

TÁC ĐỘNG CỦA KHỐI LƯỢNG GIAO DỊCH BẤT THƯỜNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI VÀ CÁC ĐẶC TRƯNG CỔ PHIẾU ĐẾN LỢI NHUẬN BẤT THƯỜNG CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG VIỆT NAM

The Impact of Abnormal Trading Volume by Foreign Investors and Stock Characteristics on Abnormal Returns of Vietnamese Banking Stocks

Đặng Bửu Kiếm^{(1)*}, Lê Thị Bảo Như⁽¹⁾

⁽¹⁾Trường Đại học Sài Gòn

TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của khối lượng giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài và các đặc trưng cổ phiếu đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu ngành ngân hàng Việt Nam. Các giao dịch bất thường này được xác định dựa trên chuỗi các giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên mẫu gồm 27 ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn từ 2006 – 2023. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng OLS trong dữ liệu chéo. Các kết quả nghiên cứu cho thấy giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài làm gia tăng lợi nhuận bất thường dương, trong khi giao dịch bán bất thường và bán bất thường trong ngày bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài làm tăng độ lớn của lợi nhuận bất thường âm. Các yếu tố liên quan đến đặc trưng của cổ phiếu không có tác động rõ ràng đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu. Kết quả của nghiên cứu có ý nghĩa tham khảo quan trọng cho nhà làm chính sách và cho các nhà đầu tư trên thị trường.

Từ khóa: khối lượng giao dịch bất thường, nhà đầu tư nước ngoài, lợi nhuận bất thường, cổ phiếu ngân hàng

Abstract

This study aims to examine the impact of abnormal trading volume by foreign investors and stock-specific characteristics on the abnormal returns of banking sector stocks in Vietnam. These abnormal trades are identified based on the trading activities of foreign investors across a sample of 27 joint-stock commercial banks listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX) during the period from 2006 to 2023. The study employs cross-sectional Ordinary Least Squares (OLS) regression as the primary estimation method. The results reveal that abnormal buy trades, especially those occurring on net buying days, are associated with significant positive abnormal returns. Conversely, abnormal sell trades, particularly on net selling days, lead to an increase in the magnitude of negative abnormal returns. In contrast, stock-specific characteristics exhibit no significant effect on abnormal returns. These findings offer important implications for policymakers and investors operating in emerging markets such as Vietnam.

Keywords: abnormal trading volume, foreign investors, abnormal return, banking sector, Vietnam

*Tác giả liên hệ: dbkiem@sgu.edu.vn

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã hình thành và phát triển trong gần 25 năm, với sự đóng góp quan trọng của các nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) trên nhiều phương diện (Dương Ngân Hà, 2018; Nguyễn Thị Liên Hoa & Huỳnh Bá Thông, 2019; Phạm Tiến Mạnh, 2023; Võ Xuân Vinh & Hồ Viết Tiến, 2017). Tính đến cuối tháng 8/2024, tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt hơn 7 triệu tỷ đồng (280 tỷ USD), trong đó tổng giá trị cổ phiếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam ước tính khoảng 50 tỷ USD, tương đương hơn 17% (Hồng Quyên, 2024). Chính phủ Việt Nam xác định rằng để phát triển bền vững nền kinh tế thì một trong những trụ cột quan trọng là phát triển thị trường chứng khoán. Quyết định 1726/QĐ-TTg ngày 29/12/2023 được ban hành nhằm cụ thể hóa các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030. Trong đó, một trong những mục tiêu quan trọng là nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2025, từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi. Khi nâng hạng, thị trường chứng khoán Việt Nam được kỳ vọng rằng sẽ thu hút mạnh mẽ dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) từ NĐTNN (Chính phủ, 2024; World Bank, 2024).

Nhà đầu tư nước ngoài là yếu tố quan trọng trong việc dẫn dắt và tạo ra các tác động tích cực cho thị trường, đặc biệt là các thị trường mới nổi (Avcı, 2015). Thêm nữa, NĐTNN được xem là có lợi thế về thông tin hơn và sự chuyên nghiệp hơn (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2019). Các giao dịch mua bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài có hàm chứa thông tin và tạo ra các lợi nhuận bất thường trong giao dịch cổ phiếu (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2016). Do vậy, các nhà đầu tư cá nhân

thường tham khảo các chiến lược giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài để ra các quyết định giao dịch đầu tư (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2019). Trong khi đó, cổ phiếu thuộc nhóm ngành ngân hàng thường thu hút dòng tiền đầu tư từ NĐTNN vì tính minh bạch và đáp ứng đủ dung sai về quy mô đầu tư. Quy mô vốn hóa của cổ phiếu ngành ngân hàng chiếm khoảng gần 40% toàn thị trường; và trong danh mục VN30 nhóm cổ phiếu ngân hàng cũng chiếm khoảng gần một phần hai số lượng. Vì vậy, nhóm ngành ngân hàng thường được xem là có ảnh hưởng trọng yếu đến thị trường chứng khoán.

