

SỞ HỮU CỔ ĐÔNG LỚN VÀ THANH KHOẢN CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Đặng Tùng Lâm

Khoa Tài chính, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: dangtclam@due.edu.vn

Nguyễn Thị Minh Huệ

Viện Ngân hàng Tài chính, trường Đại học Kinh tế quốc dân

Email: minhhuektqd@gmail.com

Ngày nhận: 7/4/2017

Ngày nhận bản sửa: 28/5/2017

Ngày duyệt đăng: 25/6/2017

Tóm tắt:

Nghiên cứu đã làm rõ mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sử dụng dữ liệu nghiên cứu là toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2014, kết quả nghiên cứu đã cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa cổ đông lớn và tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu không chỉ bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ này trên các thị trường đang phát triển, mà còn là cơ sở khoa học cho các hàm ý chính sách nhằm tăng cường tính thanh khoản cổ phiếu cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Cổ đông lớn, thanh khoản cổ phiếu, công ty niêm yết.

Large ownership and stock liquidity in the Vietnamese stock market

Abstract:

This paper investigates the relationship between large ownership and stock liquidity in the Vietnamese stock market. Using the comprehensive data set of all listed firms in the two stock exchanges of Vietnam during the period from 2007 to 2014, we find that stock liquidity is negatively and significantly associated with large ownership. The findings not only contribute to the literature on the empirical relation between large ownership and stock liquidity in emerging markets, but also provide policy implications for enhancing stock liquidity in the Vietnamese stock market.

Keywords: Large ownership; stock liquidity; listed firms.

1. Giới thiệu

Theo nghĩa đơn giản, thanh khoản cổ phiếu đề cập đến sự “dễ dàng” khi giao dịch một cổ phiếu (Amihud & cộng sự, 2005). Sự dễ dàng này được hiểu là tương ứng với một khối lượng giao dịch được xác định, giao dịch sẽ không có tác động lớn đến giá, không mất nhiều thời gian để có thể khớp lệnh thành công cho khối lượng giao dịch đó. Khi các yêu cầu này không được đáp ứng, những người giao dịch phải gánh chịu thêm một chi phí để có thể thực hiện các lệnh mua, bán của mình, và đây là chi

phí thanh khoản.¹

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trên thế giới cho thấy rằng thanh khoản cổ phiếu chịu ảnh hưởng của hoạt động giao dịch và bất cân xứng thông tin trên thị trường. Cụ thể, khi hoạt động giao dịch gia tăng, chi phí giao dịch trung bình trên cổ phiếu có xu hướng giảm, và do vậy gia tăng thanh khoản cổ phiếu (Brockman & Chung, 1999; Stoll, 2000).² Ngược lại, khi bất cân xứng thông tin trên thị trường gia tăng, rủi ro thông tin sẽ gia tăng, và do vậy làm giảm đi thanh khoản cổ phiếu (Copeland & Galai, 1983; Kyle, 1985;

Glosten & Milgrom; 1985).

Mục tiêu của bài này là nghiên cứu tác động của sở hữu cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với việc nắm giữ số lượng lớn cổ phiếu trong một công ty, cổ đông lớn có lợi thế thông tin hơn so với những nhà đầu tư khác và là một nhân tố tiềm tàng có ảnh hưởng đến hoạt động giao dịch cổ phiếu, do vậy tác động đến thanh khoản cổ phiếu. Cho đến nay, phần lớn nghiên cứu trên thế giới về mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn trong một công ty và thanh khoản cổ phiếu tập trung chủ yếu ở các nước phát triển (ví dụ: Rubin, 2007; Brockman & cộng sự, 2009; Heflin & Shaw, 2000), và rất ít nghiên cứu được thực hiện ở các nước đang phát triển.³ Sự khác nhau về môi trường thể chế, môi trường thông tin, môi trường giao dịch giữa các quốc gia có thể dẫn đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu cũng khác nhau, thậm chí không tồn tại, trên các quốc gia khác nhau. Cho đến nay, các nghiên cứu tại Việt Nam cũng chưa có một nghiên cứu nào tập trung làm rõ về mối quan hệ này trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ đóng góp: (1) bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại mối quan hệ này tại thị trường chứng khoán của một quốc gia đang phát triển; (2) cung cấp cơ sở khoa học cho các nhà quản trị và các nhà hoạch định chính sách của Việt Nam trong việc tăng cường tính thanh khoản cũng như tính hấp dẫn của thị trường chứng khoán.

