

# Xây dựng mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam

Nguyễn Thị Thu Liên\*, Trần Thị Phương Anh, Trần An Khánh, Vũ Hoàng Minh, Trần Hà My

*Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, 207 Giải Phóng, phường Đồng Tâm, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội, Việt Nam*

Ngày nhận bài 28/2/2024; ngày chuyển phản biện 1/3/2024; ngày nhận phản biện 21/3/2024; ngày chấp nhận đăng 25/3/2024

## **Tóm tắt:**

Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp là một đặc điểm quan trọng, có ảnh hưởng đến các hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, chủ đề về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp đã thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu trong và ngoài nước. Kế thừa các kết quả nghiên cứu trước đó, vận dụng phương pháp nghiên cứu định tính, nghiên cứu này đã tổng quan cả cơ sở lý thuyết và thực tiễn nhằm đề xuất một mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Điểm mới của nghiên cứu này là đặt trong phạm vi các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam và trong bối cảnh TTCK có những biến động mạnh, do tác động của đại dịch COVID-19. Mô hình đề xuất này có thể là tiền đề, tài liệu tham khảo cho các nghiên cứu tiếp theo nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Từ khóa:** doanh nghiệp tài chính, đại dịch COVID-19, nhà đầu tư nước ngoài, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại.

## **Chỉ số phân loại:** 5.2

### **1. Đặt vấn đề**

Trên TTCK, giao dịch giữa các nhà đầu tư nghiệp dư, chuyên nghiệp, các tổ chức và quỹ luôn diễn ra sôi nổi, việc này giúp thu hút vốn đầu tư vào TTCK. Tuy nhiên, trên TTCK Việt Nam, giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) vẫn luôn là đề tài nóng được nhắc đến trong mỗi phiên giao dịch.

Nghiên cứu về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại không còn là đề tài quá mới, vấn đề này đã được thảo luận nhiều lần và mỗi nghiên cứu đều có những cơ sở lý thuyết riêng về các tác động của khối ngoại lên tỷ lệ sở hữu của khối ngoại và các nhân tố có thể ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của khối ngoại: tính thanh khoản của TTCK ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại; tỷ lệ sở hữu của khối ngoại và tình hình hoạt động của doanh nghiệp; đặc điểm doanh nghiệp ảnh hưởng đến hoạt động giao dịch của khối ngoại [1-3]. Bên cạnh đó, còn nhiều nghiên cứu khác nói về hoạt động của NĐTNN trên TTCK trong giai đoạn bị ảnh hưởng bởi COVID-19: tác động của COVID-19 lên NĐTNN; dòng tiền của khối ngoại; và giá cổ phiếu trong giai đoạn COVID-19 [4, 5].

Đại dịch COVID-19 bùng phát vào đầu năm 2020 đã gây ra những tác động sâu sắc đến nền kinh tế toàn cầu, các doanh nghiệp đóng cửa, chuỗi cung ứng bị gián đoạn và tình trạng thất nghiệp gia tăng. Các TTCK trên thế giới lao dốc mạnh do hoạt động sản xuất, kinh doanh bị đình trệ. Tuy nhiên, trong tình hình đó, chỉ số VN-Index tăng tới hơn 100% giá trị (từ mức đáy 650 điểm vào tháng 4/2020 lên mức đỉnh 1500 điểm vào cuối năm 2022). Điều này có thể được giải thích rằng, khi mọi hoạt động kinh doanh bị đình trệ, cũng như mức lãi suất trong khoảng thời gian này ở mức thấp khiến nhà đầu tư chuyển đổi kênh đầu tư từ các loại tài sản truyền thống sang cổ phiếu để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Dù chỉ số VN-Index tăng lên, NĐTNN đã bán ròng trong suốt giai đoạn đại dịch COVID-19 do lo ngại về một đợt suy thoái kinh tế và những ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này làm giảm kỳ vọng và

lòng tin của họ vào thị trường, NĐTNN muốn giảm rủi ro trong giai đoạn này bằng cách giữ lượng lớn tiền mặt, bán ròng cổ phiếu trên TTCK Việt Nam. Như vậy có thể thấy rằng, dù khả năng sinh lời của TTCK trong giai đoạn COVID-19 là có, nhưng các NĐTNN đã có hướng lựa chọn rút vốn thay vì đầu tư nhằm kiếm lợi nhuận.

Nhận thấy tầm quan trọng của tỷ lệ sở hữu của khối ngoại cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến nó trên TTCK Việt Nam, cùng với đó là những tác động sâu sắc của các biến động kinh tế thế giới, diễn hình là thời điểm bùng phát đại dịch COVID-19 lên tình hình hoạt động của các doanh nghiệp, nhóm tác giả đã tìm hiểu cơ sở lý luận và cơ sở thực tiễn về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính, vốn là khối doanh nghiệp có giá trị giao dịch lớn nhất mỗi phiên. Từ đó đề xuất mô hình phục vụ cho các nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

### **2. Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu tại bàn là phương pháp định tính chính mà nhóm tác giả lựa chọn. Do đối tượng nghiên cứu là các doanh nghiệp tài chính, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại và các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp nên nhóm tác giả đã tổng hợp các tài liệu liên quan đến doanh nghiệp tài chính, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại, các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại. Đồng thời, để củng cố cơ sở thực tiễn cho nghiên cứu, nhóm đã thu thập số liệu thực tế về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại và các nhân tố có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại của 75 doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thời gian khảo sát là từ năm 2019 đến tháng 6/2023, tương ứng với 3 giai đoạn trước, trong và sau sự bùng phát của COVID-19.

\*Tác giả liên hệ: Email: thulien.nguyen78@gmail.com

# A regression model for determinants of foreign ownership ratio of listed financial firms: Evidence from the Vietnam stock exchange

Thi Thu Lien Nguyen\*, Thi Phuong Anh Tran,  
An Khanh Tran, Hoang Minh Vu, Ha My Tran

National Economics University,

207 Giai Phong Street, Dong Tam Ward, Hai Ba Trung District, Hanoi, Vietnam

Received 28 February 2024; revised 21 March 2024; accepted 25 March 2024

## Abstract:

Foreign ownership in financial enterprises is a crucial characteristic that impacts the activities of these enterprises. Therefore, the topic of foreign ownership ratio in these enterprises and factors that affect this ratio has drawn the attention of many researchers both domestically and internationally. Based on previous research findings along with qualitative research methods, this study provides an overview of theoretical foundations and practical considerations in order to propose a model to investigate the factors influencing the foreign ownership ratio in financial enterprises. The novelty of this research lies in its focus on listed financial enterprises in the Vietnam stock market, specifically in the context of significant fluctuation due to the impact of the COVID-19 pandemic. The proposed model serves as a premise and reference for future studies aiming to evaluate the influence of various factors on the foreign ownership ratio in listed financial enterprises on the Vietnam stock exchange.

**Keywords:** COVID-19 pandemic, financial enterprises, foreign investors, foreign ownership ratio.

**Classification number:** 5.2

Như vậy, thông qua việc nghiên cứu các lý thuyết nền tảng, các kết quả của các đề tài có liên quan ở phạm vi trong nước, quốc tế và dữ liệu khảo sát thực tế, nhóm tác giả đã tổng hợp cơ sở lý luận, cơ sở thực tiễn, từ đó đề xuất mô hình nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

## 3. Cơ sở lý luận

### 3.1. Một số khái niệm cơ bản

#### 3.1.1. Khái niệm về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại

Đầu tư nước ngoài là việc nhà đầu tư đưa vốn bằng tiền hoặc bất kỳ tài sản nào sang nước khác để tiến hành các hoạt động đầu tư và nắm quyền sở hữu cơ sở kinh doanh đó [6]. Công ty Cổ phần Chứng khoán DNSE đưa ra định nghĩa về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại là tỷ lệ cổ phiếu tối đa mà các NĐTNN được phép sở hữu. Tỷ lệ này được tính theo phần trăm và tùy theo ngành nghề có quy định khác nhau. Các nghiên cứu về cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp đều đồng tình rằng quyền sở hữu khối ngoại là một hình thức sở hữu vốn, theo đó,

các công ty có tỷ lệ phần trăm vốn nhất định của NĐTNN vào thị trường trong nước [7, 8]. Sở hữu nước ngoài được đo bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu thuộc sở hữu của bên nước ngoài trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp [9]. Hay nói cách khác, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK cho biết mức độ sở hữu của NĐTNN đối với cổ phiếu của công ty so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành có sẵn để giao dịch. Như vậy, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại là tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của NĐTNN trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của một doanh nghiệp.

