



## INSIDER TRADING AND FIRM VALUE: EVIDENCE FROM VIETNAM

Phan Quynh Trang<sup>1\*</sup>, Nguyen Vu Gia Bao<sup>1</sup>

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

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.v15i6.444</p> <p><i>Received:</i> October 27, 2023</p> <p><i>Accepted:</i> December 27, 2023</p> <p><i>Published:</i> August 25, 2024</p> <p><b>Keywords:</b> Firm value; Insider trading; Institutional insiders; Individual insiders; Large shareholders.</p> <p><b>JEL codes:</b> G32, G34, G38</p>	<p>Although many studies have focused on evaluating factors affecting firm value, there is the lack of studies that have focused on the role of insider trading in determining of firm value in Vietnam. Therefore, this study investigates the effect of insider trading on firm value in 727 Vietnamese listed firms over the 2010-2021 period. The GLS regression results show that insider trading plays an important role in determining firm value. Specifically, the increase in firm value is positively associated with increased net buy trading by insiders, institutional insiders, individual insiders, and large shareholders. The results indicate that insider trading helps firms enhance value, but insider investors may intervene in firm value through stock manipulation. Therefore, policymakers must have strict regulations related to insider trading transactions and adequate sanctions for violations.</p>

\*Corresponding author:

Email: [trang.pq@ou.edu.vn](mailto:trang.pq@ou.edu.vn)



## GIAO DỊCH CỦA CỔ ĐÔNG NỘI BỘ VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ VIỆT NAM

**Phan Quỳnh Trang<sup>1\*</sup>, Nguyễn Vũ Gia Bảo<sup>1</sup>**

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

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p><b>DOI:</b> 10.52932/jfm.v15i6.444</p> <p><b>Ngày nhận:</b> 27/10/2023</p> <p><b>Ngày nhận lại:</b> 27/12/2023</p> <p><b>Ngày đăng:</b> 25/08/2024</p> <p><b>Từ khóa:</b> Cổ đông lớn; Cổ đông nội bộ cá nhân; Cổ đông nội bộ tổ chức; Giao dịch cổ đông nội bộ; Giá trị doanh nghiệp.</p> <p><b>Mã JEL:</b> G32, G34, G38</p>	<p>Mặc dù có nhiều nghiên cứu tập trung đánh giá các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp, yếu tố liên quan nhóm cổ đông nội bộ còn vẫn chưa được quan tâm nhiều. Do đó, mục tiêu của bài nghiên cứu là xem xét tác động của giao dịch của cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng của 727 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 năm 2010 đến năm 2021. Giao dịch mua ròng được sử dụng làm thước đo đánh giá vai trò của của các nhà đầu tư là cổ đông nội bộ đối với giá trị doanh nghiệp. Kết quả hồi quy bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) chỉ ra rằng, giao dịch của cổ đông nội bộ có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, giá trị doanh nghiệp càng gia tăng khi có sự tham gia mua ròng của các nhà đầu tư là cổ đông nội bộ. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng, sự tham gia của cổ đông nội bộ có thể là một yếu tố tích cực đối với giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, hành vi của nhóm cổ đông nội bộ như thao túng giá cổ phiếu cũng có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp và làm sai lệch giá trị thực tế của doanh nghiệp. Cho nên, các nhà chính sách cần phải có các quy định chặt chẽ liên quan đến giao dịch của cổ đông nội bộ cũng như những chế tài thỏa đáng cho các trường hợp vi phạm.</p>

### 1. Giới thiệu

Giao dịch của cổ đông nội bộ là các giao dịch được thực hiện bởi các nhà đầu tư mà đồng thời họ cũng là người lao động, ban lãnh đạo

và các cổ đông lớn của doanh nghiệp đó (Jaffe, 1974). Giao dịch của cổ đông nội bộ nhận được rất nhiều sự quan tâm của các nghiên cứu trước đây, bao gồm cả các nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm (Bhattacharya, 2014; Leland, 1992; King & Roell, 1988; Haddock & Macey, 1985; Carlton & Fischel, 1982). Giao dịch của cổ đông nội bộ có tác động quan trọng

\*Tác giả liên hệ:

Email: [trang.pq@ou.edu.vn](mailto:trang.pq@ou.edu.vn)

đến các khía cạnh của doanh nghiệp như việc quản lý thu nhập (Sawicki & Shrestha, 2008), thù lao của ban lãnh đạo (Roulstone, 2003), chênh lệch giá mua-bán của cổ phiếu (Chung & Charoenwong, 1998), tính hiệu quả của giá cổ phiếu (Fishman & Hagerty, 1992), vấn đề công bố thông tin của doanh nghiệp (Q. Cheng & Lo, 2006), đổi mới doanh nghiệp (Levine và cộng sự, 2017), chất lượng quản trị doanh nghiệp (Betzer & Theissen, 2009).

Tại Việt Nam, các nhà làm luật cũng đưa ra các quy định liên quan đến giao dịch cổ đông nội bộ vì giao dịch của nhóm các nhà đầu tư này có ảnh hưởng rất lớn đến giá cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp cũng như có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của các nhà đầu tư khác. Các quy định pháp luật liên quan đến nhóm cổ đông nội bộ được ra đời từ sau khi thị trường chứng khoán đi vào hoạt động hơn 10 năm, ví dụ như Thông tư số 74/2011/TT-BTC đưa ra các định nghĩa thế nào là giao dịch nội bộ; Thông tư số 52/2012/TT-BTC đưa ra các quy định về trách nhiệm công bố thông tin liên quan đến cổ đông nội bộ; Thông tư số 155/2015/TT-BTC cập nhật và sửa đổi cái khái niệm liên quan đến cổ đông nội bộ; hay Thông tư số 96/2020/TT-BTC hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Tuy vậy, các trường hợp vi phạm liên quan đến giao dịch của cổ đông nội bộ và vi phạm liên quan đến công bố thông tin của cổ đông nội bộ vẫn diễn ra. Theo báo cáo từ Bộ Tài chính, nhóm vi phạm liên quan đến việc không tuân thủ nghĩa vụ báo cáo và công bố thông tin khi người nội bộ của các công ty đại chúng thực hiện giao dịch cổ phiếu đã chiếm tỷ lệ lên đến 27% tổng số vi phạm vào năm 2014. Tỷ lệ này tăng lên 57% vào năm 2017 và gia tăng lên đến 71,4% vào năm 2019. Từ năm 2020, khi Nghị định số 156/2020/NĐ-CP quy định về xử phạt vi phạm hành chính tăng cường các mức quy định xử phạt đối với các vi phạm liên quan đến công bố thông tin. Tuy nhiên, vẫn có những trường hợp vi phạm, ví dụ điển hình như Quyết định số 34/QĐ-XPVPHC ngày 18/01/2022 của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đưa ra mức xử phạt 1,5 tỷ đồng và đình chỉ hoạt động giao dịch chứng khoán 05 tháng đối với ông Trịnh

Văn Quyết - Chủ tịch Hội đồng quản trị của Công ty cổ phần Tập đoàn FLC (mã chứng khoán: FLC).

