

# Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và giá trị doanh nghiệp

Phan Quỳnh Trang<sup>1,\*</sup>, Nguyễn Sĩ Khái<sup>1</sup>, Vũ Hoàng Minh Trung<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

## TỪ KHÓA

Dòng tiền đầu tư,  
Giao dịch của nhà đầu tư  
nước ngoài,  
Giá trị giao dịch ròng,  
Giá trị doanh nghiệp.

## TÓM TẮT

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là nghiên cứu tác động của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị doanh nghiệp, được đo lường bằng biến Tobin Q. Bằng việc sử dụng dữ liệu bảng của các doanh nghiệp niêm yết tại sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn giao dịch Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2010 đến 2021 và phương pháp hồi quy Bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS), chúng tôi tìm thấy bằng chứng về tác động của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp niêm yết. Cụ thể, giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng gia tăng. Thứ hai, giá trị doanh nghiệp có xu hướng cải thiện nếu nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng mua ròng. Một số gợi ý về chính sách cũng được nêu ra trong bài nghiên cứu.

## 1. Giới thiệu

Giá trị doanh nghiệp là một chủ đề nghiên cứu quan trọng của doanh nghiệp bởi vì giá trị thị trường của doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng đến sự lựa chọn cách thức niêm yết trên thị trường của doanh nghiệp (Bower, 1989), giá trị thị trường được đo lường bằng Tobin Q cũng có ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (Sakawa & cộng sự, 2023), đến xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp (H.-J. Lim & Mali, 2023). Do đó, chủ đề giá trị doanh nghiệp nhận được nhiều sự chú ý của các nhà nghiên cứu từ nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (Saona & San Martín, 2018) đến xem xét các yếu tố khác nhau có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp như: đa dạng hóa (Berger & Ofek, 1995), quản trị doanh nghiệp (Brown & Caylor, 2006; Hoàng Việt Huy, 2018), chính sách

tài chính (Brennan & Schwartz, 1984), chính sách môi trường (Al-Najjar & Anfimiadou, 2012), cấu trúc vốn của doanh nghiệp (Võ Minh Long, 2017, 2018), quản trị rủi ro (Trịnh Thị Phan Lan, 2015), chính sách chi trả cổ tức (Nguyễn Phúc Hiền & Ngô Thị Thúy Huyền, 2023), hành vi nắm giữ tiền mặt (Trần Phi Long & Lê Đức Hoàng, 2016).

Nhà đầu tư nước ngoài là một nhóm nhà đầu tư khá là quan trọng trên thị trường chứng khoán bởi vì sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài giúp thị trường hoạt động hiệu quả hơn thông qua việc đẩy nhanh thông tin sẵn có vào giá cổ phiếu (Vo, 2019), sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cũng có ảnh hưởng đến rủi ro sụp đổ giá của cổ phiếu (Vo, 2020), giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cũng giúp cải thiện chức năng chứa đựng thông tin của giá cổ phiếu (Vo, 2017a), giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cũng ảnh hưởng đến xu hướng neo đậu (anchoring) của thị trường (Shin &

\* Tác giả liên hệ. Email: trang.pq@ou.edu.vn (Phan Quỳnh Trang)

<https://doi.org/10.61602/jdi.2024.74.02>

Nhận bài: 25/10/2023; Ngày chỉnh sửa: 04/12/2023; Chấp nhận đăng: 09/12/2023

ISSN (print): 1859-428X, ISSN (online): 2815-6234

Park, 2018). Đối với doanh nghiệp, sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp đó (Baba, 2009), đến khả năng chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp (Nguyen, 2012), đến quá trình tư nhân hóa của doanh nghiệp (Lin & Matsumura, 2012), đến khả năng quản trị của doanh nghiệp (Kim & cộng sự, 2010), đến đổi mới của doanh nghiệp (Kong & cộng sự, 2020) và rất nhiều khía cạnh khác của doanh nghiệp. Do đó, việc nghiên cứu giá trị doanh nghiệp và các yếu tố khác nhau có tác động đến giá trị doanh nghiệp là cần thiết để có thể đưa ra những hàm ý về chính sách đối với doanh nghiệp nói riêng và các nhà làm luật nói chung.

