

# Tác động của khối lượng giao dịch ròng nhà đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2016-2018

Lê Trang Nhung

Trường Cao đẳng nghề công nghệ cao Hà Nội

Lê Hải Đăng

Đại học FPT Hà Nội

Bài viết được thực hiện nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của khối lượng giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài đến chỉ số giá thị trường và tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2016-2018. Dựa vào dữ liệu giao dịch trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, bằng phương pháp nghiên cứu định lượng, nhóm tác giả đưa ra được bằng chứng thực nghiệm: khối lượng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với chỉ số giá thị trường (cụ thể trong nghiên cứu này là VN-Index) và tỉ lệ thuận với tính thanh khoản của thị trường. Kết quả nghiên cứu là cơ sở để các cơ quan quản lý nhà nước ban hành, sửa đổi một số quy định để làm cho thị trường chứng khoán cân bằng hơn, minh bạch; giúp các nhà đầu tư trong nước có cơ sở thực tiễn để đưa ra các quyết định giao dịch hiệu quả hơn.

## 1. Giới thiệu

Sự ra đời của TTCK Việt Nam được đánh dấu bằng việc vận hành Trung tâm giao dịch chứng khoán (HOSTC) thành phố Hồ Chí Minh ngày 20/07/2000 và thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/07/2000. Ngày 11 tháng 5 năm 2007, Thủ tướng Chính phủ ký Quyết định số 599/QĐ-TTg về việc chuyển đổi mô hình hoạt động từ Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh thành Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên (100% vốn của Bộ Tài chính). Việc chuyển đổi mô hình đã góp phần thu hút thêm vốn đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo thống kê của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, tính đến tháng 1 năm 2018, tổng giá trị mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK đạt 46.700 tỷ đồng, giá trị danh mục của nhà đầu tư ngoại đạt mức cao nhất từ trước đến nay. Các chuyên gia phân tích nhận định rằng sự tham gia tích cực này đã đóng vai trò quan trọng trong việc tạo tính thanh khoản cho thị trường chứng khoán.

Nghiên cứu này xem xét tác động của khối lượng giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài đối với chỉ số giá thị trường (VN-Index và tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi gồm thông tin của 559 ngày giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2016-2018. Kết quả của nghiên cứu này trái ngược với nghiên cứu của Nguyễn Trí Minh "Tác động của hoạt động giao dịch của nhà đầu tư nước

ngoài đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, 2017", ông cho rằng việc mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài có mối quan hệ tỷ lệ thuận với chỉ số VNINDEX nhưng có tỷ lệ nghịch với tính thanh khoản của thị trường. Tuy nhiên, nghiên cứu của ông được thực hiện trong giai đoạn 2011-2015, đây là lúc toàn thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng đang trong thời kỳ phục hồi nền kinh tế. Nghiên cứu này cũng sử dụng mô hình đánh giá tác động tương tự, tuy nhiên số liệu được lấy trong giai đoạn sau, từ năm 2016 — 2018. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy khối lượng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài có tác động tiêu cực đến chỉ số VN-Index và có tác động tích cực đến tính thanh khoản của thị trường.

## 2. Dữ liệu, phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Dữ liệu

Hiện nay trên thị trường chứng khoán niêm yết Việt Nam có các sàn giao dịch là sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE), sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), sàn UPCoM và thị trường trái phiếu chính phủ/trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên quy mô của HOSE lớn hơn nhiều so với các sàn giao dịch còn lại. Tính đến tháng 10/2018, sàn HOSE đang có 369 cổ phiếu niêm yết với quy mô vốn hóa đã đạt 2.938.857 tỷ đồng (chiếm 59,01% tỷ lệ vốn hóa thị trường). Trong nghiên cứu này, tác giả tập trung nghiên cứu những số liệu giao dịch trên sàn HOSE, cơ sở dữ liệu được thu thập trên website: hose.com.vn, cafef.vn và vietstock.vn. Giai đoạn được lựa chọn nghiên cứu là từ ngày 01 tháng 01 năm 2016 đến ngày

31 tháng 3 năm 2018 với mục đích là tìm ra mối quan hệ của khối lượng mua ròng của khối ngoại với chỉ số VN-Index và tính thanh khoản của thị trường.

