trị.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu**

Dưới góc độ lý thuyết đại diện, sự khác biệt giữa cổ đông trong nước và cổ đông nước ngoài dẫn đến những cơ chế giám sát khác nhau và qua đó tác động khác biệt đến mức độ đầu tư của doanh nghiệp. Cổ đông trong nước, đặc biệt là các cổ đông gia đình, có lợi thế về hiểu biết bối cảnh địa phương và khả năng kiểm soát trực tiếp (Chhaochharia & cộng sự, 2012), qua đó có thể làm giảm xung đột giữa cổ đông và nhà quản lý; tuy nhiên, nhóm cổ đông này đôi khi ưu tiên mục tiêu duy trì quyền kiểm soát hoặc lợi ích cá nhân (David & cộng sự, 2010), dẫn đến xu hướng thận trọng quá mức hoặc đầu tư thiên lệch. Ngược lại, cổ đông nước ngoài thường đóng vai trò là các nhà đầu tư chuyên nghiệp với định hướng dài hạn (Lee & cộng sự, 2022), dựa vào các chuẩn mực quản trị, minh bạch thông tin và quyền biểu quyết để giám sát nhà quản lý. Hơn nữa, dưới góc độ lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, doanh nghiệp phụ thuộc vào các nguồn lực bên ngoài như vốn, công nghệ và mạng lưới quan hệ, trong đó cấu trúc cổ đông đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp cận và kiểm soát các nguồn lực này (Gao & cộng sự, 2021). Cổ đông nước ngoài có thể mang lại nguồn vốn dài hạn và cung cấp kinh nghiệm quản trị quốc tế và mạng lưới toàn cầu, giúp doanh nghiệp giảm phụ thuộc vào thị trường vốn nội địa và nâng cao khả năng tiếp cận các cơ hội đầu tư mới. Do đó, sự gia tăng sở hữu của cổ đông nước ngoài có thể giảm chi phí đại diện, tăng khả năng huy động và khai thác nguồn lực chiến lược, từ đó thúc đẩy mức độ đầu tư.

Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cũng đánh giá tác động của vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với hoạt động đầu tư của doanh nghiệp từ các cách tiếp cận khác nhau, ví dụ như vai trò của sở hữu nước ngoài đối với hiệu quả đầu tư (Chen & cộng sự, 2017; Tran, 2020). Một hướng tiếp cận khác là các nhà nghiên cứu đánh giá vai trò của sở hữu nước ngoài đối với hoạt động đổi mới doanh nghiệp. Đầu tư và đổi mới có liên quan bởi vì đầu tư là điều kiện đầu vào quan trọng của hoạt động đổi mới. Doanh nghiệp có mức đầu tư cao và ổn định thường có khả năng duy trì hoạt động đổi mới liên tục. Với hướng tiếp cận này, Joe & cộng sự (2019) xem xét liệu sở hữu của cổ đông nước ngoài có thúc đẩy hoạt động đổi mới sáng tạo của các doanh nghiệp trong nước hay không. Sử dụng dữ liệu bảng của các doanh nghiệp Hàn Quốc trong giai đoạn 1999-2013, kết quả cho thấy rằng quyền sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến hoạt động đổi mới sáng tạo của các doanh nghiệp. Tương tự, Choi & cộng sự (2011) đánh giá trường hợp của Trung Quốc.

---

Kết quả cho thấy khối lượng đăng ký bằng sáng chế bị ảnh hưởng mạnh nhất bởi quyền sở hữu nước ngoài trong doanh nghiệp. Tại Tây Ban Nha, Guadalupe & cộng sự (2012) cũng đưa ra kết luận rằng các công ty đa quốc gia mua lại các công ty trong nước có năng suất cao nhất. Sau khi mua lại, các công ty này tiến hành đổi mới sản phẩm, quy trình và áp dụng công nghệ nước ngoài, dẫn đến năng suất cao hơn.

