BẤT CÂN XỨNG THÔNG TIN, TÂM LÝ NHÀ ĐẦU TƯ VÀ THANH KHOẢN CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU TÌNH HUỐNG TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Đặng Thị Lan Phương*

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu tình huống đa trường hợp (multiple case study) để phân tích mối quan hệ giữa bất cân xứng thông tin, tâm lý nhà đầu tư và thanh khoản cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Bốn tình huống được chọn lọc theo mức độ bất cân xứng thông tin: (1) FLC/HOSE - thao túng thông tin quy mô lớn nhất lịch sử; (2) Louis Holdings/TGG (HNX) - nhóm cổ phiếu bị "thổi giá" 37 lần qua mạng xã hội; (3) Apec Group/APS (HNX) - bất cân xứng thông tin mức trung bình với tin đồn và nhóm chat; (4) Vinamilk/VNM (HOSE) - cổ phiếu minh bạch cao làm nhóm đối chứng. Kết hợp phân tích tài liệu thứ cấp (báo cáo tòa án, quyết định xử phạt UBCKNN, dữ liệu giá-khối lượng) với 16 cuộc phỏng vấn sâu (chuyên gia và nhà đầu tư cá nhân trực tiếp tham gia vào các tình huống này), nghiên cứu phát hiện mô hình ba giai đoạn nhất quán qua cả ba tình huống bất cân xứng cao: (1) Giai đoạn tạo thanh khoản giả (Synthetic liquidity) bằng thao túng thông tin; (2) Giai đoạn tâm lý đám đông khuếch đại; (3) Giai đoạn sụp đổ thanh khoản đột ngột khi thông tin thật lộ ra. Trường hợp VNM cho thấy mô hình hoàn toàn ngược lại: minh bạch cao → thanh khoản ổn định và ít biến động theo tâm lý.

• Từ khóa: *bất cân xứng thông tin, tâm lý nhà đầu tư, thanh khoản cổ phiếu, nghiên cứu tình huống, thao túng thị trường, FLC, Louis Holdings, Vinamilk.*

This study employs a multiple case study methodology to analyze the interplay between information asymmetry, investor sentiment, and stock liquidity in Vietnam's stock market. Four cases are selected along the information asymmetry spectrum: (1) FLC/HOSE - Vietnam's largest-scale market manipulation; (2) Louis Holdings/TGG (HNX) - stocks inflated 37-fold through social media; (3) Apec Group/APS (HNX) - medium asymmetry with chat group rumors; (4) Vinamilk/VNM (HOSE) - a high-transparency control case. Combining secondary document analysis (court records, SSC penalty decisions, price-volume data) with 16 in-depth interviews (professionals and individual investors directly involved in these events), the study identifies a consistent three-phase pattern across all high-asymmetry cases: (1) Synthetic liquidity creation through information manipulation; (2) Herd sentiment amplification; (3) Sudden liquidity collapse when truth emerges. The VNM case reveals the mirror opposite: high transparency → stable liquidity largely immune to sentiment cycles.

• Key words: *information asymmetry, investor sentiment, stock liquidity, case study, market manipulation, FLC, Louis Holdings, Vinamilk.*

Ngày nhận bài: 23/3/2026
Ngày gửi phản biện: 24/4/2026
Ngày duyệt đăng: 14/5/2026
DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i313.44

**** Trường Đại học Thương mại; email: phuong.dtl@tmu.edu.vn***

1. Giới thiệu

Giai đoạn 2021-2023, thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến nhiều vụ thao túng quy mô lớn (FLC, Louis Holdings, Apec Group) với kịch bản chung: bất cân xứng thông tin có chủ đích kích động tâm lý đám đông, tạo thanh khoản giả trước khi sụp đổ.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp tình huống (Yin, 2014) để phân tích cơ chế kết nối giữa bất cân xứng thông tin, tâm lý nhà đầu tư và thanh khoản. Đóng góp chính của nghiên cứu gồm: xây dựng mô hình ba giai đoạn về vòng đời bất cân xứng thông tin-thanh khoản, phân tích định tính chuyên sâu các sự kiện lịch sử và lấy VNM làm tiêu chuẩn minh bạch.