Từ bối cảnh, thực trạng và tầm quan trọng của các giao dịch liên quan đến cổ đông nội bộ, trong nghiên cứu này, chúng tôi tập trung làm rõ vai trò của cổ đông nội bộ, cụ thể là cổ đông nội bộ cá nhân, cổ đông nội bộ tổ chức và cổ đông lớn, đối với giá trị doanh nghiệp thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán. Bằng việc sử dụng dữ liệu của hơn 700 doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) từ năm 2010 đến năm 2021, chúng tôi tìm thấy bằng chứng về tác động tích cực của các giao dịch mua ròng của các nhóm cổ đông nội bộ và cổ đông lớn đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả này có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà chính sách khi cần tăng cường các chế tài và các quy định chặt chẽ hơn đối với giao dịch của cổ đông nội bộ vì giao dịch của cổ đông nội bộ có thể làm giảm tính hiệu quả về mặt thông tin của cổ phiếu (Fishman & Hagerty, 1992) và thay đổi giá trị thị trường của doanh nghiệp (Masson & Madhavan, 1991) – là một kênh thông tin đối với các nhà đầu tư khác khi đưa ra các quyết định đầu tư.

Bài nghiên cứu có 5 phần, trong đó, phần 1 giới thiệu chung về nghiên cứu, phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và lược khảo nghiên cứu. Phương pháp và mô hình nghiên cứu được trình bày trong phần 3, trong khi đó, kết quả nghiên cứu được thảo luận trong phần 4. Một số gợi ý về hàm ý chính sách và quản trị được trình bày trong phần cuối cùng.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Các lý thuyết liên quan

Lý thuyết về quy mô giao dịch (Theory of trading volume): Karpoff (1986) phát triển lý thuyết về khối lượng giao dịch dựa trên giả định rằng các nhà đầu tư thường xuyên xem xét mức giá mua mong muốn và điều chỉnh khối lượng giao dịch. Lý thuyết này cho rằng, các nhóm nhà đầu tư khác nhau sẽ ra các quyết định khác

nhau trong giao dịch cổ phiếu bởi vì các nhà đầu tư khác nhau sẽ có các phân tích khác nhau trước các sự kiện và kỳ vọng trước đó của mỗi nhà đầu tư cũng là khác biệt. Nghiên cứu này xác nhận rằng, khối lượng giao dịch gia tăng với số lượng cổ phiếu lưu hành nhưng giảm khi chênh lệch giá mua-bán tăng. Các nghiên cứu sau này cũng tập trung vào các khía cạnh liên quan đến khối lượng giao dịch của cổ phiếu (Glaser & Weber, 2007; Lee & Swaminathan, 2000; Kim & Verrecchia, 1991). Do đó, có thể thấy rằng, các nhóm nhà đầu tư khác nhau có thể ra quyết định khác nhau và ảnh hưởng đến quy mô giao dịch của cổ phiếu, qua đó có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết về giao dịch cổ đông nội bộ (Theory of insider trading): các nghiên cứu về giao dịch cổ đông nội bộ đã được đề cập từ rất sớm, ví dụ như Lorie & Niederhoffer (1968) đánh giá xác suất ra quyết định đầu tư của các cổ đông nội bộ, hay Jaffe (1974) đánh giá các thông tin chứa đựng trong các giao dịch của cổ đông nội bộ. Các nghiên cứu thực nghiệm vẫn tiếp tục đánh giá các yếu tố khác nhau liên quan đến giao dịch của cổ đông nội bộ (Bhattacharya, 2014; Cornell & Sirri, 1992; Leland, 1992; Reichman, 1993). Do đó, giao dịch của các cổ đông nội bộ có thể phản ánh một phần các thông tin khác nhau về doanh nghiệp, cổ phiếu và hành vi của nhà đầu tư. Từ đó, giao dịch của cổ đông nội bộ có thể tạo hiệu ứng đối với các nhà đầu tư khác trên thị trường, cũng như ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị của doanh nghiệp,

Lý thuyết về hành vi của nhà đầu tư (Theory of investor behavior): Theo Nagy và Obenberger (1994), ba lý thuyết được đề cập liên quan đến lý thuyết tài chính hành vi là lý thuyết triển vọng (Prospect theory), lý thuyết hối tiếc (Regret theory) và lý thuyết tự chủ (Self-control theory). Lý thuyết triển vọng được Kahneman và Tversky (1979) phát triển. Lý thuyết này giải thích rằng, quyết định của mỗi cá nhân sẽ được căn cứ trên đánh giá về nguy cơ tổn thất và lợi nhuận mà họ có thể nhận được. Đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, Barberis và cộng sự (2016) nhận định rằng, các nhà đầu

tư sẽ căn cứ trên tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trong quá khứ để phân bổ đầu tư. Loomes và Sugden (1982) đề xuất ra mô hình lý thuyết và cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho lý thuyết hối tiếc. Lý thuyết hối tiếc giả định rằng, mỗi cá nhân đều trải qua cảm giác hối tiếc và đưa ra quyết định dựa trên cảm giác mà họ đã trải qua. Nếu nhà đầu tư (cổ đông nội bộ) trải qua cảm giác tiếc nuối khi không đầu tư (mua hay bán) cổ phiếu của công ty và không thể tạo ra lợi nhuận từ giao dịch đó thì quyết định trong lần đầu tư tiếp theo sẽ bị ảnh hưởng bởi cảm giác tiếc nuối trong quá khứ. Lý thuyết tự chủ được phát triển bởi Thaler và Shefrin (1981). Lý thuyết này lý giải việc tham gia hay không tham gia (chẳng hạn như đầu tư chứng khoán) của mỗi cá nhân phụ thuộc vào tính tự chủ của cá nhân đó. Các nghiên cứu thực nghiệm về tài chính hành vi đã được thực hiện từ những năm 1970 trong đó xem xét các yếu tố khác nhau ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán (Khawaja & Alharbi, 2021; Barnea và cộng sự, 2010; Inaishi và cộng sự, 2010; Shiller, 1990). Từ các lý giải trên thì có thể thấy rằng, quyết định của các nhà đầu tư là cổ đông nội bộ tham gia vào thị trường chứng khoán (giao dịch cổ phiếu của công ty mà mình là cổ đông) sẽ phụ thuộc tính tự chủ của mỗi người, trải nghiệm trong quá khứ của họ khi đầu tư và đánh giá của họ về khả năng tạo ra lợi nhuận của cổ phiếu.

