

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN

1.1 Khái quát về thanh khoản cổ phiếu

1.1.1 Khái niệm thanh khoản cổ phiếu

Kyle (1985) nghiên cứu tiên phong về thanh khoản cổ phiếu (TKCP) khi xây dựng một mô hình giao dịch với các phiên đấu giá liên tục, được cấu trúc để có trạng thái cân bằng giống như thị trường khớp lệnh liên tục. Mô hình này được sử dụng để kiểm tra ảnh hưởng của thông tin đến giá cổ phiếu, các đặc điểm của TKCP. Nghiên cứu đã thể hiện các góc độ khác nhau của thanh khoản khác nhau như thời gian chuyển đổi thành tiền, khối lượng giao dịch, chi phí giao dịch và chi phí do tác động giá. Bốn khía cạnh này được liên kết để thể hiện TKCP như sau:

- Thời gian giao dịch (immediacy): Thời gian cần thiết để thực hiện một giao dịch. Thời gian để giao dịch cổ phiếu càng ngắn thì TKCP càng cao.
- Độ chặt chẽ (tightness): Khả năng mua bán cổ phiếu ngay lập tức nhưng không có sự thay đổi lớn về giá. Chi phí để chuyển đổi chủ sở hữu của cổ phiếu trong một khoảng thời gian ngắn.
- Độ sâu (depth): Khả năng để thị trường hấp thụ khối lượng cổ phiếu nhưng không ảnh hưởng đáng kể đến biến động giá.
- Khả năng phục hồi (resiliency): Tốc độ giá cổ phiếu có xu hướng được điều chỉnh trên thị trường. Nói cách khác là khả năng phục hồi giá về giá trị nội tại của cổ phiếu sau những cú sốc thị trường.

Lawrence (1990) coi thanh khoản như một khái niệm đa chiều và đặc điểm của thanh khoản được thể hiện thông qua các thuộc tính sau: bề rộng, độ sâu, thời gian và khả năng phục hồi của cổ phiếu sau các cú sốc. Chiều rộng là chênh lệch giữa giá chào bán và giá bán, khoảng cách này càng nhỏ tính lỏng của cổ phiếu càng cao. Chiều sâu là khối lượng cổ phiếu được điều chỉnh dựa theo giá thị trường. Thời gian hay tính tức thời đề cập đến số lượng cổ phiếu được mua và bán nhánh chóng ở một giá trị nhất định. Cuối cùng là khả năng phục hồi thanh khoản sau những gián đoạn của thị trường.

Nghiên cứu của Sarr và Lybek (2002, tr.5) đã mô tả đặc điểm của TKCP theo năm khía cạnh sau: (i) Độ chặt chẽ (tightness) thể hiện thông qua mức chênh lệch giữa giá hỏi mua và giá chào bán; (ii) Tính tức thời (immediacy) thể hiện tốc độ xử lý và khớp lệnh giao dịch; (iii) Độ sâu (depth) thể hiện thị trường luôn sẵn có người mua - người bán với số lượng lớn; (iv) Độ rộng (breadth) được hiểu là khối lượng giao dịch lớn nhưng ít tác động tới giá cổ phiếu và (v) Khả năng phục hồi (resiliency) thể hiện sự điều chỉnh của thị trường về mức giá ban đầu khi giá cổ phiếu thay đổi bởi các dòng lệnh không mang tính thông tin.

Có thể nhận thấy, TKCP được thể hiện dưới nhiều khía cạnh khác nhau, khả năng thực hiện liên tục các giao dịch với thời gian ngắn và số lượng cổ phiếu lớn, giảm thiểu chi phí thanh khoản là thấp nhất và khả năng phục hồi giá nhanh chóng sau những cú sốc của thị trường. Căn cứ vào nội dung khái niệm thanh khoản, đề tài thực hiện phân loại các thước đo dựa trên mức độ tổng hợp các khía cạnh của thanh khoản và trình bày trong nội dung tiếp theo.

1.1.2 Đo lường thanh khoản cổ phiếu

Với tính chất đa chiều của thanh khoản, các thước đo TKCP có thể được phân loại thành thước đo một chiều và thước đo đa chiều. Các thước đo thanh khoản theo thời gian như: chênh lệch yết giá, độ sâu, khối lượng hoặc giá trị giao dịch trong các nghiên cứu của Roll (1984), Chordia và cộng sự (2000), Chordia và cộng sự (2001). Tuy nhiên các nghiên cứu vừa đề cập chỉ xem xét một khía cạnh của TKCP. Trong khi các thước đo thể hiện tính đa chiều của TKCP cụ thể như: thước đo LR (Amihud và cộng sự, 1997); thước đo Zeros (Lesmond và cộng sự, 1999); thước đo ILLIQ (Amihud, 2002); thước đo LM (Liu, 2006).

1.1.2.1 Thước đo một chiều

- **Chênh lệch yết giá tương đối**

Đây là cách đo lường tương đối đơn giản dựa trên cơ sở thu nhập từ giao dịch của nhà đầu tư có thông tin. Theo quan điểm của Venkatesh và Chiang (1986) cho biết chênh lệch yết giá tương đối được đo lường theo công thức sau:

$$Spread_t = \frac{Ask_t - Bid_t}{Mid_t}$$

Trong đó: Spread là chênh lệch yết giá tương đối; Ask là giá đặt mua; Bid là giá đặt bán; Mid là giá trị trung bình của giá đặt bán và giá đặt mua.

Ưu điểm của phương pháp này là đơn giản và được nhiều tác giả sử dụng trong nghiên cứu của họ. Tuy nhiên kết quả ước lượng của phương pháp này ước lượng mức độ thông tin bất cân xứng có thể quá mức nếu giá giao dịch thực hiện trong khoảng chênh lệch yết giá.

- **Chênh lệch yết giá hiệu quả**

Cách đo lường này hạn chế việc đánh giá quá mức độ thông tin bất cân xứng từ chênh lệch yết giá tương đối. Theo Lee (1993) chênh lệch yết giá hiệu quả được đo lường theo công thức như sau:

$$ES_t = 2 \times Q_t \times \frac{P_t - Mid_t}{Mid_t}$$

Trong đó: ES là chênh lệch yết giá hiệu quả; P là giá giao dịch của cổ phiếu; Mid là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán; Q là biến chỉ báo giao dịch có giá trị +1 nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh mua, ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch thực hiện lệnh bán; nhân tử 2 phản ánh mức chi phí mà người giao dịch phải chịu khi thực hiện lệnh mua và bán đồng thời cùng một thời điểm.

Ưu điểm của cách đo lường này là có thể đánh giá thông tin bất cân xứng khi giá giao dịch được thực hiện bên trong và bên ngoài khoảng chênh lệch yết giá. Tuy nhiên nhược điểm là chỉ đề cập đến giá giao dịch ở thời điểm danh tính, chưa nói đến yếu tố thời gian có thể gây ra bất cân đối lưu lượng lệnh đặt và phát sinh thông tin bất cân xứng.

- **Chênh lệch tác động giá**

Chênh lệch giá tác động được căn cứ trên cơ sở cân đối thu nhập và chi phí của nhà tạo lập thị trường và thông tin chuỗi đặt lệnh. Chênh lệch tác động giá được Huang và Stoll (1996), Barakat và ctg (2014) đo lường theo công thức sau:

$$PI_t = 2 \times Q_t \times \frac{P_{t+\tau} - Mid_t}{Mid_t}$$

Trong đó: PI là chênh lệch tác động giá; P là giá giao dịch của cổ phiếu; Mid là giá trị trung bình của giá đặt mua và giá đặt bán; τ là khoảng thời gian trong quá trình giao dịch được tính theo 5, 10, 15, 30 hay 60 phút; Q là biến chỉ báo giá trị +1

nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh mua, ngược lại có giá trị -1 nếu giao dịch được thực hiện bởi lệnh bán; nhân tử 2 phản ánh mức chi phí mà người giao dịch phải chịu khi thực hiện lệnh mua và bán đồng thời cùng một thời điểm.

- **Chi phí thanh khoản:**

Nghiên cứu của Roll (1984) với giả thiết giao dịch được thực hiện trên thị trường hiệu quả về thông tin tức là chi phí giao dịch bằng 0 bởi giá chứng khoán đã phản ánh thông tin trên thị trường và giá chỉ biến động bởi những thông tin không lường trước được. Thước đo chi phí giao dịch được xác định bằng hiệp phương sai của chuỗi tỷ suất sinh lời của giá cổ phiếu theo thời gian. Thước đo được tính toán như sau:

$$\text{Chênh lệch giá} = \sqrt{-\text{cov}(R_{t+1}, R_t)}$$

Trong đó $R_t = (p_t - p_{t-1})/p_{t-1}$ Phương pháp này xác định chi phí thanh khoản bằng cách ước lượng thu nhập, thước đo này càng thấp thì TKCP càng cao. Nghiên cứu này cũng sử dụng dữ liệu theo ngày hay theo tuần để đánh giá cho kết quả khác biệt rất lớn và nguyên nhân do sự kém hiệu quả về mặt thông tin hoặc do sự kỳ vọng thu nhập ngắn hạn không ổn định.

- **Tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu**

Thể hiện số lượng cổ phiếu được giao dịch trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong một khoảng thời gian nhất định. Tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu càng cao thì TKCP càng tốt. Datar và cộng sự (1998) xác định công thức tính cho tỷ lệ luân chuyển số cổ phiếu với VOL_{it} tổng khối lượng giao dịch của từng cổ phiếu trong năm và N_{it} số lượng cổ phiếu đang lưu hành theo năm. Công thức TO (Turnover rate) được xác định như sau:

$$TO_{it} = \frac{VOL_{it}}{N_{it}}$$

1.1.2.2. Thước đo đa chiều

- **Thước đo tỷ lệ thanh khoản LR:**

Amihud và cộng sự (1997) xây dựng công thức tính tỷ lệ thanh khoản (LR - Liquidity Ratio) thể hiện TKCCP thông qua khối lượng giao dịch trên một đơn vị

thay đổi giá cổ phiếu. Giá trị LR càng lớn thì TKCP càng cao. Công thức xác định LR của cổ phiếu i như sau:

$$LR_i = \sum_t^n \frac{V_{it}}{|r_{it}|}$$

Với V_{it} khối lượng giao dịch hàng ngày của cổ phiếu i và r_{it} là tỷ suất sinh lời theo ngày của cổ phiếu i , LR xem xét độ sâu và mức thay đổi giá theo thời gian.

• **Thước đo tính kém thanh khoản của cổ phiếu**

Amihud (2002) tính toán thước đo tính kém TKCP dựa trên sự thay đổi giá do tác động của giá trị giao dịch cổ phiếu. Khái niệm TKCP theo (Kyle, 1985) cho rằng là phản ứng giá của các dòng lệnh giao dịch và phần trăm thay đổi giá do khối lượng giao dịch. Thước đo ILLIQ được tính toán như sau:

$$\text{Tính kém thanh khoản}_{it} (ILLIQ_{it}) = \frac{1}{D_{it}} \sum_{t=1}^{D_{it}} \frac{|R_{itd}|}{VOLD_{itd}}$$

Trong đó, D_{it} số ngày giao dịch của cổ phiếu tính theo ngày trong năm t ; $|R_{itd}|$ là giá trị tuyệt đối của tỷ suất sinh lời của cổ phiếu i tại ngày d . $VOLD_{itd}$ là giá trị giao dịch của cổ phiếu i tại ngày d . Thước đo tính kém thanh khoản là $ILLIQ_{it}$ của cổ phiếu i trong năm t được đo lường bằng giá trị trung bình của TKCP hàng ngày trong năm t . Thước đo ILLIQ lớn tương ứng TKCP sẽ thấp và ngược lại.

ILLIQ biểu hiện mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời cổ phiếu trên giá trị giao dịch của cổ phiếu, do hai đại lượng này được thu thập hàng ngày trong một khoảng thời gian dài nên mang tính đại diện tương đối cao. Việc nắm bắt được nhiều khía cạnh của TKCP như độ sâu, độ chặt chẽ và khả năng phục hồi giá là ưu điểm lớn nhất của thước đo này. ILLIQ nhỏ có nghĩa là mức thay đổi giá ít với giá trị giao dịch lớn, thể hiện chi phí thanh khoản thấp và khả năng hấp thụ khối lượng giao dịch cổ phiếu lớn nhưng qua đó không gây ra biến động giá đáng kể. Dữ liệu để tính ILLIQ có thể thu thập dễ dàng trên các thị trường và tương đối dễ tính toán. Tuy nhiên, nhược điểm của thước đo này là chưa tính được sự thay đổi về giá do tâm lý của các nhà đầu tư tuy nhiên đến hiện tại thì ILLIQ vẫn là thước đo tốt nhất về TKCP và được ứng dụng trong nhiều nghiên cứu.