Thị trường chứng khoán Việt Nam được đưa vào hoạt động chính thức năm 2000. Sau 23 năm hoạt động thì ngày càng thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài tham gia giao dịch. Theo tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam đã công bố số lượng tài khoản giao dịch nước ngoài có xu hướng tăng liên tục. Số tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài tăng hơn gấp đôi, từ 17,789 tài khoản giao dịch năm 2015 lên 39,510 tài khoản năm 2021. Theo công bố trên website của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), khối lượng và giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đều tăng mạnh, từ 25 triệu cổ phiếu, tương ứng 43 triệu USD năm 2015 lên 209 triệu cổ phiếu, tương ứng 628 triệu USD năm 2021. Số liệu này cho thấy sự tham gia ngày càng nhiều của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về chủ đề giá trị doanh nghiệp được thực hiện khá nhiều (Trịnh Thị Phan Lan, 2015; Võ Minh Long, 2017, 2018). Tuy nhiên, các nghiên cứu tập trung vào yếu tố giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài thì còn hạn chế, ngoại trừ bài nghiên cứu của tác giả Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiếm (2019) đánh giá tác động của nhà đầu tư nước ngoài đối với thông báo chia tách trên Thị trường chứng khoán Việt Nam, hay Vo (2017b) nghiên cứu mối liên hệ giữa giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và suất sinh lời của cổ phiếu. Các nghiên cứu tại Việt Nam tập trung vào xem xét vấn đề sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài hơn là đánh giá giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đối với các khía cạnh khác nhau của doanh nghiệp niêm yết (Nguyễn Anh Phong, 2017; Võ Xuân Vinh & Mai Xuân Đức, 2017). Dựa trên bối cảnh thực tiễn và tính cấp thiết của việc nghiên cứu tác động của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài thì trong nghiên cứu này chúng tôi tập trung xem xét vai trò của nhà đầu tư nước ngoài, thông qua quy mô giá

trị giao dịch dòng, đối với giá trị doanh nghiệp. Chúng tôi sử dụng bộ dữ liệu doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2010-2021, đồng thời thông qua các kiểm định hồi quy, phương pháp hồi quy GLS được sử dụng để xử lý các khuyết tật của mô hình. Kết quả hồi quy cho thấy rằng, giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng được cải thiện. Thêm vào đó, khi chiều hướng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài ngược chiều với thị trường thì giá trị doanh nghiệp có xu hướng cải thiện hơn. Điều này có nghĩa là, khi nhà đầu tư nước ngoài mua ròng cổ phiếu đó nhưng giao dịch của thị trường là bán ròng và ngược lại thì doanh nghiệp trở nên có giá trị hơn.

Cấu trúc của bài nghiên cứu bao gồm 5 phần, phần 1 là giới thiệu chung về nghiên cứu, phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và các lược khảo trước đó, phần 3 là các nội dung liên quan đến mô hình và phương pháp nghiên cứu. Kết quả hồi quy được trình bày trong phần 4 và cuối cùng là kết luận.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Các lý thuyết có liên quan

#### 2.1.1. Lý thuyết về quy mô giao dịch (*Theory of trading volume*)

Quy mô giao dịch bị tác động bởi các nguyên nhân liên quan đến ít nhất 3 yếu tố: chênh lệch giá mua-bán, sự thay đổi về giá và thông tin của cổ phiếu. Lý thuyết về quy mô giao dịch được đề xuất bởi Karpoff (1986). Trong nghiên cứu này, tác giả đề xuất có hai cách khác nhau để giải thích việc khối lượng giao dịch bị tác động bởi thông tin. Thứ nhất, các nhà đầu tư có nhận thức và tính cách khác nhau nên họ sẽ có những cách giải thích và phân tích đánh giá không giống nhau khi tiếp nhận một thông tin hoặc sự kiện nào đó. Thứ hai, các nhà đầu tư có cách phân tích, đánh giá và nhận định thông tin giống nhau nhưng lại có kỳ vọng khác nhau, dẫn đến các quyết định về giao dịch là không giống nhau. Sau này, lý thuyết này được nhiều tác giả nghiên cứu trên các dữ liệu thực tế ở các quốc gia khác nhau (Holthausen & Verrecchia, 1990; O. Kim & Verrecchia, 1991; Tkac, 1999; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiếm, 2016). Lý thuyết về quy mô giao dịch được sử dụng trong nhiều lĩnh vực về tài chính và giao dịch chứng khoán, nó tập trung xoay quanh hướng tới về vai trò ảnh hưởng của khối lượng giao dịch đến việc định hình giá cả và xu hướng trên thị trường tài chính.

Không chỉ dừng lại ở đó, lý thuyết này còn cho thấy rằng khối lượng giao dịch cung cấp thông tin quan trọng về các hoạt động của các nhà đầu tư. Sự biến đổi này của khối lượng có thể giúp cho các nhà đầu tư biết trước các biến động giá cả trong tương lai.

### 2.1.2. Lý thuyết về hành vi của nhà đầu tư (*Theory of behavioral finance*)

Lý thuyết về tài chính hành vi là những nghiên cứu tập trung vào các giải thích về các hiện tượng tài chính dựa trên các lý thuyết về tâm lý học. Ví dụ như Kahneman & Tversky (1979) khởi xướng lý thuyết triển vọng, trong đó giải thích cho hành vi của nhà đầu tư dựa trên mức độ chấp nhận rủi ro của mỗi người. Shefrin & Statman (1985) đề cập đến lý thuyết về hiệu ứng ngược thì giải thích về xu hướng nắm giữ tài sản của nhà đầu tư còn phụ thuộc vào các yếu tố liên quan đến yếu tố tinh thần, sự hối tiếc, tự kiểm soát và sự quan tâm đến vấn đề thuế. Thêm vào đó, Speidell (2009) đã thảo luận về sự khác biệt trong chiến thuật đầu tư giữa nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước. Tác giả đã nhận định rằng nhà đầu tư nước ngoài thường có xu hướng đầu tư vào những tài sản mà họ cảm thấy quen thuộc và an toàn. Do đó, hàng loạt các nghiên cứu thực nghiệm đã nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán (Aggarwal & cộng sự, 2005; Baba, 2009; Choe & cộng sự, 1999; Lim, Hooy & cộng sự, 2016).