#### 3.1.2. Khái niệm về doanh nghiệp tài chính

Doanh nghiệp tài chính là những tổ chức được cấp phép hoạt động trong lĩnh vực tài chính, cung cấp các dịch vụ tài chính cho khách hàng như ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán... Sự phân loại trong các nghiên cứu chia ra hai loại, bao gồm các tổ chức tài chính ngân hàng và phi ngân hàng [10, 11]. Trong đó, tài chính ngân hàng bao gồm các ngân hàng thương mại trong nước và ngân hàng thương mại nước ngoài; với tài chính phi chính thức bao gồm tài trợ từ các nguồn không chính thức như tổ chức tài chính phi ngân hàng. Các doanh nghiệp tài chính đóng một vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính bằng cách hỗ trợ phân bổ vốn hiệu quả, quản lý rủi ro và đóng góp vào tăng trưởng kinh tế chung [12, 13]. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) gợi ý rằng, phát triển tài chính nên gắn liền với sự phát triển của định chế tài chính và thị trường, chủ yếu tập trung vào khu vực ngân hàng và TTCK [14, 15]. Định nghĩa và phạm vi của doanh nghiệp tài chính có thể khác nhau giữa các khu vực pháp lý khác nhau, phản ánh sự khác biệt trong khung pháp lý và phân loại. Hơn nữa, tính chất năng động của ngành tài chính và sự ra đời của các công nghệ đột phá có thể tạo ra các loại hình doanh nghiệp tài chính mới trong tương lai.

#### 3.2. Tổng quan các nghiên cứu về những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại

Nhiều nghiên cứu trong nước và trên thế giới đều chỉ ra quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản của cổ phiếu, chỉ số P/B (Price to book ratio - Chỉ số giá trị sổ sách), chỉ số Beta và tỷ lệ đòn bẩy đều là những nhân tố nội tại của doanh nghiệp ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại [1, 16-24] (bảng 1).

**Bảng 1. Tổng hợp các nhân tố ảnh hưởng.**

| Các nhân tố ảnh hưởng             | Nguồn tham khảo |
|-----------------------------------|-----------------|
| Vốn hóa thị trường (Size)         | [16-18, 24]     |
| Thanh khoản giao dịch (Liquidity) | [1, 19, 25]     |
| Tỷ lệ đòn bẩy (Leverage)          | [22, 23, 26]    |
| Chỉ số P/B                        | [19, 21, 22]    |
| Chỉ số Beta                       | [16, 19, 22]    |
| Tỷ giá hối đoái (Exchange)        | [27, 28]        |
| Lạm phát (Inflation)              | [27, 29]        |

Đối với quy mô doanh nghiệp, nghiên cứu về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại trên thị trường Ấn Độ khẳng định rằng, quy mô doanh nghiệp là nhân tố quyết định chính trong việc lựa chọn cổ phiếu [16]. Quy mô

công ty gắn liền với khả năng nhận diện thương hiệu tại các thị trường mới nổi như Ấn Độ. Các công ty lớn thường xuyên được phân tích và được NĐTNN công nhận vì khả năng quản trị tốt hơn và mức độ bất cân xứng thông tin thấp hơn. Đồng tình với quan điểm trên, nghiên cứu phát hiện ra rằng, NĐTNN thích nắm giữ cổ phiếu ở những doanh nghiệp có quy mô doanh nghiệp lớn hơn bởi có mức tự do chuyển nhượng cao hơn [17]. Khi nghiên cứu ở phạm vi TTCK Việt Nam, việc doanh nghiệp có quy mô và tài sản lớn thường có sự ổn định cao hơn, ít rủi ro hơn so với các doanh nghiệp nhỏ và vừa, từ đó có thể hoạt động hiệu quả hơn và tạo ra lợi nhuận cao hơn [24]. Điều này thu hút sự quan tâm của các NĐTNN, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức.

Chỉ số giá trị sổ sách P/B của cổ phiếu doanh nghiệp cao cho thấy giá cổ phiếu đang bị định giá cao hơn giá trị thực của doanh nghiệp. Nghiên cứu tìm hiểu về tỷ lệ sở hữu của khối ngoại trên TTCK Đài Loan (Trung Quốc) từ năm 1996 đến 2000 cho thấy, NĐTNN ưa thích các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp có tỷ lệ P/B trên thị trường thấp, do những công ty này có lợi nhuận và tăng trưởng cao. Thêm vào đó, nghiên cứu chỉ ra rằng, chỉ số định giá P/B có mối quan hệ nghịch với tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại doanh nghiệp đó, điều này cho thấy các NĐTNN quan tâm tới các doanh nghiệp đang được định giá thấp hơn so với giá trị thực, họ đầu tư vào các doanh nghiệp đó với kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ quay trở lại mức giá trị thực và thậm chí là cao hơn so với định giá chuẩn [22].

Cổ phiếu thanh khoản thấp thường có biến động giá thấp hơn, giúp giảm thiểu rủi ro cho các NĐTNN [20]. Nghiên cứu chỉ ra rằng, thanh khoản giao dịch có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại doanh nghiệp. Cụ thể, các cổ phiếu có thanh khoản cao không được NĐTNN ưu tiên đầu tư và duy trì tỷ lệ sở hữu thấp hơn. Tuy nhiên, ngược lại, thanh khoản giao dịch cao tạo điều kiện thuận lợi cho các NĐTNN mua bán cổ phiếu. Khi cổ phiếu được giao dịch nhiều với khối lượng lớn thì cho thấy cổ phiếu đó có tính thanh khoản tốt, dễ dàng mua bán. Điều này giảm rủi ro thanh khoản cho nhà đầu tư. Hơn nữa, thanh khoản cao cũng phản ánh tính minh bạch thông tin của doanh nghiệp. Khi thông tin minh bạch, NĐTNN cũng sẽ cảm thấy tin tưởng hơn để gia tăng sở hữu [1, 19, 25].

Chỉ số Beta cao có tác động tích cực tới tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại doanh nghiệp [16, 22]. Theo kết quả này, các NĐTNN thường quan tâm đến các cổ phiếu có rủi ro cao nhưng tiềm năng sinh lời cao. Điều này thu hút sự quan tâm của các NĐTNN, đặc biệt là các nhà đầu tư mạo hiểm. Một nghiên cứu khác cho rằng, chỉ số Beta cao có tác động tiêu cực tới tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại doanh nghiệp [19]. Theo nghiên cứu này, các NĐTNN không ưa rủi ro lớn khi đầu tư trên TTCK. Chỉ số Beta cao cho thấy cổ phiếu của doanh nghiệp có rủi ro cao, điều này có thể khiến các NĐTNN e ngại khi đầu tư vào doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy cao có thể tăng rủi ro đầu tư cho các NĐTNN bởi tỷ lệ đòn bẩy cao có nghĩa rằng doanh nghiệp đang sử dụng nhiều nợ để chi trả cho các hoạt động kinh doanh [19]. Điều này làm tăng rủi ro cho các nhà đầu tư, vì họ có thể mất một phần hoặc toàn bộ số vốn đầu tư nếu doanh nghiệp không thể trả nợ [17].