Một số các nghiên cứu thực nghiệm gần đây xem xét đến vai trò của NĐTNN đến thị trường chứng khoán Việt Nam (Dang và cộng sự, 2025; Nguyễn Kim Anh & Cao Tiến Sĩ, 2017; Phạm Tiến Mạnh, 2023). Trong đó, Dang và cộng sự (2025) phân tích tác động của giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài đến lợi nhuận bất thường cổ phiếu ngành ngân hàng Việt Nam. Nhóm nghiên cứu này chỉ ra rằng sự kiện giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua rông của NĐTNN hàm chứa thông tin tích cực và tác động tích cực đến giá cổ phiếu, tạo ra các lợi nhuận bất thường dương, giá cổ phiếu hình thành mức cân bằng mới. Sự kiện giao dịch bán bất thường và bán bất thường trong ngày bán rông của NĐTNN hàm chứa thông tin tiêu cực và tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn, sau đó giá cổ phiếu có xu hướng quay ngược trở về trạng thái ban đầu như trước khi xảy ra sự kiện. Tuy nhiên, hạn chế của nghiên cứu Dang và cộng sự (2025) là chưa cho thấy được tác động của độ lớn trong khối lượng giao dịch bất thường đến lợi nhuận bất thường được tạo ra. Thêm nữa, các đặc trưng quan trọng của cổ phiếu như

hệ số beta của cổ phiếu, giá trị quy mô vốn hóa thị trường và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận bất thường cũng chưa được làm rõ.

Do vậy, nghiên cứu này của chúng tôi được thực hiện nhằm góp phần làm rõ thêm một số yếu tố tác động đến lợi nhuận bất thường được tạo ra bởi các giao dịch bất thường của NĐTNN mà các nghiên cứu trước đã bỏ qua. Cụ thể hơn, nghiên cứu có hai đóng góp quan trọng. Thứ nhất, nghiên cứu đánh giá tác động của độ lớn khối lượng giao dịch bất thường của NĐTNN đến tỷ suất lợi nhuận bất thường. Thứ hai, nghiên cứu làm rõ tác động của một số đặc trưng của cổ phiếu như hệ số rủi ro beta, giá trị vốn hóa thị trường và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận bất thường. Chúng tôi kỳ vọng rằng kết quả của nghiên cứu sẽ góp phần bổ sung thêm nhiều bằng chứng thực nghiệm quan trọng làm cơ sở tham khảo cho nhiều bên liên quan. Chẳng hạn, nghiên cứu này đóng góp bằng chứng thực nghiệm trên khía cạnh tài chính hành vi, hữu ích cho cơ quan làm chính sách liên quan đến thu hút NĐTNN và nâng hạn thị trường, và có lợi cho các nhà đầu tư cá nhân trong việc tham khảo để nâng cao các kiến thức trong việc đầu tư cổ phiếu trên thị trường.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Khối lượng giao dịch bất thường và lợi nhuận bất thường

Lý thuyết về khối lượng giao dịch cho rằng các nhà tạo lập thị trường hoặc những tác nhân đại diện cho thị trường thường có các kỳ vọng về mức giá và ngẫu nhiên gặp phải các giao dịch tiềm năng (Karpoff, 1986). Theo đó, các giao dịch được thúc đẩy bởi (i) sự diễn giải thông tin là khác nhau giữa các nhà đầu tư với cùng một thông tin; hoặc, và (ii) sự kỳ vọng thông tin là khác

nhau mặc dù sự giải thích thông tin là giống nhau. Đáng chú ý, sự gia tăng trong khối lượng giao dịch bất thường thường liên quan đến sự xuất hiện của thông tin bất ngờ.

Phần lớn các nghiên cứu trước đều cho thấy khối lượng giao dịch đột biến thường gây ra tác động đến độ lớn của lợi nhuận bất thường (sự biến động bất thường của giá cổ phiếu). Karpoff (1987) khẳng định rằng khối lượng giao dịch bất thường thường đi kèm với biến động giá lớn, dẫn đến lợi nhuận bất thường. Gervais và cộng sự (2001) phát hiện những cổ phiếu có khối lượng giao dịch bất thường tăng đột biến thường ghi nhận lợi nhuận bất thường trong vòng vài tuần sau đó. Tương tự, Odean (1998) cho thấy khối lượng giao dịch tăng đột biến thường dẫn đến lợi nhuận bất thường ngắn hạn do hành vi mua quá mức. Các tác giả này lập luận rằng khối lượng giao dịch cao làm tăng sự chú ý của nhà đầu tư, dẫn đến áp lực mua và tăng giá cổ phiếu.