1.2. Các nhân tố tác động tới tính thanh khoản cổ phiếu

1.2.1 Quy mô của công ty

Trước khi đầu tư vào một cổ phiếu, quy mô công ty chính là dấu hiệu đầu tiên khi nhà đầu tư biết đến công ty. Nghiên cứu về ảnh hưởng của quy mô công ty đến TKCP đã cho thấy rằng quy mô công ty là một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng cùng chiều đến TKCP. Theo một số nghiên cứu như của Stoll (2000), Amihud (2002) Beedles và các cộng sự (1988), một công ty có quy mô càng lớn, TKCP thường của công ty đó càng cao bởi một số lý do, cụ thể:

Thứ nhất, so với các công ty vừa và nhỏ, các công ty lớn thường công bố thông tin rõ ràng hơn, điều này giúp các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư vào cổ phiếu công ty dễ dàng hơn (Omori 2004). Ngoài ra, các công ty lớn có kinh nghiệm quản lý dòng tiền ngắn và dài hạn nên dòng tiền cung cấp cho nhà đầu tư ổn định hơn các công ty vừa và nhỏ. Tất cả những điều này tạo nên danh tiếng tài chính và sức hấp dẫn đối với cổ phiếu. Đó là lý do tại sao cổ phiếu của các công ty lớn thường có tính thanh khoản cao hơn cổ phiếu của các công ty nhỏ.

Thứ hai, các công ty lớn thường đa dạng hóa danh mục đầu tư để hạn chế rủi ro nên cổ phiếu của họ thường ổn định. Điều này tạo niềm tin và giúp nhà đầu tư yên tâm khi quyết định đầu tư vào cổ phiếu của công ty. Như vậy, có thể nói, các công ty lớn có lợi thế hơn các công ty vừa và nhỏ về TKCP.

1.2.2 Hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty

Mối quan hệ giữa tính thanh khoản và hiệu quả hoạt động kinh doanh được nhìn nhận dưới nhiều khía cạnh khác nhau. Trước hết, theo lý thuyết đại diện (agency theory), các nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng các công ty có hiệu quả quản trị mạnh và hiệu quả sản xuất kinh doanh cao là những công ty có TKCP cao (Maug, 1988; Palimeter, 2002). Các nghiên cứu của Coffe (1991), Bhide (1993), Fang và các cộng sự (2009) đã chỉ ra rằng được mối quan hệ hai chiều giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty. Theo các nghiên cứu này, một công ty có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao sẽ tạo ra các tín hiệu tích cực cho các nhà đầu tư bên ngoài, tăng cường uy tín công ty, tăng sức hấp dẫn của cổ phiếu để TKCP tăng cao hơn. Ngược lại, các công ty có TKCP cao là những công ty tích cực trong việc phổ biến rộng rãi các thông tin về hiệu quả hoạt động kinh doanh. Điều

này tạo áp lực ngược lại cho các nhà quản trị cần cải thiện hơn hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty. Do đó có thể thấy được TKCP có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

1.2.3 Chính sách cổ tức

Thanh khoản của cổ phiếu chịu tác động của nhiều nhân tố trong đó chính sách cổ tức là một nhân tố quan trọng. Chính sách cổ tức thể hiện việc phân phối giữa lợi nhuận để lại tái đầu tư và cổ tức chi trả cho các cổ đông. Chính sách cổ tức bao gồm các nội dung về tỷ lệ trả cổ tức và hình thức trả cổ tức. Theo lý thuyết của Miller và Modigliani (1961), chính sách cổ tức sẽ không tác động đến giá của cổ phiếu cũng như sẽ không tác động đến TKCP. Theo lý thuyết này, trong thị trường hoàn hảo, cổ phiếu có thể được mua hoặc bán ngay lập tức mà không phát sinh bất kỳ chi phí trực tiếp hoặc gián tiếp nào. Trong khi đó, Bhattacharya (1979) chỉ ra rằng vai trò của chính sách cổ tức trong TTCK như là một tín hiệu thông tin làm giảm thông tin bất cân xứng, cổ tức được coi là tín hiệu của dòng tiền kỳ vọng. Việc chi trả cổ tức phản ánh dòng tiền trong tương lai cao hơn và công ty có triển vọng phát triển trong tương lai. Điều này làm giảm mức độ thông tin bất cân xứng trên thị trường, kéo theo đó là làm giảm chênh lệch giá và tăng TKCP.

Nghiên cứu Howe và Lin (1992) thực hiện so sánh TKCP giữa hai nhóm công ty: nhóm chi trả cổ tức và nhóm không chi trả cổ tức trên TTCK Mỹ. Thước đo thanh khoản được sử dụng là chênh lệch giá mua - giá bán. Kết quả cho thấy với nhóm công ty không thực hiện trả cổ tức thì mức chênh lệch giá trung bình là 8,3% và với nhóm công ty thực hiện trả cổ tức mức chênh lệch chỉ là 4,36%. Như vậy, các doanh nghiệp có thực hiện chi trả cổ tức thì TKCP tốt hơn so với nhóm công ty không chi trả cổ tức. Nghiên cứu của (Dong và cộng sự, 2005) còn cho biết rằng các nhà đầu tư cá nhân thích nhận được cổ tức bằng tiền mặt hơn do chi phí giao dịch phải trả thấp hơn khi bán cổ phiếu đồng thời khi được nhận cổ tức bằng tiền sẽ đáp ứng ngay nhu cầu thanh khoản của chính các nhà đầu tư. Vì vậy, nhà đầu tư có xu hướng yêu thích việc chi trả cổ tức bằng tiền hơn các hình thức khác.

1.2.4 Tỷ lệ nợ

Cơ cấu vốn của công ty đề cập đến sự kết hợp giữa sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản (Titman và Wessels, 1988). Các hình thức tài trợ và các nguồn

tài trợ ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty. Quá trình tài trợ vốn của công ty phải đảm bảo được tính liên tục của dòng tài chính cần thiết cho sự phát triển kinh doanh. Vì vậy, nguồn vốn tài trợ đóng vai trò quan trọng trong quản lý tài chính và hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Mặt khác, việc cơ cấu vốn liên quan tới mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Việc sử dụng nợ nhiều hơn sẽ làm tăng rủi ro đối với thu nhập và tài sản của chủ công ty. Do đó, các cổ đông sẽ có xu hướng đòi hỏi tỷ lệ lợi tức đền bù cao hơn. Điều này cũng làm giảm TKCP.

Theo lý thuyết đánh đổi (trade - off theory): Công ty sử dụng nợ nhiều, tăng sử dụng đòn bẩy tài chính. Điều này giúp tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh trong công ty, từ đó tăng kỳ vọng của các nhà đầu tư và tăng số lượng giao dịch và giá trị giao dịch của cổ phiếu. Ngược lại, khi công ty sử dụng nợ nhiều trong cơ cấu vốn làm gia tăng rủi ro tài chính, giảm tính thanh khoản của công ty. Kết quả là uy tín tài chính giảm kéo theo số lượng và giá trị giao dịch của cổ phiếu giảm theo. Điều này được minh chứng qua một số nghiên cứu sau: Nghiên cứu của Roswati (2007) đã chứng minh tỷ số nợ có tác động đáng kể và cùng chiều đến giá của cổ phiếu trên thị trường; Nghiên cứu của Mais (2005) với mẫu là các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Jakarta lại đưa ra kết luận ngược lại với tỷ số nợ có tác động ngược chiều với giá trị thị trường của cổ phiếu.

1.2.5 Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của công ty có ảnh hưởng trực tiếp đến uy tín của công ty trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu của Mohammad và các cộng sự (2013) với mẫu là các công ty cổ phần ngành thực phẩm niêm yết trên TTCK Iran chỉ ra rằng khả năng thanh toán của công ty có tác động tích cực đến giá trị thị trường của cổ phiếu. Mặt khác, nếu một công ty duy trì tính thanh khoản ngắn hạn cao, nó sẽ sử dụng ít nguồn lực ngắn hạn hơn, điều này sẽ làm tăng chi phí tài chính.

Khanna và Sonti (2004) xây dựng lý thuyết để chứng minh sự biến động của giá cổ phiếu khiến cho các quyết định đầu tư của nhà quản lý bị thay đổi thông qua mối liên hệ giữa lợi tức kỳ vọng và chất lượng thông tin được công bố. Giá cổ phiếu tăng cũng là một báo hiệu cho việc cải thiện hoạt động kinh doanh công ty dẫn tới thay đổi quyết định đầu tư của nhà quản trị theo (Subrahmanyam và Titman, 2001). Khanna và Sonti (2004) chỉ ra rằng sự phản ứng qua lại của giá cổ phiếu và quyết

định của các cổ đông lớn là do giao dịch của những nhà đầu tư này có khả năng thay đổi giá và ngược lại sự thay đổi giá tác động đến các khoản đầu tư. Khi duy trì được một lượng cổ phiếu đủ lớn, cổ đông lớn có thể thiết lập được mức giá cân bằng thông qua hoạt động giao dịch. Như vậy, hiện tượng thao túng giá đã xuất hiện nhưng trong một số trường hợp, sự thao túng giá này làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Mặc dù, nghiên cứu chưa xây dựng được mô hình cân bằng nhưng phần nào giải thích được tại sao hoạt động giao dịch cổ phiếu tạo ra sự biến động giá và lý do vì sao nhà quản trị quan tâm đến giá thị trường của cổ phiếu.

1.2.6 Số năm thành lập

Garcia – Teruel và Martinex-Solano (2010) đã chỉ ra rằng các công ty lâu đời có mức đầu tư lớn hơn vào uy tín và duy trì chu kỳ chuyển đổi tiền mặt dài hơn để thu được nhiều lợi nhuận. Loderer at al. (2017) cho thấy rằng đầu tư và lợi nhuận của các công ty thay đổi theo chu kỳ của chúng và có mối liên hệ chặt chẽ với vị thế cạnh tranh trên thị trường. Có thể thấy khả năng sinh lời cao đối với một công ty lâu đời là tín hiệu hữu hình của một công ty mạnh với mô hình kinh doanh có lợi nhuận liên tục, nhưng trường hợp các công ty trẻ thì không. Pastor và Veronesi (2003) đưa ra quan điểm rằng các công ty trẻ phải đối mặt với nhiều bất ổn hơn liên quan đến uy tín và vị thế cạnh tranh. Do đó cũng có thể nói các công ty được thành lập lâu năm có nguồn lợi nhuận ổn định, giá trị công ty được các nhà đầu tư đánh giá cao hơn TKCP của công ty cũng cao hơn, so với các công ty mới thành lập có mô hình kinh doanh mới mẻ.

Mặt khác, P’astor và Vernoesi (2003) nhận thấy sự suy giảm tính biến động đặc thù ở cấp độ công ty theo thời gian và cho rằng thực tế là sự giảm dần về mức độ không chắc chắn về khả năng sinh lời. Bên cạnh đó, Hasan và Habib (2017) chia vòng đời của công ty thành năm giai đoạn (giai đoạn giới thiệu, tăng trưởng, trưởng thành, suy thoái và rũ bỏ) và nhận thấy sự biến động đặc trưng cao hơn đáng kể về mặt thống kê trong giai đoạn giới thiệu và suy thoái, so với giai đoạn rũ bỏ và thấp hơn đáng kể về mặt thống kê ở giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành. Do đó có thể kết luận rằng tùy vào giai đoạn phát triển và bối cảnh kinh tế thì thời gian thành lập công ty tác động như thế nào đến TKCP của công ty.

1.2.7 Môi trường pháp lý

Thể chế chính trị yếu kém ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng định giá công ty và tăng chi phí vốn. Lesmond (2005) nhận thấy rằng chi phí thanh khoản giảm tại các quốc gia có luật bảo vệ tốt hơn cho nhà đầu tư nước ngoài. Việc thực thi các qui định pháp luật ảnh hưởng đến rủi ro thông tin thông qua các qui định về giao dịch nội gián. Khả năng thực hiện các giao dịch nội gián nhiều hơn làm tăng chi phí giao dịch do có nhiều lựa chọn đối nghịch và điều này ảnh hưởng đến việc ra quyết định của các nhà đầu tư. Việc thiếu luật kiểm soát các giao dịch nội gián làm tăng rủi ro thông tin (làm tăng sự bất cân xứng thông tin giữa cổ đông bên trong và bên ngoài) khiến chênh lệch giá lớn hơn và TKCP giảm. Trong khi đó, nghiên cứu của Lesmond (2005) cho thấy rủi ro chính trị gia tăng tác động đến chi phí giao dịch và chi phí tác động giá cổ phiếu tăng hay TKCP giảm.