## 2.2. Các nghiên cứu có liên quan

Giá trị doanh nghiệp là nhận thức của nhà đầu tư về sự thành công của một doanh nghiệp. Modigliani và Miller (1958) cho rằng, giá trị doanh nghiệp được xác định bởi sức mạnh tài sản và đòn bẩy của doanh nghiệp để có được lợi nhuận lớn hơn. Các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán sẽ cố gắng truyền tải thông tin tốt nhất có thể đến công chúng về tình hình hoạt động của doanh nghiệp mình để làm cơ sở xem xét khi quyết định đầu tư. Giá cổ phiếu thường được sử dụng làm thông tin để phản ánh giá trị doanh nghiệp. Giá cổ phiếu cao hơn thường phản ánh doanh nghiệp có giá trị lớn hơn.

Giao dịch của các cổ đông nội bộ có tác động rất lớn đến giá cổ phiếu bởi vì giao dịch của các cổ đông nội thường mang hàm ý về mặt thông tin của cổ phiếu mà cổ đông nội bộ có được so với các nhà đầu tư bên ngoài. Fishman và Hagerty (1992) nghiên cứu về vai trò của cổ đông nội bộ đối với tính hiệu quả của cổ phiếu. Bằng việc nêu ra các lập luận và xây dựng mô hình thì nhóm tác giả kết luận rằng, giao dịch của các cổ đông nội bộ làm cho giá cổ phiếu trở nên kém hiệu quả bởi vì giao dịch của các cổ đông nội bộ khiến cho các nhà đầu tư khác khó khăn trong việc thu thập thông tin của cổ phiếu để đưa ra quyết định giao dịch hiệu quả hơn. Tavakoli và cộng sự (2012) sử dụng dữ liệu tại Mỹ để nghiên cứu vai trò của giao dịch cổ đông nội bộ và giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, vai trò của các nhóm cổ đông nội bộ là khác nhau và tín hiệu giao dịch mua và giao dịch bán cũng là khác nhau đối với giá cổ phiếu. Thêm vào đó, hành vi của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán cũng bị ảnh hưởng bởi giao dịch của các cổ đông nội bộ vì họ cho rằng, cổ đông nội bộ có thể biết được các thông tin về doanh nghiệp mà cổ đông khác không biết. Chẳng hạn như Marin và Olivier (2008) phát hiện ra rằng, giá cổ phiếu sẽ giảm mạnh sau vài tháng khi cổ đông nội bộ bán rông cổ phiếu và cổ phiếu sẽ tăng giá mạnh sau vài tháng khi cổ đông nội bộ đạt mức mua cao nhất. Goergen và cộng sự (2019) cũng phát hiện ra rằng, các thành viên hội đồng quản trị với mạng lưới giao thiệp tốt, hàm ý rằng, họ có nhiều thông tin về doanh nghiệp, sẽ giao dịch ít thường xuyên hơn với giá trị giao dịch thấp hơn nhưng lại tạo ra lợi nhuận cao hơn. Cornell và Sirri (1992) nghiên cứu vai trò của cổ đông nội bộ trong giao dịch của công ty Campbell Taggart ở sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE) năm 1982. Bằng việc thu thập các dữ liệu thì nhóm tác giả chỉ ra rằng, giao dịch của cổ đông nội bộ có tác động đến giá cổ phiếu của công ty. Hơn thế nữa, khi có sự tham gia giao dịch của các cổ đông nội bộ (giao dịch mua rông tăng) thì thanh khoản cổ phiếu tăng lên, hàm ý rằng, các nhà đầu tư trên thị trường cũng giao dịch cổ phiếu nhiều hơn. Tương tự, Cheng và cộng

sự (2006) cũng nhận định rằng, việc tham gia giao dịch của các cổ đông nội bộ sẽ tác động đến tính thanh khoản của cổ phiếu.

Masson và Madhavan (1991) sử dụng dữ liệu tại Mỹ trong giai đoạn 1946-1968 để tìm mối liên hệ giữa giao dịch của cổ đông nội bộ và giá trị doanh nghiệp. Nhóm tác giả lập luận rằng, mức độ giao dịch của cổ đông nội bộ đã được vốn hóa hoặc là các cổ đông cố gắng duy trì mức giao dịch tối ưu dành cho các cổ đông nội bộ. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, giao dịch của cổ đông nội bộ khiến giá trị doanh nghiệp bị giảm xuống. Hanson và Song (1995) đánh giá mối liên hệ giữa cấu trúc quản lý, giá trị doanh nghiệp và giao dịch cổ đông nội bộ. Sử dụng bộ dữ liệu 100 doanh nghiệp tại Mỹ giai đoạn 1961 đến 1990, nghiên cứu chỉ ra rằng các cổ đông nội bộ sẽ tích cực bán, bao gồm cả số lượng và giá trị bán trước khi có công bố về các thông tin liên quan đến cổ phiếu và quyền biểu quyết 12 tháng, do đó, giao dịch của họ có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Điều này hàm ý rằng, các cổ đông nội bộ đã có trước các thông tin mà cổ đông nước ngoài không biết. Bhabra (2007) sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp tại New Zealand trong giai đoạn 1994-1998 để xem xét tác động của cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của các cổ đông nội bộ có tác động phi tuyến với giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, với tỷ lệ nắm giữ trong khoảng 15-39% thì có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Tỷ lệ sở hữu thấp hơn 14% và cao hơn 40% thì có tác động tích cực tới giá trị doanh nghiệp. McConnell & cộng sự (2008) nghiên cứu mối liên hệ giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông nội bộ và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn 1994-1999. Kết quả nghiên cứu cho thấy, khi cổ đông nội bộ mua thêm nhiều cổ phiếu thì làm giảm tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu nếu tỷ lệ sở hữu trước đó là khá cao và ngược lại. Tương tự, Han (2006) cũng tìm thấy mối liên hệ phi tuyến giữa tỷ lệ sở hữu của cổ đông nội bộ và giá trị doanh nghiệp đối với các quỹ đầu tư bất động sản (REIT).