Ngoài ra, tỷ lệ đòn bẩy cao khiến doanh nghiệp phải trả lãi vay cho các chủ nợ. Điều này làm giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp, từ đó giảm sức hấp dẫn đối với các NĐTNN, khiến họ e ngại hơn khi đầu tư vào doanh nghiệp. kết luận này đã được chứng minh bởi các nghiên cứu ở phạm vi Việt Nam [22, 26].

Trong nền kinh tế các quốc gia trên thế giới, các đặc điểm kinh tế vĩ mô như tỷ giá hối đoái, lạm phát cũng có ảnh hưởng đáng kể đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại. Theo đó, tỷ giá hối đoái tăng có thể làm giá cổ phiếu của doanh nghiệp giảm, từ đó thu hút sự quan tâm của các NĐTNN [27]. Tuy nhiên, khi tỷ giá hối đoái tăng, chi phí sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp sẽ tăng. Điều này có thể làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó khiến các NĐTNN chần chừ khi đầu tư vào doanh nghiệp [28]. Bên cạnh đó, lạm phát cao có thể làm giảm giá trị đồng tiền, đồng thời cũng có thể làm tăng chi phí sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp, khiến các NĐTNN hạn chế đầu tư vào doanh nghiệp [27, 29].

### 3.3. Các lý thuyết nền tảng

Theo lý thuyết Thị trường hiệu quả (EMH - Efficient market hypothesis) được đề xuất bởi E.F. Fama (1970) [30], trong một thị trường hiệu quả, cổ phiếu luôn được giao dịch ở mức giá hợp lý. Vì vậy, dựa theo lý thuyết EMH, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại sẽ phản ánh những thông tin về triển vọng của doanh nghiệp hoặc TTCK mà họ đầu tư. Lý thuyết EMH đã nghiên cứu tác động của Nghị định 60/2015/NĐ-CP ngày 26/6/2015 của Chính phủ (sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012) về việc nâng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại vượt mức 49% đến sự thay đổi tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp Việt Nam [31]. Trên nền tảng lý thuyết EMH, nhóm tác giả đã chứng minh rằng, việc NĐTNN được tiếp cận đầy đủ hơn các thông tin thị trường sẽ khiến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tăng lên do họ có nhiều cơ sở để phân tích, đánh giá cổ phiếu hơn, do đó, thông tin được công bố tùy từng mức độ sẽ được NĐTNN phản ứng vào trong giá của cổ phiếu trên TTCK. Còn trong đại dịch COVID-19, nghiên cứu về tác động của COVID-19 đến giá cổ phiếu ở Việt Nam sử dụng lý thuyết EMH để giải thích phản ứng của giá cổ phiếu trên TTCK, nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các thông tin về đại dịch COVID-19 được công bố rộng rãi đã khiến các nhà đầu tư bán tháo do lo ngại về triển vọng tương lai của các doanh nghiệp [32]. Do đó, thông tin thị trường tiêu cực đã được phản ánh vào giá cổ phiếu, khiến các cổ phiếu quay về với mức giá hợp lý hơn, phù hợp với lý thuyết EMH.

Một lý thuyết nền tảng khác được nghiên cứu bởi S.A. Ross (1976) [33] là lý thuyết Định giá chênh lệch (Arbitrage pricing theory - APT) trình bày một mô hình thay thế cho mô hình định giá tài sản vốn. APT là một lý thuyết tổng quát về định giá tài sản, rất quan trọng trong việc định giá cổ phiếu doanh nghiệp. APT chỉ ra rằng, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của tài sản tài chính có thể được đo lường thông qua các chỉ số kinh tế vĩ mô. Trong giao dịch, các NĐTNN rất quan tâm tới các chỉ số vĩ mô này để hỗ trợ quyết định đầu tư vào thị trường. Bởi lẽ, những chỉ số này phản ánh sức khỏe chung nhất của nền kinh tế, TTCK và phản ánh cả mức lợi nhuận kỳ vọng cũng như rủi ro cho NĐTNN. Một số nghiên cứu sử dụng lý thuyết này đã phát hiện ra nhân tố khiến giá

cổ phiếu toàn thị trường thay đổi phát sinh từ những biến số kinh tế và tài chính cơ bản như lãi suất, lạm phát, hoạt động kinh doanh thực tế, chỉ số thị trường, sự tự tin của nhà đầu tư... [34, 35]. Những năm xảy ra đại dịch COVID-19, các chỉ số vĩ mô này đã thay đổi tiêu cực đáng kể, khiến thị trường trở nên rủi ro hơn và bất hấp dẫn trong mắt các NĐTNN, do đó thị trường đã chứng kiến một lượng rút vốn ròng ký lục [36, 37]. Do vậy, lý thuyết này có thể làm nền tảng để nghiên cứu về xu hướng giao dịch của khối ngoại trong thời gian COVID-19, với sự biến động đáng kể của các chỉ số vĩ mô.

Là cơ sở lý luận cho các khủng hoảng như đại dịch COVID-19, lý thuyết Thiên nga đen (Black swan theory) được công bố bởi N.N. Taleb và cs (2007) [38]. Một số tác giả đã phân tích lý thuyết này trong các nghiên cứu về TTCK trong khủng hoảng, lý thuyết Thiên nga đen đã chỉ ra rằng, TTCK Ý gặp khủng hoảng nặng nề do sự kiện COVID-19 - một sự kiện hiếm gặp và khó xảy ra nhưng có thể gây ra những tác động to lớn, khó lường [39]. Tương tự, nghiên cứu ảnh hưởng tiêu cực của hiện tượng Thiên nga đen thông qua sự sụt giảm của chỉ số chứng khoán Thượng Hải (SSEC) và 8 chỉ số kinh tế vĩ mô của Trung Quốc cũng đã được thực hiện [40]. Thêm vào đó, COVID-19 đang có tác động xấu đến chuỗi cung ứng toàn cầu, tác động đến toàn bộ chuỗi cung ứng, tiêu biểu như tình trạng thiếu nguyên liệu, thành phẩm và hàng tiêu dùng [41]. Do đó, tác giả sử dụng lý thuyết Thiên nga đen nhằm thực hiện nghiên cứu trong bối cảnh COVID-19, tìm hiểu sự khác biệt của các chỉ số vĩ mô, nhân tố nội tại doanh nghiệp trong 3 giai đoạn dịch bệnh, nhằm làm rõ ảnh hưởng đáng kể của đại dịch này lên TTCK và chỉ số doanh nghiệp, từ đó đưa ra những phát hiện về tỷ lệ nắm giữ của NĐTNN trong 3 giai đoạn này.

### 3.4. Khoảng trống nghiên cứu

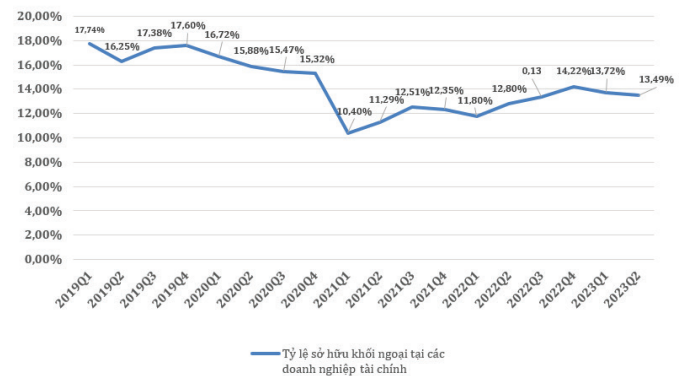
Nhóm tác giả nhận thấy, mặc dù đã có nhiều nghiên cứu đưa ra bằng chứng thực nghiệm với phạm vi Việt Nam, song chưa có nhiều nghiên cứu tập trung vào nhóm ngành tài chính. Trong khi đó, tài chính lại là nhóm ngành chiếm khối lượng giao dịch lớn nhất trong mỗi phiên giao dịch, hoạt động giao dịch của khối ngoại cũng diễn ra sôi nổi ở nhóm ngành này, đặc biệt là ở các mã ngân hàng và công ty chứng khoán với trung bình khoảng 65-75% tổng giá trị giao dịch mỗi phiên. Vì vậy, rút kinh nghiệm từ các học giả đi trước, nhóm tác giả tập trung nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, nền kinh tế thế giới đã chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ đại dịch COVID-19, đã có nhiều biến động trên TTCK tại các quốc gia cũng như tình hình hoạt động của các doanh nghiệp, chính vì vậy, nhóm tác giả xem xét cả những tác động của COVID-19 đối với vấn đề nghiên cứu.

