



HIỆU ỨNG DẪN TRUYỀN GIAO DỊCH CỦA KHỐI ĐẦU TƯ NGOẠI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TRẦN VĂN TRUNG

Bài viết nghiên cứu tác động của giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị giao dịch ròng của các nhóm nhà đầu tư khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, giá trị giao dịch ròng của nhóm nhà đầu tư nước ngoài có tác động đến giá trị giao dịch ròng của nhóm nhà đầu tư trong nước nhưng không có tác động đến giá trị giao dịch ròng của nhóm tự doanh. Giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài có lan tỏa đến giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư trong nước nhưng rất thấp và không lan tỏa đến nhóm tự doanh...

Từ khóa: Nhà đầu tư nước ngoài, giá trị giao dịch ròng, spillover index

SPILOVER EFFECT OF FOREIGN INVESTORS' TRADING ON VIETNAM STOCK MARKET

Tran Van Trung

This paper investigates the spillover effect of net trading value of foreign investors on net trading value of other investor groups in Vi-etnam stock market. The study employs Vector Autoregression (VAR) model, using weekly frequency data including net trading value of domestic investors, foreign investors, proprietary trading, VN-Index closing price and USD/VND exchange rate. The empirical re-sults show that net trading value of foreign in-vestors has an impact on net trading value of domestic investors but no impact on net trad-ing value of proprietary trading. The spillover effect of net trading value of foreign investors to net trading value of domestic investors is very low and no spillover to proprietary trading group...

Keywords: Foreign investor, net trading value, spillover index

Ngày nhận bài: 7/02/2025

Ngày hoàn thiện biên tập: 21/02/2025

Ngày duyệt đăng: 28/02/2025

Giới thiệu

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam ngày càng nhiều nhà đầu tư (NĐT) tham gia, từ cá nhân đến tổ chức trong nước và ngoài nước. NĐT đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc duy trì và phát triển TTCK, trong đó có NĐT nước ngoài. Trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu ngày càng liên kết, dòng vốn từ các NĐT nước ngoài

đóng vai trò dẫn dắt việc hình thành xu hướng của TTCK ở các quốc gia mới nổi, bao gồm Việt Nam. NĐT nước ngoài thường được xem là nhóm đầu tư "thông minh" với nguồn lực tài chính lớn, kinh nghiệm và khả năng tiếp cận thông tin nhanh chóng. Do đó, các quyết định mua hoặc bán của họ thường được các NĐT trong nước coi là tín hiệu quan trọng phản ánh xu hướng thị trường hoặc đánh giá về giá trị cổ phiếu.

Hiện nay, có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về sự ảnh hưởng của NĐT nước ngoài đến TTCK trong nước. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào về sự ảnh hưởng giữa các nhóm NĐT ở khía cạnh giao dịch ròng, cũng như sự lan tỏa giữa các nhóm NĐT. Chính vì vậy, bài viết này nghiên cứu hiệu ứng dẫn truyền giao dịch của khối đầu tư ngoại trên TTCK Việt Nam.

Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu về giao dịch NĐT nước ngoài ở Việt Nam tìm thấy những kết quả không giống nhau. Một số nghiên cứu cho rằng, hành vi giao dịch trên thị trường của NĐT nước ngoài không tác động đến biến động chỉ số chứng khoán và giá trị vốn hóa thị trường (Phạm Tiến Mạnh, 2023) hoặc giao dịch của NĐT nước ngoài chưa thực sự tác động và là chỉ báo cho các NĐT trong nước, chỉ có mối quan hệ một chiều và tác động của chỉ số VN-Index đến giá trị giao dịch mua và bán của NĐT nước ngoài hay giao dịch của NĐT nước ngoài là sự phản ứng dựa vào thị trường chung (Nguyễn Thị Kim Anh, Cao Tiến Sĩ, 2017).