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đó, chúng tôi kỳ vọng rằng giao dịch của cổ đông nội bộ có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp bởi vì giao dịch của cổ đông nội bộ chứa đựng các thông tin về khả năng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp mà cổ đông bên ngoài không biết trước. Giả thuyết nghiên cứu như sau:

*Giao dịch của cổ đông nội bộ có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước đây khi đánh giá các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp (Azmi và cộng sự, 2021; Batten & Vo, 2019; Võ Minh Long, 2018) và vai trò của quy mô giao dịch cổ phiếu của các nhóm nhà đầu tư đến giá trị doanh nghiệp (Choi và cộng sự, 2020; Wang & Zhang, 2015; Fang và cộng sự, 2009), mô hình nghiên cứu của chúng tôi được mô tả như sau:

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

*Biến phụ thuộc*

$FV_{it}$  là giá trị của doanh nghiệp  $i$  tại năm  $t$ , đại diện bởi Tobin Q (Q) và giá trị thị trường so với giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBV). Q là tỷ số giữa giá trị vốn hóa của doanh nghiệp cộng giá trị sổ sách của nợ, chia cho tổng tài sản của doanh nghiệp tại năm  $i$ . MBV được tính bằng giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. là sai số của mô hình.

*Biến độc lập*

$IT_{it}$  là giao dịch của cổ đông nội bộ được đo lường bằng các thước đo liên quan đến giao dịch của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn. Chúng tôi cũng sử dụng thước đo liên quan đến giao dịch của các cổ đông nội bộ như giao dịch của cổ đông nội bộ tổ chức (TOCHUC), cổ đông nội bộ cá nhân (CANHAN) và cổ đông lớn (CDL). Giao dịch của các nhà đầu tư thường được đại diện bởi quy mô và giá trị giao dịch. Các nghiên cứu trước đây khi đánh giá vai trò của các nhóm

nhà đầu tư cũng sử dụng thước đo về quy mô và giá trị giao dịch (Choi và cộng sự, 2020; Wang & Zhang, 2015). Chẳng hạn như, Huang và cộng sự (2020) sử dụng thước đo giá trị giao dịch khi xem xét giao dịch của nhà đầu tư cá nhân và hiệu quả doanh nghiệp. Cornell và Sirri (1992) sử dụng thước đo là giao dịch mua ròng khi đánh giá tác động của giao dịch của cổ đông nội bộ đối với thị trường và các nhà đầu tư. Tương tự, Cheng và cộng sự (2006) cũng nhận định rằng, việc tham gia giao dịch của các cổ đông nội bộ sẽ tác động đến tính thanh khoản của cổ phiếu. Giá trị giao dịch tăng lên hàm ý rằng, cổ phiếu được các nhà đầu tư đánh giá cao và ưa thích hơn, cũng như thanh khoản của cổ phiếu cao hơn. Giá trị giao dịch mua ròng tăng lên hàm ý rằng các nhà đầu tư nhận định rằng giá cổ phiếu (giá trị thị trường của doanh nghiệp) sẽ có tiềm năng gia tăng trong tương lai (Marin & Olivier, 2008) (*xem Phụ lục 1 online*).

Từ các lập luận trên, chúng tôi xây dựng thước đo đại diện cho giao dịch của cổ đông nội bộ, IT nhận giá trị là 1 khi giao dịch của các cổ đông nội bộ là mua ròng trong năm  $t$ . Tương tự, TOCHUC, CANHAN và CDL nhận giá trị là 1 khi giao dịch của nhóm cổ đông tổ chức, cổ đông cá nhân và cổ đông lớn là mua ròng trong năm  $t$ . IT, TOCHUC, CANHAN, CDL nhận giá trị 0 cho các quan sát còn lại. Giao dịch mua ròng thể hiện đánh giá của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp. Khi nhà đầu tư lạc quan về giá trị doanh nghiệp trong tương lai, khả năng tăng trưởng trong tương lai thì họ có xu hướng mua vào nhiều hơn. (*xem Phụ lục 1 online*)

*Biến kiểm soát*

Tỷ lệ nợ (LEV) được tính bằng tỷ lệ nợ phải trả chia cho tổng tài sản. Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) được tính bằng lợi nhuận trước thuế chia cho tổng tài sản. Khả năng tăng trưởng (GROW) được đo bởi tăng trưởng doanh thu hàng năm. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) được đo bằng logarit tự nhiên cho tổng tài sản. Tài sản cố định (TANG) được đo bằng giá trị còn lại của tài sản cố định chia cho tổng tài sản (*xem Phụ lục 1 online*).

### 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 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. Mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 6.714 quan sát tương ứng với 727 doanh nghiệp trên Sàn giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) từ 2010 đến 2021. Chúng tôi bắt đầu dữ liệu từ năm 2010 để loại trừ tác động của Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Chúng tôi kiểm định giả thuyết theo hai mô hình, mô hình hồi quy sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) và mô hình hồi quy tác động cố định (FEM). Trong đó, mô hình OLS giả định rằng, không tồn tại các tác động riêng có của các doanh nghiệp mà chúng ta không quan sát được. Tuy nhiên, giả định này là quá chặt chẽ bởi vì sẽ có sự khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp ví dụ như khác biệt về văn hóa công ty, khác biệt về khẩu vị rủi ro. Để kiểm soát sự không đồng nhất này giữa các công ty, mô hình FEM được các nhà nghiên cứu sử dụng. Mô hình FEM có thể kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt và không đổi theo thời gian này ra khỏi các biến giải thích để chúng ta có thể ước lượng những ảnh hưởng thực của biến giải thích lên biến phụ thuộc. Tuy nhiên, khi mô hình FEM tồn tại những vấn đề liên quan đến tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi thì lúc này GLS là phương pháp phù hợp hơn để ước lượng mô hình.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu (*xem Phụ lục 2 online*). Trong đó, giá trị trung bình của biến Q là 0,856. Giá trị của Tobin Q phản ánh kỳ vọng của các nhà đầu tư đối với tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp niêm yết. Nếu giá trị càng cao và lớn hơn 1 thì chứng tỏ rằng giá trị thị trường của doanh nghiệp đang cao hơn so với giá trị sổ sách. Tuy nhiên, với giá trị trung bình là 0,856 thì có thể thấy rằng, kỳ vọng của các nhà đầu tư đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam không được khả quan. Đối với giao dịch của các cổ đông thì có thể thấy trung bình 30,38%, 19,22% và 25,36% giao dịch của các cổ đông nội bộ cá nhân, tổ chức và cổ đông lớn là giao dịch mua ròng. Ngoài ra, tổng tài sản của các doanh nghiệp niêm yết được tài trợ trung bình bởi 48,78% là nợ vay; trong khi đó hệ số thanh khoản vẫn duy trì ở mức khá cao với giá trị trung bình là 2,355. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm là 23,03% nhưng tỷ suất sinh lời (ROA) lại không cao, nằm ở mức chưa đến 8%.

Ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu trong mô hình (*xem Phụ lục 3 online*). Chúng ta có thể thấy hệ số tương quan giữa các biến là không quá cao với giá trị dương lớn nhất là giao dịch của cổ đông nội bộ tổ chức (TOCHUC) và cổ đông lớn (CDL) nhận giá trị 0,725. Điều này gợi ý rằng các giao dịch của các cổ đông nội bộ là tổ chức có thể đồng thời cũng là cổ đông lớn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đáng chú ý là hệ số tương quan âm giữa tỷ lệ nợ (LEV) và hệ số thanh khoản (LIQ). Giá trị âm hàm ý thể hiện rằng khi tỷ lệ nợ càng tăng thì hệ số thanh khoản giảm.

### 4.2. Kết quả hồi quy và thảo luận

Bảng 1 trình bày kết quả hồi quy giao dịch của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn với giá trị doanh nghiệp được đại diện bởi Tobin Q và

MBV. Sau khi thực hiện các kiểm định về mô hình phù hợp cũng như các khuyết tật của mô hình thì chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) để kiểm định tác động của giao dịch của các nhà đầu tư là cổ đông nội bộ và cổ đông lớn của doanh nghiệp đối với giá trị doanh nghiệp.

Chúng ta thấy rằng giao dịch của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, đại diện bởi cả hai thước đo Q và MBV. Hệ số hồi quy của biến giao dịch cổ đông nội bộ (IT) đều có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê tại hầu hết các thước đo của giá trị doanh nghiệp và phương pháp hồi quy, ngoại trừ FEM của giao dịch cổ đông nội bộ trong bảng 1 (cột 1). Ví dụ, hệ số hồi quy có giá trị 0,0112 của giao dịch cổ đông lớn (cột 4) có thể lý giải về mặt ý nghĩa kinh tế rằng giá trị của các doanh nghiệp (đo bằng Tobin Q) tăng 1,12% nếu như có sự tham gia của các cổ đông lớn thông qua giao dịch mua ròng. Kết quả nghiên cứu này cung cấp thêm bằng chứng về tác động của giao dịch cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp tại các quốc gia khác nhau. Cụ thể, tại các nước phát triển như Mỹ, (Masson & Madhavan, 1991) tìm thấy bằng chứng về giao dịch của cổ đông nội bộ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Do đó, bằng chứng khác biệt về tác động của giao dịch của nhà đầu tư là cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp có thể giải thích do sự khác biệt của thị trường giao dịch từ các khía cạnh minh bạch, quy định về giao dịch và các chế tài trong trường hợp vi phạm các giao dịch của cổ đông nội bộ.

Đối với biến kiểm soát, tác động đáng chú ý đến giá trị doanh nghiệp là biến đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp (ROA) và

quy mô doanh nghiệp (SIZE) với hệ số hồi quy có giá trị dương với mức ý nghĩa thống kê 1% tại tất cả các phương pháp hồi quy với các biến đại diện cho giá trị doanh nghiệp đối với cả giao dịch của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn. Điều này có nghĩa là, khả năng sinh lời của doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp có vai trò rất quan trọng trong việc xác định giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận tốt hơn (ROA cao hơn) và doanh nghiệp có quy mô lớn hơn thì thường được các nhà đầu tư đón nhận hơn (Tobin Q và MBV có giá trị cao hơn). Trong khi đó, chúng tôi tìm thấy vai trò khá mờ nhạt của hệ số thanh khoản (LIQ) đối với giá trị doanh nghiệp khi hầu hết hệ số hồi quy đều không có ý nghĩa thống kê, trừ khi sử dụng FEM trong mô hình đánh giá giao dịch của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn nhưng với mức ý nghĩa thống kê chỉ 10%. Đối với khả năng tăng trưởng doanh thu (GROW) và tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (TANG) của doanh nghiệp, kết quả khá ngạc nhiên khi có hệ số hồi quy có giá trị âm, tuy nhiên chỉ có ý nghĩa thống kê khi dùng FEM trong mô hình hồi quy. Đối với hệ số nợ của doanh nghiệp (LEV) chúng tôi lại nhận được các kết quả là trái ngược khi hệ số nợ có tác động ngược chiều với giá trị doanh nghiệp với mức ý nghĩa 1% với MBV đại diện cho giá trị doanh nghiệp nhưng lại nhận được giá trị dương khi hồi quy bằng GLS với Tobin Q đại diện cho giá trị doanh nghiệp. Thực ra, tác động của hệ số nợ đối với giá trị của doanh nghiệp cũng có nhiều tranh cãi khi chiến thuật sử dụng nợ vay nhiều hay ít đều có tác động hai mặt và có tác động đến doanh nghiệp. Một mặt sử dụng nợ vay đem lại cho doanh nghiệp lợi thế về lá chắn thuế nhưng đồng thời cũng gây nên các chi phí kiệt quệ tài chính.