## 2.2. Các nghiên cứu có liên quan

Một nhóm các nghiên cứu trước tập trung vào khía cạnh quy mô giao dịch thông qua việc sử dụng thước đo liên quan đến giá trị giao dịch để đo lường tính thanh khoản của cổ phiếu và vai trò của thanh khoản đến giá trị doanh nghiệp. Batten & Vo (2019) nghiên cứu tác động của thanh khoản, được đo bằng quy mô giao dịch của cổ phiếu trong năm tương ứng với mỗi đơn vị cổ phiếu đang lưu hành, đến giá trị doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2006 – 2015. Bằng việc sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định (FEM), nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô giao dịch của cổ phiếu có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Zhang & cộng sự (2021) cũng nghiên cứu khía cạnh về thanh khoản của cổ phiếu, được đo lường bằng lợi nhuận trung bình tuyệt đối của cổ phiếu chia cho tổng giá trị giao dịch, đến giá trị doanh nghiệp. Bằng việc sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp Trung Quốc, nghiên cứu chỉ ra rằng thanh khoản của cổ phiếu có tác động tiêu

cực đến giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19 và tác động tích cực cho những ngày sau đó. Hơn thế nữa, rất nhiều các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng quy mô giao dịch có mối liên hệ chặt chẽ với giá cổ phiếu (Blume & cộng sự, 1994; Hiemstra & Jones, 1994). Do đó, sự gia tăng thanh khoản cổ phiếu có tác động tích cực hay tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp là chưa thể khẳng định nhất quán trong các nghiên cứu trước đó. Nhưng chắc chắn rằng, quy mô giao dịch của cổ phiếu có vai trò nhất định trong việc xác định giá cổ phiếu nói riêng và giá trị doanh nghiệp nói chung.

Nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước thì có sự khác biệt trong cách đánh giá giá thông tin, các thông tin mà họ nhận được và dẫn đến là có sự khác biệt trong các quyết định đầu tư, do đó, ảnh hưởng đến quy mô giao dịch, giá cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp theo chiều hướng khác nhau. Ví dụ như Grinblatt & Keloharju (2000) đã chỉ ra rằng nhà đầu tư nước ngoài thì có hiệu quả đầu tư tốt hơn bởi vì họ thường có nhiều thông tin hơn. Ng & cộng sự (2016) thì chỉ ra rằng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài có tác động đến tính thanh khoản của cổ phiếu. Lim và cộng sự (2016) sử dụng bộ dữ liệu của các doanh nghiệp Malaysia trong giai đoạn 2002 – 2009 để xem xét vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với tính hiệu quả của giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài giúp cho việc đẩy nhanh thông tin vào giá cổ phiếu, nâng cao tính hiệu quả của giá cổ phiếu hơn. Kết quả tương tự cũng tìm thấy ở Việt Nam trong một nghiên cứu của Vo (2019).

Một nhóm các nghiên cứu thực hiện đánh giá về vai trò của cổ đông nước ngoài trong việc xác định giá trị doanh nghiệp là không thể chối cãi. Một loạt các nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự hiện diện của cổ đông nước ngoài sẽ có vai trò nhất định đối với giá trị doanh nghiệp (Ahmed & Iwasaki, 2021; Ferris & Park, 2005; Khasawneh & Staytieh, 2017; Choi & cộng sự, 2012; Mishra, 2014). Cụ thể, Ferris & Park (2005) sử dụng dữ liệu của 1,593 doanh nghiệp Nhật Bản để đánh giá vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với giá trị doanh nghiệp. Bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy gộp (OLS) và các yếu tố tác động cố định (FEM), kết quả chỉ ra rằng sự hiện diện của cổ đông nước ngoài giúp giá trị doanh nghiệp tăng lên. Tương tự, Mishra (2014) cũng tìm thấy vai trò tích cực của cổ đông nước ngoài đối với giá trị doanh nghiệp tại Úc khi sử dụng phương pháp hồi quy tổng quát thời điểm (GMM).