Campbell và cộng sự (1993) còn cho thấy các cổ phiếu có khối lượng giao dịch bất thường cao có xu hướng tạo ra lợi nhuận bất thường dương trong ngắn hạn, đặc biệt ở các cổ phiếu có vốn hóa nhỏ. Bajo (2010) nghiên cứu thông tin hàm chứa trong khối lượng giao dịch bất thường tại thị trường chứng khoán Ý và chỉ ra rằng tồn tại lợi nhuận bất thường xung quanh các ngày có khối lượng giao dịch bất thường. Đối với lợi nhuận bất thường dương, độ lớn của khối lượng giao dịch bất thường càng lớn càng có bằng chứng làm tăng lợi nhuận bất thường dương. Trong khi đó, với lợi nhuận bất thường âm, độ lớn của khối lượng giao dịch bất thường có quan hệ ngược chiều với lợi nhuận bất thường âm. Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiếm (2014) nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên

thị trường chứng khoán Việt Nam. Các kết quả nghiên cứu này cho thấy độ lớn của khối lượng giao dịch bất thường có tác động cùng chiều đến lợi nhuận bất thường dương nhưng không có bằng chứng tác động đến lợi nhuận bất thường âm.

Tuy nhiên, khác biệt với hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, Kudryavtsev (2019) cho thấy, với trường hợp giá cổ phiếu tăng mạnh, khối lượng giao dịch bất thường có quan hệ ngược chiều với lợi nhuận bất thường. Trong khi, với trường hợp giá cổ phiếu sụt giảm mạnh, khối lượng giao dịch bất thường có quan hệ cùng chiều với lợi nhuận bất thường. Ngoài ra, Nanda và Barai (2021) không tìm thấy bằng chứng tác động của khối lượng giao dịch đến lợi nhuận bất thường cổ phiếu. Tóm lại, mặc dù về thực nghiệm, chưa có sự nhất quán về vai trò dự báo lợi nhuận của khối lượng giao dịch, nhưng phần lớn các kết quả nghiên cứu đều cho thấy khối lượng giao dịch bất thường có tác động đến giá trị tuyệt đối của lợi nhuận bất thường, đặc biệt là trong trường hợp của Việt Nam (như: Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2014)). Do vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng các giao dịch bất thường của NĐTNN đối với cổ phiếu ngành ngân hàng có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu.

2.2. Đặc trưng cổ phiếu và lợi nhuận bất thường

Hệ số beta cổ phiếu. Trong mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), xác nhận rằng các cổ phiếu có beta cao có xu hướng mang lại lợi nhuận cao hơn nhưng đi kèm rủi ro lớn hơn (Fama & MacBeth, 1973; Sharpe, 1964). Một số các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng hệ số beta cổ phiếu có tác động đến lợi nhuận cổ phiếu (Al-Khazali, 2019; Elsas và cộng sự, 2003; Lee và cộng sự, 2024). Cụ thể hơn, Al-Khazali (2019) chỉ ra

rằng mối quan hệ giữa beta và lợi nhuận là tích cực trong thị trường tăng giá và tiêu cực trong thị trường giảm giá. Tương tự, Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2014) cho thấy hệ số beta có tác động ngược chiều đến lợi nhuận bất thường dương trong khi có tác động cùng chiều đến lợi nhuận bất thường âm. Đồng thời, Elsas và cộng sự (2003) khẳng định rằng hệ số beta vẫn là yếu tố quan trọng trong việc dự đoán tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu. Mặc dầu vậy, Kudryavtsev (2019) tìm thấy bằng chứng quan hệ ngược chiều giữa hệ số beta và lợi nhuận bất thường cổ phiếu trong trường hợp cổ phiếu tăng giá. Trong khi, Bajo (2010) không tìm thấy bằng chứng tác động của hệ số beta đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu. Tóm lại, mặc dù về lý thuyết beta có tác động tích cực đến tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu, nhưng các bằng chứng thực nghiệm cho các kết quả khác nhau. Do vậy, chúng tôi không có kỳ vọng trước nào về tác động của beta đến tỷ suất lợi nhuận bất thường cổ phiếu.

Hiệu ứng công ty nhỏ. Fama và French (1992) cho rằng beta không hoàn toàn giải thích đầy đủ lợi nhuận kỳ vọng, và các yếu tố như quy mô (size) và giá trị (value) có tác động mạnh hơn đến lợi nhuận cổ phiếu. Đồng thời, trong lý thuyết tài chính hành vi, những công ty có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ thường tạo ra tỷ suất sinh lời lớn hơn (Banz, 1981; Keim, 1983). Các nghiên cứu thực nghiệm của Bajo (2010) và Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiểm (2014) ủng hộ cho hiệu ứng công ty nhỏ, cụ thể công ty có quy mô vốn hóa thị trường càng nhỏ càng tạo ra lợi nhuận bất thường dương càng lớn trong khi những công ty có quy mô vốn hóa lớn làm khếch đại tỷ suất sinh lợi bất thường âm. Trong khi đó, Nanda và Barai (2021) không tìm thấy bằng chứng tác động của vốn hóa thị trường công ty đến tỷ suất sinh lợi chứng

khoán. Chúng tôi kỳ vọng rằng, tồn tại hiệu ứng công ty nhỏ, nghĩa là giá trị vốn hóa công ty có quan hệ ngược chiều với tỷ suất lợi nhuận bất thường cổ phiếu.