Khác với kết quả trên, khi xem xét tác động của



BẢNG 1: MÔ TẢ CÁC BIẾN

Biến	Giải thích biến	Cách tính	Mô hình áp dụng
CNTC	GTGDR của nhóm NĐT nội (cá nhân và tổ chức trong nước)	GTGDR chia tổng giá trị giao dịch	VAR, Spillover Index
TD	GTGDR của nhóm tự doanh	GTGDR chia tổng giá trị giao dịch	VAR, Spillover Index
NN	GTGDR của nhóm NĐTNN	GTGDR chia tổng giá trị giao dịch	VAR, Spillover Index
VNIN-DEX	Chỉ số VNindex	Tỷ suất chênh lệch	VAR
USD-VND	Tỷ giá USD/VND	Tỷ suất chênh lệch	VAR

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

việc mua ròng của NĐT nước ngoài, Nguyễn Trí Minh (2017) tìm thấy tính thanh khoản của thị trường bị ảnh hưởng tiêu cực (có yếu tố trễ) bởi hoạt động giao dịch của NĐT nước ngoài. Nghiên cứu trên chỉ số VN30, Trương Đông Lộc, Mai Quốc Việt (2016) cho rằng, mối quan hệ giữa khối lượng cổ phiếu giao dịch của NĐT nước ngoài và sự biến động của chỉ số VN30 là mối quan hệ tác động qua lại lẫn nhau.

Trần Văn Trung (2024) nghiên cứu trên chỉ số phát triển bền vững (VNSI) cho thấy, khối lượng giao dịch ròng của NĐT nước ngoài và sự biến động của VNSI tác động đến giá trị giao dịch ròng (GTGDR) của NĐT nước ngoài. Giá trị giao dịch ròng của NĐT nước ngoài và sự biến động của VNSI tác động đến khối lượng giao dịch ròng của NĐT nước ngoài. Kết quả này đồng thuận với nghiên cứu của Trương Đông Lộc, Mai Quốc Việt (2016).

Nghiên cứu sự lan tỏa giữa TTCK các nước đến TTCK Việt Nam đều cho rằng có sự liên kết và tác động lan tỏa giữa các thị trường (Cảnh, N. P và cộng sự, 2016. Nghiên cứu tác động lan tỏa biến động động giữa các ngành trên TTCK Việt Nam của Dang, T.HN., Nguyen, N.T. và Vo, D.H (2023) tìm thấy mức độ lan tỏa biến động trên các lĩnh vực của Việt Nam là rất đáng kể. Rủi ro từ TTCK dường như đang lan rộng nhanh chóng và dễ dàng trên khắp các lĩnh vực ở Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ trang fiintrade.vn theo tần suất tuần bao gồm GTGDR của 3 nhóm NĐT trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) bao gồm: NĐT nước ngoài, NĐT trong nước (cá nhân và tổ chức) và tự doanh của các công ty chứng khoán. Dữ liệu thu thập từ trang investing.com về kết quả đóng cửa theo tần suất tuần của chỉ số VN-Index và tỷ giá USD/VND.

Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng mô hình Vector tự hồi quy (VAR) trên các biến CNTC-GTGDR của nhóm NĐT nội; TD-GTGDR của nhóm tự doanh; NN-GTGDR của nhóm NĐT nước ngoài; VNINDEX-Chỉ số VN-Index; USDVND-Tỷ giá USD/VND nhằm xem xét mức độ tác động của của GTGDR của NĐT nước ngoài đến GTGDR của các nhóm NĐT khác.

Để xác định mức độ lan tỏa giữa GTGDR của các nhóm NĐT nghiên cứu áp dụng mô hình chỉ số lan tỏa (Spillover Index) được đề xuất bởi Diebold và Yilmaz (2012, 2014). Mô hình này áp dụng trên 3 biến CNTC, TD, NN.

Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Mô tả thống kê dữ liệu

Bảng 2 cho thấy, nhóm NĐT trong nước (CNTC) và nhóm NĐT nước ngoài (NN) có tỷ lệ giao dịch ròng trung bình âm nên 2 nhóm này có xu hướng bán ròng nhẹ, tuy nhiên, nhóm NĐT nước ngoài có

BẢNG 2: MÔ TẢ THỐNG KÊ DỮ LIỆU

	CNTC	TD	NN	VNINDEX	USDVND
Trung bình	-0.005652	0.057859	-0.045886	0.001706	0.000227
Trung vị	-0.005214	0.069303	-0.043303	0.004567	0.000000
Lớn nhất	0.261169	0.746160	0.520584	0.111739	0.029448
Nhỏ nhất	-0.196963	-0.847465	-0.525593	-0.145450	-0.032854
Độ lệch chuẩn	0.047193	0.248647	0.160023	0.026766	0.003435
Skewness	-0.003263	-0.381397	0.085325	-0.870413	-0.647901
Kurtosis	6.978987	3.394815	3.492376	7.247678	40.90020
Jarque-Bera	246.0616	11.46563	4.220425	327.5133	22350.54
Probability	0.000000	0.003238	0.121212	0.000000	0.000000
Số quan sát	373	373	373	373	373