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu của chúng tôi tập trung làm rõ tác động của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị doanh

ngiệp. Cụ thể là, chúng tôi kỳ vọng rằng sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài làm giá trị giao dịch của cổ phiếu càng tăng, thông qua đó giá cổ phiếu càng phản ánh chính xác hơn giá trị doanh nghiệp do tính hiệu quả được gia tăng thông qua việc đẩy nhanh thông tin vào cổ phiếu, cuối cùng là có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Từ việc tham khảo các mô hình nghiên cứu trước đó về các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp của (Võ Minh Long, 2018) cũng như vai trò của sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài đối với giá trị doanh nghiệp của Ferris & Park (2005) và Mishra (2014), để đánh giá được vai trò của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị doanh nghiệp thì mô hình nghiên cứu của chúng tôi mô tả như sau:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FT_{it} + \beta_{2-7}(\text{Control\_Firm})_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:  $\varepsilon_{it}$  là sai số của mô hình.

##### 3.1.1. Biến phụ thuộc

FV<sub>it</sub> là giá trị của doanh nghiệp *i* tại năm *t*, được tính bằng Tobin Q, là tỷ số giữa giá trị vốn hóa của doanh nghiệp cộng với giá trị sổ sách của nợ, chia cho tổng tài sản của doanh nghiệp tại năm *i*. Việc sử dụng Tobin Q làm thước đo đại diện cho giá trị doanh nghiệp cũng được sử dụng khá là nhiều trong các nghiên cứu trước đây (Batten & Vo, 2019; Mishra, 2014; Zhang và cộng sự, 2021).

##### 3.1.2. Biến độc lập

FV<sub>it</sub> là giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được đo lường bằng thước đo liên quan đến giao dịch ròng (TRADE). TRADE được tính bằng giá trị tuyệt đối của giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài chia cho giá trị tuyệt đối của giá trị giao dịch ròng của cả thị trường tại năm *t*. Việc sử dụng thông tin về giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài để đại diện cho quy mô giao dịch của nhà đầu tư cũng được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây (Lai & Wang, 2014, 2015; Shu & cộng sự, 2004).

Chúng tôi cũng sử dụng thước đo thứ hai xem xét vai trò chiều hướng giao dịch (FLOW) của nhà đầu tư nước ngoài bằng việc xem xét biến giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (FLOW) nhận giá trị là 1 khi

giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư tại doanh nghiệp *i* là dương. Nói cách khác, nếu nhà đầu tư nước ngoài mua ròng cổ phiếu của doanh nghiệp *i* thì biến giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (FLOW) nhận giá trị là 1.

Cụ thể hơn, chúng tôi thu thập dữ liệu hàng ngày về giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài đối với mỗi cổ phiếu. Sau đó, giá trị giao dịch ròng trong năm được tổng hợp từ giá trị giao dịch ròng hàng ngày. Giá trị giao dịch thể hiện khả năng thanh khoản của cổ phiếu (Ng & cộng sự, 2016). Do đó, chúng tôi tin rằng quy mô giao dịch được đánh giá thông qua giá trị giao dịch ròng sẽ phản ánh đánh giá của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu mà họ giao dịch. Thêm vào đó, chiều hướng giao dịch được đánh giá thông qua giao dịch mua ròng thể hiện sự ưa thích của nhà đầu tư hay nói cách khác là nhận định về cơ hội tăng trưởng trong tương lai về doanh nghiệp mà họ đầu tư.

##### 3.1.3. Biến kiểm soát

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp (CS): Cấu trúc vốn được cho là có tác động đến giá trị doanh nghiệp do chi phí vốn và chi phí nợ sẽ ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp (Chen, 2012; Eom & Nam, 2017). Cho nên tác động của tỷ lệ nợ lên giá trị doanh nghiệp nhận được khá là nhiều quan tâm từ các nhà nghiên cứu (Fosu & cộng sự, 2016; Lin & Chang, 2011). Cấu trúc vốn được đại diện bởi tỷ lệ nợ ngắn hạn chia cho tổng tài sản.

Hệ số thanh khoản (LIQ): Hệ số thanh khoản được cho là có tác động đến giá trị doanh nghiệp bởi vì khi doanh nghiệp chủ động dòng tiền thì mới duy trì tốt được hoạt động kinh doanh thường xuyên cũng như đưa ra các quyết định khác như đầu tư, do đó có thể nâng cao giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đó cũng đánh giá vai trò của thanh khoản đến giá trị doanh nghiệp (Chia & cộng sự, 2020; Jihadi & cộng sự, 2021). Hệ số thanh khoản được đo bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA): Khả năng sinh lời có thể cung cấp một tín hiệu tích cực về khả năng đảm bảo cho các quyền lợi của nhà đầu tư trong tương lai. Hơn nữa, khả năng sinh lời cũng có thể làm yên lòng các nhà đầu tư về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai. Do đó, có thể gia tăng giá trị doanh nghiệp. Đánh giá về vai trò của hiệu quả hoạt động kinh doanh đối với giá trị doanh nghiệp có thể tìm thấy trong các nghiên cứu thực hiện trước đây

(Jihadi & cộng sự, 2021; Machmuddah & cộng sự, 2020; Varaiya & cộng sự, 1987). Hiệu quả hoạt động được cho là có tác động đến giá trị doanh nghiệp được tính bằng lợi nhuận trước thuế chia cho tổng tài sản.