1.2.8 Hiệu quả quản lý chi phí

Nhiều lợi ích thực tế của quản lý rủi ro đã được đưa ra trong lý thuyết, và trong một số trường hợp, đã được chứng minh thực nghiệm. Như một điểm khởi đầu, hãy nhận ra rằng nếu không có những thiếu sót trên thị trường nào đó, việc phòng ngừa sẽ không làm tăng hay giảm giá trị công ty. Các lý do cho quản lý chi phí thường xuất phát từ việc xem xét những thiếu sót thực tế mà các công ty phải đối mặt, bao gồm thuế, khó khăn tài chính và chi phí tài chính bên ngoài. Smith và Stulz (1985) lưu ý cách mà các biểu thuế phi tuyến (hoặc chính xác hơn là lồi hoặc tiến bộ) tạo ra lý do cho việc phòng ngừa, và Graham và Smith (1997) ghi nhận quy mô tiết kiệm thuế từ việc phòng ngừa. Hơn nữa, cũng như các chính sách thuế phi tuyến thúc đẩy việc phòng ngừa, các chi phí chết do khó khăn tài chính cũng tạo ra những gián đoạn khiến việc phòng ngừa trở nên tối ưu. Các lý do gần đây cho quản lý rủi ro đã tập trung vào những thiếu sót trong việc huy động vốn bên ngoài dẫn đến việc các công ty đưa ra các quyết định đầu tư không tối ưu. Việc quản lý chi phí của một công ty rất quan trọng có thể quyết định đến lợi nhuận và việc mở rộng sản xuất kinh doanh trong tương lai của công ty. Điều này tác động nhiều đến sự phát triển và uy tín của công ty. Qua đó cũng tác động đến TKCP của công ty trên TTCK.

1.2.9 Tăng trưởng kinh tế

Mối liên hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế xoay quanh một giả thuyết chính về tăng trưởng tài chính (McKinnon, 1973) với cái nhìn sâu sắc về trung gian tài chính tạo điều kiện để phát triển mối liên hệ giữa TKCP và tăng trưởng kinh tế. Khi nền kinh tế có dấu hiệu tăng trưởng tích cực sẽ thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước, tạo điều kiện phát triển TTCK nói chung và TKCP nói riêng. Ngược lại, sự sụt giảm mạnh mẽ nhất về thanh khoản của thị trường có liên quan đến các cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính lớn.

1.2.10 Lãi suất

Trong trường hợp nền kinh tế suy thoái, ngân hàng trung ương sẽ giảm lãi suất để kích thích chi tiêu của người tiêu dùng. Do đó, người dân sẽ không có nhu cầu gửi tiết kiệm vào ngân hàng nữa. Với lãi suất ngày càng tăng, khó khăn của các công ty trong lĩnh vực tài chính sẽ tăng lên thông qua việc tăng chi phí của các công ty đi vay, và điều này sẽ ảnh hưởng đến cổ tức của các cổ đông. Qua đó sẽ có những phản ứng tiêu cực đến các nhà đầu tư, những người sẵn sàng mua cổ phiếu của các nhà đầu tư và làm giảm cổ phiếu trên TTCK.

Theo nghiên cứu của Arshad và các cộng sự (2015) đã cho thấy rằng lãi suất và TKCP có tác động ngược chiều nhau. Lãi suất tăng làm giảm các tài sản tài chính. Khi lãi suất tăng, các nhà đầu tư có thể thấy gửi ngân hàng sẽ mang lại lợi ích nhiều hơn, và một số nhà đầu tư có thể sẽ bán cổ phiếu của họ để lấy tiền gửi ngân hàng, điều này sẽ làm tăng lượng chào bán và giảm giá cổ phiếu kéo theo đó là TKCP cũng giảm.

1.2.11 Tổng thu nhập quốc nội

Khi GDP tăng trưởng, nó thường phản ánh một nền kinh tế đang phát triển mạnh mẽ. Tăng trưởng kinh tế thường đi kèm với việc cải thiện thu nhập, giảm tỷ lệ thất nghiệp, và tăng niềm tin của nhà đầu tư. Trong môi trường này, các công ty có thể ghi nhận lợi nhuận cao hơn, thúc đẩy giá cổ phiếu tăng và thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường hơn. Sự tham gia này làm tăng thanh khoản cổ phiếu, bởi vì có nhiều người sẵn sàng mua và bán cổ phiếu. Chordia, Roll và Subrahmanyam (2001) cho rằng các yếu tố kinh tế vĩ mô, bao gồm cả GDP, ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường. Khi nền kinh tế phát triển (thể hiện qua tăng trưởng GDP), sự gia tăng trong

các hoạt động kinh tế và đầu tư dẫn đến sự gia tăng trong hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán, từ đó cải thiện TKCP.

1.3 Các lý thuyết nền tảng

1.3.1 Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis – EMH)

Theo Fama (1970) xét trên phương diện hiệu quả về mặt thông tin thì tùy thuộc vào mức độ phản ánh thông tin tới giá chứng khoán, thị trường hiệu quả đưa ra 3 mức độ giả thuyết khác nhau: giả thuyết thị trường hiệu quả dạng yếu, giả thuyết thị trường hiệu quả trung bình và giả thuyết thị trường hiệu quả dạng mạnh. Khi thị trường hiệu quả thì giá cổ phiếu đã phản ánh đúng giá trị nội tại kỳ vọng của chính nó và giá tăng hay giảm từ một nguyên nhân duy nhất là những thông tin bất ngờ, mới xuất hiện trên thị trường. Do những thông tin này xuất hiện một cách ngẫu nhiên và không thể dự đoán trước được nên giá cũng thay đổi một cách ngẫu nhiên. Cổ phiếu được giao dịch ngang giá, người bán không có thể thổi phồng giá và người mua cũng không có cơ hội ép giá. Những người tham gia thị trường tin tưởng rằng thị trường đôi xử công bằng với tất cả nhóm nhà đầu tư. Tại thị trường hiệu quả vốn sẽ được chuyển tới nơi sử dụng hiệu quả nhất và chi phí cho việc chuyển vốn này là nhỏ nhất. Tức là, khi thị trường đạt hiệu quả, TKCP sẽ đạt mức tốt nhất. Cổ phiếu dễ dàng được mua bán với khối lượng lớn và chi phí giao dịch thấp nhất đồng thời thị giá phản ánh giá trị nội tại nên trước các cú sốc của thị trường giá cổ phiếu có thể nhanh phục hồi về giá trị nội tại ban đầu.

1.3.2 Lý thuyết thông tin bất cân xứng

Lý thuyết thông tin bất cân xứng được phát triển từ những năm 1970 và được áp dụng vào lĩnh vực tài chính từ những năm 1980. Lý thuyết thông tin bất cân xứng được Akerlof (1970) đưa ra với nghiên cứu tính huống trên thị trường mua bán xe ô tô cũ. Thông tin không cân xứng xuất hiện trong các giao dịch trên thị trường khi một bên có đầy đủ thông tin còn bên kia thiếu những thông tin cần thiết để làm cơ sở ra quyết định, dẫn đến hiện tượng cố tình che giấu thông tin của bên có lợi thế so với bên còn lại là nguyên nhân chính để "lựa chọn đối nghịch" xuất hiện. Sự "lựa chọn bất lợi" đã cản trở các giao dịch mà hai bên đều có lợi. Lý thuyết "thị trường trái chanh" đã giải thích nguyên nhân làm giảm TKCP thông qua cơ chế sau: Thứ nhất, khi hoạt động giao dịch trên thị trường kém sôi động chi phí để thực hiện giao

dịch cổ phiếu sẽ tăng lên như: thời gian để xử lý lệnh, chi phí nắm giữ cổ phiếu và điều này khiến cho TKCP giảm. Thứ hai, thông tin bất cân xứng khiến gia tăng rủi ro giao dịch cổ phiếu, khi nhà đầu tư thiếu thông tin về cổ phiếu niêm yết họ sẽ có xu hướng đặt giá mua thấp và giá bán cao hơn nhằm giảm xác suất thua thiệt. Ngược lại, NĐT có lợi thế về thông tin sẽ định giá cổ phiếu chính xác hơn nên các giao dịch của họ sẽ không tuân theo qui luật cung cầu trên thị trường khiến cho thị trường cạnh tranh không hoàn hảo và làm giảm TKCP.

1.3.3 Lý thuyết đại diện

Theo lý thuyết đại diện, Jensen và Meckling (1976) cho rằng sự "sao nhãng" và "lãng phí" sẽ luôn tồn tại dù ít hay nhiều khi tách biệt giữa quyền quản lý và quyền sở hữu công ty. Do đó, không thể mong đợi nhà quản lý sẽ kiểm soát tiền một cách cẩn thận như là các chủ sở hữu kiểm soát tiền của mình. Mục tiêu của nhà quản lý giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để tái đầu tư, mở rộng hoạt động kinh doanh, qui mô công ty gia tăng và do đó vị thế đi kèm với các khoản lợi ích của nhà quản lý cũng lớn hơn. Nhưng mục tiêu này của nhà quản lý trái ngược với mong muốn nhận cổ tức bằng tiền của các nhà đầu tư. Thêm vào đó, Rozeff (1982) cho rằng việc chi trả cổ tức là biện pháp mang tính thiết thực để giảm chi phí đại diện. Chi trả cổ tức sẽ làm giảm dòng tiền tự do trong công ty và đôi khi buộc nhà quản lý phải sử dụng nguồn vốn từ bên ngoài thay vì nguồn nội bộ. Hoạt động này sẽ làm tăng thêm các thành phần giám sát hoạt động quản trị của nhà quản lý, hoạt động quản trị minh bạch hơn và môi trường thông tin của công ty được cải thiện tốt hơn. Do đó, có thể thấy chính sách chi trả cổ tức của các công ty niêm yết sẽ tác động đến TKCP. Nghiên cứu của Myers và Majluf (1984) cũng đã chỉ ra sự bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư bên ngoài về chiến lược kinh doanh, rủi ro của công ty trong tương lai.

1.3.4 Lý thuyết hành vi tài chính

Ngoài các lý thuyết chuẩn tắc, tác động của các nhân tố tới TKCP có thể được giải thích qua lý thuyết tài chính hành vi. Lý thuyết tài chính hành vi là sự kết hợp của tâm lý học vào tài chính và được phát triển khá muộn so với các lý thuyết tài chính chuẩn. Do ảnh hưởng tâm lý của các nhà đầu tư trước thông tin thị trường dẫn tới những biến động của TTCK đã được minh chứng trong nhiều nghiên cứu, đặc biệt

với quyển sách nổi tiếng "Irrational Exuberance" của Robert Shiller phát hành năm 2000 đã dự báo chính xác sự sụp đổ TTCK toàn cầu. Một số hiện tượng được giải thích bởi yếu tố tâm lý hành vi như hoạt động giao dịch cổ phiếu có xu hướng tăng mạnh hơn khi thị trường tăng giá và âm đạm hơn khi thị trường giảm giá. Bởi, các nhà đầu tư có khuynh hướng nhạy cảm với việc giảm giá hơn là tăng giá cổ phiếu và có xu hướng giữ cổ phiếu thua lỗ trong dài hạn thay vì hiện thực hóa khoản lỗ. Tài chính hành vi giải thích các hiện tượng liên quan đến yếu tố niềm tin của nhà đầu tư dẫn tới những thay đổi trong việc ra quyết định không tuân theo nguyên tắc ban đầu. Tâm lý "đám đông" xuất hiện trên TTCK khi các nhà đầu tư nhỏ "mô phỏng" lại hành động của nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư tổ chức hoặc các nhà đầu tư được cho là có lợi thế thông tin về công ty. Nhà đầu tư cho rằng việc ra quyết định của các nhóm nhà đầu tư này có xác suất thu được lợi nhuận cao bởi họ có lợi thế về vốn, kinh nghiệm và đội ngũ phân tích thông tin. Nhà đầu tư nhỏ thay đổi quan điểm cá nhân và đổ xô vào đầu tư hoặc bán tháo cổ phiếu theo định hướng của các cổ đông lớn. Vì vậy, cấu trúc sở hữu cổ phiếu của các công ty có tác động mạnh tới hoạt động giao dịch và TKCP.