**Bảng 1.** Kết quả hồi quy giao dịch cổ đông nội bộ và cổ đông lớn với giá trị doanh nghiệp

Biến nghiên cứu	Tobin Q				MBV			
	GIAO DỊCH CỦA CỔ ĐÔNG NỘI BỘ		GIAO DỊCH CỦA CỔ ĐÔNG LỚN		GIAO DỊCH CỦA CỔ ĐÔNG NỘI BỘ		GIAO DỊCH CỦA CỔ ĐÔNG LỚN	
	FEM (1)	GLS (2)	FEM (3)	GLS (4)	FEM (5)	GLS (6)	FEM (7)	GLS (8)
IT	0,0122 (1,489)	0,0043* (2,342)	0,0287** (3,145)	0,0112*** (5,190)	0,0418** (3,044)	0,0130** (2,750)	0,0700*** (4,564)	0,0296*** (5,665)
LEV	0,0647 (1,507)	0,4589*** (33,004)	0,0673 (1,568)	0,4614*** (33,247)	-0,7302*** (-10,117)	-0,1935*** (-6,501)	-0,7262*** (-10,070)	-0,1837*** (-6,227)
LIQ	0,0051* (2,130)	0,0024 (1,787)	0,0052* (2,144)	0,0025 (1,856)	-0,0030 (-0,750)	-0,0010 (-0,495)	-0,0030 (-0,737)	-0,0008 (-0,381)
ROA	0,5948*** (7,080)	0,4910*** (12,720)	0,5949*** (7,086)	0,4915*** (12,788)	1,0010*** (7,088)	0,7733*** (10,767)	1,0024*** (7,105)	0,7706*** (10,760)
GROW	-0,0129** (-2,680)	-0,0030 (-1,834)	-0,0128** (-2,668)	-0,0031 (-1,905)	-0,0127 (-1,572)	-0,0057 (-1,721)	-0,0126 (-1,556)	-0,0055 (-1,653)
SIZE	0,1987*** (24,799)	0,0318*** (16,774)	0,1987*** (24,872)	0,0313*** (15,754)	0,4010*** (29,772)	0,0716*** (15,198)	0,4020*** (29,935)	0,0709*** (15,162)
TANG	-0,1442** (-3,167)	0,0105 (0,906)	-0,1432** (-3,147)	0,0123 (1,049)	-0,2294** (-2,997)	0,0265 (0,994)	-0,2275** (-2,975)	0,0282 (1,060)
Hệ số góc	-1,889*** (-17,618)	0,0617* (2,515)	-1,8944*** (-17,686)	0,0655* (2,554)	-4,4155*** (-24,490)	-0,4298*** (-7,236)	-4,4332*** (-24,629)	-0,4282*** (-7,271)
Số quan sát	6.714	6.710	6.714	6.710	6.714	6.710	6.714	6.710
R-squared	0,108		0,109		0,145		0,147	

**Ghi chú:** Tham khảo Bảng 1 về thông tin các biến. Cột (1), (2), (3) và (4) là kết quả hồi quy theo FEM và GLS của giao dịch cổ đông nội bộ với giá trị doanh nghiệp đại diện bởi Tobin Q. Cột (5), (6), (7) và (8) là kết quả hồi quy theo FEM và GLS của giao dịch cổ đông nội bộ với giá trị doanh nghiệp đại diện bởi MB.

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy giao dịch của cổ đông nội bộ cá nhân (CANHAN) và tổ chức (TOCHUC) với giá trị doanh nghiệp. Thứ nhất, giao dịch của cổ đông nội bộ là tổ chức (TOCHUC) có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp với các phương pháp hồi quy và thước đo giá trị doanh nghiệp khác nhau. Thứ hai, giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân là cổ đông nội bộ cũng có tác động tích cực đến giá

trị doanh nghiệp; tuy nhiên, hệ số hồi quy của CANHAN chỉ có giá trị dương và ý nghĩa thống kê chỉ 10% đối với mô hình hồi quy mà giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng MBV. Điều này cũng có thể lý giải khi giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức thì thường có giá trị khá hơn, lớn hơn rất nhiều so với giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân.

**Bảng 2.** Kết quả hồi quy giao dịch cổ đông nội bộ cá nhân và tổ chức với giá trị doanh nghiệp được đại diện bởi Tobin Q và MBV

Biến nghiên cứu	Tobin Q		MBV	
	FEM (1)	GLS (2)	FEM (3)	GLS (4)
CANHAN	0,0090 (1,035)	0,0034 (1,796)	0,0347* (2,366)	0,0100* (2,026)
TOCHUC	0,0228* (2,205)	0,0122*** (4,438)	0,0583*** (3,353)	0,0310*** (4,762)
LEV	0,0673 (1,568)	0,4628*** (33,258)	-0,7241*** (-10,033)	-0,1830*** (-6,164)
LIQ	0,0051* (2,142)	0,0025 (1,884)	-0,0029 (-0,728)	-0,0009 (-0,447)
ROA	0,5924*** (7,050)	0,4889*** (12,718)	0,9926*** (7,029)	0,7639*** (10,674)
GROW	-0,0128** (-2,666)	-0,0029 (-1,750)	-0,0124 (-1,535)	-0,0054 (-1,632)
SIZE	0,1982*** (24,701)	0,0310*** (15,376)	0,3996*** (29636)	0,0701*** (14,761)
TANG	-0,1430** (-3,142)	0,0118 (1,004)	-0,2265** (-2,961)	0,0284 (1,069)
Hệ số góc	-1,8864*** (-17,578)	0,0680** (2,614)	-4,4052*** (-24,427)	-0,4188*** (-7,014)
Số quan sát	6.714	6.710	6.714	6.710
R-squared	0,108		0,146	

**Ghi chú:** Cột (1) và (2) của là kết quả hồi quy theo FEM và GLS của giao dịch cổ đông cá nhân và tổ chức với giá trị doanh nghiệp đại diện bởi Tobin Q. Cột (3) và (4) của là kết quả hồi quy theo FEM và GLS của giao dịch cổ đông cá nhân và tổ chức với giá trị doanh nghiệp đại diện bởi MBV.

Đối với biến kiểm soát thì kết quả hồi quy cũng khá tương đồng với kết quả hồi quy trình bày trong bảng 1. Cụ thể, thứ nhất, vai trò của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (ROA) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) vẫn tiếp tục có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% tại tất cả các thước đo giá trị doanh nghiệp và phương pháp hồi quy. Thứ hai, vai trò của hệ số thanh khoản (LIQ) và khả năng tăng trưởng doanh thu (GROW) cũng khá mờ nhạt khi chỉ có ý nghĩa thống kê với mô hình hồi quy Tobin Q với phương pháp FEM. Thứ ba, kết quả hồi

quy của hệ số nợ (LEV) cũng nhận kết quả trái ngược giữa hai thước đo giá trị doanh nghiệp.