## 4. Cơ sở thực tiễn

### 4.1. Tổng quan tỷ lệ sở hữu của khối ngoại trước, trong và sau đại dịch COVID-19

Nhóm doanh nghiệp tài chính trên TTCK Việt Nam hiện nay bao gồm 3 nhóm ngành nhỏ: ngân hàng, công ty chứng khoán và bảo hiểm. Theo kết quả khảo sát của nhóm tác giả, trong giai đoạn 2019-2023, trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam có 75 doanh nghiệp tài chính niêm yết, bao gồm 35 công ty chứng khoán, 27 ngân hàng,

11 công ty bảo hiểm và 2 công ty đầu tư tài chính. Đây cũng là nhóm ngành có hoạt động giao dịch sôi động, không chỉ với NĐTNN mà còn với nhóm các nhà đầu tư trong nước nói chung. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp này còn có các nhiệm vụ đặc thù ảnh hưởng trực tiếp tới hoạt động đầu tư trên thị trường: các ngân hàng là nguồn tín dụng chính cho việc đầu tư, công ty chứng khoán thực hiện nghiệp vụ cấp khoản vay đầu tư cho khách hàng cũng như các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn chứng khoán, trong khi đó, nhóm bảo hiểm đóng vai trò như quỹ phòng hộ cho nền kinh tế.



Hình 1. Tỷ lệ sở hữu khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023.

Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính trên TTCK Việt Nam có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn 2019-2020, từ mức 17,74% trong quý I năm 2019 xuống 15,32% trong quý IV năm 2020 (hình 1). Trong quý I năm 2021, tỷ lệ này đã giảm mạnh xuống còn 10,40%, mức thấp nhất trong giai đoạn này. Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tăng trưởng ổn định từ giai đoạn này trở đi, từ mức thấp nhất quý I năm 2021, lên 14,22% trong quý IV năm 2022. Sau đó, xu hướng này giảm nhẹ xuống 13,49% vào quý II năm 2023.

Thời điểm trước khi bùng nổ đại dịch COVID-19, nền kinh tế Việt Nam phát triển ổn định, tạo ra nhiều cơ hội cho các ngân hàng hoạt động và phát triển với tăng trưởng GDP đạt 6,8%/năm. Với mức tăng trưởng khá và ổn định, điều này tạo ra nhu cầu vốn lớn cho các doanh nghiệp, tổ chức kinh tế, thêm vào đó là cơ hội cho các ngân hàng Việt Nam mở rộng quy mô hoạt động, đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế. Vào thời điểm năm 2019, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tối đa tại tất cả các ngân hàng là 30%, đối với các công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm là 49%. Với nhóm công ty chứng khoán, hầu hết các công ty chứng khoán đều có tỷ lệ sở hữu của khối ngoại nằm dưới mức quy định là 49%. Tuy nhiên, có một số ngoại lệ đã vượt quá mức quy định này do Nghị định 60/2015/NĐ-CP được ban hành nhằm sửa đổi, bổ sung một số quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán. Do đó, các ngoại lệ về sở hữu nước ngoài vượt quá đều đã được cấp phép và không vi phạm các quy định của Nhà nước. Đối với các công ty bảo hiểm, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tối đa là 49% và không có công ty nào vi phạm hay vượt quá mức quy định.

Sang giai đoạn 2020-2021, kinh tế Việt Nam đã trải qua nhiều thách thức do tác động của đại dịch COVID-19. Mặc dù tăng trưởng GDP năm 2020 và 2021 chỉ đạt lần lượt 2,91 và 2,58%, nhưng đây vẫn là một thành công đáng kể của Việt Nam trong bối cảnh khó khăn

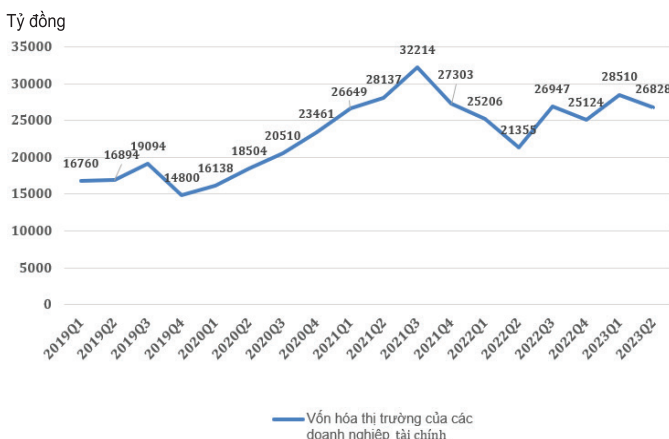
chung toàn cầu. Theo thống kê từ dữ liệu phân tích của nhóm tác giả, trong suốt giai đoạn năm 2020-2021, NĐTNN đã bán ròng gần 80.000 tỷ đồng trên TTCK Việt Nam. Chỉ xét riêng nhóm ngành tài chính, lực bán mạnh nhất xuất hiện ở nhóm công ty chứng khoán với nhiều doanh nghiệp chứng khoán có sự suy giảm đáng kể trong tỷ lệ sở hữu của khối ngoại, tiếp đó là một số ít ngân hàng bị khối ngoại rút vốn trên TTCK. Nhóm ngành bảo hiểm đã cho tín hiệu tốt hơn cả khi tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại nhóm ngành này gần như không đổi. Bên cạnh những nguyên nhân là những quan ngại về rủi ro hoạt động của các doanh nghiệp trong bối cảnh đại dịch COVID-19, các chỉ số tài chính toàn cầu như tỷ giá hối đoái, các sự kiện quốc tế có thể đã tác động đến quyết định của khối ngoại đối với TTCK Việt Nam nói chung và nhóm ngành tài chính nói riêng.

Sau giai đoạn đỉnh điểm của đại dịch COVID-19, năm 2022 và nửa đầu năm 2023 thể hiện sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường tài chính Việt Nam. Trái ngược với xu hướng bán mạnh của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường, các NĐTNN lại có động thái “gom hàng” dần dần ở nhóm ngành tài chính. Nhìn chung, hoạt động giao dịch của nhóm ngành bảo hiểm không có sự thay đổi đáng kể từ trước, trong và sau đại dịch, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại nhóm này gần như giữ nguyên không đổi trong suốt khoảng thời gian nghiên cứu. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại ở hai nhóm ngành ngân hàng và công ty chứng khoán bắt đầu tăng mạnh từ quý IV năm 2020.

Như vậy có thể thấy, tỷ lệ sở hữu khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam đã có những biến động đáng kể, đôi lúc không theo xu thế chung, trước ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. Chính vì vậy, việc xác định được các nhân tố ảnh hưởng và xây dựng được mô hình đánh giá sự ảnh hưởng của các nhân tố đó tới tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam là hết sức có ý nghĩa.

## 4.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính

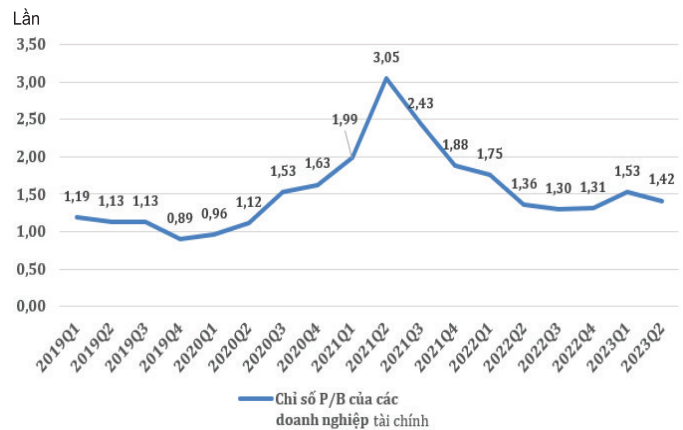
### 4.2.1. Vốn hóa thị trường của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023



Hình 2. Vốn hóa thị trường của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023.