Khả năng tăng trưởng (GROW): Tăng trưởng của doanh thu thể hiện triển vọng phát triển của doanh nghiệp trong tương lai. Do đó, khả năng tăng trưởng là một tín hiệu tích cực đối với các nhà đầu tư về đánh giá của doanh nghiệp. Vai trò của cơ hội tăng trưởng và giá trị doanh nghiệp có thể tìm thấy trong các nghiên cứu trước đây (Võ Minh Long, 2017, 2018). Khả năng tăng trưởng được đánh giá là có tác động đến giá trị doanh nghiệp được đo bằng tăng trưởng doanh thu hàng năm.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Quy mô doanh nghiệp được coi như là một thước đo về cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai. Doanh nghiệp có quy mô lớn hàm ý rằng doanh nghiệp đã trải qua giai đoạn tăng trưởng tốt. Hơn nữa, doanh nghiệp lớn cũng có cơ hội huy động nguồn vốn tốt hơn. Do đó, quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước cũng tìm thấy vai trò của quy mô doanh nghiệp đối với giá trị doanh nghiệp (D'Amato & Falivena, 2020;

Võ Minh Long, 2017). Quy mô doanh nghiệp cũng có tác động đến giá trị doanh nghiệp được đo bằng logarit tự nhiên cho tổng tài sản.

Tài sản cố định (TANG): Tài sản cố định thể hiện tiềm lực tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai. Hơn nữa, tài sản cố định càng nhiều thì cơ hội tìm kiếm các nguồn tài trợ vốn vay thông qua nợ cũng thuận lợi hơn. Từ đó, doanh nghiệp cũng có nhiều cơ hội để lựa chọn và đưa ra các quyết định đầu tư tốt, có khả năng gia tăng giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đây cũng đánh giá vai trò của tài sản cố định đối với giá trị doanh nghiệp (Võ Minh Long, 2017, 2018). Tỷ lệ tài sản cố định được đánh giá là có tác động đến giá trị doanh nghiệp được đo bằng giá trị còn lại của tài sản cố định chia cho tổng tài sản.

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Các thông tin về số liệu liên quan đến báo cáo tài chính và kết quả kinh doanh được chúng tôi thu thập từ cơ sở dữ liệu của Fiinpro. Các thông tin liên quan đến dữ liệu giao dịch của cổ phiếu được chúng tôi thu thập từ CafeF. Chúng tôi loại bỏ các doanh nghiệp trong nhóm tài chính – ngân hàng – chứng khoán do

**Bảng 1. Xác định và đo lường các biến**

Ký hiệu biến	Tên biến	Đo lường	Kỳ vọng dấu	Tham chiếu từ các nghiên cứu trước	Nguồn dữ liệu
<b>Biến phụ thuộc</b>					
FV	Giá trị doanh nghiệp	(Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của nợ)/Tổng tài sản		Phan (2018); Võ Minh Long (2018)	Fiinpro
<b>Biến độc lập</b>					
FT	Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài				
TRADING	Giá trị giao dịch	Giá trị tuyệt đối của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài/Giá trị tuyệt đối của giá trị giao dịch ròng của thị trường	+	Lai & Wang, (2014, 2015)	CafeF
FLOW	Chiều hướng giao dịch	Nhận giá trị là 1 nếu giá trị giao dịch ròng của cổ phiếu được thực hiện bởi nhà đầu tư nước ngoài là dương (mua ròng); nhận giá trị là 0 nếu ngược chiều (bán ròng)	+	Tác giả tự đề xuất	CafeF
CS	Cấu trúc vốn	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	+	Võ Minh Long, (2017)	Fiinpro
LIQ	Khả năng thanh khoản	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	+	Võ Minh Long (2018)	Fiinpro
ROA	Khả năng sinh lời	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng tài sản	+	Võ Minh Long (2018)	Fiinpro
GROW	Cơ hội tăng trưởng	Tăng trưởng của doanh thu thuần	+	Võ Minh Long (2018)	Fiinpro
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarith tự nhiên của tổng tài sản	+	Phan (2018, 2021), Võ Minh Long (2018)	Fiinpro
TANG	Tài sản hữu hình	Giá trị còn lại của tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản	+	Võ Minh Long (2018)	Fiinpro

tính chất đặc thù về các số liệu kế toán. Các doanh nghiệp bị thiếu các thông tin liên quan đến các biến sử dụng trong mô hình cũng được loại bỏ. Chúng tôi cũng thực hiện làm sạch dữ liệu để giảm thiểu tác động của các quan sát bất thường. Chúng tôi bắt đầu dữ liệu từ năm 2010 để loại trừ tác động của Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 – 2009. Mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 6,451 quan sát tương ứng với 682 doanh nghiệp trên Sàn giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) từ 2010 đến 2021.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Chúng tôi kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số VIF, kiểm định tự tương quan, kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy giữa phương pháp hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định phương sai sai số thay đổi cũng được thực hiện. Cuối cùng, phương pháp ước lượng bình phương tổng quát nhỏ nhất (GLS) được sử dụng để giải quyết các khuyết tật của mô hình.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Các kết quả kiểm định

Kết quả kiểm định cho thấy rằng mô hình tác động cố định (FEM) là phù hợp. Tuy nhiên, do mô hình còn tồn tại một số khuyết tật liên quan đến hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Do đó, việc sử dụng phương pháp GLS là phù hợp để xử lý các khuyết tật của mô hình.