### 5. Kết luận

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là nghiên cứu tác động của giao dịch của cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp, được đo lường bằng Tobin Q và MBV. Trong khi các nghiên cứu hiện có về việc xem xét vai trò của cổ đông nội bộ tại Việt Nam còn khá hạn chế, ví dụ như nghiên cứu vai trò của cổ đông lớn và thanh khoản của

cổ phiếu (Đặng Tùng Lâm & Nguyễn Thị Minh Huệ, 2017). Kết quả nghiên cứu này có thể được xem như là công bố đầu tiên về việc xem xét vai trò của cổ đông nội bộ đối với giá trị doanh nghiệp thông qua giao dịch trên thị trường cổ phiếu tại Việt Nam. 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. Sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và bình phương tối thiểu tổng quát (GLS), chúng tôi tìm thấy bằng chứng về vai trò tích cực của giao dịch cổ đông nội bộ đối với giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, giao dịch mua ròng của các cổ đông nội bộ, cổ đông nội bộ cá nhân, cổ đông nội bộ tổ chức và cổ đông lớn giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Kết quả của nghiên cứu này gợi ý một số đề xuất về mặt quản trị đối với doanh nghiệp, đối với nhà đầu tư và đối với nhà quản lý.

*Thứ nhất*, đối với nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư ngắn hạn, thì khi cân nhắc đưa ra các quyết định đầu tư bằng việc mua cổ phiếu của một doanh nghiệp thì kỳ vọng rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai. Khi đó, ngoài các thông tin vĩ mô và thông tin về doanh nghiệp mà nhà đầu tư đưa ra quyết định thì các thông tin về giao dịch của cổ đông nội bộ cũng là một gợi ý về tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp. Hay nói cách khác, các doanh nghiệp mà có giao dịch mua ròng nhiều từ các cổ đông nội bộ thì có gợi ý về sự gia tăng giá trong tương lai.

*Thứ hai*, đối với các doanh nghiệp, mục tiêu của các doanh nghiệp là hoạt động hiệu quả mà trong đó một khía cạnh phản ánh cho hoạt động của doanh nghiệp là giá trị vốn hóa trên thị trường. Do đó, các doanh nghiệp luôn kỳ vọng cổ phiếu của doanh nghiệp mình được các nhà đầu tư quan tâm hơn và giao dịch nhiều hơn với mức giá cao hơn. Tuy rằng, giao dịch của cổ đông nội bộ giúp giá trị (giá cổ phiếu) của doanh nghiệp gia tăng nhưng rõ ràng là các quy định và chế tài đối với các giao dịch của cổ

đông nội bộ là chặt chẽ. Hơn nữa, xử phạt liên quan đến vi phạm các giao dịch của cổ đông nội bộ cũng sẽ là một thông tin xấu của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán và có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu. Do đó, trách nhiệm của doanh nghiệp trong giao dịch của cổ đông nội bộ là tuân thủ đúng các quy định về công bố thông tin.

*Thứ ba*, đối với các nhà chính sách, giao dịch của cổ đông nội bộ có tác động trực tiếp đến giá cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp. Do đó, mặc dù các chế tài đã ban hành nhưng tình trạng vi phạm vẫn tiếp tục diễn ra và có xu hướng vi phạm nghiêm trọng hơn. Phải chăng, các quy định về xử phạt và mức xử phạt vẫn còn chưa đủ để cảnh báo các nhà đầu tư khi mà lợi ích từ việc cố tình vi phạm các quy định về giao dịch của cổ đông nội bộ vẫn còn lớn hơn rất nhiều so với chi phí mất khi đi bị xử phạt do vi phạm. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu này cũng là một bằng chứng khoa học về tác động trực tiếp của các giao dịch của cổ đông nội bộ đối với giá cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp, mang tính tham khảo thực tiễn trong giáo dục và tham khảo cho các nghiên cứu trong tương lai.

Bài nghiên cứu này đánh giá tác động của giao dịch của cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp. Tuy rằng, bài nghiên cứu đã đánh giá được tác động của các nhóm nhà đầu tư cấu thành cổ đông nội bộ, bao gồm cổ đông nội bộ nói chung, cổ đông nội bộ là tổ chức, cổ đông nội bộ là cá nhân và cổ đông lớn. Tuy nhiên, hạn chế của nghiên cứu là chỉ mới đánh giá được tác động của giao dịch của cổ đông nội bộ thông qua chiều hướng giao dịch. Cụ thể là đánh giá giao dịch mua ròng của các nhà đầu tư là cổ đông nội bộ. Do đó, bài nghiên cứu chưa đánh giá được quy mô của giao dịch, cụ thể là sự gia tăng về khối lượng giao dịch của các nhóm cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp. Hơn nữa, bài nghiên cứu cũng chưa đánh giá được sự tác động của giao dịch của cổ đông nội bộ đến giá trị doanh nghiệp của các nhóm ngành nghề khác nhau.

**Tài liệu tham khảo**

- Azmi, N. A., Abd Sata, F. H., Abdullah, N., Ab Aziz, N. H., & Ismail, I. S. (2021). Institutional investors ownership and firm value: Evidence from Malaysia. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 16(1), 1-20. <https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/47435>
- Barberis, N., Mukherjee, A., & Wang, B. (2016). Prospect Theory and Stock Returns: An Empirical Test. *The Review of Financial Studies*, 29(11), 3068–3107. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw049>
- Barnea, A., Cronqvist, H., & Siegel, S. (2010). Nature or nurture: What determines investor behavior? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 583–604. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.001>
- Batten, J., & Vo, X. V. (2019). Liquidity and firm value in an emerging market. *The Singapore Economic Review*, 64(02), 365–376. <https://doi.org/10.1142/S0217590817470063>
- Betzer, A., & Theissen, E. (2009). Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany. *European Financial Management*, 15(2), 402–429. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00422.x>
- Bhabra, G. S. (2007). Insider ownership and firm value in New Zealand. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(2), 142–154. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.08.001>
- Bhattacharya, U. (2014). Insider Trading Controversies: A Literature Review. *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), 385–403. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034422>
- Carlton, D. W., & Fischel, D. R. (1982). The Regulation of Insider Trading. *Stanford Law Review*, 35, 857.
- Cheng, L., Firth, M., Leung, T. Y., & Rui, O. (2006). The effects of insider trading on liquidity. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(5), 467–483. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.01.006>
- Cheng, Q., & Lo, K. (2006). Insider Trading and Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 815–848. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00222.x>
- Choi, P. M. S., Choi, J. H., & Chung, C. Y. (2020). Do individual traders undermine firm valuation? *Finance Research Letters*, 36, 101567. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101567>
- Chung, K. H., & Charoenwong, C. (1998). Insider Trading and the Bid-Ask Spread. *Financial Review*, 33(3), 1–20. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01379.x>
- Cornell, B., & Sirri, E. R. (1992). The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading. *The Journal of Finance*, 47(3), 1031–1059. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04004.x>
- Đặng Tùng Lâm, & Nguyễn Thị Minh Huệ (2017). Sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. *Kinh tế và Phát triển*, 241. <https://ktpt.neu.edu.vn/tap-chi/so-241/muc-luc-562/so-huu-co-dong-lon-va-thanh-khoan-co-phieu-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam.375661.aspx>
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150–169. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007>
- Ferris, S. P., & Park, K. (2005). Foreign ownership and firm value: evidence from Japan. In M. Hirschey, K. John, & A. K. Makhija (Eds.), *Corporate Governance* (Vol. 11, pp. 1–29). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)11001-3](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)11001-3)
- Fishman, M. J., & Hagerty, K. M. (1992). Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices. *The RAND Journal of Economics*, 23(1), 106–122. <https://www.jstor.org/stable/2555435>
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1–36. <https://doi.org/10.1007/s10713-007-0003-3>
- Goergen, M., Renneboog, L., & Zhao, Y. (2019). Insider trading and networked directors. *Journal of Corporate Finance*, 56, 152–175. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.02.001>