2. Cơ sở lý thuyết và thiết kế nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm trước đây

2.1.1. Nghiên cứu lý thuyết

Nghiên cứu lý thuyết chứng minh rằng cổ đông lớn có thể tác động đến thanh khoản cổ phiếu thông qua hai cơ chế sau.

Thứ nhất, cổ đông lớn tác động đến thanh khoản cổ phiếu thông qua hoạt động giao dịch. Cổ đông lớn thường có xu hướng can thiệp và giám sát nhiều hơn đối với hoạt động của công ty khi lợi ích trực tiếp từ công ty đem lại cho họ cao. Từ đó, cổ đông lớn thường có xu hướng giảm tần suất giao dịch khi họ phải trả chi phí giao dịch cao hơn do các hoạt động giám sát công ty (Edmans, 2014). Tần suất giao dịch ít hơn từ các cổ đông lớn sẽ tác động làm giảm khối lượng cổ phiếu sẵn sàng giao dịch trên

thị trường. Bolton & Thadden (1998) phát triển mô hình lý thuyết nghiên cứu về chi phí và lợi ích của sự tham gia của cổ đông lớn trong hoạt động công ty và cho thấy sự xuất hiện của các cổ đông lớn đã tác động làm giảm số lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường, hay nói một cách khác, cổ phiếu của công ty được giao dịch ít hơn. Thêm vào đó, quan hệ giữa hoạt động giao dịch và thanh khoản cổ phiếu cũng được chứng minh trong các nghiên cứu của Benston & Hagerman (1974), Stoll (2000). Cụ thể, thanh khoản cổ phiếu có xu hướng giảm khi hoạt động giao dịch giảm. Điều này hàm ý rằng thông qua việc tác động làm giảm khối lượng cổ phiếu giao dịch, cổ đông lớn góp phần làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu.

Thứ hai, cổ đông lớn có thể tác động đến thanh khoản cổ phiếu thông qua bất cân xứng thông tin. Cổ đông lớn được xem là cổ đông có lợi thế thông tin. So với cổ đông nhỏ, cổ đông lớn có khả năng tiếp cận với thông tin của doanh nghiệp tốt hơn (Morck & cộng sự, 1988), điều này làm gia tăng sự bất cân xứng thông tin trên thị trường. Thêm vào đó, nghiên cứu lý thuyết của Kyle (1985), Glosten & Milgrom (1985) đã chứng minh rằng thanh khoản của cổ phiếu chịu ảnh hưởng của sự bất cân xứng thông tin trên thị trường. Cụ thể, khi có tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường, người đang trong tình huống bất lợi về thông tin (không có thông tin đầy đủ về cổ phiếu) sẽ không biết ai là người đang có lợi thế thông tin trong quá trình giao dịch. Trong tình huống này, cách an toàn của những người không có lợi thế thông tin là đặt lệnh mua với giá thấp hơn (trong trường hợp người mua) hoặc đặt lệnh bán với giá cao hơn (trong trường hợp người bán) so với mức giá được quan sát để đề phòng trường hợp thua thiệt. Điều này gia tăng áp lực giá và làm giảm đi thanh khoản của thị trường. Nghiên cứu của Copeland & Galai (1983) chứng minh rằng khi thị trường xuất hiện các thành viên giao dịch có lợi thế thông tin (cổ đông lớn là một ví dụ), các nhà tạo lập thị trường có xu hướng tăng biên độ giá mua – giá bán, tức là tính thanh khoản của thị trường giảm. Như vậy, cổ đông lớn có thể là nhân tố làm tăng sự bất cân xứng thông tin và từ đó làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu.

2.1.2. Nghiên cứu thực nghiệm trước đây

Quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu đã được minh chứng bởi các nghiên cứu thực nghiệm, các nghiên cứu chủ yếu được thực hiện trên thị trường Mỹ. Xuất phát từ các nghiên cứu cho thấy