Hiệu ứng cổ phiếu giá trị. Tương tự như hiệu ứng công ty nhỏ, hiệu ứng cổ phiếu giá trị là một phần của tài chính hành vi và cũng là một thành phần quan trọng trong mô hình ba nhân tố của Fama và French (1992). Hiệu ứng cổ phiếu giá trị cho rằng những công ty có giá trị thị trường trên giá trị sổ sách càng lớn càng tạo ra tỷ suất sinh lợi thấp hơn (Fama & French, 1998; Lakonishok và cộng sự, 1994). Nói cách khác, tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và tỷ suất sinh lời chứng khoán. Nghiên cứu thực nghiệm của Nanda và Barai (2021) ủng hộ cho hiệu ứng cổ phiếu giá trị, nhóm tác giả này tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều giữa giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và lợi nhuận bất thường. Ngược lại, Bajo (2010) tìm thấy bằng chứng chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách càng lớn càng tạo ra các lợi nhuận bất thường dương lớn hơn, và làm giảm lợi nhuận bất thường âm. Trong khi đó, Võ Xuân Vinh và Đặng Bửu Kiếm (2014) cho

thấy chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách không có bằng chứng tin cậy tác động đến các lợi nhuận bất thường cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng tồn tại hiệu ứng cổ phiếu giá trị. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có tác động ngược chiều đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu.

3. Phương pháp ước lượng

3.1. Mô hình nghiên cứu

3.1.1. Xác định các giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài

Kế thừa nghiên cứu trước của Dang và cộng sự (2025), chúng tôi cũng xem xét các giao dịch bất thường của nhà đầu tư nước ngoài theo bốn nhóm: thứ nhất, giao dịch mua bất thường của NĐTNN; thứ hai, giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông của NĐTNN, thứ ba, giao dịch bán bất thường của NĐTNN và thứ tư, giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của NĐTNN. Một giao dịch của NĐTNN được xem là bất thường khi có khối lượng giao dịch mua (hoặc bán) bất thường chuẩn hóa (normalized abnormal volume - NAV) lớn hơn 2.33, tương ứng với xác suất 1% trong phân phối chuẩn một bên.

NAV cho cổ phiếu i vào ngày t :

$$NAV_{i,t} = \frac{TV_{i,t} - \mu_{i,t}}{\sigma_{i,t}}$$

với

$$\mu_{i,t} = \frac{1}{60} \sum_{t-1}^{t-60} TV_{i,t}$$

$$\sigma_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{59} \sum_{t-1}^{t-60} (TV_{i,t} - \mu_{i,t}^{TV})^2}$$

- $TV_{i,t}$ là khối lượng giao dịch của NĐTNN cho cổ phiếu i vào ngày t ;

- $\mu_{i,t}$ và $\sigma_{i,t}$ là giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch của

NĐTNN cho cổ phiếu i vào ngày t trong một khung thời gian là 60 ngày trước đó.

Giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông của NĐTNN là giao dịch mua bất

thường của NĐTNN tại ngày mà NĐT mua rông (giá trị mua trừ bán lớn hơn 0). Giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của NĐTNN là giao dịch bán bất thường của NĐTNN tại ngày mà NĐT bán rông (giá trị mua trừ bán nhỏ hơn 0).

Các giao dịch bất thường được lựa chọn sao cho giữa chúng có khoảng cách tối thiểu 30 ngày giao dịch. Cách tiếp cận này nhằm hạn chế việc nhiều giao dịch bất thường diễn ra quá gần nhau đối với cùng một cổ phiếu, từ đó giúp giảm thiểu sự chông chéo và sai lệch trong kết quả ước lượng (Bajo, 2010).

3.1.2. Xác định lợi nhuận bất thường

Lợi nhuận bất thường (abnormal return) được định nghĩa là sự chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kỳ vọng (MacKinlay, 1997). Chúng tôi ước lượng lợi nhuận kỳ vọng chính là lợi nhuận trung bình của cổ phiếu trong 60 ngày giao dịch, cách tiếp cận này cũng tương tự như một số các nghiên cứu trước đây (Brown & Warner, 1985; Dang và cộng sự, 2025; Lambertides, 2009).