Các nghiên cứu trực tiếp đánh giá sự tác động của sở hữu nước ngoài đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp còn hạn chế. Ví dụ, nghiên cứu của Phan (2024) đánh giá tác động của sở hữu nước ngoài đối với đầu tư. Sử dụng dữ liệu từ Bộ Khảo sát Doanh nghiệp của Ngân hàng Thế giới (WBES) giai đoạn 2016-2022, kết quả cho thấy các doanh nghiệp có sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài có khả năng đầu tư cao hơn so với các doanh nghiệp nội địa hoàn toàn. Cụ thể, tỷ lệ chi tiêu cho tài sản cố định của doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài cao hơn 67% so với doanh nghiệp nội địa. Một nghiên cứu khác của Koo & Maeng (2006) tại Hàn Quốc cũng khẳng định việc mở cửa thị trường tài chính bằng việc cho phép các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ tỷ lệ sở hữu cao hơn đối với doanh nghiệp trong nước sẽ tăng cường hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu trong nước tập trung đánh giá tác động của sở hữu nước ngoài đối với hiệu suất tài chính và hiệu quả hoạt động (Nguyễn Thị Xuân Hồng & cộng sự, 2020), hoạt động đổi mới công nghệ xanh (Đỗ Khắc Trung, 2024), giá cả và thông tin giá cổ phiếu (Đặng Tùng Lâm, 2018). Trong khi đó, từ khía cạnh chi tiêu cho đầu tư của doanh nghiệp thì các nghiên cứu tập trung vào các yếu tố khác nhau như đa dạng giới tính trong HĐQT (Phan Quỳnh Trang & Lưu Kim Hồng, 2024), vai trò của các quyết định tài trợ vốn (Phạm Xuân Quỳnh & cộng sự, 2024). Tuy nhiên, các nghiên cứu trực tiếp phân tích vai trò của sở hữu nước ngoài đối với quyết định đầu tư của doanh nghiệp vẫn còn hạn chế ở Việt Nam. Trong khi đó, các nghiên cứu quốc tế cung cấp nhiều bằng chứng cho thấy sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài có tác động tích cực đến hiệu quả đầu tư và hoạt động đổi mới của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về tác động của sở hữu nước ngoài, được đo lường thông qua tỷ lệ cổ phần nắm giữ, đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được mô tả như sau:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 L.INV_{it} + \beta_2 FO_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LDEBT_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 CFLOW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:  $INV$  là đầu tư doanh nghiệp, đo bằng mức thay đổi ròng của tài sản cố định, được xác định bằng giá trị còn lại của tài sản cố định tại thời điểm cuối năm hiện tại trừ đi giá trị tương ứng của năm trước (Kalemli-Özcan & cộng sự, 2022), sau đó chuẩn hóa theo quy mô doanh nghiệp bằng cách chia cho tổng tài sản.  $L.INV$  là đầu tư doanh nghiệp của năm trước đó. Đầu tư của kỳ trước có thể ảnh hưởng đến đầu tư của kỳ này do chi phí điều chỉnh và tính liên tục của các dự án đầu tư, khiến doanh nghiệp không thể điều chỉnh quy mô vốn ngay trong một kỳ (Eberly & cộng sự, 2012).  $FO$  là sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, đo lường bằng tỷ lệ cổ phần nắm giữ bởi cổ đông nước ngoài. Các biến kiểm soát gồm  $LEV$  là đòn bẩy tài chính, tính bằng tổng nợ phải trả chia cho tổng tài sản.  $LDEBT$  là biến đại diện cho nợ dài hạn, đo bằng nợ dài hạn chia cho tổng nợ phải trả.  $GROW$  là tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp, đo bằng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách của nợ phải trả chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản.  $SIZE$  là quy mô doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.  $CFLOW$  đại diện cho nguồn vốn nội bộ, đo bằng lợi nhuận trước thuế cộng với khấu hao hàng năm chia cho tổng tài sản.

#### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu của nghiên cứu được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau. Cụ thể, số liệu báo cáo tài chính được khai thác từ cơ sở dữ liệu FiinPro, trong khi thông tin về sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài được thu thập thủ công từ báo cáo thường niên của các doanh nghiệp niêm yết. Mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các doanh nghiệp phi tài chính, do sự khác biệt về đặc điểm hoạt động và cấu trúc báo cáo tài chính của khu vực tài chính như ngân hàng và công ty chứng khoán.

Sau khi thu thập, dữ liệu được xử lý theo các bước sau: (i) loại bỏ các doanh nghiệp có dữ liệu thiếu; (ii) loại trừ các doanh nghiệp có số quan sát không đủ, cụ thể, chỉ có một quan sát trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu; và (iii) xử lý các giá trị ngoại lai bằng phương pháp winsorization tại các phân vị 1% và 99%. Mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 641 doanh nghiệp, với 6.514 quan sát trong giai đoạn 2010-2024.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp GMM để đánh giá tác động của sở hữu nước ngoài đến đầu tư doanh nghiệp. Phương pháp này phù hợp trong bối cảnh dữ liệu bảng động, giúp xử lý đồng thời các vấn đề nội sinh, phương sai sai số không đồng nhất và tự tương quan, qua đó nâng cao độ tin cậy của các ước lượng thực nghiệm.