1.3.5 Lý thuyết tín hiệu

Nghiên cứu của Spence (1973) tập trung vào thị trường lao động và thực hiện phân tích trạng thái cân bằng từng phần về tín hiệu thị trường (mức lương và chi phí phát tín hiệu). Spence (1973) cho rằng khó có thể định nghĩa tường minh và toàn diện khái niệm "phát tín hiệu" và bằng cách xây dựng một mô hình trong cấu trúc thị trường lao động để định nghĩa "phát tín hiệu" và giải thích việc sử dụng tín hiệu. Chi phí phát tín hiệu đóng vai trò quan trọng trong các tình huống này bởi nó thể hiện độ tin cậy của tín hiệu phát ra. Mô hình tín hiệu của Spence được coi là nền tảng và sử dụng rộng rãi để kiểm tra các vấn đề kinh tế, tài chính khác nhau, đặc biệt sử dụng để lý giải việc công bố CSCT của các công ty niêm yết tác động hoạt động giao dịch và giá cổ phiếu cũng như là TKCP.

Nghiên cứu của Ross (1977) cho rằng lý thuyết tín hiệu và CSCT có mối liên hệ với nhau. Đồng quan điểm nghiên cứu của Bhattacharya (1979), Miller và Rock (1985) cho rằng mọi thông báo về việc chi trả cổ tức được xem như là một tín hiệu cho thấy công ty đang sở hữu nhiều dự án triển vọng trong tương lai. Nhà quản trị

có thể sử dụng chính sách cổ tức như một phương tiện để truyền tải các thông tin không sẵn có đến nhà đầu tư bên ngoài. Bởi chi trả cổ tức bằng tiền hay phát hành cổ phiếu thưởng là một tín hiệu tốn kém vì vậy những công ty tốt mới có đủ khả năng thực hiện. Do đó, chính sách cổ tức có thể tác động đến TKCP bằng cách giảm khoảng cách thông tin giữa nhà quản trị và nhà đầu tư bên ngoài.

1.4 Lược khảo các nghiên cứu định lượng liên quan

1.4.1 Các nghiên cứu trong nước

Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội cho ra mắt bộ tài liệu với tựa đề “Bộ nguyên tắc xây dựng và quản lý chỉ số cổ phiếu” gồm phương pháp chỉ số, tiêu chí và phương pháp lựa chọn cổ phiếu vào rổ chỉ số. TKCP là một chỉ tiêu quan trọng để cổ phiếu được lựa chọn đưa vào rổ chỉ số này. Chỉ tiêu tỷ suất quay vòng cổ phiếu TO (turnover ratio) là thước đo được sử dụng để đánh giá TKCP.

Nghiên cứu của Lê Đạt Chí và Hoàng Thị Phương Thảo (2015) xem xét tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 tới TKCP ở TTCK Việt Nam. Nghiên cứu được thực hiện với 609 công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX từ 2007 tới 2013 với phương pháp ước lượng moment tổng quát hóa (GMM). Thước đo TKCP được sử dụng gồm thước đo chênh lệch giá, tỷ lệ luân chuyển cổ phiếu, thước đo nhân tố giá và khủng hoảng tài chính được xác định theo nguyên tắc biến giá thời kỳ khủng hoảng và thời kỳ sau khủng hoảng. Kết quả đồng nhất trên tất cả các thước đo thanh khoản là trong thời kỳ khủng hoảng TKCP giảm sút so với thời kỳ sau khủng hoảng tài chính. Có thể đưa ra kết luận rằng trong giai đoạn đó thì chu kỳ kinh tế tác động đến TKCP.

Nghiên cứu của Đặng Tùng Lâm và Nguyễn Thị Minh Huệ (2017) được thực hiện trên TTCK Việt Nam dựa trên số liệu thu thập của các công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX từ năm 2007 đến năm 2014 để minh chứng mối quan hệ giữa các cổ đông lớn và TKCP. Sử dụng thước đo của (Amihud, 2002) được sử dụng làm đại diện cho TKCP, cổ đông lớn theo quan điểm nghiên cứu là cổ đông nắm giữ từ 5% trở lên tổng số cổ phiếu đang lưu hành vào thời gian cuối năm. Nhóm tác giả sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính như sau:

$$Liq_{i,t} = \alpha + \eta C\Delta L_{i,t-1} + \sum \gamma_i Controls_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t}$$

Kết quả cho thấy TKCP và cổ đông lớn có mối quan hệ ảnh hưởng nghịch chiều với nhau, tức là các cổ phiếu có tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn càng cao thì TKCP càng thấp.

1.4.2 Các nghiên cứu nước ngoài

Nghiên cứu của Dong và cộng sự (2005) cho thấy nhà đầu tư cá nhân muốn nhận cổ tức do chi phí giao dịch khi bán cổ phiếu thấp hơn, đồng thời nhận cổ tức để đáp ứng ngay nhu cầu thanh khoản của nhà đầu tư. Đó là lý do tại sao các nhà đầu tư thích chia cổ tức bằng tiền mặt hơn các hình thức khác.

Baker và Wurgler (2004) nghiên cứu thực nghiệm của 4000 công ty trên 33 quốc gia chỉ ra rằng khi nói lòng giả thiết về thị trường hiệu quả, cổ tức có liên quan chặt chẽ đến giá trị cổ phiếu nhưng theo hướng khác nhau và tại các thời điểm khác nhau. Cổ tức được chi trả hay không do các nhà quản lý quyết định nhưng lại theo nhu cầu của nhà đầu tư. Kết luận của nghiên cứu đưa ra quyết định chi trả cổ tức hay không chi trả phụ thuộc mạnh mẽ vào mức TKCP và qui mô của công ty.

Nghiên cứu của Fehle (2004) xem xét mối quan hệ giữa TKCP và cổ đông tổ chức của 870 công ty trên sàn chứng khoán New York với số liệu thu thập từ năm 1988 - 1992. Kết quả nghiên cứu cho thấy, nếu xem xét cổ đông tổ chức là một nhóm đồng nhất sẽ có tác động ngược chiều tới "chênh lệch giá" hay nói cách khác cổ đông tổ chức làm tăng TKCP.

Barber và cộng sự (2005), nghiên cứu của Wang và Zhang (2015) đưa ra nhận định có mối quan hệ tích cực giữa giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân trên sàn chứng khoán New York và TKCP trong khoảng thời gian từ 2004-2011. Đồng thời, sự tác động này mạnh mẽ hơn tại các cổ phiếu có tình trạng thông tin bất cân xứng nhiều hơn, công ty có qui mô nhỏ và thuộc nhóm các công ty tăng trưởng không nằm trong nhóm S&P 500. Nếu giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân mang tính thông tin thì hoạt động giao dịch sẽ làm giảm thông tin bất cân xứng với cổ phiếu đó.

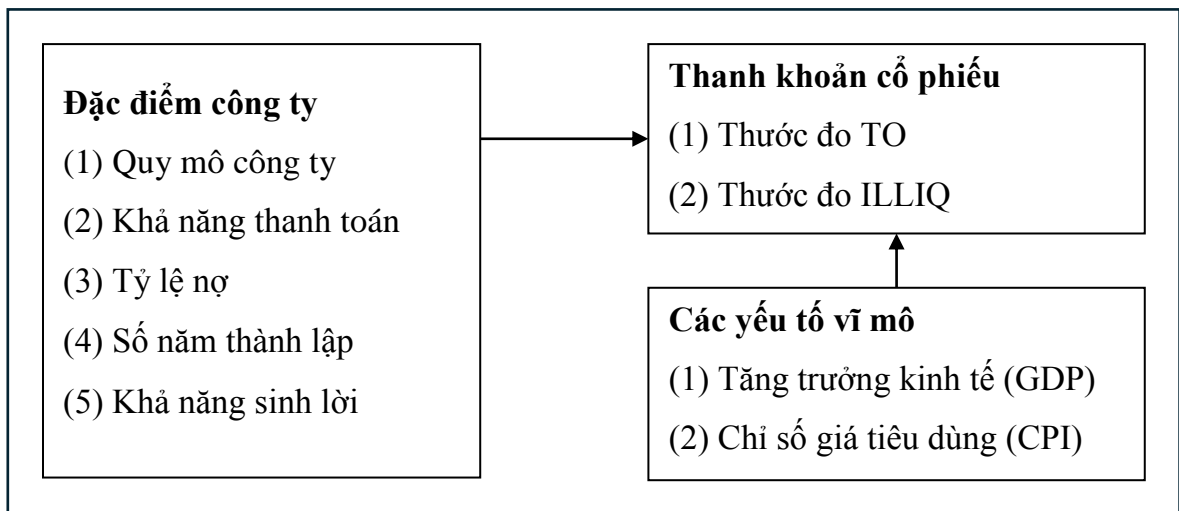
Nghiên cứu của Agarwal và cộng sự (2009) thực hiện trên TTCK Nhật Bản với các giao dịch được thu thập trong 8 năm từ 1995-2003 lập luận rằng trong một số trường hợp thông tin của những nhà đầu tư trong nước nhận được là tốt hơn so với thông tin của nhà đầu tư nước ngoài.

Nghiên cứu của Brooks (1994) được thực hiện với 90 công ty niêm yết trên TTCK Mỹ trong năm 1988 đã chỉ ra rằng các thông báo về thu nhập của công ty có tác động đáng kể đến TKCP với thước đo thanh khoản được sử dụng là chênh lệch yết giá. Tức là, TKCP chịu tác động bởi hiệu quả hoạt động của công ty.

1.5 Khung tiếp cận nghiên cứu

Trên cơ sở lược khảo lý thuyết nền tảng và các nghiên cứu định lượng của của Stoll (2000), Amihud (2002) Beedles và các cộng sự (1988), Roswati (2007), Khanna và Sonti (2004) đã chỉ ra rằng các yếu tố nội bộ của công ty tác động đến TKCP, qua đó đề tài xây dựng khung tiếp cận nghiên cứu như sau:

Hình 1.1 Khung nghiên tiếp cận nghiên cứu



Hình 1.1 biểu thị các đặc điểm của công ty bao gồm: quy mô công ty, khả năng thanh toán, cơ cấu vốn, hiệu quả quản lý chi phí và khả năng sinh lời. Bên cạnh đó, những yếu tố vĩ mô như chỉ số tăng trưởng kinh tế - GDP và chỉ số giá tiêu dùng – CPI cũng tác động đáng kể đến TKCP trên TTCK Việt Nam.

1.6 Giả thuyết nghiên cứu

1.6.1 Quy mô công ty và tính thanh khoản cổ phiếu

Quy mô công ty (FirmSize) lớn hơn có nghĩa là có nhiều cổ phiếu lưu hành trên thị trường hơn. Nhiều cổ đông lớn làm cho thị trường có chiều sâu và chiều rộng hơn. Merton (1987) tin rằng vì quy mô công ty lớn sẽ cung cấp nhiều thông tin hơn qua đó làm giảm nguy cơ bất cân xứng thông tin và TKCP sẽ tăng lên. Các nghiên cứu của Qaisi và các cộng sự (2016), Nasi và Nishat (2011) cũng tin rằng quy mô công ty có tác động cùng chiều với TKCP. Qua đó có thể đưa ra giả thuyết như sau:

H₁: Quy mô công ty tác động cùng chiều đến tính thanh khoản cổ phiếu

1.6.2 Khả năng thanh toán và tính thanh khoản cổ phiếu

Khả năng thanh toán của công ty là khả năng tài chính của doanh nghiệp để đáp ứng nhu cầu trả nợ. Năng lực tài chính tài có thể tồn tại dưới dạng tiền mặt và các khoản tương đương tiền dưới dạng các khoản phải thu hoặc các tài sản khác có thể quy đổi thành tiền. Theo lý thuyết đánh đổi, công ty duy trì khả năng thanh toán cao sẽ nâng cao uy tín tài chính, tăng khả năng huy động vốn trong tương lai với chi phí vốn thấp hơn và giảm thiểu rủi ro thanh toán. Điều này giúp tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu, tăng khối lượng và giá trị giao dịch. Thông qua đó có thể xây dựng giả thuyết như sau:

H₂: Khả năng thanh toán tác động cùng chiều đến tính thanh khoản cổ phiếu

1.6.3 Tỷ lệ nợ và tính thanh khoản cổ phiếu

Theo lý thuyết đại diện, công ty có thể sử dụng nợ như một cơ chế giám sát thay cho quản trị doanh nghiệp nhằm giảm bớt vấn đề đại diện giữa các nhà quản trị và cổ đông. Tỷ lệ nợ và TKCP có tác động qua lại với nhau. Thông qua cơ chế giám sát từ bên thứ ba chất lượng quản trị công ty sẽ được cải thiện hơn, làm cho tính minh bạch thông tin công ty cũng rõ ràng và chính xác kéo theo đó TKCP cũng tăng (Ali và cộng sự, 2016). Qua đó có thể đưa ra giả thuyết như sau:

H_{3a}: Tỷ lệ nợ tác động cùng chiều đến tính thanh khoản cổ phiếu

Mặt khác việc sử dụng tỷ lệ nợ có thể gây ra rủi ro thanh toán cho công ty, khi công ty vay nợ đồng nghĩa với việc phải trích một phần doanh thu để trả lãi vay, qua đó có thể làm giảm lợi nhuận. Trường hợp khác, việc kinh doanh của công ty không thuận lợi và không đáp ứng được việc chi trả hàng tháng có thể làm cho công ty mất thanh khoản và dẫn đến nguy cơ phá sản, điều này làm cho TKCP của công ty cũng giảm mạnh. Do đó có thể đưa ra một giả thuyết như sau:

H_{3b}: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nợ và tính thanh khoản cổ phiếu

1.6.4 Số năm thành lập và tính thanh khoản cổ phiếu

Số năm thành lập (FirmYear) được coi như một thước đo độ uy tín của công ty về tiềm lực trong quá khứ và khả năng duy trì sự phát triển đến thời điểm hiện tại. Frazzini và Pedersen (2014) cung cấp bằng chứng thực nghiệm rằng rủi ro cao hơn (tức là, độ biến động lợi nhuận cao hơn và beta thị trường cao hơn), thường liên

quan đến lợi nhuận trung bình thấp hơn. Về một tương tác độ tuổi tiềm năng, đối với các công ty thành lập lâu năm, rủi ro cao hơn về khó khăn tài chính/biến động/beta thị trường có thể liên quan chặt chẽ đến sự sụp đổ cuối cùng của công ty, trong khi đối với các công ty trẻ có tiềm năng đáng kể để thu thập dòng tiền tích cực trong tương lai, tính chất giống như tùy chọn của các đặc điểm rủi ro có thể rõ ràng hơn. Dựa vào giả thuyết được đề cập, có thể xây dựng giả thuyết như sau:

H₄: Số năm thành lập có tác động ngược chiều với TKCP

1.6.5 Khả năng sinh lời và tính thanh khoản cổ phiếu

Khả năng sinh lời (ROA) được định nghĩa là tỷ lệ thu nhập ròng trên tổng tài sản trong năm tài chính của một công ty. Chỉ tiêu này xác định hiệu quả kinh doanh khi sử dụng tài sản của công ty cho thu nhập ròng. ROA thể hiện số tiền mà công ty thu được từ một đồng tài sản.

Các nghiên cứu ở các nhóm công ty khác nhau như nghiên cứu của Qaisi và các cộng sự (2016) đối với 20 công ty bảo hiểm, nghiên cứu của Hurschler và các cộng sự (2017) đối với 10 ngân hàng thương mại lớn nhất Châu Âu và nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016) đối với 95 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam đều cho thấy tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) có tác động cùng chiều với TKCP. Dựa vào những nghiên cứu và lý luận được đề cập có thể đưa ra giả thuyết như sau:

H₅: ROA có tác động cùng chiều với thanh khoản cổ phiếu

1.6.6 Lãi suất và tính thanh khoản cổ phiếu

Các nghiên cứu của Arshad và các cộng sự (2015) trên thị trường chứng khoán Karachi trong giai đoạn 2007-2013; Eita (2012) trên TTCK Namibia trong giai đoạn 1998 đến 2009; Tamimi và các cộng sự (2011) trên TTCK UAE trong giai đoạn từ năm 1990 đến 2005; Khan và Amanullah (2012); Waweru (2013) đối với 34 công ty niêm yết trên TTCK KSE của Pakistan trong giai đoạn 2000 đến 2009, các nghiên cứu được đề cập đều cho thấy lãi suất có tác động ngược chiều đến TKCP. Qua các nghiên cứu thực nghiệm trên có thể rút ra được giả thuyết như sau:

H₆: Lãi suất có tác động ngược chiều với thanh khoản cổ phiếu

1.7 Phương pháp nghiên cứu

1.7.1 Phương pháp chọn mẫu

Dữ liệu sử dụng trong bài luận bao gồm: dữ liệu về giá cổ phiếu, khối lượng cổ phiếu đang lưu hành được thu thập theo năm; các chỉ tiêu thu thập trong báo cáo tài chính hợp nhất đã được kiểm toán của các công ty như: tổng tài sản, tổng nợ, nợ ngắn hạn, nợ ngắn hạn ngân hàng, nợ dài hạn, nợ dài hạn ngân hàng, vốn chủ sở hữu, doanh thu thuần, chi phí lãi vay, chi phí bán hàng, chi phí quản lý công ty, lợi nhuận sau thuế.

1.7.2 Phương pháp đo lường các biến nghiên cứu

1.7.2.1 Biến phụ thuộc

Thanh khoản cổ phiếu (TKCP) là một thước đo không quan sát trực tiếp mà phải được ước lượng thông qua một số đại lượng như giá, khối lượng, giá trị giao dịch. Như nội dung tổng quan về các thước đo thanh khoản ở phần trước cũng đã khẳng định, không có thước đo phản ánh được toàn bộ các khía cạnh của TKCP. Tuy nhiên, thước đo của Amihud (2002) xác định TKCP dựa trên đo lường tác động của giá và khối lượng giao dịch chứng khoán được đề xuất sử dụng bởi nhiều nhà nghiên cứu như (Goyenko và cộng sự, 2009; Lou và Shu, 2014). Bên cạnh đó, Datar và cộng sự (1998) sử dụng thước đo TO (turnover rate) để đo lường TKCP như sau:

$$TO_{it} = \frac{VOL_{it}}{N_{it}}$$

Trong đó: VOL_{it} tổng khối lượng giao dịch của từng cổ phiếu trong năm; N_{it} số lượng cổ phiếu đang lưu hành theo năm. TO thể hiện tổng số cổ phiếu được giao dịch hàng ngày của một năm chia cho số lượng cổ phiếu được lưu hành của năm đó. TO càng lớn thì TKCP càng cao. Việc sử dụng thước đo TO giúp dễ dàng thống kê được dữ liệu và thực hiện đề tài một cách hiệu quả.

1.7.2.2 Biến giải thích

- **Hiệu quả hoạt động kinh doanh**

Hiệu quả sản xuất kinh doanh được đo lường các chỉ tiêu như tỷ suất sinh lời trên doanh thu thuần (ROS), tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và thu nhập trên một cổ phiếu (Maug, 1988), nghiên cứu của

Palimeter (2002), nghiên cứu của Coffe (1991), Bhide(1993), Fang và các cộng sự (2009).

Tỷ suất sinh lời trên doanh thu thuần (ROS): Là một tỷ số tài chính được sử dụng để theo dõi tình hình sinh lợi của công ty cổ phần. Nó phản ánh mối quan hệ giữa lợi nhuận ròng dành cho cổ đông và doanh thu của công ty. Giống như ROA, ROS còn phụ thuộc vào mùa vụ và ngành nghề kinh doanh, do đó để đánh giá chuẩn nhất, các nhà đầu tư phải so sánh các công ty cùng ngành. Công thức tính như sau:

$$ROS = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Doanh thu ròng}}$$

- ROS > 0: nghĩa là công ty làm ăn có lãi. ROE càng cao phản ánh kinh doanh ngày càng hiệu quả.
- ROS < 0: nghĩa là công ty đang làm ăn thua lỗ.

Tỷ suất lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA): Cung cấp thông tin về khoản lợi nhuận được tích lũy từ lượng vốn đầu tư. Đây là một trong những chỉ tiêu quan trọng nhà đầu tư cần quan tâm, tuy nhiên chỉ tiêu này còn phụ thuộc vào mùa vụ kinh doanh và ngành nghề kinh doanh. Vì vậy, để so sánh một cách chính xác nhất các công ty thông qua chỉ tiêu này thì cần phải so sánh các công ty qua nhiều năm và các công ty cùng ngành với nhau. Tỷ suất lợi nhuận ròng trên tài sản được tính như sau:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế (EAT)}}{\text{Bình quân tổng giá trị tài sản}}$$

- ROA > 0: chứng tỏ công ty làm ăn có lãi, tình hình của công ty khá lạc quan mang lại tâm lý tốt cho nhà đầu tư.
- ROA < 0: chứng tỏ công ty làm ăn thua lỗ. ROA càng thấp nghĩa là công ty làm ăn ngày càng kém, khó thu hút được nhà đầu tư.

Tỷ lệ thu nhập ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE): Là thước đo chính xác về số tiền vốn được sử dụng và số lợi nhuận kiếm được. Các nhà đầu tư thường phân tích tỷ lệ này để so sánh các cổ phiếu cùng ngành trên thị trường, có thể dùng làm chuẩn mực khi quyết định mua cổ phiếu của công ty nào. Về lý thuyết, con số này càng cao thì nó càng được các nhà đầu tư ưa chuộng. Tỷ lệ lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu được tính theo công thức sau:

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{Tổng giá trị VCSH}}$$

Bên cạnh đó, khi tính toán được tỷ lệ này, các nhà đầu tư có thể đánh giá ở các góc độ cụ thể như sau:

- ROE nhỏ hơn hoặc bằng lãi vay ngân hàng, vậy nếu công ty có khoản vay ngân hàng tương đương hoặc cao hơn vốn cổ đông, thì lợi nhuận tạo ra cũng chỉ để trả lãi vay ngân hàng.
- ROE cao hơn lãi vay ngân hàng thì phải đánh giá xem công ty đã vay ngân hàng và còn có thể khai thác hết lợi thế cạnh tranh trên thị trường hay không ?

Các chỉ số này càng cao, chứng tỏ khả năng sinh lợi của công ty càng lớn. Đối với các nhà đầu tư, đây cũng là điều kiện quan trọng để giảm rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu thường của công ty. Khả năng sinh lợi không phải là yếu tố duy nhất phản ánh hiệu quả sản xuất kinh doanh, các nhà đầu tư còn cần lưu ý tới thu nhập trên mỗi cổ phiếu thường (EPS).

• Tỷ lệ nợ

Cơ cấu vốn của công ty được đo lường bằng tỷ số giữa nợ và tổng tài sản (Myer, 2001). Tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản là chỉ số phản ánh quy mô tài chính của Công ty. Chỉ tiêu này giúp nhà đầu tư có cái nhìn khái quát về sức mạnh tài chính, cấu trúc tài chính của công ty. Tỷ số này được biểu hiện qua công thức sau:

$$\text{Tỷ lệ nợ } (D/A) = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Nếu tỷ lệ này càng nhỏ có nghĩa là nợ phải trả chiếm tỷ lệ nhỏ so với tổng tài sản hay tổng nguồn vốn thì công ty ít gặp khó khăn trong việc trả nợ. Nếu hệ số này càng lớn thì cho thấy công ty đang gặp khó khăn trong việc trả nợ hoặc có nguy cơ phá sản. Thực tế, nếu nợ phải trả chiếm tỷ trọng quá nhiều so với nguồn vốn, tức là công ty đi vay mượn nhiều hơn so với vốn hiện có nên công ty có thể gặp rủi ro trong việc trả nợ, đặc biệt khi lãi suất ngân hàng ngày một tăng cao. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ cũng có ưu điểm, đó là chi phí lãi vay sẽ được trừ vào thuế thu nhập công ty giúp làm giảm thuế phải trả. Do đó, công ty phải cân nhắc giữa rủi ro về tài chính và ưu điểm của vay nợ để đảm bảo duy trì được tỷ lệ này ở mức hợp lý nhất.

• Khả năng thanh toán

Tỷ lệ thanh toán hiện thời đo lường khả năng thanh toán nợ ngắn hạn từ những tài sản ngắn hạn, và hệ số thanh toán tổng quát cho biết mức độ an toàn trong dài hạn. Nếu tỷ lệ này cao, chứng tỏ khả năng tự chủ tài chính của công ty cao, rủi ro thanh toán thấp, ngược lại nếu tỷ lệ này thấp, tức là đang có rủi ro thanh toán ở công ty. Chỉ tiêu này được xác định theo công thức sau:

$$\text{Hệ số thanh toán nợ ngắn hạn} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Việc xem xét, nghiên cứu tỷ lệ trên giúp nhà đầu tư có được cái nhìn tổng quát nhất về khả năng thanh toán của công ty. Do đó, khả năng thanh toán của công ty ảnh hưởng đến các quyết định đầu tư của họ. Ngoài ra, các nhà quản lý có thể sử dụng tỷ lệ này để đưa ra các chính sách mới cải thiện tình hình công ty, thu hút thêm nhà đầu tư.