## 2.2. Biến phụ thuộc

Biến phụ thuộc đầu tiên là VN-Index thể hiện biến động giá cổ phiếu giao dịch tại HOSE. Công thức tính chỉ số áp dụng đối với toàn bộ các cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE nhằm thể hiện xu hướng giá cổ phiếu hàng ngày.

$$VN-Index = \frac{100 \cdot \sum_{i=1}^N P1i \cdot Qi1}{\sum_{i=1}^N P0i + Qi1}$$

Trong đó:

P1i: Giá hiện hành của cổ phiếu i

Qi1: Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành (khối lượng niêm yết) của cổ phiếu i

P0i: Giá của cổ phiếu i thời kỳ gốc

Q0i: Khối lượng cổ phiếu i thời kỳ gốc

Biến phụ thuộc thứ hai là biến thanh khoản thị trường (Code\_V\_VOL), biến này đại diện cho toàn bộ giao dịch của thị trường (gồm cả giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận) trong một ngày. Nghiên cứu này cho thấy rằng tổng khối lượng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài có tác động đáng kể lên thanh khoản toàn thị trường.

## 2.3. Biến độc lập

Để có thể ước lượng được thanh khoản và chỉ số thị trường, khối lượng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài được hiểu là toàn bộ khối lượng cổ phiếu được mua trừ đi toàn bộ cổ phiếu được bán bởi nhà đầu tư nước ngoài (bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận).

**Bảng 1: Tên biến và ký hiệu trong mô hình**

Biến phụ thuộc	Tên biến trong mô hình
Chỉ số thị trường (cuối ngày)	VNI
Tổng số lượng giao dịch VN-Index	V_VOL
Khối lượng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài	F_VOL
Tỷ lệ khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên tổng khối lượng giao dịch của thị trường	F_V_VOL

## 2.4. Mô tả dữ liệu

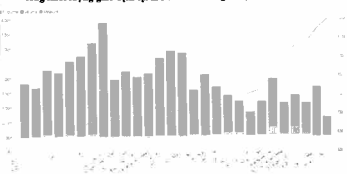
Thông kê mô tả các biến nghiên cứu trong thời kỳ 2016-2018 được trình bày ở bảng 2

**Bảng 2: Thông kê mô tả các biến nghiên cứu**

Tên biến	Đơn vị	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
VNI		559	743.5	153.4	521.8	1175.5
V_VOL	Cổ phiếu	559	171 triệu	61.3 triệu	61.9 triệu	585 triệu
F_VOL	Cổ phiếu	559	1.3 triệu	10.8 triệu	-63 triệu	141 triệu
F_V_VOL %		559	0.31	4.2	-24.9	24.2

Bảng 2 cho thấy giá trị biến VNI được trải rộng trong khoảng khá lớn (521.8 — 1175.5) dẫn đến giá trị độ lệch chuẩn lớn. Giá trị F\_V\_VOL cho thấy nhà đầu tư nước ngoài chiếm tỷ lệ nhỏ trên thị trường nhưng những chỉ số liên quan như độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất đều có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy, các nhà đầu tư nước ngoài ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán thông qua những cú sốc hoặc những sự kiện đặc biệt.

**Hình 1: Mối quan hệ của khối lượng giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài, tổng khối lượng giao dịch tại HOSE và chỉ số giá thị trường VN-Index**



Dựa vào đồ thị 3 có thể thấy mối quan hệ thuận chiều giữa số lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (f\_volume) và tổng khối lượng giao dịch của VN-Index (volume) và cho thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa chỉ số giá thị trường (measure) và khối lượng giao dịch của nhà đầu tư ngoại.