Chúng tôi thực hiện hồi quy trên 3 mẫu nghiên cứu khác nhau. Bước 1, hồi quy trên toàn bộ mẫu doanh nghiệp. Ở bước này, kết quả hồi quy cho phép đánh giá tác động trung bình của sở hữu nước ngoài đối với đầu tư trong bối cảnh tổng thể, bao gồm cả các doanh nghiệp có và không có sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài. Tiếp theo, hồi quy được thực hiện trên mẫu nghiên cứu với doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài từ 5% trở lên. Ngưỡng 5% thường được xem là mức sở hữu đủ lớn để nhà đầu tư nước ngoài có khả năng tham gia giám sát và tác động đến các quyết định quan trọng của doanh nghiệp. Ví dụ, theo Luật Chứng khoán 2019 yêu cầu tổ chức, cá nhân, nhóm người liên quan phải công bố thông tin khi trở thành hoặc không còn là cổ đông lớn sở hữu từ 5% cổ phần có quyền biểu quyết của công ty đại chúng. Cuối cùng, mẫu doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài từ 10% trở lên được thực hiện hồi quy. Việc so sánh kết quả giữa các mẫu khác nhau đóng vai trò như một kiểm định tính vững (robustness check), giúp đánh giá liệu mối quan hệ được phát hiện có nhất quán hay phụ thuộc vào cách lựa chọn mẫu.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Chi tiêu cho đầu tư (INV) có giá trị trung bình là 0,0098, cho thấy mức gia tăng ròng hàng năm của tài sản cố định chiếm khoảng 0,98% tổng tài sản của doanh nghiệp. Giá trị lớn nhất của biến này đạt 40,5% tổng tài sản, trong khi một số doanh nghiệp ghi nhận mức đầu tư âm, với giá trị nhỏ nhất là -12,95%, phản ánh sự thu hẹp quy mô tài sản cố định trong năm. Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (FO) có giá trị trung bình là 8,5%, với mức độ phân tán tương đối lớn, dao động từ 0% đến 54,15%, cho thấy sự khác biệt đáng kể về mức độ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài giữa các doanh nghiệp trong mẫu.

**Bảng 1. Mô tả các biến**

<b>Biến nghiên cứu</b>	<b>Số quan sát</b>	<b>Giá trị trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Giá trị nhỏ nhất</b>	<b>Giá trị lớn nhất</b>
INV	6.514	0,0098	0,0725	-0,1295	0,4050
FO	6.514	0,0850	0,1308	0,0000	0,5415
LEV	6.514	0,4720	0,2150	0,0410	0,8873
LDEBT	6.514	0,1881	0,2320	0,0000	0,8780
GROW	6.514	1,1158	0,5348	0,3877	3,6036
SIZE	6.514	27,5540	1,5788	24,0531	31,7450
CFLOW	6.514	0,0999	0,0891	-0,0310	0,4540

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

### 4.2. Kết quả hồi quy

Bảng 2 tổng hợp kết quả hồi quy tác động của sở hữu nước ngoài đến đầu tư doanh nghiệp cho cả ba mẫu nghiên cứu. Kết quả hồi quy từ ba mẫu nghiên cứu đều cho thấy đầu tư của kỳ trước đó có tác động đến đầu tư của năm hiện tại. Cụ thể, nếu như đầu tư của năm trước (L.INV) càng nhiều, thì xu hướng đầu tư của năm nay sẽ giảm, kết quả này cũng tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước (Kumar & Ranjani, 2018). Kết quả này được giải thích rằng từ góc độ điều chỉnh vốn theo thời gian, doanh nghiệp thường không đầu tư ồ ạt trong nhiều năm liên tiếp. Khi mức đầu tư của năm trước đã ở mức cao, doanh nghiệp có xu hướng bước vào giai đoạn hoàn tất và khai thác hiệu quả các dự án đã đầu tư, từ đó làm giảm nhu cầu đầu tư mới

---

trong năm hiện tại, đặc biệt là các ngành nghề có nhu cầu đầu tư lớn. Ví dụ như Tập đoàn Hòa Phát thực hiện khoản đầu tư rất lớn vào dự án Khu liên hợp gang thép Dung Quất và Khu liên hợp gang thép Hải Dương, khiến chi tiêu đầu tư tăng, đặc biệt cao trong năm 2020 (khoảng 343 nghìn tỷ) và giảm dần trong các năm tiếp theo.