- **Qui mô công ty**

Qui mô công ty được xác định theo nhiều tiêu chí như giá trị vốn hóa thị trường, tổng tài sản, vốn chủ hoặc có thể là số lượng lao động. Chỉ tiêu này được đo lường bằng tổng tài sản của công ty thời điểm cuối năm và nhằm hạn chế sai số trong mô hình nên tổng tài sản được tính bằng logarit tự nhiên

Bảng 1.1 Tóm tắt đo lường các biến nghiên cứu

Biến	Định nghĩa	Đo lường
TO	Thước đo TKCP	Tổng khối lượng giao dịch/ Số lượng cổ phiếu đang lưu hành
EFF	Hiệu quả quản lý chi phí	
DA	Tỷ lệ nợ	Tổng nợ/ Tổng tài sản
Bank_St	Nợ vay ngắn hạn Ngân hàng	Nợ vay ngắn hạn ngân hàng/ Tổng tài sản
Bank_Lt	Nợ vay dài hạn Ngân hàng	Nợ vay dài hạn ngân hàng/ Tổng tài sản
ROA	Khả năng sinh lời	EAT/ Bình quân tổng tài sản
CR	Khả năng thanh toán	Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn
FirmSize	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản
FirmYear	Số năm thành lập công ty	Năm 2009 đến 2023

1.7.3 Phương pháp phân tích dữ liệu

1.7.3.1 Phương trình hồi quy

Phương pháp phân tích dữ liệu được thực hiện theo thứ tự như sau. Đầu tiên để ước lượng mối liên hệ giữa đặc điểm công ty và TKCP, đề tài sử dụng phương pháp kinh tế lượng, cụ thể sẽ thực hiện tính toán hệ số hồi quy cho các nhân tố đại diện cho các đặc điểm của công ty. Hệ số hồi quy này cho phép chúng ta xác định mức độ và hướng tác động của từng đặc điểm công ty lên TKCP. Việc tính toán hệ số hồi quy thường được thực hiện thông qua phương pháp hồi quy tuyến tính, nơi mà các biến độc lập (đặc điểm công ty) được sử dụng để giải thích biến phụ thuộc (TKCP). Qua các nghiên cứu thực nghiệm của Stoll (2000), Amihud (2002), Beedles và các cộng sự (1988), Porta và cộng sự (1996), Titman và Wessels (1988), Khanna và Sonti (2004) mô hình được xây dựng qua phương trình như sau:

Phương trình đầu tiên ước lượng về mối quan hệ tuyến tính giữa các đặc điểm bên trong công ty ảnh hưởng đến TKCP

$$TO = \alpha_0 + \alpha_1 FirmSize + \alpha_2 CR + \alpha_3 ROA + \alpha_4 FirmYear + \alpha_5 DA + \alpha_6 Rate$$

Tuy nhiên, thông qua các lược khảo nghiên cứu trước đó thì còn chỉ ra cụ thể rằng nợ ngắn hạn ngân hàng và nợ dài hạn ngân hàng có ảnh hưởng đến TKCP, để ước lượng mối quan hệ này đề tài sử dụng phương trình hồi quy như sau:

$$TO = \beta_0 + \beta_1 FirmSize + \beta_2 CR + \beta_3 ROA + \beta_4 FirmYear + \beta_5 Bank_{St} + \beta_6 Bank_{Lt} + \beta_7 Rate$$

Cuối cùng là phương trình ước lượng mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nợ và TKCP, xem liệu có tồn tại hiệu ứng biên giảm dần hay không? Phương trình hồi quy được trình bày như sau:

$$TO = \gamma_0 + \gamma_1 FirmSize + \gamma_2 CR + \gamma_3 ROA + \gamma_4 FirmYear + \gamma_5 (DA)^2 + \gamma_6 Rate$$

1.7.3.2 Kỹ thuật hồi quy

Trong việc áp dụng kỹ thuật hồi quy đối với dữ liệu dạng bảng, ngoài các vấn đề như hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của sai số, và hiện tượng đa cộng tuyến cần được xử lý, việc lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp là rất quan

trọng. Các phương pháp hồi quy cần xem xét bao gồm: mô hình hồi quy dữ liệu bảng thông thường (Pool), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model - FEM), và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM).

Theo nghiên cứu của Wooldridge (2016), mô hình FEM và REM thường được ưu tiên sử dụng hơn so với mô hình Pool. Vì chúng cung cấp các ước lượng mạnh mẽ và không bị chệch, đặc biệt là khi chúng có khả năng xử lý hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của sai số một cách hiệu quả. Điều này làm cho FEM và REM trở thành các lựa chọn phù hợp khi làm việc với dữ liệu bảng không cân đối, đồng thời cũng giúp hạn chế vấn đề nội sinh do thiếu biến.

Để quyết định giữa việc sử dụng FEM hay REM, kiểm định Hausman được áp dụng. Kiểm định này giúp xác định liệu các hiệu ứng cố định có khác biệt đáng kể so với các hiệu ứng ngẫu nhiên hay không. Ngoài ra, để cẩn trọng hơn, nghiên cứu cũng thực hiện kiểm định Breusch-Pagan nhằm lựa chọn giữa mô hình REM và Pool, đảm bảo rằng mô hình được chọn là phù hợp nhất với dữ liệu nghiên cứu.

CHƯƠNG 2

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ KẾT LUẬN

2.1 Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Để biết rõ được các biến quan sát có trong mẫu nghiên cứu, Bảng 3.1 dưới đây trình bày số liệu thống kê mô tả, bao gồm số liệu về giá trị lớn nhất và độ lệch chuẩn.

Bảng 2.1 Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến nghiên cứu	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
TO	0.3%	0.0%	3.6%	0.4%
EFF	0.12	0.00	12.43	0.35
DA	47.6%	1.1%	99.4%	21.0%
Bank_St	15.0%	0.0%	73.4%	15.3%
Bank_Lt	8.0%	0.0%	66.7%	12.2%
ROA	7.9%	-48.3%	78.4%	8.3%
CR	2.34	0.14	60.31	2.69
FirmSize	6,276,671	65,647	668,000,000	29,649,254
FirmYear	30	4	116	15
GDPGr	6.0%	2.6%	8.1%	1.6%
Rate	9.3%	7.0%	17.0%	2.8%

TO: Tính thanh khoản cổ phiếu; *EFF*: Hiệu quả quản lý chi phí; *DA*: Tỷ lệ nợ; *Bank_St*: Nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank_Lt*: Nợ dài hạn ngân hàng; *ROA*: Khả năng sinh lời; *CR*: Khả năng thanh toán hiện hành; *FirmSize*: Quy mô công ty; *FirmYear*: Số năm thành lập doanh nghiệp; *GDPGr*: Tăng trưởng tổng thu nhập quốc nội; *Rate*: Lãi suất cho vay bình quân.

Số liệu Bảng 2.1 cung cấp một bức tranh toàn diện về các biến nghiên cứu thông qua việc thống kê mô tả các đặc điểm chính của chúng. Một trong những biến quan trọng là hiệu quả quản lý chi phí (*EFF*), được sử dụng để đo lường mức độ quản lý chi phí của các công ty. Theo số liệu, giá trị trung bình của *EFF* là 0.12, cho thấy rằng các công ty trong mẫu nghiên cứu có khả năng quản lý chi phí ở mức trung bình.

Tỷ lệ nợ (*DA*) được sử dụng để đo lường mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu tài chính của các công ty. Số liệu thống kê cho thấy tỷ lệ nợ trung bình là 47.6%, điều

này có nghĩa là gần một nửa tài sản của các công ty được tài trợ bằng nợ. Điều này phản ánh xu hướng sử dụng nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh, mặc dù mức độ sử dụng nợ có sự biến động lớn, với tỷ lệ nợ cao nhất ở mức 99.4%. Sự biến động này cho thấy rằng có những công ty sử dụng nợ rất cao trong cơ cấu tài chính của mình, trong khi có những công ty khác lại có mức sử dụng nợ thấp hơn nhiều.

Trong tổng số nợ, nợ ngắn hạn ngân hàng (Bank_St) chiếm 15.0%, trong khi nợ dài hạn ngân hàng (Bank_Lt) chiếm 8.0%. Qua đó có thể thấy rằng các công ty trong mẫu nghiên cứu có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn so với nợ dài hạn. Sự ưu tiên cho nợ ngắn hạn có thể xuất phát từ nhu cầu tài trợ ngắn hạn để duy trì dòng tiền hoặc tài trợ cho các hoạt động kinh doanh thường xuyên. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ ngắn hạn cao cũng có thể tăng rủi ro tài chính, đặc biệt khi công ty gặp khó khăn trong việc tái tài trợ hoặc trả nợ trong ngắn hạn.

Khả năng sinh lời (ROA) là một biến quan trọng khác, được sử dụng để đo lường khả năng sinh lời của công ty trên tổng tài sản. Số liệu cho thấy ROA trung bình là 7.9%, một con số tương đối ổn định và cho thấy các công ty trong mẫu nghiên cứu có khả năng sinh lời từ tài sản của mình. Tuy nhiên, sự biến động lớn về ROA, từ -48.3% đến 78.4%, chỉ ra rằng có những công ty gặp khó khăn lớn trong việc duy trì khả năng sinh lời, trong khi những công ty khác lại có thể đạt được mức sinh lời rất cao. Điều này có thể do sự khác biệt trong hiệu quả hoạt động, chiến lược kinh doanh, hoặc mức độ rủi ro mà các công ty phải đối mặt.

Một yếu tố quan trọng khác trong phân tích là quy mô công ty (FirmSize), được tính bằng tổng tài sản hoặc doanh thu. Số liệu thống kê cho thấy giá trị trung bình của quy mô công ty là 6,276,671 triệu đồng, với quy mô lớn nhất đạt 668,000,000 triệu đồng. Điều này phản ánh sự đa dạng lớn về quy mô giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu, từ những công ty nhỏ với tài sản khiêm tốn đến những công ty lớn với quy mô tài sản khổng lồ. Quy mô công ty thường có ảnh hưởng lớn đến khả năng tiếp cận nguồn vốn, năng lực cạnh tranh và khả năng sinh lời, do đó, sự khác biệt lớn về quy mô có thể dẫn đến những khác biệt đáng kể trong chiến lược và hiệu quả hoạt động.

Ngoài ra, thời gian thành lập công ty (FirmYear) cũng là một yếu tố quan trọng được xem xét, với giá trị trung bình là 30 năm, với độ lệch chuẩn là 15 năm. Sự

khác biệt này cho thấy rằng các công ty trong mẫu nghiên cứu có tuổi đời rất đa dạng, từ những công ty mới thành lập đến những công ty đã có lịch sử hoạt động lâu đời.

Các nhân tố vĩ mô như tổng thu nhập quốc nội (GDPGr) cũng được đưa vào phân tích để đo lường sự tăng trưởng của quốc gia, với giá trị trung bình là 6.0%. Sự tăng trưởng kinh tế này có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của các công ty. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay ở các ngân hàng và tổ chức tài chính (Rate) cũng là một biến quan trọng, với mức lãi suất trung bình là 9.3%. Lãi suất cho vay ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vay vốn của các công ty, từ đó tác động đến quyết định đầu tư và mức độ sử dụng nợ.

Một điểm quan trọng cần lưu ý là độ lệch chuẩn của các biến nghiên cứu cũng được đề cập trong bảng thống kê, đặc biệt là đối với quy mô công ty (FirmSize) và số năm thành lập công ty (FirmYear). Độ lệch chuẩn cao phản ánh sự đa dạng lớn về quy mô và tuổi đời của các công ty trong mẫu nghiên cứu, cho thấy các công ty tham gia nghiên cứu có những đặc điểm rất khác biệt. Tương tự, độ lệch chuẩn của tỷ lệ nợ (DA) ở mức 21.0% cũng chỉ ra rằng mức độ sử dụng nợ của các công ty có sự khác biệt rõ rệt, từ những công ty sử dụng ít nợ đến những công ty có tỷ lệ nợ cao.

Kết quả thống kê mô tả cho thấy rằng các biến nghiên cứu được chọn trong đề tài rất đa dạng và có sự biến động lớn. Do đó đòi hỏi phải thực hiện thêm các bước kiểm định khác để đảm bảo rằng các biến được lựa chọn là phù hợp và không có sự tương quan quá cao hoặc các vấn đề khác gây ảnh hưởng đến kết quả phân tích. Đồng thời, việc lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp cũng rất quan trọng để đảm bảo rằng các kết quả thu được từ phân tích có độ tin cậy cao và có thể đưa ra kết luận chính xác về mối quan hệ giữa các biến số trong nghiên cứu.