### 4.2. Thống kê mô tả

Bảng 3 mô tả các biến trong mẫu quan sát. Chúng ta có thể thấy giá trị trung bình của giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin Q có giá trị là 0.8595 thể hiện kỳ vọng của thị trường đối với doanh nghiệp. Tobin Q thấp hơn 1, hàm ý rằng kỳ vọng của nhà đầu tư về doanh nghiệp nhìn chung là thấp. Quy mô giao dịch ròng (TRADE) của nhà đầu tư nước ngoài so với quy mô giao dịch của cửa toàn thị trường cũng khá thấp với giá trị trung bình là 0.009, tương ứng với 0.9%. Trong khi đó, chiều hướng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài nhìn chung khá là cân bằng với 46.09% là các giao dịch mua ròng. Tổng tài sản được tài trợ bởi 38.69% đến từ nợ ngắn hạn được thể hiện trong giá trị trung bình của biến CS. Hệ số thanh khoản nhìn chung là khá tốt với giá trị trung bình 2.3712. Ngoài ra, tăng

**Bảng 2. Kết quả kiểm định**

Kiểm định	Kết quả	Kết luận
Đa cộng tuyến (VIF)	VIF < 2	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan (Wooldridge test)	Prob > F = 0.0000	Có hiện tượng tự tương quan
Phương sai sai số thay đổi (Modified Wald test)	Prob > chi2 = 0.0000	Có hiện tượng phương sai sai số thay đổi
Lựa chọn mô hình FEM và REM (Hausman test)	Prob > chi2 = 0.0000	Mô hình FEM là phù hợp

**Bảng 3. Mô tả các biến**

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Q	6,451	0.8595	0.3961	0.1775	2.8332
TRADE	6,451	0.0090	0.0388	0.0000	0.3098
FLOW	6,451	0.4609	0.4985	0.0000	1.0000
CS	6,451	0.3869	0.2110	0.0286	0.8610
LIQ	6,451	2.3712	2.6595	0.3844	17.7888
ROA	6,451	0.0791	0.0750	0.0007	0.3910
GROW	6,451	0.2288	0.8297	-0.7306	6.0566
SIZE	6,451	13.4894	1.5572	9.9660	17.8477
TANG	6,451	0.1941	0.1993	0.0000	0.8495

Ghi chú: Q là Tobin Q, TRADE là biến đại diện cho giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài, FLOW là biến đại diện cho chiều hướng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài so với thị trường, CS là cấu trúc vốn, LIQ là tỷ số thanh khoản, ROA là lợi nhuận trên tổng tài sản, GROW là tăng trưởng doanh thu, SIZE là quy mô doanh nghiệp và TANG là biến đại diện cho tài sản hữu hình.

**Bảng 4. Ma trận tương quan**

	Q	TRADE	FLOW	CS	LIQ	ROA	GROW	SIZE	TANG
Q	1								
TRADE	0.2173	1							
FLOW	0.0362	0.0173	1						
CS	0.0435	-0.0569	-0.0291	1					
LIQ	-0.0223	-0.0227	0.0058	-0.5443	1				
ROA	0.2746	0.1077	0.1346	-0.3163	0.2206	1			
GROW	-0.0529	0.0032	-0.0244	-0.0083	0.0287	0.0181	1		
SIZE	0.1828	0.3812	-0.027	0.0923	-0.211	-0.0924	0.0155	1	
TANG	0.0482	0.0081	0.0003	-0.2524	-0.1549	0.0754	-0.0644	0.0415	1

Ghi chú: Tham khảo Bảng 1 về thông tin các biến.

trường doanh thu bình quân hàng năm là 22.88%.

Bảng 4 mô tả ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình. Hệ số tương quan giữa các biến nhìn chung là khá thấp. Giá trị tương quan âm cao nhất là -0.5443 giữa biến cấu trúc vốn (CS) và hệ số thanh khoản (LIQ). Hệ số tương quan dương cao nhất là 0.3812 giữa giá trị giao dịch (TRADE) và quy mô doanh nghiệp (SIZE).

### 4.3. Kết quả hồi quy và Thảo luận

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy được thực hiện theo mô hình tác động cố định (FEM) và phương pháp bình phương tổng quát nhỏ nhất (GLS). Trong đó, biến giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (FT) được đại diện bởi quy mô giao dịch (TRADE). Trong đó, cột (1) và (2) trong bảng 5 là kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định (FEM). Cột (3) và (4) trong bảng 5 là kết quả hồi quy theo phương pháp hồi quy bình phương tổng quát nhỏ nhất (GLS).