Đối với vai trò của sở hữu nước ngoài trong chi tiêu cho đầu tư của doanh nghiệp, kết quả hồi quy ở cả ba mẫu nghiên cứu đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%. Kết quả cho thấy doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao hơn thường ghi nhận mức đầu tư lớn hơn. Kết quả này cũng nhất quán với các nghiên cứu trước về vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với đầu tư doanh nghiệp (Phan, 2024). Kết quả này có thể được giải thích như sau: Thứ nhất, trong bối cảnh Việt Nam, yêu cầu về minh bạch thông tin ngày càng trở nên cấp thiết khi thị trường vẫn còn những hạn chế về khả năng tiếp cận và tính nhất quán của thông tin. Theo báo cáo phân loại thị trường năm 2025 của MSCI, Việt Nam tiếp tục chưa được đưa vào danh sách xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi, trong đó một số hạn chế liên quan đến tính ổn định của hệ thống thông tin và khả năng tiếp cận dữ liệu của nhà đầu tư vẫn được ghi nhận. Trong bối cảnh đó, sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài thường đi kèm với các yêu cầu cao hơn về minh bạch thông tin và cơ chế giám sát quản trị doanh nghiệp (Leuz & cộng sự, 2009). Một minh họa điển hình là Vinamilk, doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao và duy trì mức độ minh bạch thông tin tương đối tốt, như công bố báo cáo bằng cả tiếng Việt và tiếng Anh, tăng cường các thông lệ quản trị theo chuẩn mực quốc tế và củng cố cơ chế kiểm soát nội bộ. Những cải thiện này phần nào phản ánh yêu cầu của nhà đầu tư nước ngoài đối với chất lượng thông tin và hiệu quả quản trị. Nhìn chung, sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài có thể góp phần cải thiện cơ chế giám sát (Lee & Oh, 2024) và thúc đẩy doanh nghiệp đưa ra các quyết định đầu tư hiệu quả hơn. Thứ hai, nhà đầu tư nước ngoài không chỉ cung cấp vốn mà còn mang theo kinh nghiệm quản trị, công nghệ, mạng lưới kinh doanh (Rasiah, 2011) và khả năng tiếp cận các nguồn tài chính quốc tế. Những nguồn lực này giúp doanh nghiệp mở rộng cơ hội đầu tư, đặc biệt là các dự án dài hạn và có hàm lượng đổi mới cao. Một ví dụ gần đây là việc Sumitomo Corporation và SBI Holdings mua lại 40% vốn của FPT Smart Cloud Japan, đơn vị thành viên của Tập đoàn FPT, nhằm hợp tác phát triển các sản phẩm trí tuệ nhân tạo và điện toán đám mây. Với kinh nghiệm quốc tế, năng lực công nghệ và mạng lưới kinh doanh rộng lớn tại Nhật Bản, sự tham gia của các cổ đông chiến lược này không chỉ cung cấp nguồn lực tài chính mà còn hỗ trợ FPT mở rộng hoạt động kinh doanh tại thị trường Nhật Bản.

Kết quả hồi quy tại cột (2), Bảng 2 cho thấy hệ số của FO trong mẫu doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu từ 5% trở lên vẫn có tác động dương đến chi tiêu đầu tư. Điều này hàm ý rằng ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đối với quyết định chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp trở nên rõ rệt hơn khi nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ tỷ lệ cổ phần ở mức đủ lớn. Khi tỷ lệ sở hữu tăng lên, các nhà đầu tư nước ngoài có động cơ và khả năng tham gia sâu hơn vào hoạt động giám sát cũng như các quyết định chiến lược của doanh nghiệp, qua đó tác động mạnh hơn đến chính sách đầu tư. Kết quả này cũng phù hợp với quy định pháp lý hiện hành tại Việt Nam. Theo Luật Doanh nghiệp 2020, cổ đông hoặc nhóm cổ đông sở hữu từ 5% cổ phần phổ thông trở lên có một số quyền quan trọng như xem xét, tra cứu và trích lục một số tài liệu của công ty; yêu cầu triệu tập cuộc họp Đại hội đồng cổ đông để xem xét các vấn đề liên quan đến hoạt động của HĐQT và ban điều hành; hoặc yêu cầu Ban kiểm soát kiểm tra các vấn đề cụ thể liên quan đến hoạt động quản lý và điều hành của doanh nghiệp. Những quyền này tạo điều kiện để cổ đông tham gia tích cực hơn vào cơ chế giám sát và định hướng hoạt động của doanh nghiệp.