Trước đại dịch COVID-19, vốn hóa doanh nghiệp tài chính trung bình vào khoảng 16.760 tỷ đồng (hình 2). Khi dịch COVID-19 ập tới, thị trường giảm điểm mạnh, với động thái rút vốn ròng của NĐTNN, khiến vốn hóa trung bình giảm mạnh còn 14.800 tỷ đồng. Tuy nhiên, thời gian sau đó, do tác động của phong tỏa và giãn cách xã hội, vốn hóa tăng trưởng mạnh suốt thời gian xảy ra đại dịch COVID-19, với thời điểm đạt đỉnh vào quý III năm 2021. Đây là thời gian các nhà đầu tư cá nhân giao dịch mạnh trên TTCK, khiến thị trường chung tăng điểm kỷ lục. Còn sau đại dịch COVID-19, biến động của nhóm tài chính này tăng giảm với đáy vào thời điểm quý II năm 2022, với vốn hóa trung bình vào khoảng 21.355 tỷ đồng, lên tới đỉnh vào quý III năm 2023 bằng 28.510 tỷ đồng. Theo số liệu từ HOSE (Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh), tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại 30 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất thị trường (VN30) đã tăng từ 33,6% vào tháng 1/2022 lên 34,8% vào tháng 1/2024. Có thể thấy, khi nền kinh tế Việt Nam phục hồi, các NĐTNN đã trở nên lạc quan hơn về triển vọng của TTCK Việt Nam. Điều này đã khiến cho dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam tăng trở lại, góp phần giúp cho tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tăng trở lại.

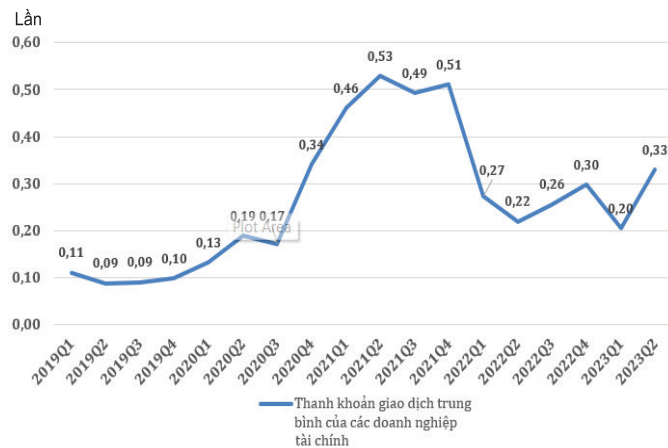
### 4.2.2. Chỉ số P/B của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023



Hình 3. Chỉ số P/B của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023.

Trước đại dịch COVID-19, chỉ số P/B của cổ phiếu doanh nghiệp tài chính giao động ở mức 1,19 vào quý I năm 2019, giảm đáy vào quý I năm 2020 còn 0,89, sau đó tăng nhanh liên tục và đạt đỉnh ở mức 3,05 vào quý II năm 2021, với mức tăng ấn tượng gần 3 lần (hình 3). Xu hướng này nhanh chóng đảo chiều, giảm sâu về mức trung bình 1,3 vào quý III năm 2022. Chỉ số P/B doanh nghiệp tài chính dao động quanh mức 1,5 tới tận cuối quý II năm 2023. Trên thị trường chung, theo báo cáo của HOSE, trong đại dịch COVID-19, chỉ số P/B của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE đã có đợt giảm mạnh. Nguyên nhân là do đại dịch COVID-19 đã gây ra nhiều khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, dẫn đến kết quả kinh doanh giảm sút. Sau đại dịch COVID-19, chỉ số P/B của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE đã có xu hướng ổn định hơn, về mức hợp lý, theo đó, với các tiềm năng tăng trưởng trở lại, các NĐTNN gia tăng nhẹ tỷ lệ sở hữu.

#### 4.2.3. Thanh khoản giao dịch trung bình của cổ phiếu tài chính giai đoạn 2019-2023

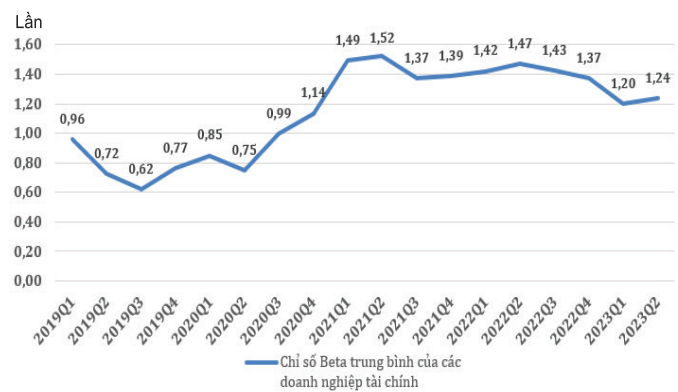


**Hình 4. Thanh khoản giao dịch trung bình của cổ phiếu tài chính giai đoạn 2019-2023.**

Trong giai đoạn quý I-IV năm 2019, thanh khoản các cổ phiếu tài chính ở mức thấp, với mức tỷ lệ quanh mốc 0,1, xu hướng này kéo tới tận quý I năm 2020 (hình 4). Thanh khoản thị trường trong giai đoạn COVID-19 tăng đột biến, chủ yếu đến từ khối các nhà đầu tư cá nhân và tự doanh trong nước. Giai đoạn 2020-2021 chứng kiến mức thanh khoản kỷ lục lên tới 0,53 (gấp 5 lần trước dịch COVID-19) vào quý II năm 2021. Khi nền kinh tế phục hồi, dòng tiền nhà đầu tư rút sang các loại hình đầu tư khác, thanh khoản lại giảm mạnh vào quý I năm 2022, dao động quanh mức 0,25 cho tới tận quý II năm 2023. Tuy nhiên, thanh khoản của khối ngoại trên TTCK Việt Nam lại có xu hướng khác biệt. Theo số liệu từ HOSE, giá trị giao dịch bình quân phiên đạt 18.000 tỷ đồng trong năm 2019. Trong đó, giá trị giao dịch của NĐTNN chiếm khoảng 40% tổng giá trị giao dịch. Tuy nhiên, trong đợt đầu của COVID-19, nhà đầu tư ngoại bán ròng cổ phiếu Việt Nam nhằm giảm tỷ lệ nắm giữ. Theo số liệu từ SSC, giá trị bán ròng của NĐTNN đạt 14,9 tỷ USD trong năm 2020, chiếm 28% tổng giá trị giao dịch. Sau COVID-19, thanh khoản TTCK Việt Nam phục hồi và tăng trưởng trở lại. Theo số liệu từ HOSE, giá trị giao dịch bình quân phiên đạt 22.000 tỷ đồng trong năm 2022, tăng 120% so với năm 2020. NĐTNN mua ròng cổ phiếu Việt Nam trở lại. Theo SSC, giá trị mua ròng của NĐTNN đạt 12,6 tỷ USD trong năm 2022, chiếm 25% tổng giá trị giao dịch.