## 3. Kết quả phân tích

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới sử dụng phương pháp định lượng, cụ thể là phân tích hồi quy tuyến tính phù hợp với dữ liệu chuỗi để xác định mối quan hệ giữa giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài với tính thanh khoản của thị trường. Trong báo cáo này, tác giả cũng sử dụng phương pháp này để đo lường ảnh hưởng số lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài lên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, tác giả sử dụng 2 mô hình như sau để thực hiện nghiên cứu:

Mô hình 1:  $VNI_t = a_0 + a_1 F\_VOL_t + e_t$

Mô hình 2:  $V\_VOL_t = a_0 + a_1 F\_VOL_t + e_t$

Sau đó sử dụng kiểm định Breusch — Pagan để phát hiện hiện tượng phương sai thay đổi (heteroscedasticity) và kiểm định hiện tượng tự tương quan cho mỗi mô hình. Bảng 3 cho thấy không có hiện tượng heteroscedasticity trong mô hình 1 nhưng hiện tượng này xuất hiện trong mô hình 2. Và cả 2 mô hình đều có hiện tượng tự tương quan.

**Bảng 3: Kiểm định Breusch — Pagan**

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroscedasticity		
	Model 1	Model 2
Chi-square	0.30	8.30
Prob.> Chi-square	0.5824	0.0040
Breusch-Godfrey LM test for autocorrelation		
	Model 1	Model 2
Chi-square	541.738	284.395
Prob.> Chi-square	0.0000	0.0000

Vì phân bậc một của VN-Index được sử dụng vì VN-Index là chuỗi không dừng. Bảng 4 trình bày kiểm định Dickey Fuller cho thấy rằng đủ bằng chứng để bác bỏ giả thuyết H0 và tất cả các biến trở thành chuỗi dừng.

**Bảng 4: Kiểm định Dickey Fuller**

	Test statistic	1% critical value	5% critical value	10% critical value
d.VNI	-23.770	-3.430	-2.860	-2.570
V_VOL	-9.555	-3.430	-2.860	-2.570
F_VOL	2.455	-3.430	-2.860	-2.570
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000				

Biến trễ của biến phụ thuộc có thể ảnh hưởng đến mô hình dữ liệu chuỗi thời gian, vì thế mô hình Vecto tự hồi quy được sử dụng để xác định số bậc trễ tối đa. Ở nghiên cứu này số bậc trễ tối đa của d.VNI và V\_VOL là bốn. Vì vậy để giải quyết vấn đề không đồng nhất và tự tương quan, mô hình ARCH được sử dụng như sau:

Mô hình 3:  $V\_VOL_t = a_0 + a_1F\_VOL + a_2V\_VOL_{t-1} + a_3V\_VOL_{t-2} + a_4V\_VOL_{t-3} + a_5V\_VOL_{t-4} + et$ .

Mô hình 4:  $d.VNIt = a_0 + a_1F\_VOL + a_2d.VNIt-1 + a_3d.VNIt-2 + a_4d.VNIt-3 + a_5d.VNIt-4 + et$ .

**Bảng 5. Kết quả hồi quy mô hình ARCH**

Mô hình 3	V_VOL
F_VOL	1.46984*
V_VOL <sub>t-1</sub>	3274468*
V_VOL <sub>t-2</sub>	.1330007*
V_VOL <sub>t-3</sub>	1851825*
V_VOL <sub>t-4</sub>	171214*
Mô hình 4	d.VNI
F_VOL	-5.66e-08*
d.VNI <sub>t-1</sub>	-0.263585
d.VNI <sub>t-2</sub>	0.435204**
d.VNI <sub>t-3</sub>	0.895694*
d.VNI <sub>t-4</sub>	0.85181*

\* mức ý nghĩa 1%

\*\* mức ý nghĩa 5%

Từ mô hình 3 cho thấy, khi tổng khối lượng mua bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài tăng 1 đơn vị thì làm cho tổng khối lượng của cả thị trường tăng 1.46984 đơn vị. Có thể giải thích bằng việc các hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài, thường là các tổ chức, chuyên gia có nguồn lực tài chính vững mạnh luôn có sự ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là nhà đầu tư nhỏ lẻ hoặc các nhà đầu tư ít kinh nghiệm.