3.1.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên ý tưởng của một số các nghiên cứu trước đây (Bajo, 2010; Kudryavtsev, 2019; Nanda & Barai, 2021; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2014), chúng tôi đề xuất mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến lợi nhuận bất thường cổ phiếu như sau:

$$AR[0]_i = \beta_0 + \beta_1 AR[-1]_i + \beta_2 AV[0]_i + \beta_3 Beta_i + \beta_4 MC_i + \beta_5 MB_i + \varepsilon_i$$

trong đó:

- $AR[0]$ là lợi nhuận bất thường tương ứng được tạo ra bởi các ngày sự kiện có giao dịch bất thường của NĐTNN, cụ thể là ngày giao dịch mua bất thường, giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông, giao dịch bán bất thường, giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của NĐTNN;

- $AR[-1]$ là lợi nhuận bất thường ngay trước các ngày sự kiện có giao dịch bất thường của NĐTNN;

- $AV[0]$ độ lớn của khối lượng giao dịch bất thường tại các ngày sự kiện, được tính bằng cách lấy logarithm tự nhiên của khối lượng giao dịch tương ứng tại các ngày sự kiện, bao gồm ngày giao dịch mua bất thường, giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông, giao dịch bán bất thường, giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của NĐTNN;

- Beta là beta của cổ phiếu được ước lượng dựa trên chuỗi dữ liệu lịch sử giá cổ phiếu so với chuỗi lịch sử chỉ số thị trường;

- MC là vốn hóa thị trường của cổ phiếu, được tính bằng cách lấy logarithm tự nhiên của vốn hóa thị trường của cổ phiếu;

- MB là chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu.

3.2. Data

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 27 ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn từ 2006 - 2023. Dữ liệu về giá và khối lượng giao dịch được nhóm tác giả thu thập từ Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Dữ liệu về vốn hóa thị trường và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách được thu thập từ trang web <https://vietstock.vn/>.

Sau khi thực hiện các tính toán, mẫu dữ liệu bao gồm 631 giao dịch mua bất thường của NĐTNN, 571 giao dịch mua bất thường trong ngày mua rông của NĐTNN, 477 giao dịch bán bất thường của NĐTNN và 432 giao dịch bán bất thường trong ngày bán rông của NĐTNN. Đặc trưng của các biến trong mô hình nghiên

cứ được mô tả như ở Bảng 1. Đặc biệt, kết quả ở Bảng 1 cho thấy, lợi nhuận bất thường (AR[0]) được tạo ra ở ngày giao dịch mua bất thường và mua bất thường

trong ngày mua ròng của NĐTNN có giá trị dương, trong khi mang giá trị âm ở ngày giao dịch bán bất thường và bán bất thường trong ngày bán ròng của NĐTNN.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Thấp nhất	Lớn nhất
<i>Mua bất thường của NĐTNN</i>					
AR[0]	631	0.0126	0.0314	-0.1712	0.1365
AR[-1]	631	0.0026	0.0310	-0.3106	0.1091
AV[0]	631	11.9462	2.7177	0.6931	16.9091
Beta	631	1.0345	0.5199	-1.6099	3.2693
MC	538	31.2053	1.1772	28.5587	33.7007
MB	538	1.5858	0.8867	0.5300	5.1700
<i>Mua bất thường trong ngày mua ròng của NĐTNN</i>					
AR[0]	571	0.0140	0.0307	-0.1712	0.1365
AR[-1]	571	0.0036	0.0313	-0.3106	0.1091
AV[0]	571	11.9248	2.7595	0.6931	16.9091
Beta	571	1.0370	0.5233	-1.6099	3.2693
MC	488	31.1883	1.1808	28.5587	33.7007
MB	488	1.5811	0.8680	0.5300	5.1700
<i>Bán bất thường của NĐTNN</i>					
AR[0]	477	-0.0005	0.0301	-0.1413	0.1365
AR[-1]	477	-0.0008	0.0267	-0.0957	0.1374
AV[0]	477	11.9608	2.6956	4.0943	16.7051
Beta	477	1.0181	0.5090	-1.0070	2.8626
MC	407	31.2370	1.1639	28.5587	33.7007
MB	407	1.5669	0.8690	0.5300	5.1700

Bán bất thường trong ngày bán ròng của NĐTNN

AR[0]	432	-0.0014	0.0288	-0.1413	0.1151
AR[-1]	432	-0.0018	0.0262	-0.0957	0.1374
AV[0]	432	11.9740	2.6829	4.0943	16.7051
Beta	432	1.0115	0.5104	-1.0070	2.6155
MC	365	31.2288	1.1488	28.5587	33.7007
MB	365	1.5437	0.8460	0.5300	5.1700

Nguồn: nhóm tác giả tính toán và tổng hợp từ bộ dữ liệu nghiên cứu.

3.3. Phương pháp ước lượng

Dữ liệu có cấu trúc dạng dữ liệu chéo. Chúng tôi sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (Ordinary Least Squares - OLS) để phân tích mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc tại một thời điểm cụ thể là ngày có các giao dịch bất thường của NĐTNN. Phương pháp OLS được áp dụng do tính đơn giản, hiệu quả trong dữ liệu chéo và được sử dụng trong một số các nghiên cứu trước tương tự (Bajo, 2010; Kudryavtsev, 2019; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2014).