#### 4.2.4. Chỉ số Beta trung bình của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023

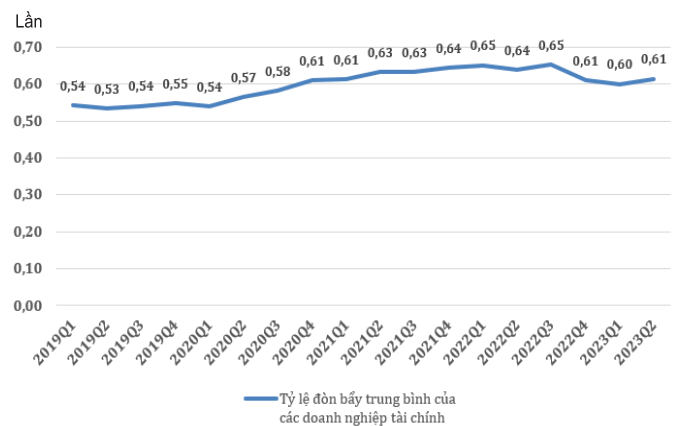
Chỉ số Beta cao cho thấy, cổ phiếu của doanh nghiệp có rủi ro cao, điều này khiến các NĐTNN e ngại khi đầu tư vào doanh nghiệp. Trong giai đoạn trước đại dịch COVID-19, chỉ số Beta ở mức 0,96 vào quý I năm 2019, giảm mạnh xuống đáy vào quý III năm 2019, với mức Beta là 0,62 (hình 5). Beta trung bình đảo chiều tăng lên 0,85 vào quý I năm 2020, vào thời điểm mới bùng phát đại dịch COVID-19. Suốt thời gian nền kinh tế và tài chính toàn cầu bị ảnh hưởng nặng nề, chỉ số Beta của nhóm doanh nghiệp tài chính tại Việt Nam cũng tăng mạnh lên tới 1,52 (hơn 1,5 lần trước dịch). Rủi ro đã tăng mạnh trong giai đoạn 2021 do lo ngại về những tiêu cực mà đại dịch mang tới. Chỉ



**Hình 5. Chỉ số Beta trung bình của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023.**

số Beta nhóm ngành tài chính vẫn tiếp tục ở mức cao và quanh mức 1,2-1,4 cho tới tận quý II năm 2023. Còn về các doanh nghiệp trên thị trường chung, trước đại dịch COVID-19, chỉ số Beta trung bình của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE dao động trong khoảng 0,9-1,1. Trong giai đoạn đại dịch COVID-19, chỉ số Beta của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE có xu hướng tăng lên. Theo nghiên cứu về chỉ số Beta trung bình của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ quý I/2020 đến quý IV/2021 là 1,2; sau đại dịch COVID-19, chỉ số có xu hướng giảm xuống; còn trong giai đoạn từ quý I/2022 đến quý IV/2022 vào khoảng 1,0 [42]. Các nhà đầu tư đã trở nên lạc quan hơn, dẫn đến việc họ tìm đến các cổ phiếu có mức độ rủi ro cao hơn. Các cổ phiếu của các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao đã được các nhà đầu tư ưa chuộng.

#### 4.2.5. Tỷ lệ đòn bẩy trung bình của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023

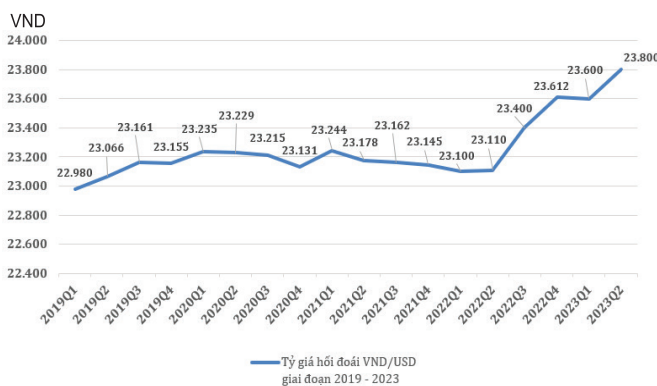


**Hình 6. Tỷ lệ đòn bẩy trung bình của doanh nghiệp tài chính giai đoạn 2019-2023.**

Về tỷ lệ đòn bẩy trong mối tương quan với tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại doanh nghiệp, trước đại dịch COVID-19, đòn bẩy trung bình tại các doanh nghiệp ở mức 0,54. Xuyên suốt thời gian diễn ra đại dịch, cũng như khi TTCK Việt Nam và nền kinh tế phục hồi, tỷ lệ này chỉ nhích tăng nhẹ lên mức đỉnh 0,65 vào quý I, III năm 2022, sau đó giảm nhẹ và dao động quanh mức 0,60-0,61 (hình 6). Mức sử dụng

đòn bẩy này so với doanh nghiệp toàn thị trường là khá phù hợp và ổn định. Xu hướng tăng, giảm của tỷ lệ đòn bẩy nhóm doanh nghiệp tài chính có sự tương đồng với các doanh nghiệp khác, nhưng với mức biến động nhỏ hơn. Trước đại dịch COVID-19, tỷ lệ đòn bẩy trung bình của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE dao động trong khoảng 0,54. Trong giai đoạn đại dịch COVID-19, tỷ lệ đòn bẩy của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE có xu hướng tăng lên. Sự tăng trưởng của tỷ lệ đòn bẩy trong giai đoạn này đã làm gia tăng rủi ro đầu tư cho các nhà đầu tư, đây cũng là lý do dẫn đến hành động bán ròng của các NĐTNN trong giai đoạn này, đặc biệt là các mã cổ phiếu của doanh nghiệp ngành tài chính. Tỷ lệ đòn bẩy trung bình của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ quý I/2020 đến quý IV/2021 là 0,6; sau đại dịch COVID-19, tỷ lệ đòn bẩy của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE có xu hướng giảm xuống, tỷ lệ đòn bẩy trung bình của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ quý I/2022 đến quý IV/2022 là 0,64 [42]. Nguyên nhân của xu hướng này là do nền kinh tế Việt Nam đã dần phục hồi sau đại dịch, các doanh nghiệp đã có kết quả kinh doanh khả quan hơn, dẫn đến việc họ có thể giảm sử dụng đòn bẩy tài chính, giảm rủi ro của doanh nghiệp, điều này dẫn đến sự phục hồi trong tỷ lệ sở hữu của khối ngoại ở giai đoạn phục hồi sau đại dịch.

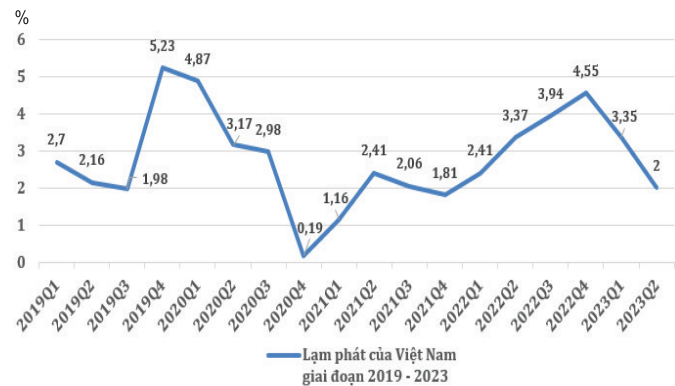
#### 4.2.6. Tỷ giá hối đoái VND/USD giai đoạn 2019-2023



Hình 7. Tỷ giá hối đoái VND/USD giai đoạn 2019-2023.

Trước đại dịch COVID-19, chỉ số vĩ mô tỷ giá hối đoái VND/USD tăng nhẹ và dao động trong khoảng từ 22.000 đến 23.000 VND/USD. Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định, tạo ra nhu cầu ngoại tệ ổn định. Chính phủ đã triển khai các biện pháp ổn định kinh tế vĩ mô, giúp kiểm soát lạm phát và ổn định giá cả. Khi tỷ giá VND/USD tăng, giá cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam tính bằng USD sẽ giảm. Điều này thu hút sự quan tâm của các NĐTNN, vì họ mua được nhiều cổ phiếu của doanh nghiệp Việt Nam với giá rẻ hơn. Trong giai đoạn dịch COVID-19, tỷ giá này vẫn ổn định và chỉ bắt tăng mạnh mẽ vào quý II năm 2022, do những biện pháp thúc đẩy xuất nhập khẩu của Chính phủ, nhằm phục hồi kinh tế sau đại dịch, đặc biệt với đối tác thương mại lớn là Hoa Kỳ (hình 7). Tuy nhiên, khi tỷ giá VND/USD tăng, chi phí sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam tính bằng USD sẽ tăng. Điều này làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó khiến các NĐTNN e ngại khi đầu tư vào doanh nghiệp.