Kết quả hồi quy cho thấy rằng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, quy mô giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp được đo lường thông qua biến Tobin Q càng có dấu hiệu gia tăng. Thêm vào đó, nếu nhà đầu tư nước ngoài thực hiện các giao dịch mua ròng thì làm gia tăng nhu cầu về cổ phiếu, giúp giá cổ phiếu càng tăng, giá trị doanh nghiệp càng tăng. Kết quả này cũng tương đồng với các nghiên cứu trước đó về việc gia tăng sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài giúp cải thiện giá trị doanh nghiệp (Ferris & Park, 2005; Mishra, 2014). Hệ số hồi quy khi sử dụng phương pháp GLS cũng được điều chỉnh so với khi sử dụng hồi quy FEM cho thấy rằng GLS đã giúp xử lý các khuyết tật của mô hình và phản ánh chính xác hơn mức độ tác động của giao dịch nhà đầu tư nước ngoài đối với giá trị doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tác động tích cực của cấu trúc vốn (CS), khả năng sinh lời (ROA), quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tài sản cố định hữu hình (TANG) đến giá trị doanh nghiệp. Việc các doanh nghiệp sử dụng nợ vừa mang lại lợi ích về lá chắn thuế nhưng đồng thời cũng đem lại gánh nặng về kiệt quệ tài chính cho doanh nghiệp. Kết quả hồi quy cho thấy rằng việc các doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn (CS) mang lại lợi ích lá chắn thuế cho doanh nghiệp và qua đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trước đó khi thực hiện tại Việt Nam (Võ Minh Long, 2018). Khả năng sinh lời (ROA) thể hiện kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Doanh nghiệp hoạt động càng hiệu quả, khả năng sinh lời càng cao thì càng thu hút được các nhà đầu tư, qua đó làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Kết quả tương tự cũng được phản ánh trong các nghiên cứu trước đó tại Việt Nam. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tài sản cố định hữu hình (TANG) càng lớn thì càng thu hút được các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài vì thể hiện được tiềm năng mở rộng quy mô sản xuất của doanh nghiệp và khả năng phát triển lâu dài. Do đó, giá trị doanh nghiệp càng tăng khi quy mô và tài sản hữu hình càng cao. Kết quả tương tự cũng tìm thấy trong các nghiên cứu trước đó.

### 5. Kết luận

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là nghiên cứu tác động của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị doanh nghiệp, được đo lường bằng biến Tobin Q. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng của 682 doanh nghiệp niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ

**Bảng 5. Kết quả hồi quy**

Biến nghiên cứu	FEM		GLS	
	TRADE (1)	FLOW (2)	TRADE (3)	FLOW (4)
FT	1.1242*** (8.891)	0.0093 (1.168)	0.3221*** (5.309)	0.0089*** (4.610)
CS	0.2523*** (5.625)	0.2393*** (5.298)	0.2962*** (24.305)	0.2859*** (22.494)
LIQ	0.0111*** (4.433)	0.0111*** (4.392)	0.0002 (0.145)	0.0000 (0.026)
ROA	0.5788*** (7.053)	0.6045*** (7.259)	0.2806*** (7.401)	0.2765*** (7.319)
GROW	-0.0135** (-2.777)	-0.0142** (-2.883)	-0.0016 (-0.941)	-0.0012 (-0.708)
SIZE	0.1934*** (23.978)	0.2048*** (25.539)	0.0489*** (26.366)	0.0516*** (26.089)
TANG	-0.1046* (-2.216)	-0.0922 (-1.940)	0.0828*** (6.257)	0.0740*** (5.414)
Hệ số góc	-1.9065*** (-17.035)	-2.0528*** (-18.412)	-0.0252 (-0.953)	-0.0584* (-2.074)
Số quan sát	6451	6451	6451	6451

Ghi chú: Tham khảo Bảng 1 về thông tin các biến. Cột (1) và (2) là kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định (FEM). Cột (3) và (4) là kết quả hồi quy theo phương pháp hồi quy bình phương tổng quát nhỏ nhất (GLS). t-statistic được thể hiện trong dấu ngoặc đơn. \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

2010 đến 2021. Bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy Bình phương tổng quát nhỏ nhất (GLS), chúng tôi tìm thấy bằng chứng về tác động của giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp niêm yết. Cụ thể, giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng gia tăng. Thứ hai, giá trị doanh nghiệp có xu hướng cải thiện nếu nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng mua nhiều cổ phiếu của doanh nghiệp.