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 trình bày kết quả ước lượng tác động của khối lượng giao dịch mua bất thường, mua bất thường trong ngày mua ròng của NĐTNN và các yếu tố đặc trưng cổ phiếu đến lợi nhuận bất thường. Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng tác động của khối lượng giao dịch bán bất thường, bán bất thường trong ngày bán ròng của NĐTNN và các yếu tố đặc trưng cổ phiếu đến lợi nhuận bất thường. Các kết quả cho thấy tồn tại yếu tố đà giá trong ngắn hạn, cụ thể biến AR[-1] ở tất cả các mô hình từ mô hình 1 đến mô hình 4 đều có giá trị dương và đều có ý nghĩa thống kê. Nói cách khác, lợi nhuận bất thường ngày [-1] có ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường ở ngày [0]. Kết quả này tương đồng với kết quả của

nghiên cứu trước đây (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2014).

Khối lượng giao dịch bất thường của NĐTNN có tác động phức tạp đến lợi nhuận bất thường. Hệ số hồi quy của biến AV[0] có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê mạnh ở mức 1% ở các mô hình 1 và mô hình 2. Trong khi, hệ số hồi quy của biến AV[0] có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mô hình 3 và mô hình 4. Điều này cho thấy rằng, khối lượng giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua ròng của NĐTNN làm gia tăng lợi nhuận bất thường dương, trong khi làm giảm lợi nhuận bất thường âm. Phát hiện này phù hợp với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi và phù hợp với kết quả của một số nghiên cứu trước (Bajo, 2010; Gervais và cộng sự, 2001; Odean, 1998; Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2014). Như vậy, kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua ròng của NĐTNN làm gia tăng lượng cầu cổ phiếu, từ đó làm tăng giá cổ phiếu. Ngược lại, giao dịch bán cổ phiếu bất thường và bán cổ phiếu trong ngày bán ròng của NĐTNN làm tăng lượng cung cổ phiếu tạm thời và làm giảm giá cổ phiếu, dẫn đến lợi nhuận bất thường âm. Thêm vào đó, khi khối lượng giao dịch mua đột biến của NĐTNN làm tăng sự chú ý của các nhà đầu tư khác trên thị trường, và dẫn đến áp lực

mua của phía cầu càng lớn và càng tạo ra lợi nhuận bất thường dương. Trong khi, giao dịch bán bất thường của NĐTNN dẫn đến sự chú ý và gây hiệu ứng bán tháo cổ phiếu của

các nhà đầu tư khác, áp lực phía cung làm giá cổ phiếu càng sụt giảm dẫn đến độ lớn lợi nhuận bất thường âm càng lớn (Gervais và cộng sự, 2001; Odean, 1998).

Bảng 2. Tác động của khối lượng giao dịch mua bất thường, mua bất thường trong ngày mua rờng của NĐTNN và các yếu tố đặc trưng cổ phiếu đến lợi nhuận bất thường

Biến	Mua bất thường (AR[0]>0) (Mô hình 1)		Mua bất thường trong ngày mua rờng (AR[0]>0) (Mô hình 2)	
	Coef.	P value	Coef.	P value
AR[-1]	0.0829*	0.054	0.1121**	0.012
AV[0]	0.0025***	0.000	0.0028***	0.000
Beta	0.0001	0.981	0.0007	0.806
MC	-0.0020	0.291	-0.0023	0.237
MB	0.0004	0.848	0.0013	0.566
_cons	0.0445	0.402	0.0493	0.366
Số quan sát	538		488	
R square hiệu chỉnh	0.0346		0.0525	
Thống kê F	4.84		6.4	
Prob > F	0.0002		0.0000	

Ghi chú: ***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Nguồn: Nhóm tác giả ước lượng dựa trên mẫu dữ liệu nghiên cứu và phần mềm hỗ trợ Stata.

Bảng 3. Tác động của khối lượng giao dịch bán bất thường, bán bất thường trong ngày bán rờng của NĐTNN và các yếu tố đặc trưng cổ phiếu đến lợi nhuận bất thường

Biến	Bán bất thường (AR[0]<0) (Mô hình 3)		Bán bất thường trong ngày bán rờng (AR[0]<0) (Mô hình 4)	
	Coef.	P value	Coef.	P value
AR[-1]	0.2787***	0.000	0.2453***	0.000
AV[0]	-0.0014**	0.021	-0.0018***	0.003
Beta	0.0005	0.872	-0.0026	0.404
MC	-0.0032	0.117	-0.0019	0.344
MB	0.0040*	0.093	0.0019	0.444

Biến	Bán bất thường (AR[0]<0) (Mô hình 3)		Bán bất thường trong ngày bán ròng (AR[0]<0) (Mô hình 4)	
	Coef.	P value	Coef.	P value
_cons	0.1093	0.057	0.0794	0.163
Số quan sát	407		365	
R square hiệu chỉnh	0.088		0.0937	
Thống kê F	8.84		8.53	
Prob > F	0.0000		0.0000	

*Ghi chú: ***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Nguồn: Nhóm tác giả ước lượng dựa trên mẫu dữ liệu nghiên cứu và phần mềm hỗ trợ Stata.*

Hệ số beta cổ phiếu không có bằng chứng tác động đến lợi nhuận bất thường ở tất cả các mô hình ước lượng (mô hình 1 đến mô hình 4). Hệ số hồi quy của biến Beta đều không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, phát hiện của nghiên cứu nhấn mạnh rằng hệ số beta của cổ phiếu không phải là yếu tố trọng yếu tác động đến lợi nhuận bất thường, tương đồng với Bajo (2010).