Kết quả của mô hình 4 cho thấy mỗi biến tổng khối lượng của nhà đầu tư nước ngoài tăng 1 đơn vị làm chỉ số VN-Index giảm -5.66e-08 đơn vị. Kết quả này phù hợp với thời kỳ giá lên trong lý thuyết của Wyckoff. Trong giai đoạn này (2016 – 2018), những nhà đầu tư nhỏ lẻ, cá nhân đã chú ý đến những cổ phiếu vốn hóa cao đã được những nhà tạo lập thị trường tích lũy trước đó (giai đoạn 2011-2015). Do vậy, các nhà tạo lập thị trường luôn có đủ loại cổ phiếu để bán ra trên thị trường và đồng thời họ sẽ mua vào các cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ có tính thanh khoản tốt hơn. Trong trường hợp này, chỉ số thị trường chứng khoán có xu hướng giảm mặc dù tính thanh khoản thị trường tăng.

Một trong những đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam là giao dịch t+3, có nghĩa là nhà đầu tư chỉ có thể bán cổ phiếu sau ít nhất 3 ngày kể từ thời điểm mua. Điều này có thể chứng minh rõ ràng trong

mô hình 4, trong đó hệ số a2 không có ý nghĩa và a3 có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 95%.

## 5. Kết luận và kiến nghị

Bài viết đưa ra bằng chứng về mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa hiệu suất thị trường và mua ròng của người nước ngoài trong giai đoạn thị trường giá tăng. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng đưa ra kết luận rằng có một mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa tính thanh khoản của thị trường và thanh khoản của các nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn này. Điều này có thể được giải thích bởi học thuyết của Wyckoff rằng người nước ngoài cũng là những nhà tạo lập thị trường. Trong giai đoạn thị trường tăng giá, họ sẽ có xu hướng bán cổ phiếu có giá trị cao đã được tích lũy từ trước và mua lại các cổ phiếu có giá trị thấp hơn dẫn đến chỉ số chứng khoán giảm. Trong giai đoạn này, các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân không có nhiều kinh nghiệm, đều kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng, dẫn đến họ đưa ra những quyết định mua cổ phiếu khá dễ dàng. Đây chính là cơ hội tốt cho các nhà tạo lập thị trường, trong đó có nhà đầu tư nước ngoài, bán cổ phiếu của họ với giá cao.

Mặc dù tỷ trọng số nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam không lớn, nhưng những quyết định giao dịch của họ lại có tác động đáng kể đến tính thanh khoản và chỉ số giá thị trường. Kết quả nghiên cứu này là bằng chứng thực nghiệm góp phần: (1) giúp các cơ quan quản lý nhà nước có cái nhìn toàn diện hơn về tác động của nhà đầu tư ngoại lên nền kinh tế của Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, để có thể ban hành, sửa đổi một số quy định để làm cho thị trường chứng khoán cân bằng hơn, minh bạch và hấp dẫn hơn; tìm ra các giải pháp ứng phó trong trường hợp dòng vốn vào ô ở thị trường hợp dòng vốn này có dấu hiệu rút khỏi thị trường (2) giúp các nhà đầu tư cá nhân có cơ sở thực tiễn để đưa ra các quyết định giao dịch tối ưu./

## Tài liệu tham khảo

NGUYEN Minh Tri (2017), "The Impact Of Foreign Investors Trading Activities On Vietnam Stock Market", International Journal of Marketing Studies.

Nguyễn Thanh Huyền (2015), Luận án tiến sĩ: "Quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam".

Vladimir Arcabic và các cộng sự (2013), "The relationship between the stock market and foreign direct investment in Croatia: evidence from VAR and cointegration analysis".

Ozge BOLAMAN (2015), "Effect of Foreign investor transactions on Stock market returns", Applied Financial Economics.