Kết quả hồi quy tại cột (3), Bảng 2 cho thấy hệ số của FO trong mẫu doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu từ 10% trở lên vẫn có tác động dương đến chi tiêu đầu tư. Điều này hàm ý rằng khi tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đạt mức cao hơn, ảnh hưởng của họ đối với các quyết định đầu tư của doanh nghiệp trở nên rõ rệt hơn. Kết quả này có thể được lý giải từ góc độ quyền của cổ đông trong khuôn khổ pháp lý tại Việt Nam. Theo Luật Doanh nghiệp 2020, ngoài các quyền cơ bản của cổ đông hoặc nhóm cổ đông sở hữu từ 5% cổ phần phổ thông, các cổ đông hoặc nhóm cổ đông nắm giữ từ 10% tổng số cổ phần phổ thông trở lên còn có quyền đề cử người vào HĐQT hoặc Ban kiểm soát. Quyền này cho phép các cổ đông lớn tham gia trực tiếp hơn vào cơ chế quản trị và giám sát doanh nghiệp. Trên thực tế, đã có nhiều trường hợp tại Việt Nam cho

thấy cổ đông nước ngoài tham gia sâu vào hoạt động quản trị doanh nghiệp thông qua việc đề cử đại diện vào HĐQT. Chẳng hạn, năm 2017, Thai Beverage thông qua công ty con Vietnam Beverage đã mua khoảng 53,6% cổ phần của Sabeco và sau đó đề cử nhiều đại diện tham gia HĐQT của doanh nghiệp này trong các kỳ Đại hội cổ đông tiếp theo. Tương tự, cổ đông nước ngoài Fraser and Neave cũng nhiều lần đề cử đại diện tham gia HĐQT của Vinamilk. Do đó, khi nắm giữ tỷ lệ cổ phần lớn hơn, nhà đầu tư nước ngoài có nhiều cơ hội tham gia sâu vào quá trình ra quyết định của doanh nghiệp. Sự tham gia này có thể góp phần định hướng doanh nghiệp theo các chiến lược tăng trưởng và đầu tư dài hạn, từ đó khuyến khích doanh nghiệp mở rộng đầu tư, đặc biệt là các dự án có quy mô lớn hoặc có hàm lượng công nghệ cao.

**Bảng 2. Kết quả hồi quy tác động của sở hữu nước ngoài đến chi tiêu cho đầu tư doanh nghiệp**

	Hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài (1)	Nhà đầu tư nước ngoài sở hữu từ 5% (2)	Nhà đầu tư nước ngoài sở hữu từ 10% (3)
L.INV	-0,1738* (0,0827)	-0,2016** (0,0719)	-0,2684*** (0,0794)
FO	0,0677*** (0,0175)	0,0557** (0,0188)	0,0560** (0,0201)
LEV	0,0749*** (0,0149)	0,0852*** (0,0171)	0,0870*** (0,0200)
LDEBT	0,0601*** (0,0149)	0,0637*** (0,0183)	0,0743** (0,0229)
GROW	-0,0026 (0,0030)	-0,0016 (0,0045)	-0,0015 (0,0051)
SIZE	-0,0119** (0,0044)	-0,0113* (0,0051)	-0,0090 (0,0057)
CFLOW	0,1495*** (0,0321)	0,1451*** (0,0378)	0,1848*** (0,0541)
Hệ số góc	0,2731* (0,1122)	0,2535 (0,1307)	0,1819 (0,1458)
Số quan sát	5.539	2.187	1.536
AR(1)( P-value)	0,000	0,004	0,015
AR(2)( P-value)	0,119	0,308	0,329
Hansen test (P-value)	0,063	0,644	0,563