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả



BẢNG 3: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH TÍNH DỪNG CỦA CÁC BIẾN

Kiểm định		CNTC	TD	NN	Vn-Index	USDVND
Augmented Dickey - Fuller	Thống kê ADF	-7.400109	-18.26838	-6.062998	-16.98052	-14.32924
	Xác suất	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	Giá trị tới hạn					
	1%	-3.447770	-3.447722	-3.447818	-3.447722	-3.447722
	5%	-2.869113	-2.869092	-2.869134	-2.869092	-2.869092
	10%	-2.570871	-2.570860	-2.570883	-2.570860	-2.570860

Nguồn: Kết quả chạy Eviews

tỷ lệ bán ròng cao hơn nhóm NĐT trong nước. Ngược lại, nhóm tự doanh (TD) mua ròng trong giai đoạn nghiên cứu. TD có độ biến động cao nhất, thể hiện sự dao động lớn trong hoạt động giao dịch của nhóm tự doanh. Ngược lại, CNTC và NN ổn định hơn.

Kiểm định tính dừng các chuỗi dữ liệu

Kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu thông qua kiểm định Augmented Dickey - Fuller cho thấy, giá trị thống kê của kiểm định Dickey-Fuller đối với các chuỗi CNTC, TD, NN, VN-Index, USDVND đều dừng với mức ý nghĩa 1%.

Kết quả mô hình VAR

Ước lượng VAR với độ trễ bằng 4, sau đó xác định độ trễ phù hợp có kết quả trễ bằng 2, đồng thời, kết quả nghiên cứu cho lựa chọn độ trễ tối ưu $p = 2$.

Kết quả ước lượng của mô hình VAR cho thấy, các biến đều bị ảnh hưởng đáng kể bởi giá trị trễ của chính nó và một số biến khác, đặc biệt là tỷ giá USD/VND có vai trò quan trọng trong việc tác động đến các giao dịch ròng của NĐT trong và ngoài nước, cũng như diễn biến VN-Index. Giao dịch nước ngoài nhạy cảm với biến động tỷ giá và diễn biến của VN-Index. Tự doanh phản ứng mạnh với các giá trị trễ của VN-Index và USD/VND.