2. Cơ sở lý thuyết

Bất cân xứng thông tin: Nhà tạo lập thị trường mở rộng spread để bù rủi ro khi có nhà đầu tư nội bộ, làm giảm thanh khoản.

Tâm lý nhà đầu tư: Sự lạc quan quá mức tăng thanh khoản, nhưng tâm lý tiêu cực có thể gây ra "vòng xoáy thanh khoản" (liquidity spiral) thông qua bán tháo và margin call.

Thao túng thị trường: Nhà đầu tư tạo khối lượng giao dịch ảo để thu hút dòng tiền, sau đó chốt lời. Tại Việt Nam, việc kết hợp tin đồn mạng xã hội làm hình thức này trở nên hiệu quả.

Phương pháp nghiên cứu tình huống - Lý do lựa chọn

Yin (2014) xác định nghiên cứu tình huống là phương pháp phù hợp nhất khi câu hỏi nghiên cứu là "như thế nào" và "tại sao", khi nghiên cứu tập trung vào sự kiện thực tế trong bối cảnh thực, và khi ranh giới

giữa hiện tượng và bối cảnh không rõ ràng. Cả ba điều kiện đều được thỏa mãn trong nghiên cứu này. Thiết kế đa tình huống (multiple-case) cho phép so sánh chéo (cross-case analysis) để xác định mô hình chung vượt qua đặc điểm riêng của từng trường hợp - tăng độ tin cậy lý thuyết (theoretical reliability).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Chọn lựa tình huống

Bốn tình huống được chọn theo nguyên tắc "lý luận lấy mẫu" (theoretical sampling) của Eisenhardt (1989): chọn để tối đa hóa độ biến thiên về biến chính (mức độ bất cân xứng thông tin) trong khi giữ nguyên bối cảnh chung (thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2021-2023). Hai tình huống đầu là "replication cases" (tái hiện kết quả mong đợi giống nhau); tình huống VNM là "contrast case" (kết quả dự kiến ngược lại).

Bảng 1: Tổng quan bốn tình huống nghiên cứu

Tình huống	Mã/Sàn	Dạng BCTX thông tin	Giai đoạn nghiên cứu	Mức BCTX	Loại tình huống
TH1: FLC	FLC/HOSE	Thao túng giá có hệ thống qua 20 TK; bán chui 74,8 triệu CP không công bố	12/2021 - 4/2022	Cực cao	Điển hình: BCTX cao nhất lịch sử TTCK Việt Nam
TH2: Louis Holdings / TGG-BII	TGG (HOSE) BII (HNX)	Thổi giá 37 lần qua nhóm 10.000 người MXH; tạo cung cầu giả qua CTCK Trí Việt	2/2021 - 4/2022	Rất cao	Tái hiện: BCTX + MXH + nhóm chat tổ chức
TH3: Apec Group / APS	APS/HNX	Tin đồn M&A và đầu tư qua nhóm chat; giao dịch TK liên quan; vi phạm công bố thông tin	2021 - 2022	Trung bình-cao	Tái hiện: BCTX mức vừa, vai trò nhóm chat lớn
TH4: Vinamilk / VNM (Đối chứng)	VNM/HOSE	Công bố thông tin đầy đủ, đúng hạn; BCTC kiểm toán Big4; ESG đầu ngành Việt Nam	2021 - 2024	Thấp	Đối chứng: BCTX thấp → kỳ vọng kết quả ngược lại

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

3.2. Thu thập dữ liệu

Dữ liệu được thu thập từ hai nguồn bổ sung nhau theo nguyên tắc tam giác hóa: nguồn 1 - Tài liệu thứ cấp, nguồn 2 phỏng vấn sâu (16 người): 4 chuyên gia thị trường có kiến thức trực tiếp về từng tình huống (phân tích viên CTCK, môi giới cấp cao); 12 nhà đầu tư cá nhân đã trực tiếp nắm giữ hoặc giao dịch các mã trong từng tình huống