- Haddock, D. D., & Macey, J. R. (1985). Coasian Model of Insider Trading. *Northwestern University Law Review*, 80, 1449. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/illlr80&div=46&id=&page=>
- Han, B. (2006). Insider Ownership and Firm Value: Evidence from Real Estate Investment Trusts. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32(4), 471–493. <https://doi.org/10.1007/s11146-006-6963-8>
- Hanson, R. C., & Song, M. H. (1995). Managerial Ownership Change and Firm Value: Evidence from Dual-Class Recapitalizations and Insider Trading. *Journal of Financial Research*, 18(3), 281–297. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1995.tb00567.x>
- Hatch, B. C., Johnson, S. A., Wang, Q. E., & Zhang, J. (2021). Algorithmic trading and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 125. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106090>
- Huang, J., Xu, N., & Yu, H. (2020). Pollution and Performance: Do Investors Make Worse Trades on Hazy Days? *Management Science*, 66(10), 4455–4476. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3402>
- Inaishi, R., Toya, K., Zhai, F., & Kita, E. (2010). Effect of Overconfident Investor Behavior to Stock Market. *Journal of Advanced Computational Intelligence and Intelligent Informatics*, 14, 661–668. <https://doi.org/10.20965/jaciii.2010.p0661>
- Jaffe, J. F. (1974). Special Information and Insider Trading. *The Journal of Business*, 47(3), 410–428. <https://www.jstor.org/stable/2352458>
- Jawed, M. S., & Kotha, K. K. (2020). Stock Liquidity and Firm Value: Evidence from a Policy Experiment in India. *International Review of Finance*, 20(1), 215–224. <https://doi.org/10.1111/irfi.12200>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). On the interpretation of intuitive probability: A reply to Jonathan Cohen. *Cognition*, 7(4), 409–411. [https://doi.org/10.1016/0010-0277\(79\)90024-6](https://doi.org/10.1016/0010-0277(79)90024-6)
- Karpoff, J. M. (1986). A Theory of Trading Volume. *The Journal of Finance*, 41(5), 1069–1087. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb02531.x>
- Khawaja, M. J., & Alharbi, Z. N. (2021). Factors influencing investor behavior: An empirical study of Saudi Stock Market. *International Journal of Social Economics*, 48(4), 587–601. <https://doi.org/10.1108/IJSE-07-2020-0496>
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991). Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 302–321. <https://doi.org/10.2307/2491051>
- King, M., & Roell, A. (1988). Insider trading. *Economic Policy*, 3(6), 163–193. <https://doi.org/10.2307/1344507>
- Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2000). Price Momentum and Trading Volume. *The Journal of Finance*, 55(5), 2017–2069. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00280>
- Leland, H. E. (1992). Insider Trading: Should It Be Prohibited? *Journal of Political Economy*, 100, 859–887. <https://doi.org/10.1086/261843>
- Levine, R., Lin, C., & Wei, L. (2017). Insider Trading and Innovation. *The Journal of Law and Economics*, 60(4), 749–800. <https://doi.org/10.1086/696384>
- Loomes, G., & Sugden, R. (1982). Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty. *The Economic Journal*, 92(368), 805–824. <https://doi.org/10.2307/2232669>
- Lorie, J. H., & Niederhoffer, V. (1968). Predictive and Statistical Properties of Insider Trading. *The Journal of Law and Economics*, 11, 35–53. <https://doi.org/10.1086/466642>
- Marin, J. M., & Olivier, J. P. (2008). The Dog That Did Not Bark: Insider Trading and Crashes. *The Journal of Finance*, 63(5), 2429–2476. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01401.x>

- Masson, R. T., & Madhavan, A. (1991). Insider Trading and the Value of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 39(4), 333–353. <https://doi.org/10.2307/2098435>
- McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 92–106. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.001>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Nagy, R. A., & Obenberger, R. W. (1994). Factors Influencing Individual Investor Behavior. *Financial Analysts Journal*, 50(4), 63–68. <https://doi.org/10.2469/faj.v50.n4.63>
- Nguyen, N. H., & Shiu, C.-Y. (2022). Stewardship, institutional investors monitoring, and firm value: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Multinational Financial Management*, 64, 100732. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2022.100732>
- Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369–2392. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00395-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00395-3)
- Phan Quỳnh Trang (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 46, 268–280. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.03.004>
- Reichman, N. (1993). Insider Trading. *Crime and Justice*, 18, 55–96. <https://doi.org/10.1086/449222>
- Roll, R., Schwartz, E., & Subrahmanyam, A. (2009). Options trading activity and firm valuation. *Journal of Financial Economics*, 94(3), 345–360. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.002>
- Roulstone, D. T. (2003). The Relation Between Insider-Trading Restrictions and Executive Compensation. *Journal of Accounting Research*, 41(3), 525–551. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00115>
- Sawicki, J., & Shrestha, K. (2008). Insider Trading and Earnings Management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(3–4), 331–346. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02075.x>
- Shiller, R. J. (1990). Market Volatility and Investor Behavior. *The American Economic Review*, 80, 58–62. <https://www.jstor.org/stable/2006543>
- Tavakoli, M., McMillan, D., & McKnight, P. J. (2012). Insider trading and stock prices. *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 254–266. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.11.004>
- Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, 89, 392–406. <https://doi.org/10.1086/260971>
- 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. <https://doi.org/10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.13.2.1614.2018>
- Wang, Q., & Zhang, J. (2015). Does individual investor trading impact firm valuation? *Journal of Corporate Finance*, 35, 120–135. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.001>
- 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. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1898368>