mối quan hệ cùng chiều giữa bất cân xứng thông tin và sở hữu cổ đông lớn (Bethel & cộng sự, 1998; McConnell & Servaes, 1990; Barclay & Holderness, 1991). Heflin & Shaw (2000) và Brockman & cộng sự (2009) thấy rằng cổ đông lớn góp phần làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu chủ yếu thông qua việc gia tăng bất cân xứng thông tin trên thị trường. Tuy nhiên, nghiên cứu của Rubin (2007) cho thấy rằng cơ chế này chỉ có thể đúng khi cổ đông lớn là cổ đông nội bộ hay cổ đông tham gia quản trị công ty. Đối với cổ đông lớn là cổ đông tổ chức, đặc biệt là các quỹ đầu tư, việc thường xuyên thay đổi danh mục đầu tư của quỹ đầu tư lại có thể làm gia tăng khối lượng giao dịch của cổ phiếu, cũng có nghĩa là thanh khoản của cổ phiếu tăng. Ng & cộng sự (2016) thấy rằng cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài làm giảm tính thanh khoản cổ phiếu thông qua cả hai cơ chế hoạt động giao dịch và bất cân xứng thông tin.

Trên cơ sở hai cơ chế tác động của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu, nghiên cứu tiến hành đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và kỳ vọng về mối quan hệ ngược chiều giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu. Từ đó, các kết quả thực nghiệm từ nghiên cứu này đưa ra hàm ý về tính chất của sở hữu cổ đông lớn trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng như các hàm ý về tính minh bạch thông tin của thị trường.

2.2. Thiết kế nghiên cứu

2.2.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là từ StoxPlus, một công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính và kinh doanh của các công ty ở Việt Nam.⁴ Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội trong khoảng thời gian 2007-2014.

2.2.2. Đo lường các biến nghiên cứu

(i) Thanh khoản cổ phiếu

Thanh khoản cổ phiếu là một biến không thể quan sát trực tiếp mà phải được ước lượng. Trong nghiên cứu này, chúng tôi ước lượng thanh khoản cổ phiếu dựa trên đo lường tác động giá được Amihud (2002) đề xuất.⁵ Cụ thể, thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d được đo lường như sau:

$$Liq_{i,d} = \frac{|R_{i,d}|}{V_{i,d}} \quad (1)$$

Trong đó, $Liq_{i,d}$ là thanh khoản cổ phiếu i vào

ngày d ; $|R_{i,d}|$ là giá trị tuyệt đối của tỷ suất lợi tức cổ phiếu i vào ngày d ; $V_{i,d}$ là giá trị giao dịch cổ phiếu i vào ngày d . Thanh khoản cổ phiếu i trong năm t ($Liq_{i,t}$) được đo lường bằng giá trị trung bình của thanh khoản hàng ngày của cổ phiếu đó trong năm t .

Một cổ phiếu với giá trị Liq cao cho thấy rằng giá cổ phiếu thay đổi đáng kể dù chỉ với một giá trị giao dịch nhỏ, đó là, tác động giá lớn. Do vậy, cổ phiếu đang ở trong trạng thái thanh khoản thấp. Tương tự như nghiên cứu của Karolyi & cộng sự (2012), chúng tôi biến đổi Logarit tự nhiên biến thanh khoản để giảm bớt ảnh hưởng của quan sát ngoại vi (outliers) trong các mô hình hồi quy.

(ii) Sở hữu cổ đông lớn

Tương tự như nghiên cứu của Heflin & Shaw (2000) và Brockman & cộng sự (2009), chúng tôi định nghĩa cổ đông lớn (CDL) là những cổ đông nắm giữ từ 5% trở lên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính. Ngược lại, cổ đông nhỏ (CDN) là những cổ đông nắm giữ tỷ lệ cổ phiếu ít hơn 5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

(iii) Biến kiểm soát

Để loại bỏ khả năng tác động chi phối của những biến đặc thù công ty đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu, chúng tôi kiểm soát trong mô hình hồi quy những biến đặc thù công ty nhằm tách rời ảnh hưởng rỗng của biến sở hữu cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu. Các biến kiểm soát đặc thù công ty được xác định dựa trên các nghiên cứu trước (ví dụ: Heflin & Shaw, 2000; Rubin, 2007; Brockman & cộng sự, 2009; Ng & cộng sự, 2016), bao gồm: Quy mô công ty (MV), được xác định bằng Logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của công ty, trong đó, giá trị vốn hóa thị trường được tính bằng giá thị trường của toàn bộ số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính; Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (MB), được xác định bằng Logarit tự nhiên của tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính; Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu ($StdRet$), được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trong năm đang được tính; Tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu ($ARet$), được xác định bằng chênh lệch giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm đang được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ

phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước; Tỷ suất cổ tức (*Div*), được xác định bằng tỷ lệ cổ tức mỗi cổ phiếu trên giá thị trường cổ phiếu vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính.