Dựa trên kết quả nghiên cứu và một số hàm ý chính sách và quản trị được gợi ý. Đối với doanh nghiệp thì việc tăng cường giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài để gia tăng giá trị doanh nghiệp có thể được thực hiện thông qua các biện pháp khác nhau. Đầu tiên là doanh nghiệp cần có kết quả kinh doanh tốt và tiềm năng. Rõ ràng, kết quả kinh doanh tốt không chỉ nâng cao giá trị doanh nghiệp mà còn giúp nhà đầu tư nước ngoài nhìn nhận doanh nghiệp tiềm năng phát triển trong tương lai hơn. Thêm vào đó, ngoài kết quả kinh doanh tốt thì doanh nghiệp cần có báo cáo tài chính minh bạch. Có một thực tế là báo cáo tài chính của các doanh nghiệp được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán lớn (Big 4) như Deloitte, KPMG, E&Y hay PwC thì được đánh giá cao hơn so với các công ty

kiểm toán khác. Đối với các nhà chính sách thì cần có chính sách rõ ràng và minh bạch để thu hút được đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán. Theo khoản 1 Điều 139 Nghị định 155/2020/NĐ-CP thì tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với công ty đại chúng, là 50% và đối với các công ty chứng khoán, công ty đầu tư chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán thì tỷ lệ sở hữu này lên đến 100%. Do đó, chúng ta có thể xem xét nới rộng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại một số ngành nghề mà có yêu cầu cao về vốn mà các nhà đầu tư trong nước chưa sẵn sàng đáp ứng để có thể thu hút giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên Thị trường chứng khoán. Chúng ta cũng có thể cân nhắc xem xét thêm các ngành nghề mà nhà đầu tư nước ngoài có thể tham gia giao dịch.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ahmed, A. S., & Iwasaki, T. (2021). Foreign ownership, appointment of independent directors, and firm value: Evidence from Japanese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43, 100401. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2021.100401>
- Batten, J., & Vo, X. V. (2019). Liquidity and firm value in an emerging market. *The Singapore Economic Review*, 64(02),



- 365-376. DOI: <https://doi.org/10.1142/S0217590817470063>
- Ferris, S. P., & Park, K. (2005b). Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan. In *Advances in Financial Economics*, 11, 1-29. Bingley: Emerald (MCB UP). DOI: [https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)11001-3](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)11001-3)
- Karpoff, J. M. (1986). A Theory of Trading Volume. *The Journal of Finance*, 41(5), 1069-1087. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb02531.x>
- Lin, M. H., & Matsumura, T. (2012). Presence of foreign investors in privatized firms and privatization policy. *Journal of Economics*, 107(1), 71-80. DOI: <https://doi.org/10.1007/s00712-011-0254-4>
- MiChoi,H.,Sul,W.,&KeeMin,S.(2012).Foreignboardmembership and firm value in Korea. *Management Decision*, 50(2), 207-233. DOI: <https://doi.org/10.1108/00251741211203533>
- Mishra, A. V. (2014). Foreign Ownership and Firm Value: Evidence from Australian Firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 21(1), 67-96. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10690-013-9177-0>
- Ng, L., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2016). Foreign Investor Heterogeneity and Stock Liquidity around the World. *Review of Finance*, 20(5), 1867-1910. DOI: <https://doi.org/10.1093/rof/rfv048>
- Nguyễn Phúc Hiền & Ngô Thị Thúy Huyền (2023). Tác động của chính sách chi trả cổ tức bằng tiền đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 311(5/2023), 65-75. DOI: <https://doi.org/10.33301/JED.VI.1109>
- Phan, Q. T. (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 46, 268-280. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.03.004>
- Phan, Q. T. (2021). The Relationship between Top Female Executives and Corporate Investment: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(10), 305-315. DOI: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no10.0305>
- Shu, P.-G., Yeh, Y.-H., & Huang, Y.-C. (2004). Stock Price and Trading Volume Effects Associated with Changes in the MSCI Free Indices: Evidence from Taiwanese Firms Added to and Deleted from the Indices. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 07(04), 471-491. DOI: <https://doi.org/10.1142/S021909150400024X>
- Võ Minh Long (2018). Ngưỡng cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, 13(2), 34-50. DOI: <https://doi.org/10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.13.2.1614.2018>
- Vo, X. V. (2020). Foreign Investors and Stock Price Crash Risk: Evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 20(4), 993-1004. DOI: <https://doi.org/10.1111/irfi.12248>
- Zhang, P., Gao, J., & Li, X. (2021). Stock Liquidity and Firm Value in the Time of COVID-19 Pandemic. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(6), 1578-1591. DOI: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1898368>

## Foreign trading and firm value

Phan Quỳnh Trang <sup>1</sup>, Nguyen Si Khai <sup>1</sup>, Vu Hoang Minh Trung <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ho Chi Minh City Open University

### Abstract

This study aims to investigate the effect of foreign trading on firm value, in terms of Tobin's Q. Using the sample of Vietnamese listed firms over the 2010 – 2021 period and the Generalized Least Squares (GLS), the regression results show that the increase in foreign trading is positively associated with the increase in firm value. Specifically, the higher net traded value of foreigner the higher firm value is. In addition, the increase in net buy value also enhances firm value.

**Keywords:** Foreign trading, firm value, net traded value, trading flow.