#### 4.2.7. Lạm phát của Việt Nam giai đoạn 2019-2023



Hình 8. Lạm phát của Việt Nam giai đoạn 2019-2023.

Lạm phát tại Việt Nam trong giai đoạn trước COVID-19 (quý I, II năm 2019) có xu hướng giảm dần, với mức 2,7-1,98%, theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Lạm phát tại Việt Nam trong giai đoạn trong COVID-19 (từ năm 2020 đến 2022) có xu hướng biến động mạnh, tăng lên 5,23% vào quý IV năm 2019, giảm mạnh trong đợt dịch COVID-19 và về 0,19% trong quý IV năm 2020 (hình 8). Lạm phát cao có xu hướng làm giảm giá trị đồng tiền, từ đó làm giảm giá trị của cổ phiếu. Điều này khiến các NĐTNN e ngại khi đầu tư vào doanh nghiệp Việt Nam. Ngoài ra, lạm phát cao cũng làm tăng chi phí sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam. Điều này làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó cũng khiến các NĐTNN hạn chế đầu tư vào doanh nghiệp. Sau khi đại dịch COVID-19 được kiểm soát, năm 2022, lạm phát ở Việt Nam tiếp tục có xu hướng tăng, với mức 1,81% vào quý IV năm 2021, lên tới 4,55% cùng kỳ năm 2022. Nguyên nhân là do tình hình kinh tế thế giới bất ổn, lạm phát tăng cao... Các yếu tố này đã tác động đến giá cả hàng hóa và dịch vụ trên thế giới, dẫn đến lạm phát tăng cao ở Việt Nam. Ngoài ra, các nhân tố nội tại của nền kinh tế Việt Nam như giá cả xăng dầu, lương thực thực phẩm... cũng có xu hướng tăng cao, dẫn đến lạm phát tăng. Chính phủ đã có những biện pháp mạnh nhằm kiểm soát lạm phát, do đó xu hướng này đã đảo chiều, và trong quý I, II năm 2023 đã chứng kiến mức lạm phát giảm còn 2%.

## 5. Đề xuất mô hình nghiên cứu

Căn cứ vào cơ sở lý luận và thực tiễn đã trình bày ở trên, nhóm tác giả đề xuất, các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam gồm: vốn hóa thị trường; thanh khoản giao dịch; tỷ lệ đòn bẩy; chỉ số P/B; chỉ số Beta; tỷ giá hối đoái và lạm phát. Từ đó, nhóm tác giả đề xuất các giả thuyết nghiên cứu như sau:

**Giả thuyết 1 (H1):** Vốn hóa thị trường có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Giả thuyết 2 (H2):** Thanh khoản giao dịch có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Giả thuyết 3 (H3):** Tỷ lệ đòn bẩy có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Giả thuyết 4 (H4):** Chỉ số P/B có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Giả thuyết 5 (H5):** Chỉ số Beta có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Giả thuyết 6 (H6):** Tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

**Giả thuyết 7 (H7):** Lạm phát có ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

Dựa trên các giả thuyết được đưa ra, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\text{FOREIGN}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{LIQUIDITY}_{it} + \beta_3 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_4 \text{PBit}_{it} + \beta_5 \text{BETA}_{it} + \beta_6 \text{EXCHANGE}_{it} + \beta_7 \text{INFLATION}_{it} + \epsilon_{it}$$

trong đó,  $\text{FOREIGN}_{it}$  là tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại doanh nghiệp  $i$  vào thời điểm  $t$ . Được tính bằng:

$$\frac{\text{Số lượng cổ phiếu NĐTNN nắm giữ}}{\text{Số lượng cổ phiếu lưu hành của doanh nghiệp}}$$

$\text{SIZE}_{it}$  là vốn hóa thị trường tại doanh nghiệp  $i$  vào thời điểm  $t$ ;  $\text{LIQUIDITY}_{it}$  là thanh khoản giao dịch tại doanh nghiệp  $i$  vào thời điểm  $t$ . Được tính bởi công thức sau:

$$\frac{\text{Tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch của doanh nghiệp}}{\text{Số lượng cổ phiếu lưu hành của doanh nghiệp}}$$

$\text{LEVERAGE}_{it}$  là tỷ lệ đòn bẩy tại doanh nghiệp  $i$  vào thời điểm  $t$ . Được tính bởi công thức sau:

$$\frac{\text{Tổng nợ của doanh nghiệp}}{\text{Tổng tài sản của doanh nghiệp}}$$

$\text{PBit}$  là chỉ số P/B tại doanh nghiệp  $i$  vào thời điểm  $t$ . Được tính bởi công thức sau:

$$\frac{\text{Vốn hóa thị trường}}{\text{Vốn hóa sổ sách của doanh nghiệp}}$$

$\text{BETA}_{it}$  là chỉ số Beta tại doanh nghiệp  $i$  vào thời điểm  $t$ ;  $\text{EXCHANGE}_{it}$  là tỷ giá hối đoái vào thời điểm  $t$ ;  $\text{INFLATION}_{it}$  là lạm phát vào thời điểm  $t$ ;  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_7$  là các hệ số của phương trình hồi quy;  $\epsilon_{it}$  là sai số chuẩn của các ước lượng.

## 6. Kết luận

Bằng phương pháp nghiên cứu định tính, trên cơ sở tổng hợp những vấn đề lý luận và thực tiễn, nhóm tác giả đã đạt mục tiêu đề ra là xây dựng được một mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Hạn chế của nghiên cứu là nhóm tác giả chưa có đủ nguồn lực để kiểm định mô hình đề xuất. Vì vậy, hướng nghiên cứu tiếp theo của nhóm, đồng thời cũng là gợi ý cho các nghiên cứu khác trong tương lai là xác định phương pháp định lượng phù hợp và thu thập đủ dữ liệu để kiểm định mô hình và đánh giá sự ảnh hưởng của các nhân tố trong mô hình đến tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] C. Wei (2010), "Do foreign institutions improve stock liquidity?", *SSRN*, DOI: 10.2139/ssrn.1571220.
- [2] D. Greenaway, A. Guariglia, Z. Yu (2009), "The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China", *SSRN*, DOI: 10.2139/ssrn.1448509.
- [3] C.T.H. Vinh, N.D.K. Linh, V.K. Dung (2017), "Determinants of foreign ownership: Evidences from Vietnam listed firms", *Journal of International Economics and Management*, **94**, pp.3-22.
- [4] A. Saurav, P. Kusek, R. Kuo, et al. (2020), *The Impact of COVID-19 on Foreign Investors: Evidence from The Quarterly Global MNE Pulse Survey for The Third Quarter of 2020*, <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/ff1b779d-045f-5938-a75a-3d01fc51cf03/content>, accessed 31 December 2020.
- [5] V.V. Acharya, V.R. Anshuman, K.K. Kumar (2022), "Foreign fund flows and equity prices during the COVID-19 pandemic: Evidence from India", *ADB Working Paper Series*, DOI: 10.56506/rsah7912.
- [6] N.T.T. Ha (2022), "Characteristics of foreign-invested enterprises affect auditing activities", *Industry and Trade Press*, <https://tapchicongthuong.vn/bai-viet/dac-diem-cua-cac-doanh-nghiep-co-von-dau-tu-nuoc-ngoai-anh-huong-den-hoat-dong-ke-toan-kiem-toan-88842.htm>, accessed 11 June 2022 (in Vietnamese).
- [7] M.A.A. Zraiq, F.H.B. Fadzil (2018), "The impact of ownership structure on firm performance: Evidence from Jordan", *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, **3(1)**, pp.1-4, DOI: 10.11648/j.ijafmr.20180301.12.
- [8] E.M.A. Matari, Y.A.A. Matari, S.A. Saif (2017), "Association between ownership structure characteristics and firm performance: Oman evidence", *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, **21(1)**, pp.1-10.
- [9] M. Oktavian (2019), "The effect of managerial ownership, institutional ownership, and foreign ownership on the performance of intellectual capital performance", *The Indonesian Accounting Review*, **9(1)**, DOI: 10.14414/tiar.v9i1.1631.
- [10] M. Ayyagari, A.D. Kunt, V. Maksimovic (2007), "Formal versus informal finance: Evidence from China", *Policy Research Working Paper Series*, The World Bank, <https://econpapers.repec.org/paper/wbkwbrwps/4465.htm>, accessed 1 January 2020.
- [11] F. Allen, J. Qian, M. Qian (2005), "Law, finance, and economic growth in China", *Journal of Financial Economics*, **77(1)**, pp.57-116, DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.06.010.
- [12] S.E. Naggar (1994), "The role of financial institutions in facilitating investment and capital flows", *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*, **2**, DOI: 10.5089/9781557754189.071.