Ghi chú: Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc đơn. Các dấu hoa thị \*, \*\*, \*\*\* lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê tương ứng 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của sở hữu nước ngoài đến mức chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp. Sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 641 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2010-2024, kết quả hồi quy GMM cho thấy quyết định đầu tư của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng đồng thời bởi các yếu tố nội tại và cấu trúc sở hữu. Cụ thể, đầu tư trong quá khứ có tác động ngược chiều đến đầu tư hiện tại, phản ánh quá trình điều chỉnh vốn theo thời gian cũng như những ràng buộc tài chính sau các giai đoạn đầu tư lớn. Quan trọng hơn, sở hữu nước ngoài thể hiện vai trò tích cực và có ý nghĩa thống kê trong việc thúc đẩy chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp, nhất quán giữa các ngưỡng sở hữu khác nhau. Kết quả nghiên cứu gợi ý rằng nhà quản trị cần chủ động thu hút và duy trì sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trong cơ cấu cổ đông do sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài không chỉ bổ sung nguồn vốn mà còn góp phần nâng cao chất lượng giám sát, kỷ luật tài chính và hiệu quả ra quyết định đầu tư. Do đó, doanh nghiệp cần tăng cường minh bạch thông tin, cải thiện chuẩn mực quản trị và xây dựng chiến lược quan hệ nhà đầu tư nhằm tạo niềm tin và thu hút các nhà đầu tư nước ngoài dài hạn.

Kết quả nghiên cứu đã đánh giá được tác động của sở hữu nước ngoài đến đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng tồn tại một số hạn chế nhất định. Sở hữu nước ngoài

---

trong nghiên cứu được đo lường chủ yếu thông qua tỷ lệ cổ phần nắm giữ, trong khi chưa phân biệt rõ bản chất và mức độ tham gia của các nhóm nhà đầu tư nước ngoài khác nhau, chẳng hạn như nhà đầu tư cá nhân hay nhà đầu tư tổ chức. Sự khác biệt này có thể dẫn đến những tác động không đồng nhất đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Một hạn chế khác của nghiên cứu là chỉ tập trung vào các yếu tố nội tại của doanh nghiệp khi phân tích quyết định đầu tư. Trong thực tế, quyết định đầu tư của doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng đáng kể từ bối cảnh kinh tế vĩ mô trong nước và quốc tế, chẳng hạn như điều kiện kinh tế vĩ mô và chính sách tài chính - tiền tệ. Vì vậy, các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét kết hợp cả các yếu tố vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp để cung cấp cái nhìn toàn diện hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

### Tài liệu tham khảo

- Agyei-Mensah, B.K. (2021). The impact of board characteristics on corporate investment decisions: An empirical study. *Corporate Governance*, 21(4), 569-586. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0125>
- Bai, J., Fairhurst, D. & Serfling, M. (2020). Employment protection, investment, and firm growth. *The Review of Financial Studies*, 33(2), 644-688. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz066>
- Bộ Tài chính (2024). *Thông tư số 68/2024/TT-BTC của Bộ Tài chính: Sửa đổi, bổ sung một số điều của các Thông tư quy định về giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch chứng khoán; bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán; hoạt động của công ty chứng khoán và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*. Ngày 18 tháng 09 năm 2024.
- Bykova, A. & Lopez-Iturriaga, F. (2017). Exports-performance relationship in Russian manufacturing companies: Does foreign ownership play an enhancing role?. *Baltic Journal of Management*, 13(1), 20-40. <https://doi.org/10.1108/BJM-04-2017-0103>
- Chang, K., Ding, J., Lou, Q., Li, Z. & Yang, J. (2021). The impact of capital leverage on green firms' investment: New evidence regarding the size and age effects of Chinese green industries. *Finance Research Letters*, 38, 101529. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101529>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O. & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408-421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chhaochharia, V., Kumar, A. & Niessen-Ruenzi, A. (2012). Local investors and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 42-67. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.002>
- Choi, S.B., Lee, S.H. & Williams, C. (2011). Ownership and firm innovation in a transition economy: Evidence from China. *Research Policy*, 40(3), 441-452. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.01.004>
- David, P., O'Brien, J.P., Yoshikawa, T. & Delios, A. (2010). Do shareholders or stakeholders appropriate the rents from corporate diversification? The influence of ownership structure. *Academy of Management Journal*, 53(3), 636-654. <https://doi.org/10.5465/amj.2010.51469005>
- Đặng Tùng Lâm (2018). Ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đối với giá cổ phiếu trong khủng hoảng tài chính toàn cầu. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 255, 22-31.
- Đỗ Khắc Trung (2024). Ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến hoạt động đổi mới công nghệ xanh của các doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ - Đại học Đà Nẵng*, 22(8), 13-18.
- Eberly, J., Rebelo, S. & Vincent, N. (2012). What explains the lagged-investment effect?. *Journal of Monetary Economics*, 59(4), 370-380. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.05.002>
- Ferreira, M.A., Matos, P., Pereira, J.P. & Pires, P. (2017). Do locals know better? A comparison of the performance of