3.3. Phân tích và đảm bảo chất lượng

Phân tích trong từng tình huống và so sánh chéo giữa các tình huống (theo Yin (2014). Bốn tiêu chí chất lượng: Construct validity - đa nguồn bằng chứng; Internal validity - tam giác hóa tài liệu-phỏng vấn; External validity - thiết kế đa tình huống với logic replication; Reliability - protocol phỏng vấn chuẩn hóa và audit trail.

4. Phân tích các tình huống

4.1. Tình huống 1: FLC (HOSE) - Thao túng thông tin quy mô lịch sử

4.1.1. Bối cảnh và chuỗi sự kiện

FLC Group là tập đoàn bất động sản - hàng không được niêm yết trên HOSE. Từ 12/2021 đến 10/1/2022, Trịnh Văn Quyết chỉ đạo 11 tổ chức và 20 tài khoản chứng khoán liên quan thực hiện 28/28 phiên giao dịch liên tục, tạo cung cầu giả đẩy giá FLC lên đỉnh 22.550 đồng/cổ phiếu (7/1/2022). Ngày 10/1/2022, khi cổ phiếu đạt đỉnh, Trịnh Văn Quyết bán chui 74,8 triệu cổ phiếu trong một phiên mà không báo cáo - một khối lượng bất thường gấp 3,4-9 lần bình quân hàng ngày. Phiên đó ghi nhận gần 135 triệu cổ phiếu FLC được khớp lệnh, cao bất thường. Khi HOSE phát hiện và UBCKNN phong tỏa tài khoản, cổ phiếu sập sàn trong nhiều phiên liên tiếp.

Bảng 2: Dữ liệu quan sát chính - Tình huống FLC (12/2021 - 4/2022)

Giai đoạn	Sự kiện thông tin	Giá FLC	KL khớp lệnh/ ngày (bình quân)	Đặc điểm thanh khoản
12/2021-7/1/2022 (Thao túng)	20 tài khoản liên kết tạo thanh khoản giả; giá được đẩy từ ~9.000đ lên đỉnh 22.550đ (+151%)	22.550đ (đỉnh)	~40-80 tr CP/ngày (cao giả tạo)	Thanh khoản GIẢ - khối lượng lớn do vòng quay nội bộ 20 TK
10/1/2022 (Ngày sự kiện)	Bán chui 74,8 tr CP không công bố; HOSE phong tỏa TK cuối phiên; tin tức rò rỉ	Sập sàn (-6,9%)	~135 tr CP (kỷ lục)	Đảo chiều đột ngột: hoảng loạn bán tháo; bên mua biến mất
11-20/1/2022 (Sụp đổ)	UBCKNN xử phạt; hủy giao dịch; phong tỏa TK; tin đồn bắt giữ bắt đầu	Sập sàn 3-5 phiên liên tiếp	~50-80 tr CP (chủ yếu bán)	Thanh khoản ÂM: bên mua rút lui; spread giãn rộng cực đại
28-29/3/2022 (Bắt giữ)	29/3: Trịnh Văn Quyết bị khởi tố và bắt tạm giam; tin đồn rò rỉ tối 27/3	Sập sàn; VN-Index -15 điểm	~154 tr CP (kỷ lục bán tháo)	Sụp đổ toàn diện; "họ FLC" trắng bên mua nhiều phiên; lan sang cổ phiếu khác
Hậu sự kiện (4/2022 trở đi)	Tất cả 6 mã nhóm FLC bị đình chỉ/ hạn chế GD; FLC hủy niêm yết bắt buộc (2023); hơn 64.300 cổ đông bị kẹt	Đình chỉ GD gần 3 năm	0 (không GD được)	Thanh khoản bằng 0: hơn 64.300 cổ đông mất khả năng thoát hàng cho đến 3/2026