$$\begin{aligned} \text{CNTC} = & 0.0946916650212 \cdot \text{CNTC}(-1) + \\ & 0.263881528445 \cdot \text{CNTC}(-2) - 0.00560411083517 \cdot \text{TD}(-1) - 0.000904328854273 \cdot \text{TD}(-2) - \\ & 0.0814814604546 \cdot \text{NN}(-1) + 0.010741215352 \cdot \text{NN}(-2) - \\ & 0.216875081788 \cdot \text{VNINDEX}(-1) - \\ & 0.127684797296 \cdot \text{VNINDEX}(-2) + \\ & 0.614729148616 \cdot \text{USDVND}(-1) + \\ & 0.355895715379 \cdot \text{USDVND}(-2) - 0.00583132104983 \\ \text{TD} = & 0.486063391358 \cdot \text{CNTC}(-1) - \\ & 0.814353912538 \cdot \text{CNTC}(-2) + 0.0712530548101 \cdot \text{TD}(-1) + \\ & 0.076258271916 \cdot \text{TD}(-2) + 0.0639325677503 \cdot \text{NN}(-1) - \\ & 0.0170815883236 \cdot \text{NN}(-2) - \\ & 0.0359033594993 \cdot \text{VNINDEX}(-1) + \\ & 0.898556792001 \cdot \text{VNINDEX}(-2) - \\ & 1.33493405512 \cdot \text{USDVND}(-1) + \\ & 7.08339109767 \cdot \text{USDVND}(-2) + \\ & 0.0464999648324 \\ \text{NN} = & 0.150374892818 \cdot \text{CNTC}(-1) - \\ & 0.4981509201 \cdot \text{CNTC}(-2) + \\ & 0.028137623007 \cdot \text{TD}(-1) + \\ & 0.000933824275192 \cdot \text{TD}(-2) + \\ & 0.479379315342 \cdot \text{NN}(-1) + \\ & 0.0614093767474 \cdot \text{NN}(-2) + \\ & 0.51397660263 \cdot \text{VNINDEX}(-1) - \\ & 0.345746449081 \cdot \text{VNINDEX}(-2) - \\ & 0.606896382814 \cdot \text{USDVND}(-1) - \\ & 4.14592833333 \cdot \text{USDVND}(-2) - 0.0247312474068 \\ \text{VNINDEX} = & -0.0771055572972 \cdot \text{CNTC}(-1) - \\ & 0.0800902541081 \cdot \text{CNTC}(-2) - \\ & 0.000408792202125 \cdot \text{TD}(-1) - 0.00550068164047 \cdot \text{TD}(-2) - \\ & 0.0066622762359 \cdot \text{NN}(-1) - \\ & 0.0413046510028 \cdot \text{NN}(-2) + \\ & 0.115358072946 \cdot \text{VNINDEX}(-1) - \\ & 0.0400550423759 \cdot \text{VNINDEX}(-2) - \\ & 0.242433282152 \cdot \text{USDVND}(-1) - \\ & 0.334833066911 \cdot \text{USDVND}(-2) - 0.000944733717947 \\ \text{USDVND} = & 0.00136576235624 \cdot \text{CNTC}(-1) + \\ & 0.00421028971489 \cdot \text{CNTC}(-2) - \\ & 0.000849982129306 \cdot \text{TD}(-1) + \\ & 0.000747708332584 \cdot \text{TD}(-2) - 0.00119299095392 \cdot \text{NN}(-1) + \\ & 0.00227334108789 \cdot \text{NN}(-2) - \\ & 0.0207415404594 \cdot \text{VNINDEX}(-1) - \\ & 0.0171205310399 \cdot \text{VNINDEX}(-2) + \\ & 0.255517995648 \cdot \text{USDVND}(-1) - \\ & 0.0631821013048 \cdot \text{USDVND}(-2) + 0.00033141417378 \end{aligned}$$

Kiểm định tính ổn định mô hình VAR

Kiểm định tính ổn định của mô hình VAR bằng sử dụng AR Root Test. Kết quả Hình 1 cho thấy, các nghiệm nằm trong đường tròn đơn vị, như vậy mô hình VAR có tính ổn định.

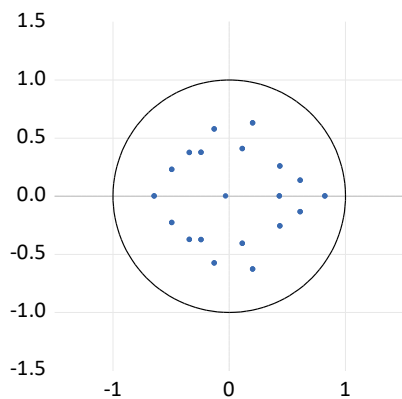
BẢNG 4: CHỈ SỐ LAN TỎA GTGDR GIỮA CÁC NHÓM NĐT

	CNTC	TD	NN	Nhận vào
CNTC	96.9	0.4	2.7	3.1
TD	11.5	88.4	0.1	11.6
NN	62.8	8.2	28.9	71.1
Truyền đi	74.4	8.6	2.8	85.8
Chỉ số lan tỏa	171.3	97.0	31.7	28.6%
Chỉ số lan tỏa ròng	71.3	-3.0	-68.3	

Nguồn: Kết quả chạy Eviews



HÌNH 1: KIỂM ĐỊNH TÍNH ỔN ĐỊNH CỦA MÔ HÌNH



Nguồn: Kết quả chạy Eviews

Kiểm định nhân quả Granger

Thảo luận kết quả mô hình VAR

Kết quả kiểm định nhân quả Granger Bảng 5 cho thấy: Trường hợp biến phụ thuộc là CNTC, riêng từng biến TD, USDVND không có ý nghĩa nhân quả với CNTC; riêng từng biến NN và VNINDEX có ý nghĩa nhân quả đối với CNTC; tổng thể các biến trong hệ thống có ý nghĩa nhân quả đối với CNTC; Trường hợp biến phụ thuộc là TD, riêng từng biến CNTC, NN, VNINDEX, USDVND không có ý nghĩa nhân quả đối với TD; tổng thể các biến trong hệ thống không có ý nghĩa nhân quả đối với TD; Trường hợp biến phụ thuộc là NN, riêng từng biến CNTC, TD, USDVND không có ý nghĩa nhân quả với NN; riêng VNINDEX có ý nghĩa nhân quả đối với NN. Tổng thể các biến trong hệ thống có ý nghĩa nhân quả đối NN.