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi, chúng tôi loại bỏ các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến.⁶

2.2.3. Mô hình nghiên cứu

Để đánh giá ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu, chúng tôi thực hiện phân tích dựa trên mô hình hồi quy dữ liệu bảng với dạng tổng quát như sau:

$$Liq_{i,t} = \alpha + \eta CDL_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó, Liq_i là biến thanh khoản cổ phiếu i được trình bày ở Mục (i); CDL_i là biến tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn được định nghĩa ở Mục (ii); $Controls_i$ là các biến kiểm soát đặc thù công ty được trình bày ở

Mục (iii). Mô hình (2) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (θ_n) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của biến sở hữu cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ nhằm hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại từ thanh khoản cổ phiếu đến sở hữu cổ đông lớn. Sai số chuẩn robust được sử dụng để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo cụm mỗi công ty để giải quyết vấn đề tự tương quan (Petersen, 2009).

3. Kết quả thực nghiệm

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của các biến trong mô hình (2). Biến thanh khoản Liq được tính theo công thức của Amihud (2002), sau khi biến đổi Logarit tự nhiên, có giá trị trung bình là -2.642. Giá trị của biến Liq càng lớn có nghĩa là thanh khoản của cổ phiếu càng thấp

Sở hữu cổ đông lớn (CDL) có giá trị trung bình là 9,5%. Trong khi đó, sở hữu cổ đông nhỏ (CDN),

Bảng 1: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Phân vị 75%	Giá trị trung vị	Phân vị 25%	Phân vị 10%
<i>Liq</i>	3803	-2.642	3.036	0.824	-0.231	-1.962	-4.998	-7.149
<i>CDL</i>	5416	0.095	0.179	0.350	0.111	0.000	0.000	0.000
<i>CDN</i>	5416	0.269	0.287	0.677	0.490	0.222	0.000	0.000
<i>MV</i>	4735	-2.000	1.753	0.196	-1.006	-2.060	-3.089	-4.216
<i>MB</i>	4734	-0.175	0.755	0.777	0.312	-0.147	-0.674	-1.178
<i>StdRet</i>	3139	0.153	0.076	0.249	0.192	0.139	0.099	0.072
<i>ARet</i>	2883	-0.027	0.475	0.566	0.273	-0.032	-0.338	-0.667
<i>Div</i>	2595	0.109	0.099	0.211	0.130	0.081	0.052	0.032

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2: Ma trận tương quan

Biến	<i>Liq</i>	<i>CDL</i>	<i>CDN</i>	<i>MV</i>	<i>MB</i>	<i>StdRet</i>	<i>ARet</i>	<i>Div</i>
<i>Liq</i>	1.000							
<i>CDL</i>	-0.017	1.000						
<i>CDN</i>	-0.048	0.225	1.000					
<i>MV</i>	-0.472	0.211	0.093	1.000				
<i>MB</i>	-0.020	0.021	-0.054	0.515	1.000			
<i>StdRet</i>	-0.114	-0.054	0.054	-0.229	0.176	1.000		
<i>ARet</i>	-0.185	-0.014	0.000	-0.004	0.060	0.177	1.000	
<i>Div</i>	0.003	-0.065	0.021	-0.385	0.617	0.181	-0.037	1.000

Nguồn: Tính toán của tác giả

được tính bằng tổng các tỷ lệ sở hữu dưới 5%, thì có giá trị trung bình là 26,9%.

Bảng 2 là ma trận tương quan Pearson giữa các biến trong nghiên cứu này. Như có thể thấy, hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong Bảng 2 đều có giá trị không vượt quá 0.8, do vậy, ít có khả năng tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy.⁷

3.2. Kết quả hồi quy

3.2.1. Cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu

Kết quả hồi quy theo mô hình (2) được trình bày trong Bảng 3. Ở Cột (1), chúng tôi thực hiện hồi quy Pooled OLS thông thường. Biến độc lập chính là sở hữu cổ đông lớn (CDL). Kết quả của Cột (1) cho thấy hệ số ước lượng của biến cổ đông lớn là 1,743 (t-stat = 4.03) với mức ý nghĩa 1%. Kết quả cho thấy mối quan hệ thuận giữa biến sở hữu cổ đông lớn và biến *Liq*, tức là tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn càng cao thì giá trị của biến *Liq* càng lớn, đồng nghĩa với việc biến động giá trên một đơn vị giá trị giao dịch cao, hay tính thanh khoản

cổ phiếu thấp. Hay nói một cách khác, sở hữu cổ đông lớn càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng thấp. Kết quả này đã phù hợp với giả thuyết nghiên cứu và nhất quán các kết quả nghiên cứu của Ng & cộng sự (2016) về sở hữu cổ đông lớn trên mẫu nghiên cứu quốc tế với 39 quốc gia.