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ UBCKNN, Tuổi Trẻ, VnExpress, dữ liệu FiinPro và kết quả phỏng vấn

4.1.2. Phản ứng tâm lý nhà đầu tư - Bằng chứng phỏng vấn

"Thời điểm đó ai cũng thấy khối lượng FLC tăng đột biến nhưng mọi người nghĩ có "tin nội" tốt. Tôi mua theo lúc 9h sáng 10/1 vì thấy khối lượng cực lớn và giá tăng trần. Đến chiều giá sập sàn. Lúc đó mới hiểu ra mình vừa bị "lùa gà"."

- NĐT-FLC-01, nam, 35 tuổi, thiệt hại ~180 triệu đồng

"Ngày 28/3, tin đồn ông Quyết bị tạm hoãn xuất cảnh lan trên mạng lúc tối nhưng chưa được xác nhận. Sáng 29/3 trước khi mở phiên, tôi đã biết qua nhóm chat. Lúc 9h khi lệnh khớp đầu tiên, toàn bộ bên mua biến mất. Thanh khoản sụp đổ trước khi báo chí đưa tin chính thức 3 tiếng."

- CG-FLC-01, môi giới cấp cao, 12 năm kinh nghiệm

4.1.3. Mô hình ba giai đoạn trong TH1

Tình huống FLC minh họa mô hình ba giai đoạn rõ nét nhất:

Giai đoạn 1 - Tạo thanh khoản giả (12/2021-7/1/2022): 20 tài khoản liên kết tạo ra khối lượng giao dịch cao giả tạo, kéo theo nhà đầu tư thật vào dựa trên "tín hiệu thanh khoản". Bất cân xứng thông tin ở mức cực đại - người trong cuộc biết đây là thanh khoản giả, nhà đầu tư ngoài không biết.

Giai đoạn 2 - Tâm lý đám đông khuếch đại (7-10/1/2022): Khối lượng cao và giá tăng mạnh tạo ra "tín hiệu xã hội" mạnh mẽ - nhà đầu tư trong nước mua theo, nhóm chat lan truyền thông tin bullish. Đây là giai đoạn tâm lý nhà đầu tư bị khai thác tối đa.

Giai đoạn 3 - Sụp đổ thanh khoản đột ngột (10/1 trở đi): Khi thông tin thật lộ ra, bên mua biến mất gần như tức thì, thanh khoản sụp đổ phi tuyến. Không có buyer

có nghĩa spread vô hạn - thị trường đóng băng hoàn toàn. Với FLC, điều này kéo dài gần 3 năm.

4.2. Tình huống 2: Louis Holdings / TGG-BII - Mạng xã hội như công cụ khuếch đại

4.2.1. Chuỗi sự kiện

Từ đầu năm 2021, Đỗ Thành Nhân và nhóm Louis Holdings thâu tóm hàng loạt doanh nghiệp có cổ phiếu niêm yết trên HOSE/HNX: BII (HNX, đổi tên thành Louis Land), TGG (HOSE, Louis Capital), AGM và SMT. Chiến lược thao túng giá khác FLC ở điểm quan trọng: Louis Holdings sử dụng mạng xã hội một cách có tổ chức - lập nhóm 10.000 người trên Facebook, tung thông tin về các thương vụ M&A mới, tạo cơn sốt "cổ phiếu Louis" lan truyền nhanh chóng trong cộng đồng đầu tư.

Kết quả: cổ phiếu BII được đẩy lên 37 lần (từ vùng giá thấp lên đỉnh 30.800đ); TGG đạt đỉnh 74.800đ. Sau khi Đỗ Thành Nhân bị bắt (4/2022), TGG sập xuống 2.300đ - mất 92% giá trị trong 7 tháng. Cổ phiếu TVB của Chứng khoán Trí Việt (đơn vị thực hiện giao dịch) giảm hơn 80% từ đỉnh 24.000đ.