Như vậy, kết quả kiểm định nhân quả Granger cho thấy, GTGDR của NĐT nước ngoài có tác động dẫn dắt đáng kể lên GTGDR của nhóm NĐT trong nước (CNTC) trong các giai đoạn biến động thị trường.

Kết quả mô hình Spillover index và thảo luận

Kết quả từ mô hình Spillover index được thể hiện trong Bảng 5. CNTC là nhóm có tác động lớn nhất trong hệ thống (truyền đi 74,4%), vừa tự điều chỉnh cao nhất trong toàn hệ thống (96,9%) và nhận vào từ các nhóm khác rất thấp (3,1%), cho thấy tính độc lập trong hành vi giao dịch của nhóm này. Nhóm TD tự điều chỉnh rất cao (88,4%), truyền đi và nhận vào rất hạn chế (8,6% và 11,6%), chứng tỏ nhóm TD cũng độc lập trong hành vi giao dịch. Nhóm NN tự điều chỉnh thấp (28,9%), truyền đi rất hạn chế (2,8%), tuy nhiên, nhận vào rất cao (71,1%) trong đó chủ yếu nhận vào từ CNTC (62,8%), chứng tỏ hành vi giao dịch của NĐT nước ngoài phụ thuộc vào CNTC. Tổng mức độ

kết nối là 28,6% cho thấy, mức độ kết nối giữa các biến trong hệ thống là vừa phải, với phần lớn biến động của từng biến được giải thích bởi chính nó. Như vậy, sự lan tỏa và kết nối đã tìm thấy trong các nghiên cứu trước đây giữa các thị trường, các ngành, các cổ phiếu trong cùng ngành, nghiên cứu này tìm thấy sự lan tỏa và kết nối giữa các nhóm NĐT tham gia cùng một thị trường.

Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, GTGDR của nhóm NĐT nước ngoài có tác động đến GTGDR của nhóm NĐT trong nước nhưng không có tác động đến GTGDR của nhóm tự doanh. GTGDR của NĐT nước ngoài có lan tỏa đến GTGDR của NĐT trong nước nhưng mức lan tỏa này rất thấp và GTGDR của NĐT nước ngoài không lan tỏa đến nhóm tự doanh. Mức độ lan tỏa giao dịch của NĐT nội truyền đi mạnh nhất. Hành vi giao dịch của NĐT nội và tự doanh khá độc lập, tuy nhiên, hành vi giao dịch của NĐT nước ngoài chịu tác động lan tỏa từ giao dịch của NĐT nội.

* *Bài báo là công bố của đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường năm 2024: “Tác động của giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị giao dịch ròng của các nhóm nhà đầu tư khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam”.*

Tài liệu tham khảo:

1. Ngô Thái Hưng và cộng sự. (2023), *Phân tích biến động giá và rủi ro của thị trường chứng khoán ASEAN-6: Bằng chứng thực nghiệm trước và trong thời kỳ covid-19. Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, 35–48. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi1.294>;
2. Nguyễn Phúc Cảnh, Phan Gia Quyền, Hà Thị Mỹ Duyên (2016), *Tác động lan tỏa từ thị trường chứng khoán Trung Quốc đến thị trường chứng khoán các quốc gia Đông Nam Á. Tạp chí quản lý và Kinh tế quốc tế*, 84;
3. Nguyễn Thị Kim Anh, Cao Tiến Sỹ. (2017), *Tác động của giao dịch nhà đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí khoa học Trường Đại học An Giang*, 16(4), 62–75;
4. 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);
5. Tri Minh Nguyen. (2017), *The Impact of Foreign Investor Trading Activity on Vietnamese Stock Market. International Journal of Marketing Studies*, 9(1), 109. <https://doi.org/10.5539/ijms.v9n1p109>;
6. Dang, T. H. N., Nguyen, N. T., Vo, D. H. (2023), *Sectoral volatility spillovers and their determinants in Vietnam. Economic Change and Restructuring*, 56(1), 681–700. <https://doi.org/10.1007/s10644-022-09446-9>.

Thông tin tác giả:

Trần Văn Trung

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Email: trungtcnh@ufm.edu.vn