Kết quả mối quan hệ giữa cổ đông lớn và biến thanh khoản *Liq* có thể bị tác động bởi sở hữu cổ đông nhỏ. Chính vì vậy, nhóm tác giả tiến hành kiểm soát thêm biến cổ đông nhỏ, nhằm cô lập sự tác động của cổ đông nhỏ đến biến phụ thuộc *Liq*. Kết quả này được trình bày trong Cột (2) của Bảng 3. Hồi quy ở Cột (2) được thực hiện theo phương pháp Pooled OLS. Như có thể thấy, kết quả về mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu vẫn nhất quán với kết quả ở Cột (1). Hệ số ước lượng trên biến sở hữu cổ đông lớn vẫn dương với mức ý nghĩa 1%. Sở hữu cổ đông nhỏ cũng cũng như các biến kiểm soát khác trong mô hình đều cho kết quả với mức ý nghĩa 1%.

Bảng 3: Cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu

(Đo lường thanh khoản theo Amihud, 2002)

Biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
<i>CDL</i>	1.743*** (4.03)	1.908*** (4.54)	0.920** (1.99)	1.055** (2.28)
<i>CDN</i>		-1.309*** (-5.30)		-0.724*** (-2.89)
<i>MV</i>	-1.474*** (-24.12)	-1.441*** (-24.18)	-1.859*** (-6.05)	-1.831*** (-6.03)
<i>MB</i>	1.310*** (8.98)	1.246*** (8.94)	0.584 (1.50)	0.558 (1.45)
<i>StdRet</i>	-6.461*** (-7.81)	-6.354*** (-7.79)	-2.436*** (-3.22)	-2.458*** (-3.26)
<i>ARet</i>	-0.479*** (-4.36)	-0.474*** (-4.32)	-0.492*** (-4.65)	-0.501*** (-4.76)
<i>Div</i>	-3.268*** (-4.42)	-3.432*** (-4.59)	-3.773*** (-4.63)	-3.773*** (-4.51)
<i>Constant</i>	-7.407*** (-21.50)	-7.385*** (-21.92)	-8.824*** (-10.37)	-8.777*** (-10.37)
Fixed effects	IY	IY	FY	FY
Obs.	1,980	1,980	1,980	1,980
Adj. R2	55.6%	56.8%	82.6%	82.7%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Ghi chú: I: Ảnh hưởng cố định ngành;

Y: Ảnh hưởng cố định năm; F: Ảnh hưởng cố định công ty.

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5%, và 1%

Ngoài ra, giá trị R^2 của cả hai kết quả hồi quy đều khá cao (khoảng 56%). Điều này cho thấy các biến độc lập trong mô hình, cùng với ảnh hưởng cố định ngành và ảnh hưởng cố định năm đã giải thích một phần đáng kể sự biến động của biến thanh khoản.

3.2.2. Kiểm định tính bền vững của kết quả

Kết quả của mô hình có thể bị tác động của các nhân tố thuộc đặc thù công ty không hoặc ít thay đổi theo thời gian và không thể quan sát được. Chính vì vậy, phân tích tính bền vững của kết quả (Robustness test) được thực hiện thêm với việc kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định của công ty (Firm-fixed effects). Kết quả được thể hiện trong Cột (3) và Cột (4) của Bảng 3 với cách tiếp cận tương tự cho biến sở hữu cổ đông lớn và biến sở hữu cổ đông nhỏ. Kết quả của mô hình vẫn ủng hộ giả thuyết về mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thanh khoản của cổ phiếu.