Bảng 3: Dữ liệu quan sát chính - Tình huống Louis Holdings (2021 - 2022)

Giai đoạn	Cơ chế thông tin	Giá TGG	Giá BII	Đặc điểm thanh khoản
2/2021 - 9/2021 (Tạo sóng)	Thâu tóm M&A liên tục; nhóm FB 10.000 người tung tin "Louis mua đâu cổ phiếu đó tăng"; CTCK Trí Việt thực hiện GD tạo cung cầu giả	~6.000→ 74.800đ (+1.147%)	~6.000→ 30.800đ (+413%)	Thanh khoản cao giả tạo: khối lượng tăng mạnh nhưng chủ yếu từ GD vòng quanh các TK liên kết
9/2021 - 4/2022 (Đỉnh và duy trì)	Tin đồn liên tục về M&A mới; nhóm chat FB mở rộng; một số thành viên trong nhóm được cho "thông tin sớm" như phần thưởng	Duy trì 20.000-28.000đ	Dao động 15.000-25.000đ	Thanh khoản cao nhưng bắt đầu có dấu hiệu cạn dần bên mua mới
4/2022 (Sụp đổ)	Bắt giữ Đỗ Thành Nhân; cổ phiếu họ Louis "trắng bên mua"; mạng xã hội đảo chiều 180 độ thành tin xấu	→ 2.300đ (-92% từ đỉnh)	→ 1.900đ (-93% từ đỉnh)	Sụp đổ hoàn toàn: nhiều phiên liên tiếp "la liệt nằm sàn, trắng bên mua"

Nguồn: Tuổi Trẻ, VnEconomy, Wikipedia vụ án Louis Holdings, dữ liệu FiinPro và phỏng vấn tác giả.

4.2.2. Điểm khác biệt: Mạng xã hội như bộ khuếch đại tâm lý

"Tôi tham gia nhóm Facebook của Louis Holdings vì có anh bạn giới thiệu. Nhóm đó share tin M&A liên tục, mọi người phấn khích lắm. Ai cũng chia sẻ lãi X%, tạo cảm giác ai không mua thì bỏ lỡ cơ hội. Tôi không có thông tin gì đặc biệt nhưng thấy hàng chục nghìn người cùng tin vào thì cũng tin theo."

- NĐT-Louis-02, nữ, 32 tuổi, thiệt hại ~65 triệu đồng

"Điểm khác biệt của Louis Holdings so với FLC là họ sử dụng mạng xã hội một cách có tổ chức và tinh vi hơn. FLC thao túng qua tài khoản giao dịch, còn Louis Holdings thao túng qua nhận thức - tạo ra cộng đồng tin tưởng trước, rồi mới kích giá sau. Cơ chế tâm lý rất khó phá vỡ vì FOMO (sợ bỏ lỡ) cực mạnh trong nhóm lớn."

- CG-Louis-01, phân tích viên CTCK, 10 năm kinh nghiệm

4.3. Tình huống 3: Apec Group / APS (HNX) - BCTX mức vừa, vai trò nhóm chat

4.3.1. Chuỗi sự kiện

Apec Group (mã APS, niêm yết HNX) trong giai đoạn 2021-2022 là tình huống về bất cân xứng thông tin ở mức vừa - không phải thao túng có hệ thống như FLC hay Louis, mà là sự kết hợp giữa vi phạm công bố thông tin, tin đồn về các dự án đầu tư lớn và hoạt động của nhóm chat đầu tư. UBCKNN xử phạt Apec Group nhiều lần về chậm công bố thông tin và công bố thông tin không đầy đủ giai đoạn 2021-2022. Giá APS biến động từ khoảng 7.000-8.000đ lên đỉnh ~25.000đ (cuối 2021), rồi giảm về vùng 5.000-6.000đ (giữa 2022).