2.2 Kết quả nghiên cứu

Trước khi tiến hành ước lượng phương trình hồi quy, cần thực hiện một loạt các kiểm định để đảm bảo tính hợp lệ và độ tin cậy của mô hình. Đầu tiên, kiểm tra xem phương sai của sai số (residuals) trong mô hình hồi quy có đồng nhất hay không. Đây là một bước quan trọng trong phân tích hồi quy vì nó giúp đảm bảo rằng các thuyết ban đầu của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển (Ordinary Least Squares -

OLS) được thỏa mãn. Phương sai không đồng nhất là tình trạng mà sai số không đồng nhất, điều này có thể dẫn đến các ước lượng hồi quy không chính xác và làm giảm hiệu quả của các kết quả phân tích.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng kiểm tra mối tương quan giữa các cặp biến độc lập để phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến. Đa cộng tuyến có thể dẫn đến việc các ước lượng hồi quy trở nên không ổn định và khó giải thích. Để đánh giá mức độ nghiêm trọng của đa cộng tuyến, chỉ số nhân tử phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor - VIF) được sử dụng. Chỉ số VIF cao chỉ ra rằng có thể tồn tại đa cộng tuyến đáng kể trong mô hình, đòi hỏi phải có các biện pháp xử lý để đảm bảo tính chính xác của các ước lượng.

Bảng 2.2 Kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số

Kiểm định White			
F-statistic	2.436	Prob. F(54,1940)	0.000
Obs*R-squared	126.670	Prob. Chi-Square(1940)	0.000

Bảng 2.2 đã trình bày kết quả kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số thông qua kiểm định White. Có thể thấy rằng F-statistic là 2.436 thể hiện giả thuyết không có phương sai không đồng nhất vô hiệu. Thông qua giá trị xác suất của F-statistic là Prob.F có p-value = 0.000 (nhỏ hơn 5%) cho thấy được F-statistic có ý nghĩa thống kê. Giá trị Prob. Chi-Square có p-value = 0.000 (nhỏ hơn 5%) nhận định kiểm định này có hiện tượng phương sai không đồng nhất.

Bảng 2.3 Kiểm định tự tương quan của sai số

Kiểm định Breusch-Godfrey			
F-statistic	581.338	Prob. F(2,1983)	0.000
Obs*R-squared	737.374	Prob. Chi-Square(2)	0.000

Dựa trên kết quả của bảng 2.3 thông qua kiểm định tự tương quan của sai số Breusch-Godfrey, giá trị F nhỏ hơn 5% chỉ cho thấy giả thuyết tồn tại hiện tượng tự

tương quan của sai số. Chi-Square có p-value = 0.000 nhỏ hơn 5% khẳng định lại sự tồn tại tự tương quan của sai số.

Bảng 2.4 Bảng ma trận tương quan

Biến nghiên cứu	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	VIF
(1) TO	1										----
(2) EFF	-0.02	1									1.05
(3) DA	0.14	-0.05	1								2.48
(4) Bank_St	0.10	-0.08	0.58	1							1.79
(5) Bank_Lt	0.05	-0.01	0.31	-0.12	1						1.32
(6) ROA	-0.12	-0.13	-0.52	-0.34	-0.22	1					1.47
(7) CR	-0.08	0.05	-0.50	-0.34	-0.15	0.28	1				1.35
(8) FirmSize	-0.01	0.02	0.10	-0.02	0.12	-0.06	-0.06	1			1.03
(9) FirmYear	-0.10	-0.02	-0.09	0.01	-0.10	0.02	0.02	-0.06	1		1.05
(10) GDPGr	-0.12	0.02	0.02	0.01	0.03	0.06	-0.01	-0.03	-0.05	1	1.02
(11) Rate	-0.03	0.01	0.00	0.01	0.02	0.08	-0.03	-0.06	-0.17	-0.04	1.05

TO: Tính thanh khoản cổ phiếu; *EFF*: Hiệu quả quản lý chi phí; *DA*: Tỷ lệ nợ; *Bank_St*: Nợ ngắn hạn ngân hàng; *Bank_Lt*: Nợ dài hạn ngân hàng; *ROA*: Khả năng sinh lời; *CR*: Khả năng thanh toán hiện hành; *FirmSize*: Quy mô công ty; *FirmYear*: Số năm thành lập doanh nghiệp; *GDPGr*: Tăng trưởng tổng thu nhập quốc nội; *Rate*: Lãi suất cho vay bình quân.

Cuối cùng, Bảng 2.4 trong nghiên cứu đã cung cấp một cái nhìn tổng quan về mối quan hệ giữa các biến số thông qua ma trận tương quan. Trong ma trận này, hệ số tương quan cao nhất được ghi nhận là 0.58, biểu thị sự tương quan giữa nợ ngắn hạn ngân hàng (*Bank_St*) và tỷ lệ nợ (*DA*). Điều này có nghĩa là khi tỷ lệ nợ của công ty tăng lên, khoản nợ ngắn hạn mà công ty vay từ ngân hàng cũng có xu hướng gia tăng theo. Ngược lại, nếu tỷ lệ nợ giảm, thì nợ ngắn hạn từ ngân hàng cũng có xu hướng giảm. Mối quan hệ này phản ánh sự phụ thuộc nhất định của công ty vào các khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng khi họ có mức độ nợ cao, có thể do công ty cần nguồn tài trợ ngắn hạn để duy trì hoạt động hoặc để đầu tư vào các dự án ngắn hạn.

Hệ số tương quan cao thứ hai trong ma trận là 0.52, thể hiện mối quan hệ giữa khả năng sinh lời (ROA) và tỷ lệ nợ (DA). Mối tương quan 0.52 giữa ROA và tỷ lệ nợ cho thấy rằng mặc dù mối liên hệ này không quá chặt chẽ. Mặc dù hệ số tương quan 0.52 không phải là quá cao, vẫn cho thấy một mối quan hệ vừa phải giữa khả năng sinh lời và tỷ lệ nợ, có thể thấy rằng việc quản lý nợ một cách thận trọng có thể đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì hoặc cải thiện khả năng sinh lời của công ty.

Ngoài ra, cũng ở Bảng 3.4, Chỉ số VIF cao nhất được ghi nhận trong bảng là 2.48 đối với tỷ lệ nợ (DA). Mặc dù VIF của biến này cao hơn so với các biến khác, nhưng vẫn nằm trong giới hạn chấp nhận được (<10). Việc này cho thấy rằng hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình là không đáng kể.

Bảng 2.5 Bảng kết quả hồi quy

Biến nghiên cứu	[1]	[2]	[3]
Hằng số	0.0019 **	0.0022 ***	0.0011
EFF	-0.0001	-0.0001	-0.0001
DA	-0.0004	----	0.0023 ***
(DA) ²	----	----	-0.0029 ***
Bank_St	----	-0.0002	----
Bank_Lt	----	0.0010 ***	----
ROA	0.0014 ***	0.0017 ***	0.0013 ***
CR	0.0000 *	0.0000 ***	0.0001 ***
FirmSize	0.0003 ***	0.0002 ***	0.0003 ***
FirmYear	-0.0006 ***	-0.0005 ***	-0.0007 ***
GDPGr	-0.0119 ***	-0.0121 ***	-0.0119 ***
Rate	-0.0022 **	-0.0021 **	-0.0020 **
Số quan sát	1995	1995	1995
R ² điều chỉnh	42.8%	42.5%	43.1%
Kiểm định F	8.462 ***	8.427 ***	8.441 ***
Kiểm định Breusch-Pagan	2089.010 ***	2075.493 ***	2089.198 ***
Kiểm định Hausman	24.611 ***	27.629 ***	24.370 ***

*** mức ý nghĩa 1%; ** mức ý nghĩa 5%; * mức ý nghĩa 10%

TO: Tính thanh khoản cổ phiếu; EFF: Hiệu quả quản lý chi phí; DA: Tỷ lệ nợ; Bank_St: Nợ ngắn hạn ngân hàng; Bank_Lt: Nợ dài hạn ngân hàng; ROA: Khả năng sinh lời; CR: Khả năng thanh toán

hiện hành; *FirmSize*: Quy mô công ty; *FirmYear*: Số năm thành lập doanh nghiệp; *GDPGr*: Tăng trưởng tổng thu nhập quốc nội; *Rate*: Lãi suất cho vay bình quân.

Thông qua kết quả hồi quy của Bảng 3.5 thể hiện sự tác động của đặc điểm công ty đến TKCP qua 3 cột. Cột [1] trình bày kết quả hồi quy về tác động tuyến tính thông thường của đặc điểm đặc điểm công ty và các yếu tố vĩ mô đến TKCP. Cột [2], Cột [3] và [4] trình bày kết quả ảnh hưởng phi tuyến của nợ ngắn hạn ngân hàng và nợ dài hạn ngân hàng đến TKCP.

Kết quả hồi quy ở Cột [1] trong Bảng 3.5 cho thấy, hệ số hồi quy của biến *FirmSize* có giá trị là 0.0003 và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% ($p < 0.01$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_1 : Quy mô công ty tác động cùng chiều với TKCP. Tiếp đến, hệ số hồi quy của biến *CR* có giá trị là 0.000 và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10% ($p < 0.01$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_2 : Khả năng thanh toán có tác động cùng chiều với TKCP. Hệ số hồi quy của biến *ROA* có giá trị là 0.0014, giá trị này có ý nghĩa thống kê với mức 1% và chấp nhận giả thuyết H_5 : Khả năng sinh lời tác động cùng chiều với TKCP. Với giả thuyết H_4 : Số năm thành lập tác động ngược chiều với TKCP được chấp nhận với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Có thể thấy hệ số hồi quy của biến *Bank_Lt* mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (0.0010; $p < 0.01$), chấp nhận giả thuyết H_{3a} : Tỷ lệ nợ tác động cùng chiều với TKCP.

Mối quan hệ phi tuyến ở Cột [3] cho thấy, hệ số hồi quy của biến *DA* mang dấu dương, có mức ý nghĩa thống kê ở mức 1% (0.0023; $p < 0.01$) và hệ số hồi quy của biến $(DA)^2$ mang dấu âm có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (-0.0029; $p < 0.01$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_{3b} : Tỷ lệ nợ có tác động cùng chiều với TKCP.

CHƯƠNG 3

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ KẾT LUẬN

3.1 Các điểm chính của nghiên cứu

Đề tài sử dụng 1995 mẫu quan sát qua việc thu thập 149 công ty từ 2009 đến 2023 để thực hiện việc phân tích xem các nhân tố nội bộ bên trong công ty tác động đến TKCP. Thông qua việc sử dụng thước đo TO của Data và cộng sự (1998) để thực hiện đo lường và phân tích TKCP. Qua đó xác định rõ TKCP chịu tác động của các nhân tố đặc điểm công ty bao gồm: quy mô công ty, số năm thành lập, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời và tỷ lệ nợ.

Qua việc chạy mô hình hồi quy, có thể nhận thấy được quy mô công ty có sự tác động cùng chiều với TKCP, cụ thể các công ty lớn có sự kết nối thông tin tốt hơn các công ty vừa và nhỏ. Hơn nữa, các công ty lớn có thị phần cao, khả năng cạnh tranh tốt hơn do đó uy tín về tài chính cao hơn các công ty vừa và nhỏ. Tiếp theo là về số năm thành lập, nhưng số liệu thống kê trên bảng thống kê cũng cho rằng các công ty có tuổi đời lâu năm sẽ không còn thu hút nhà đầu tư như các công ty mới thành lập, vì vậy số năm thành lập tác động ngược chiều TKCP. Nhân tố tác động đến TKCP là tỷ lệ nợ của công ty, việc sử dụng nợ là một hình thức tăng cường sự giám sát ở các công ty, do đó các thông tin của công ty được công bố rộng rãi và chính xác, điều này làm thu hút thêm các nhà đầu tư và TKCP cũng tăng, việc phân tích mô hình hồi quy cũng làm rõ sự tác động cùng chiều của tỷ lệ nợ đối với TKCP. Việc tạo ra lợi nhuận là vấn đề mà các nhà đầu tư quan tâm trước khi lựa chọn đầu tư vào cổ phiếu, sau khi thực hiện phân tích thì cho thấy khả năng sinh lời của công ty tác động cùng chiều với TKCP. Cuối cùng là khả năng thanh toán của công ty, được hiểu là việc chi trả các khoản mua hàng hóa, chi trả nợ và lãi vay trong ngắn hạn, các công ty có khả năng xoay nguồn tiền đáp ứng được các nhu cầu của công ty cũng đồng nghĩa việc công ty có tiềm lực và khả năng phát triển cao trong tương lai, các hệ số hồi quy cũng đã nhận định lại rằng khả năng thanh toán tác động cùng chiều với TKCP.