Ngoài ra, nhóm tác giả cũng thực hiện hai phân tích thêm.⁸ Thứ nhất, mặc dù trong phân tích ở phần trước nhóm tác giả sử dụng giá trị trễ của biến sở hữu cổ đông lớn trong mô hình hồi quy để hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại từ thanh khoản cổ phiếu đến sở hữu cổ đông lớn, khả năng tác động ngược chiều vẫn có thể tồn tại nếu như biến thanh khoản có sự tự tương quan cao. Để giải quyết vấn đề này, nhóm tác giả kiểm soát thêm biến trễ thanh khoản cổ phiếu trong mô hình hồi quy. Thứ hai, mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Sự khác nhau về cấu trúc vi mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch có thể cũng ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu. Để giải quyết vấn đề này, nhóm tác giả kiểm soát thêm trong mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định Sở Giao dịch. Kết quả từ hai mô hình này vẫn nhất quán với các kết quả trong phần phân tích chính, và cho thấy độ tin cậy về quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu.

4. Kết luận và hàm ý

Bài nghiên cứu là một nghiên cứu thực nghiệm đối với mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thanh khoản của cổ phiếu, được thực hiện với mẫu nghiên cứu là toàn bộ các công ty niêm yết trên hai

Sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam. Kết quả từ mô hình nghiên cứu đề xuất đã ủng hộ giả thuyết về việc tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Hay nói một cách khác, công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn càng cao thì tính thanh khoản của cổ phiếu công ty đó càng thấp. Kết quả nghiên cứu được khẳng định thêm tính bền vững khi kết quả nghiên cứu vẫn có ý nghĩa khi mô hình được bổ sung thêm biến kiểm soát là cổ đông nhỏ và được kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định của công ty.

Kết quả nghiên cứu với độ tin cậy cao không chỉ bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ ngược chiều giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu tại các quốc gia đang phát triển, mà còn đưa ra các hàm ý chính sách đối với các nhà quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ đó, tính thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được cải thiện khi các nhà quản lý cân nhắc đến việc đưa ra các chính sách làm giảm bớt sở hữu cổ đông lớn trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Khi các nghiên cứu tại các quốc gia phát triển còn cho thấy, có thể có các kết quả khác nhau về mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu, tùy thuộc vào tính chất của cổ đông lớn. Cổ đông lớn là cổ đông quản trị công ty có mối quan hệ ngược chiều với tính thanh khoản, trong khi cổ đông lớn là các cổ đông tổ chức lại có thể có mối quan hệ cùng chiều với tính thanh khoản cổ phiếu (Rubin, 2007). Khi các kết quả nghiên cứu trên các quốc gia đang phát triển còn hạn chế, kết quả mối quan hệ ngược chiều giữa cổ đông lớn và tính thanh khoản của cổ phiếu tại thị trường Việt Nam, một quốc gia đang phát triển, đã củng cố thêm hàm ý về tính chất của sở hữu cổ đông lớn, chủ yếu là các cổ đông tham gia quản trị công ty, trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy vậy, các hàm ý về mối quan hệ giữa tính chất của cổ đông lớn với tính thanh khoản cổ phiếu của công ty niêm yết cần được làm rõ hơn trong các nghiên cứu tiếp theo.

Ghi chú:

1. Chi phí giao dịch bao gồm chi phí hiện hữu (explicit costs) và chi phí ẩn (implicit costs). Chi phí hiện hữu gồm chi phí cho công ty môi giới chứng khoán và thuế (nếu có). Những người tham gia giao dịch phải trả chi phí hiện hữu cho dù thị trường có thanh khoản hay không. Ngược lại, người tham gia giao dịch chỉ gánh chịu thêm chi phí ẩn khi thị trường kém thanh khoản (chi phí thanh khoản). Chi phí ẩn được phản ánh thông qua chênh lệch giữa giá đặt mua và giá đặt bán, hoặc chi phí do tác động giá.
2. Trên thực tế, thường hay có sự nhầm lẫn giữa hai thuật ngữ “thanh khoản” và “hoạt động giao dịch”. Đây là hai thuật ngữ mô tả hai hiện tượng khác nhau. “Thanh khoản” là một hiện tượng không thể quan sát trực tiếp, mà chỉ có thể ước lượng. Trái lại, “hoạt động giao dịch” là hiện tượng có thể quan sát. Ví dụ, khi nói trong phiên giao dịch ngày hôm nay, giá trị giao dịch của cổ phiếu A đạt 3 tỷ VND. Câu này đề cập đến “hoạt động giao dịch”. Thông thường, “thanh khoản” và “hoạt động giao dịch” có tương quan thuận với nhau khá cao, nghĩa là nếu “hoạt động giao dịch” cao thì “thanh khoản” cũng cao tương ứng. Tuy nhiên, điều này không luôn luôn đúng, nghĩa là, có những lúc thị trường có khối lượng giao dịch khá lớn nhưng thanh khoản lại thấp, thể hiện qua việc tác động giá của giao dịch khá lớn.
3. Ng & cộng sự (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài (bao gồm cả phân tích vai trò của cổ đông lớn) đến thanh khoản cổ phiếu trên mẫu các công ty niêm yết ở 39 quốc gia.
4. <http://www.stoxplus.com>
5. Các nghiên cứu thực nghiệm đề xuất một vài biến có thể được sử dụng để đo lường thanh khoản. Tuy nhiên, không có một đo lường nào phản ánh thật sự đầy đủ các khía cạnh của thanh khoản cổ phiếu. Nghiên cứu của Goyenko, Holden & Trzcinka (2009) cho thấy rằng đo lường thanh khoản Amihud (2002) phản ánh khá tốt thanh khoản cổ phiếu so với các đo lường khác.
6. Thủ tục này không áp dụng với các biến qui mô công ty (MV) và hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB) do hai biến này đã được lấy Logarit.
7. Như một quy tắc theo kinh nghiệm, đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng nếu hệ số tương quan giữa hai biến độc lập nhỏ hơn 0.8 (Xem Gujarati, 2003).
8. Do giới hạn số từ của bài báo, hai kết quả kiểm định tính bền vững này không được trình bày trong phần này. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ cung cấp theo yêu cầu.

Tài liệu tham khảo

- Amihud, Y. (2002), ‘Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects’, *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H. & Pedersen, L.H. (2005), ‘Liquidity and asset prices’, *Foundations and Trends in Finance*, 1, 269-364.
- Barclay, M. & Holderness, C. (1991), ‘Negotiated block trades and corporate control’, *Journal of Finance*, 46, 861-878.
- Benston, G. & Hagerman, R. (1974), ‘Determinants of Bid-Asked Spreads in the Over-the-CounterMarket’, *Journal of Financial Economics*, 1, 353-364.
- Bethel, J., Liebeskind, J.P. & Opler, T. (1998), ‘Block share purchases and corporate performance’, *Journal of Finance*, 53, 650-653.
- Bolton, P. & von Thadden, E.L. (1998), ‘Blocks, liquidity, and corporate control’, *Journal of Finance*, 53, 1-25.
- Brockman, P. & Chung, D. Y. (1999), ‘An Analysis of Depth Behavior in an Electronic, Order-Driven Environment’, *Journal of Banking and Finance*, 23, 1861-1886.
- Brockman, P., Chung, D.Y. & Yan, X. (2009), ‘Block ownership, trading activity, and market liquidity’, *Journal of Financial and Quatitative Analysis*, 44, 1403-1426.
- Copeland, T.E. & Galai, D. (1983), ‘Information effects of the bid-ask spread’, *Journal of Finance*, 38, 1457-1469.
- Edmans, A. (2014), ‘Blockholders and corporate governance’, *Annual Review of Financial Economics*, 6, 23-50.

- Glosten, L.R. & Milgrom, P.R. (1985), 'Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders', *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100.
- Goyenko, R., Holden, C.W. & Trzcinka, C.A. (2009), 'Do liquidity measures measure liquidity?', *Journal of Financial Economics*, 92, 153-181.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic Econometrics*, 4th Ed., McGraw-Hill.
- Heflin, F. & Shaw, K.W. (2000), 'Blockholder ownership and market liquidity', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621-633.
- Karolyi, G.A., Lee, K-H. & van Dijk, M.A. (2012), 'Understanding commonality in liquidity around the world', *Journal of Financial Economics*, 105, 82-112.
- Kyle, A.S. (1985), 'Continuous auctions and insider trading', *Econometrica*, 53, 1315-1335.
- McConnell, J. & Servaes, H. (1990), 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988), 'Management Ownership and Market Valuation', *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Ng, L., Wu, F., Yu, J. & Zhang, B. (2016), 'Foreign investor heterogeneity and stock liquidity around the world', *Review of Finance*, 20, 1867-1910.
- Rubin, A. (2007), 'Ownership level, ownership concentration, and liquidity', *Journal of Financial Markets*, 10, 219-248.
- Petersen, M.A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Stoll, H.R. (2000), 'Friction', *Journal of Finance*, 55, 1479-1514.