4.3.2. Vai trò trung tâm của nhóm chat

"APS là ví dụ điển hình của nhóm cổ phiếu bị "lead" dắt dây. Có một vài tài khoản lớn trên diễn đàn chứng khoán thường xuyên post bài về APS, gợi ý có tin M&A hay dự án mới sắp công bố. Những người này không phải nội gián, nhưng họ có khả năng tạo kỳ vọng. Khi họ im lặng, giá đi ngang. Khi họ post bài, khối lượng tăng ngay hôm sau."

- CG-Apec-01, phân tích viên, 8 năm kinh nghiệm

"Tôi mua APS vì trong nhóm chat của tôi mọi người bảo có dự án lớn sắp được phê duyệt, thông tin từ "người có liên hệ với lãnh đạo công ty". Kiểm tra lại thì công ty có vi phạm công bố thông tin - tức là thông tin chính thức không đáng tin, nhưng thông tin không chính thức lại được dùng để giao dịch. Đó là bất cân xứng thông tin theo chiều ngược - người có thông tin chính thống bị thiệt hơn!"

- NĐT-Apec-01, nam, 38 tuổi

Tình huống APS cho thấy một dạng bất cân xứng thông tin đặc thù: khi thông tin chính thức không đáng tin (vi phạm công bố), thị trường tự tạo ra hệ thống thông tin phi chính thức (nhóm chat, diễn đàn) - và đây lại là hệ thống có thể bị thao túng dễ dàng hơn. Thanh khoản APS biến động cùng chiều với "nhiệt độ" của nhóm chat, không theo diễn biến kinh doanh thực tế.

4.4. Tình huống 4: Vinamilk / VNM (HOSE) - Minh bạch cao, nhóm đối chứng

4.4.1. Đặc điểm thông tin và thanh khoản

Vinamilk là một trong những doanh nghiệp minh bạch thông tin nhất TTCK Việt Nam: công bố BCTC đúng hạn, kiểm toán Big4, cổ đông ngoại lớn (F&N Singapore ~17%), thuộc chỉ số VNSI (ESG), thường xuyên có mặt trong top các công ty đại chúng tốt nhất theo đánh giá của IFC và UBCKNN. Trong giai đoạn 2021-2024, VNM có thanh khoản ổn định ~5-15 triệu cổ phiếu/ngày mà không có đột biến bất thường.

4.4.2. Bằng chứng từ phỏng vấn - Tâm lý khác biệt

"VNM là loại cổ phiếu mà tôi không bao giờ lo lắng về thông tin. Kết quả kinh doanh ra đúng ngày, đúng giờ, không có gì bất ngờ. Spread của VNM luôn thấp vì ai cũng có thông tin như nhau. Thị trường không cần ‹đoán› gì cả, nên tâm lý ít ảnh hưởng đến giá hơn nhiều".

- NĐT-VNM-01, nữ, 42 tuổi, đầu tư VNM > 5 năm

"Khi so sánh VNM với FLC hay Louis, điểm khác biệt là niềm tin cấu trúc. Với VNM, nhà đầu tư biết họ sẽ nhận thông tin gì, khi nào và theo định dạng nào.

Bất cân xứng thông tin gần như không tồn tại ở cấp độ công bố chính thức. Thanh khoản VNM ổn định không phải vì không có tâm lý, mà vì tâm lý không có gì để bám vào ngoài cơ bản kinh doanh."

- CG-VNM-01, quản lý quỹ, 14 năm kinh nghiệm

Bảng 4: So sánh chỉ tiêu thanh khoản - VNM so với các tình huống BCTX cao (giai đoạn 2021-2022)