Hệ số hồi quy của biến MC đều không có ý nghĩa thống kê ở tất cả các mô hình (mô hình 1 đến mô hình 1), cho thấy không tồn tại hiệu ứng công ty nhỏ. Phát hiện này khá thú vị, trái ngược với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi và khác biệt so với nghiên cứu trước tại Việt Nam (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2014). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của chúng tôi phù hợp với kết quả của Nanda và Barai (2021) đều cho thấy quy mô vốn hóa thị trường không phải lúc nào cũng có tác động rõ ràng đến lợi nhuận cổ phiếu.

Yếu tố giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có tác động không rõ ràng đến lợi nhuận bất thường. Hệ số hồi quy biến MB có giá trị dương và không có ý nghĩa thống kê ở các mô hình 1, 2 và 4, trong khi có ý

nghĩa ở mức yếu ở mô hình 3. Các phát hiện này cũng khác biệt so với kỳ vọng ban đầu của nghiên cứu rằng yếu tố giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có quan hệ ngược chiều với lợi nhuận bất thường (theo hiệu ứng cổ phiếu giá trị). Như vậy, với kết quả tác động của yếu tố giá trị thị trường trên giá trị sổ sách đến lợi nhuận bất thường có thể thấy có dấu hiệu của hiệu ứng cổ phiếu tăng trưởng, mặc dù là không rõ ràng, và phát hiện này phù hợp với kết quả của (Bajo, 2010) và (Võ Xuân Vinh & Đặng Bửu Kiểm, 2014).

5. Kết luận

Nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của khối lượng giao dịch bất thường của NĐTNN và các đặc trưng cổ phiếu đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu ngành ngân hàng Việt Nam. Các giao dịch bất thường của NĐTNN được xác định dựa trên bốn sự kiện bao gồm giao dịch mua bất thường, giao dịch mua bất thường trong ngày mua ròng, giao dịch bán bất thường và giao dịch bán bất thường của NĐTNN. Các đặc trưng của cổ phiếu được xem xét bao gồm hệ số beta, giá trị vốn hóa thị trường và chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách. Mẫu dữ liệu nghiên cứu bao gồm 631 giao dịch mua bất

thường, 571 giao dịch mua bất thường trong ngày mua rỗng, 477 giao dịch bán bất thường và 432 giao dịch bán bất thường trong ngày bán rỗng của NĐTNN. Các giao dịch bất thường này được xác định dựa trên chuỗi các giao dịch của NĐTNN trên mẫu gồm 27 ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn từ 2006 – 2023. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng OLS trong dữ liệu chéo. Các kết quả nghiên cứu cho thấy giao dịch mua bất thường và mua bất thường trong ngày mua rỗng của NĐTNN làm gia tăng lợi nhuận bất thường dương, trong khi giao dịch bán bất thường và bán bất thường trong ngày bán rỗng của NĐTNN làm tăng độ lớn của lợi nhuận bất thường âm. Các yếu tố liên quan đến đặc trưng của cổ phiếu không có tác động rõ ràng đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu.

Như vậy, nghiên cứu của chúng tôi đã làm sáng tỏ hai đóng góp quan trọng trong các nghiên cứu và tranh luận hiện nay về NĐTNN. Phát hiện của chúng tôi đã cho thấy các giao dịch mua và bán bất thường NĐTNN có ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận

bất thường và dễ tạo ra các hiệu ứng đầu tư theo từ các nhà đầu tư khác trên thị trường, từ đó gia tăng thêm lợi nhuận bất thường dương hoặc có thể làm trầm trọng thêm khoản lợi nhuận bất thường âm. Thứ hai, nghiên cứu của chúng tôi đã cung cấp minh chứng cho thấy hệ số beta, giá trị vốn hóa thị trường và chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách không có tác động rõ ràng đến lợi nhuận bất thường được tạo ra bởi các giao dịch bất thường của NĐTNN. Các đóng góp này làm phong phú thêm các chứng cứ thực nghiệm trong lĩnh vực tài chính hành vi.