- [13] T. Carlton (1999), "Risk and capital management in non-financial companies", *RePEc*, pp.83-107.
- [14] J. Greenwood, B. Jovanovic (1990), "Financial development, growth, and the distribution of income", *Journal of Political Economy*, **98**(5), pp.1076-1107.
- [15] V.R. Bencivenga, B.D. Smith (1998), "Economic development and financial depth in a model with costly financial intermediation", *Research in Economics*, **52**(4), pp.363-386, DOI: 10.1006/reec.1998.0176.
- [16] B. Hariprasad (2016), "FII ownership in Indian equity securities: The firm-level determinants", *Theoretical Economics Letters*, **6**(5), pp.917-926, DOI: 10.4236/tel.2016.65095.
- [17] D.L. Warganegara (2018), "The effects of firm-level investability sizes on foreign ownership in Indonesian public firms", *Asia-Pacific Financial Markets*, **25**(4), pp.267-284, DOI: 10.1007/s10690-018-9248-3.
- [18] S.C. Bae, J.H. Min, S. Jung (2011), "Trading behavior, performance, and stock preference of foreigners, local institutions, and individual investors: Evidence from the Korean stock market", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, **40**(2), pp.199-239, DOI: 10.1111/j.2041-6156.2011.01037.x.
- [19] M. Dahlquist (2001), "Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics", *Journal of Financial Economics*, **59**(3), pp.413-440, DOI: 10.1016/s0304-405x(00)00092-1.
- [20] A. Badawi, A.A. Qudah, W.M. Rashideh (2019), "Determinants of foreign portfolio investment in emerging markets: Evidence from Saudi stock market", *Journal of Economics and Finance*, **43**(4), pp.779-794, DOI: 10.1007/s12197-019-09482-8.
- [21] K. Ko, K.S. Kim, S.H. Cho (2007), "Characteristics and performance of institutional and foreign investors in Japanese and Korean stock markets", *Journal of The Japanese and International Economies*, **21**(2), pp.195-213, DOI: 10.1016/j.jjie.2005.11.002.
- [22] C.H. Lin, C.Y. Shiu (2003), "Foreign ownership in the Taiwan stock market - An empirical analysis", *Journal of Multinational Financial Management*, **13**(1), pp.19-41, DOI: 10.1016/s1042-444x(02)00021-x.
- [23] X.V. Vo (2015), "Foreign ownership and stock return volatility - Evidence from Vietnam", *Journal of Multinational Financial Management*, **30**, pp.101-109, DOI: 10.1016/j.mulfin.2015.03.004.
- [24] K.P. Lim, C.W. Hooy, K.B. Chang, et al. (2016), "Foreign investors and stock price efficiency: Thresholds, underlying channels and investor heterogeneity", *The North American Journal of Economics and Finance*, **36**, pp.1-28, DOI: 10.1016/j.najef.2015.11.003.
- [25] E. Liljeblom, A. Löflund (2005), "Determinants of international portfolio investment flows to a small market: Empirical evidence", *Journal of Multinational Financial Management*, **15**(3), pp.211-233, DOI: 10.1016/j.mulfin.2004.09.003.
- [26] J.A. Batten, X.V. Vo (2015), "Foreign ownership in emerging stock markets", *Journal of Multinational Financial Management*, **32-33**, pp.15-24, DOI: 10.1016/j.mulfin.2015.05.001.
- [27] T. Hoshikawa, T. Yoshimi (2021), "The effect of the COVID-19 pandemic on South Korea's stock market and exchange rate", *The Developing Economies*, **59**(2), pp.206-222, DOI: 10.1111/deve.12276.
- [28] T. Paldon, V. Easwar, U. Bhalla (2021), "A comparative study of foreign portfolio investment and its effect on stock market in India during COVID-19", *Dogo Rangsan Research Journal*, **11**(9), pp.5-10.
- [29] M.T. Kartal, H.M. Ertugrul, T. Ulussever (2021), "The impacts of foreign portfolio flows and monetary policy responses on stock markets by considering COVID-19 pandemic: Evidence from Turkey", *Borsa Istanbul Review*, **22**(1), pp.12-19, DOI: 10.1016/j.bir.2021.06.003.
- [30] E.F. Fama (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, **25**(2), pp.383-417, DOI: 10.2307/2325486.
- [31] N.T.K. Anh, C.T. Si (2017), "The impact of foreign investors' trading to Vietnamese stock markets", *AGU International Journal of Science*, **16**(4), pp.62-75 (in Vietnamese).
- [32] L.C.M. Phuong (2021), "The impact of COVID-19 on stock price: An application of event study method in Vietnam", *Journal of Asian Finance*, **8**(5), pp.523-531, DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0523.
- [33] S.A. Ross (1976), "The arbitrage theory of capital asset pricing", *Journal of Economic Theory*, **13**(3), pp.341-360, DOI: 10.1016/0022-0531(76)90046-6.
- [34] J. Iqbal, A. Haider (2005), "Arbitrage pricing theory: Evidence from an emerging stock market", *The Lahore Journal of Economics*, **10**(1), pp.123-140.
- [35] N.F. Chen, R. Roll, S.A. Ross (1986), "Economic forces and the stock market", *The Journal of Business*, **59**(3), pp.383-403, DOI: 10.1086/296344.
- [36] T.D. Nguyen (2010), "Arbitrage pricing theory: Evidence from an emerging stock market", *Development and Policies Research Center*, 26pp.
- [37] Z. Kisman, S. Restiyanita (2015), "The validity of capital asset pricing model (CAPM) and arbitrage pricing theory (APT) in predicting the return of stocks in Indonesia stock exchange 2008-2010", *American Journal of Economics, Finance and Management*, **1**(3), pp.184-189.
- [38] N.N. Taleb, D. Chandler (2007), *The Black Swan: The Impact of The Highly Improbable*, Random House, 366pp.
- [39] L. Morales, B.A. O'Callaghan (2020), "COVID-19: Global stock markets 'Black swan'", *Critical Letters in Economics & Finance*, **1**(1), DOI: 10.21427/gv7k-1c77.
- [40] E. Stavrova, M. Paskaleva, A. Stoykova (2020), "Black swan event: An evidence from China's economics effects", *Proceedings of CBU in Economics and Business*, **1**, pp.133-140, DOI: 10.12955/peb.v1.30.
- [41] Deloitte (2020), "COVID-19: A black swan event for the semiconductor industry?", <https://www.deloitte.com/global/en/issues/resilience/a-black-swan-event-for-the-semiconductor-industry-covid-19.html>, accessed 13 March 2021.
- [42] N.H. Duong, K.L. Nguyen, T.T.N. Le, et al. (2022), "Assessing the impact of financial stress on business performance of businesses listed on the Ho Chi Minh city stock exchange in the context of the COVID-19 epidemic", *Vietnam Journal of Financial Economics*, **3**, pp.36-48 (in Vietnamese).