Chỉ tiêu	FLC (BCTX rất cao)	TGG/Louis (BCTX rất cao)	APS (BCTX TB-cao)	VNM (BCTX thấp)
Biến động khối lượng ngày (độ lệch chuẩn/TB)	Rất cao (giai đoạn đỉnh: 9x bình quân)	Rất cao (tạo sóng: 5-10x)	Trung bình (2-3x khi có tin)	Thấp (<1,5x ngay cả khi kết quả KD bất ngờ)
Tương quan khối lượng-tâm lý thị trường	Rất cao (bị điều khiển)	Rất cao (FB groups)	Cao (chat rooms)	Thấp (chủ yếu theo KQKD)
Tốc độ phục hồi thanh khoản sau sự kiện xấu	Không phục hồi (đình chỉ GD 3 năm)	Không phục hồi (-92%, đình chỉ)	Chậm (3-6 tháng)	Nhanh (<1 tuần sau KQKD xấu)
Phần bù rủi ro thanh khoản (spread bid-ask tương đối)	Tăng mạnh → vô cực khi đình chỉ	Tăng mạnh sau sụp đổ	Tăng vừa theo chu kỳ tin	Ổn định, thấp

Nguồn: Tổng hợp định tính từ phỏng vấn và tài liệu thứ cấp của tác giả.

5. Phân tích chéo và mô hình tích hợp

5.1. Mô hình ba giai đoạn - Nhất quán qua ba tình huống BCTX cao

Phân tích chéo ba tình huống TH1-TH3 cho thấy mô hình ba giai đoạn nhất quán dù quy mô và cơ chế thao túng khác nhau:

Giai đoạn	Mô tả chung	TH1: FLC	TH2: Louis	TH3: APS
GĐ1: Tạo thanh khoản giả	Nhà thao túng tạo ra khối lượng/tín hiệu thông tin giả để thu hút nhà đầu tư thật. Bất cân xứng thông tin ở đỉnh cao nhất.	20 TK giao dịch vòng quanh tạo cung cầu giả 40 ngày liên tục	CTCK Trí Việt tạo GD giả; nhóm FB 10.000 người tạo niềm tin xã hội	Vi phạm CBTT + tin đồn chat rooms + leader KOL
GĐ2: Tâm lý đám đông khuếch đại	Nhà đầu tư thật bị thu hút bởi tín hiệu thanh khoản/giá; tâm lý FOMO lan rộng; nhóm chat khuếch đại thêm. Thanh khoản "thực" tăng trên nền thanh khoản giả.	NĐT cá nhân mua theo khối lượng lớn bất thường; "tin nội" giả lan truyền	Cộng đồng 10.000 người trên MXH tự bảo nhau mua; FOMO rất cao	Nhóm chat lan tin M&A; NĐT không kiểm chứng vẫn mua theo
GĐ3: Sụp đổ thanh khoản đột ngột	Thông tin thật lộ ra (bắt giữ, xử phạt, hủy GD). Bên mua biến mất gần như tức thì. Thanh khoản sụp đổ phi tuyến - không giảm từ từ mà có bước nhảy đột ngột.	10/1 và 29/3: 2 đợt sụp đổ riêng biệt. Đình chỉ GD gần 3 năm	4/2022: TGG -92% từ đỉnh; trắng bên mua nhiều phiên	Giảm chậm hơn do BCTX thấp hơn; phục hồi một phần sau 3-6 tháng

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phân tích chéo tình huống.

5.2. Trường hợp đối chứng VNM - Minh bạch như lá chắn

VNM khác biệt hoàn toàn: không có GĐ1 (không có ai tạo thanh khoản giả vì không có thông tin giả để tạo), GĐ2 yếu (tâm lý đám đông ảnh hưởng ít vì nhà đầu tư có đủ thông tin để tự phán đoán), và GĐ3 không xảy ra theo kiểu đột ngột (không có sự kiện thông tin gây mất niềm tin diện rộng).

Phát hiện quan trọng từ so sánh chéo: tốc độ và độ lớn của sụp đổ thanh khoản tỷ lệ thuận với mức độ bất cân xứng thông tin tích lũy trong GĐ1 và GĐ2. FLC - bất cân xứng cao nhất → sụp đổ nhanh nhất và lâu dài nhất (3 năm). APS - bất cân xứng thấp hơn → sụp đổ ít nghiêm trọng hơn và phục hồi được. VNM - bất cân xứng thấp → không có sụp đổ.