Thêm vào đó, kết quả của nghiên cứu cho thấy rằng rõ ràng các giao dịch của NĐTNN mang yếu tố dẫn dắt thị trường (tương tự như Avci (2015)), góp phần tạo tính thanh khoản cho thị trường. Bằng chứng hữu ích này giúp cho các nhà làm chính sách tham khảo trong việc xây dựng các chiến lược phát triển thị trường dựa trên yếu tố NĐTNN. Ngoài ra, các cá nhân đầu tư trên thị trường cũng có thể tham khảo phản ứng của giá thông qua các lợi nhuận bất thường được tạo ra bởi các giao dịch bất thường của NĐTNN. Điều này có ý nghĩa trong việc tham khảo để ra các quyết định đầu tư chứng khoán phù hợp.

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Sài Gòn theo Quyết định số 793/QĐ-ĐHSG ngày 11 tháng 4 năm 2024 với mã nhiệm vụ CSA2023-09.

Tài liệu tham khảo

- Al-Khazali, O. (2019). Conditional beta: evidence from emerging stock markets. *Multinational finance journal*, 24(1/2), 93-117.
- Avci, Ö. B. (2015). Effect of foreign investor transactions on stock market returns. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33(4), 29-38.
- Bajo, E. (2010). The information content of abnormal trading volume. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 950-978.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.

- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Campbell, J. Y., Grossman, S. J., & Wang, J. (1993). Trading volume and serial correlation in stock returns. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(4), 905-939.
- Chính phủ. (2024). *Nâng hạng thị trường chứng khoán, hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài*. <https://baohinhphu.vn/nang-hang-thi-truong-chung-khoan-hut-von-dau-tu-gian-tiep-nuoc-ngoai-102240305171028854.htm>
- Dang, B. K., Le, T. B. N., & Trinh, T. H. T. (2025). The impact of foreign investors' abnormal trading on the abnormal returns of banking sector stocks: The case of Vietnam. *International Journal of Business and Society*, 26(1), 1-17.
- Dương Ngân Hà. (2018). Dự báo biến động của chỉ số VN-Index thông qua khối lượng giao dịch ròng và giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 195, 18-25.
- Elsas, R., El-Shaer, M., & Theissen, E. (2003). Beta and returns revisited: Evidence from the German stock market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 13(1), 1-18. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1042-4431\(02\)00023-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1042-4431(02)00023-9)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The journal of finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The journal of finance*, 53(6), 1975-1999.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy*, 81(3), 607-636.
- Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. H. (2001). The high-volume return premium. *The journal of finance*, 56(3), 877-919.
- Hồng Quyên. (2024). *Các nhà đầu tư quốc tế ngày càng quan tâm đến thị trường chứng khoán Việt Nam*. Bộ Tài chính. Truy cập ngày 08/07/2025 từ <https://thoibaotaichinhvietnam.vn/cac-nha-dau-tu-quoc-te-ngay-cang-quan-tam-den-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-160118.html>
- Karpoff, J. M. (1986). A theory of trading volume. *The journal of finance*, 41(5), 1069-1087.
- Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109-126.
- Keim, D. B. (1983). Size-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 13-32.
- Kudryavtsev, A. (2019). The effect of trading volumes on stock returns following large price moves. *Economic Annals*, 64(220), 85-116.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The journal of finance*, 49(5), 1541-1578.

- Lambertides, N. (2009). Sudden CEO vacancy and the long-run economic consequences. *Managerial Finance*, 35(7), 645-661.
- Lee, D.-H., Min, B.-K., Faff, R., & Kim, Y.-M. (2024). Asymmetry, earnings announcements, and the beta-return relation. *Finance Research Letters*, 67, 105942.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Nanda, S. K., & Barai, P. (2021). Effect of insider trading on stock characteristics. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(2), 210-227.
- Nguyễn Kim Anh, & Cao Tiên Sĩ. (2017). Tác động của giao dịch nhà đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam. *An Giang University Journal of Science*, 16(4), 62-75.
- Nguyễn Thị Liên Hoa, & Huỳnh Bá Thông. (2019). Tác động của nhà đầu tư nước ngoài đến việc cải thiện hiệu quả thông tin giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 161(2019), 18-32.
- Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, 53(6), 1887-1934.
- Phạm Tiến Mạnh. (2023). Nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động đầu tư nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam. *Bản B của Tạp chí Khoa học và Công nghệ Việt Nam*, 65(4), 1-5.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiếm. (2014). Nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên thị trường chứng khoán VN. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 290, 21-41.
- Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiếm. (2016). Thông tin hàm chứa trong giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 225, 46-55.
- Võ Xuân Vinh, & Đặng Bửu Kiếm. (2019). Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài với thông báo chia tách cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 202, 56-61.
- Võ Xuân Vinh, & Hồ Việt Tiến. (2017). Vai trò của nhà đầu tư tổ chức đối với thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế Quốc tế*, 97, 1-12.
- World Bank. (2024). *Reaching New Heights in Capital Markets*. <http://documents1.worldbank.org/curated/en/099145408232417063/pdf/IDU1dc8e9b8a11b4714a291af17167d8f89b52a5.pdf>

Ngày nhận bài: 14/5/2025

Ngày chấp nhận đăng: 17/7/2025