- 
- local and foreign institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 82, 151-164. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.06.002>
- Gao, L., Song, J., Liang, J. & Guo, J. (2021). How shareholder resources impact on the allocation of control power: Example of China Vanke. *Chinese Management Studies*, 16(2), 293-314. <https://doi.org/10.1108/CMS-07-2020-0295>
- Guadalupe, M., Kuzmina, O. & Thomas, C. (2012). Innovation and foreign ownership. *American Economic Review*, 102(7), 3594-3627. <https://doi.org/10.1257/aer.102.7.3594>
- Jiang, J., Hou, J., Wang, C. & Liu, H. (2021). COVID-19 impact on firm investment—Evidence from Chinese publicly listed firms. *Journal of Asian Economics*, 75, 101320. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2021.101320>
- Joe, D.Y., Oh, F.D. & Yoo, H. (2019). Foreign ownership and firm innovation: Evidence from Korea. *Global Economic Review*, 48(3), 284-302. <https://doi.org/10.1080/1226508X.2019.1632729>
- Kalemli-Özcan, Ş., Laeven, L. & Moreno, D. (2022). Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: Evidence from the European crisis. *Journal of the European Economic Association*, 20(6), 2353-2395. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvac018>
- Koo, J. & Maeng, K. (2006). Foreign ownership and investment: Evidence from Korea. *Applied Economics*, 38(20), 2405-2414. <https://doi.org/10.1080/00036840500427817>
- Kumar, S. & Ranjani, K.S. (2018). Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms. *Financial Innovation*, 4(1), 6. <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0090-4>
- Lee, E.J., Kim, S. & Jang, Y. (2022). Foreign investment horizons, corporate governance and payout policy. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies*, 30(3), 219-244. <https://doi.org/10.1108/JDQS-02-2022-0004>
- Lee, J. & Oh, F.D. (2024). Do foreign investors make firms more transparent? Evidence from Korea. *Journal of Multinational Financial Management*, 74, 100860. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2024.100860>
- Leuz, C., Lins, K.V. & Warnock, F.E. (2009). Do foreigners invest less in poorly governed firms?. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3245-3285. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn089>
- Nguyễn Thị Xuân Hồng, Phạm Thu Huyền, Đào Thị Nhung, Nguyễn Thị Nga, Trần Thị Kim Ngọc & Nguyễn Văn Cung (2020). Ảnh hưởng của sở hữu và quản lý nước ngoài đến khả năng sinh lời trong các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 281, 54-63.
- Phạm Xuân Quỳnh, Trương Đông Lộc & Lê Long Hậu (2024). Đầu tư và chi phí đại diện: Trường hợp các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 326, 2-11. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.1734>
- Phan Quỳnh Trang & Lư Kim Hồng (2024). Vai trò của nữ giới trong ban lãnh đạo cấp cao đối với đầu tư doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp Chí Kinh Tế và Ngân Hàng Châu Á*, 218, 104-120. <https://doi.org/10.63065/ajeb.vn.2024.218.96631>
- Phan, Q.T. (2024). Country-level governance quality, foreign ownership, and firm investment: Evidence from WBES database. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2302633. <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2302633>
- Rasiah, R. (2011). Foreign equity and technological capabilities: A comparison of joint-venture and national automotive suppliers in India. *Transnational Corporations Review*, 3(2), 87-103. <https://doi.org/10.1080/19186444.2011.11658286>
- Roedder, F. & Schmid, S. (2025). The impact of foreign ownership on firms: A systematic literature review. *Management Review Quarterly*. <https://doi.org/10.1007/s11301-025-00504-w>
- Tran, Q.T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: New evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185-1199. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2019-0573>
- Villalonga, B. & Amit, R. (2010). Family control of firms and industries. *Financial Management*, 39(3), 863-904. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01098.x>
-