5.3. Biến điều tiết: Tốc độ lan truyền thông tin phi chính thức

Một phát hiện bổ sung từ so sánh chéo: mạng xã hội và nhóm chat không chỉ là kênh phụ mà là nhân tố cấu trúc trong cả ba giai đoạn. Tốc độ lan truyền thông tin phi chính thức càng nhanh → GĐ2 (khuếch đại) diễn ra nhanh hơn → đỉnh thanh khoản giả đạt sớm hơn → GĐ3 (sụp đổ) cũng đến sớm hơn. Louis Holdings - có nhóm FB 10.000 người tổ chức - cho thấy chu kỳ diễn ra nhanh hơn và quy mô GĐ2 rộng hơn FLC (vốn chủ yếu thao túng qua giao dịch, không qua MXH có tổ chức).

6. Kết luận và hàm ý

6.1. Kết luận

Nghiên cứu tình huống đa trường hợp cung cấp mô hình ba giai đoạn nhất quán về tương tác giữa bất cân xứng thông tin, tâm lý nhà đầu tư và thanh khoản cổ phiếu tại Việt Nam:

(1) Bất cân xứng thông tin không tác động tuyến tính đến thanh khoản mà tạo ra "bẫy thanh khoản" ba giai đoạn với điểm đảo chiều đột ngột - thị trường không điều chỉnh dần mà nhảy vọt khi thông tin thật lộ ra.

(2) Tâm lý nhà đầu tư đóng vai trò khuếch đại (không phải nguyên nhân gốc) - giai đoạn hai của mô hình là nơi tâm lý đám đông được khai thác để mở rộng quy mô thiệt hại. Mạng xã hội là hạ tầng của giai đoạn này.

(3) Độ lớn của sụp đổ thanh khoản tỷ lệ với mức độ bất cân xứng thông tin tích lũy - FLC > Louis Holdings > APS, và VNM gần như không có sụp đổ.

(4) Minh bạch thông tin là biện pháp hiệu quả nhất ngăn ngừa cả ba giai đoạn - trường hợp VNM chứng minh rằng khi nhà đầu tư có đủ thông tin đáng tin cậy, tâm lý đám đông mất đi "nguyên liệu" để khuếch đại.

6.2. Hàm ý

Đối với UBCKNN: Mô hình ba giai đoạn gợi ý nên tập trung giám sát vào GĐ1 - tức là phát hiện thanh khoản giả sớm - thay vì chỉ xử lý sau khi sụp đổ. Đối với nhà đầu tư: Ba tín hiệu cảnh báo của GĐ1 có thể quan sát được: (1) khối lượng giao dịch tăng đột biến không kèm thông tin cơ bản mới; (2) tốc độ tăng giá vượt xa tốc độ tăng của ngành/thị trường; (3) xuất hiện nhóm chat lớn tập trung vào mã cụ thể với tâm lý rất lạc quan. Đối với doanh nghiệp niêm yết: Trường hợp VNM là bằng chứng thực nghiệm mạnh mẽ nhất rằng đầu tư vào minh bạch thông tin mang lại lợi ích hữu hình - thanh khoản ổn định, chi phí vốn thấp hơn và không bị cuốn vào chu kỳ tâm lý - thanh khoản nguy hiểm.

"Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số: NCUD.09-2025.37"

Tài liệu tham khảo:

Allen, F., & Gale, D. (1992). Stock-price manipulation. Review of Financial Studies, 5(3), 503-529.

Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. Journal of Financial Markets, 7(3), 271-299.

Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. Review of Financial Studies, 22(6), 2201-2238.

Đặng Thị Lan Phương (2024a). Unforeseen Benefits: Can ESG Enhance Corporate Access to Commercial Credit Financing. Research in International Business and Finance. ISSN: 0275-5319.

Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. Journal of Finance, 59(4), 1553-1583.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. Academy of Management Review, 14(4), 532-550.