3.2 Hàm ý chính sách

Như những đề cập trên, TKCP của các công ty không những chịu những tác động bên trong công ty mà còn các tác động vĩ mô, tuy nhiên các tác động bên trong có thể được phát huy hoặc hạn chế chủ động hơn so với các tác động vĩ mô của nền kinh tế Việt Nam. Biện pháp để nâng cao TKCP không chỉ theo một hướng nhất định mà còn phải phụ thuộc vào đặc điểm của công ty niêm yết và của các ngành nghề khác nhau. Do đó, đề tài chỉ đưa ra một số kiến nghị chung đối với các công ty đề tài đã sử dụng để nghiên cứu:

Đầu tiên, mở rộng quy mô công ty: Là một nhân tố tác động cùng chiều với TKCP, các công ty niêm yết có thể mở rộng quy mô thông qua việc đa dạng hóa các lĩnh vực hoặc mở rộng phạm vi hoạt động của công ty. Việc đa dạng hóa các ngành nghề có thể tạo ra thu nhập khác cho các công ty trong các hoàn cảnh khác nhau. Hoặc có thể áp dụng các công nghệ tiên tiến vào quy trình sản xuất, kinh doanh, đối với giai đoạn khoa học công nghệ ngày càng hiện đại như hiện nay thì việc phát triển công nghệ tiên tiến vào các quy trình làm việc của công ty, việc này có thể trở thành một trong những lợi thế giúp công ty tăng tính cạnh tranh không những trong nước mà có thể ở quốc tế. Do đó, có thể góp phần làm tăng TKCP của công ty.

Thứ hai, sử dụng hợp lý tỷ lệ nợ: Ở góc độ nhà đầu tư thì họ mong muốn công ty sử dụng tỷ lệ nợ để phát triển và mở rộng sản xuất, tạo ra lợi nhuận cao và họ mong muốn được chia lợi tức bằng tiền hoặc các khoản tương đương tiền. Tuy nhiên các nhà quản trị hầu như muốn giữ lại cổ tức để đầu tư mở rộng quy mô công ty. Theo lý thuyết đại diện, việc làm tăng thêm phần giám sát công ty từ bên ngoài, cụ thể là ngân hàng cho vay. Khi các công ty vay, bắt buộc phải chấp nhận việc cung cấp chính xác và đầy đủ các thông tin cần thiết mà Ngân hàng yêu cầu. Qua đó có thể thấy được khả năng đáp ứng được việc thanh toán nợ và lãi vay của công ty, các thông tin được minh bạch làm tăng sự uy tín và vị thế công ty. Điều này làm thu hút thêm nhiều nhà đầu tư, góp phần làm tăng TKCP của công ty.

Cuối cùng, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh: Tuy các công ty có những lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác nhau, nhưng việc tối đa hóa lợi nhuận luôn là mục tiêu quan trọng nhất. Vấn đề này cũng là bài toán khó đặt ra cho các công ty trong việc phân bổ hợp lý các nguồn lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và để chi trả cho cổ đông. Tuy nhiên, nếu sử dụng phần lớn để chi trả thì đồng nghĩa với việc công ty

không có công trình nào cần đầu tư và có thể đang trong tình trạng bão hòa vốn. Chính vì vậy mang lại tâm lý không tốt tới các nhà đầu tư. Mặt khác nếu sử dụng nguồn giữ lại tái đầu tư và không chia cổ tức thì một số nhà đầu tư mong muốn được hưởng phần cổ tức thì lại không đồng tình cũng gây nhiễu loạn thông tin ảnh hưởng đáng kể đến công ty và TKCP.

3.3 Giới hạn và hướng nghiên cứu tiếp theo

Trong đề tài “Ảnh hưởng của các đặc điểm công ty đến thanh khoản cổ phiếu”, tuy đã đạt được những phân tích về mặt lý thuyết cũng như mô hình thực tiễn nhưng vẫn còn tồn tại một số hạn chế:

- Đề tài chỉ sử dụng thước đo một chiều là thước đo TO nên không thể hiện hết được các khía cạnh khác của TKCP
- Các số liệu chỉ là số liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính của các công ty. Những số liệu chỉ dựa trên giá trị sổ sách mà chưa tính đến giá trị thị trường nên không thể đảm bảo được kết quả có tính chính xác cao

Trên đây là những giới hạn của đề tài, có thể làm cơ sở để nghiên cứu sau sẽ phân tích sâu và cụ thể hơn nữa trong đề tài sau.

3.4 Kết luận

Việc phân tích các đặc điểm công ty ảnh hưởng đến TKCP có tầm quan trọng với các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Các công ty có thể nắm bắt được các nhân tố bên trong mà có thể kiểm soát được để làm TKCP tăng và thu hút nhiều nhà đầu tư. Qua đó cũng làm tăng được uy tín công ty trên thị trường, góp phần làm tăng sức cạnh tranh tăng thu nhập cho công ty. Ngoài ra việc đo lường TKCP cũng làm các nhà đầu tư nắm rõ các cổ phiếu đang có ý định muốn mua hoặc bán ra thị trường, qua đó làm cân bằng giữa việc cung và cầu.

PHỤ LỤC

STT	Mã chứng khoán	Công ty niêm yết	Nhóm ngành
1	AAM	CTCP Thủy sản Mekong	Sản xuất
2	ABT	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	Sản xuất
3	ACC	CTCP Đầu tư và Xây dựng Bình Dương	Sản xuất
4	ACL	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang	Sản xuất
5	ANV	CTCP Nam Việt	Sản xuất
6	ASM	CTCP Tập đoàn Sao Mai	Sản xuất nông nghiệp
7	BBC	CTCP Bibica	Sản xuất
8	BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương	Xây dựng và Bất động sản
9	BMC	CTCP Khoáng sản Bình Định	Khai Khoáng
10	BMP	CTCP Nhựa Bình Minh	Sản xuất
11	BTP	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	Tiện ích
12	BTT	CTCP Thương mại Dịch vụ Bến Thành	Bán lẻ
13	C32	CTCP CIC 39	Khai Khoáng
14	C47	CTCP Xây dựng 47	Xây dựng và Bất động sản
15	CDC	CTCP Chương Dương	Xây dựng và Bất động sản
16	CLW	CTCP Cấp nước Chợ Lớn	Tiện ích
17	CMT	CTCP Công nghệ Mạng và Truyền thông	Công nghệ và Thông Tin
18	CMV	CTCP Thương nghiệp Cà Mau	Bán lẻ
19	CNG	CTCP CNG Việt Nam	Tiện ích
20	COM	CTCP Vật liệu Xăng dầu	Bán lẻ
21	CSM	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam	Sản xuất
22	CTD	CTCP Xây dựng Coteccons	Xây dựng và Bất động sản
23	CTI	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO	Xây dựng

24	D2D	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2	Bất động sản
25	DAG	CTCP Nhựa Đông Á	Hóa chất
26	DHA	CTCP Hóa An	Vật liệu xây dựng
27	DHC	CTCP Đông Hải Bến Tre	Sản xuất
28	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	Sản xuất
29	DHM	CTCP Thương mại và Khai thác Khoáng sản Dương Hiếu	Khai Khoáng
30	DIG	Tổng Công ty Đầu Tư và Phát triển Xây dựng	Xây dựng và Bất động sản
31	DMC	CTCP Xuất nhập khẩu Y Tế Domesco	Sản xuất
32	DPM	Tổng công ty Phân bón và Hoá chất Dầu khí - CTCP	Sản xuất
33	DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	Sản xuất nông nghiệp
34	DQC	CTCP Bóng đèn Điện Quang	Sản xuất
35	DRC	CTCP Cao su Đà Nẵng	Sản xuất
36	DRL	CTCP Thủy điện- Điện lực 3	Tiện ích
37	DSN	CTCP Công viên nước Đầm Sen	Nghệ thuật Vui chơi và Giải trí
38	DTL	CTCP Đại Thiên Lộc	Sản xuất
39	DVP	CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	Vận tải và Kho bãi
40	DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh	Xây dựng và Bất động sản
41	ELC	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử - Viễn thông	Công nghệ và Thông tin
42	EMC	CTCP Cơ điện Thủ Đức	Sản xuất
43	EVE	CTCP Everpia	Sản xuất
44	FCN	CTCP FECON	Xây dựng và Bất động sản
45	FDC	CTCP Ngoại thương và Phát triển Đầu tư TP.HCM	Xây dựng và Bất động sản
46	FMC	CTCP Thực vật Sao Ta	Sản xuất
47	FPT	CTCP FPT	Bán lẻ

48	GDT	CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành	Sản xuất
49	GIL	CTCP Sản xuất Kinh doanh và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	Sản xuất
50	GMC	CTCP Garmex Sài Gòn	Sản xuất
51	GMD	CTCP Gemadept	Vận tải và kho bãi
52	GTA	CTCP Chế biến gỗ Thuận An	Sản xuất
53	HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	Sản xuất nông nghiệp
54	HBC	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hoac Bình	Xây dựng và Bất động sản
55	HDC	CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	Xây dựng và Bất động sản
56	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô	Xây dựng và Bất động sản
57	HMC	CTCP Kim khí Thành Phố Hồ Chí Minh - Vnsteel	Bán Buôn
58	HOT	CTCP Du lịch Dịch vụ Hội An	Dịch vụ Lưu trú và Ăn uống
59	HPG	CTCP Tập đoàn Hoà Phát	Sản xuất
60	HRC	CTCP Cao su Hoà Bình	Sản xuất nông nghiệp
61	HT1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	Sản xuất
62	HTI	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ Tầng IDICO	Xây dựng và Bất động sản
63	HU1	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD1	Xây dựng và Bất động sản
64	HU3	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD3	Xây dựng và Bất động sản
65	HVX	CTCP Xi măng VICEM Hải Vân	Sản xuất
66	IDI	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	Sản xuất
67	IJC	CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	Xây dựng và Bất động sản
68	IMP	CTCP Dược phẩm Imexpharm	Sản xuất
69	KDC	CTCP Tập đoàn KIDO	Sản xuất

70	KHP	CTCP Điện lực Khánh Hoà	Tiện ích
71	KSB	CTCP Khoáng sản và xây dựng Bình Dương	Khai khoáng
72	L10	CTCP Lilama 10	Xây dựng và Bất động sản
73	LAF	CTCP Chế biến hàng xuất khẩu Long An	Sản xuất
74	LBM	CTCP Khoáng sản và Vật liệu xây dựng Lâm Đồng	Sản xuất
75	LGC	CTCP Đầu tư Cầu đường CII	Xây dựng và Bất động sản
76	LHG	CTCP Long Hậu	Xây dựng và Bất động sản
77	LIX	CTCP Bột giặt Lix	Sản xuất
78	LM8	CTCP Lilama 18	Xây dựng và Bất động sản
79	MCP	CTCP in và Bao bì Mỹ Châu	Sản xuất
80	MSN	CTCP Tập đoàn Masan	Sản xuất
81	NBB	CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy	Xây dựng và Bất động sản
82	NNC	CTCP Đá Núi Nhỏ	Khai khoáng
83	NSC	CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam	Sản xuất nông nghiệp
84	NTL	CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	Xây dựng và Bất động sản
85	PAC	CTCP Pin Ấc quy Miền Nam	Sản xuất
86	PAN	CTCP Tập đoàn Pan	Bán buôn
87	PDN	CTCP Cảng Đồng Nai	Vận tải và Kho bãi
88	PDR	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	Xây dựng và Bất động sản
89	PET	Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí	Bán Buôn
90	PGC	Tổng công ty Gas Ptrolimex - CTCP	Bán Buôn
91	PGD	CTCP Phân phối khí thấp áp Dầu khí Việt Nam	Tiện ích
92	PHR	CTCP Cao su Phước Hào	Sản Xuất nông nghiệp

93	PJT	CTCP Vận tải xăng dầu đường thủy Petrolemix	Vận tải và Kho bãi
94	PNJ	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	Sản xuất
95	PPC	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	Tiện ích
96	PTB	CTCP Phú Tài	Bán Buôn
97	PVD	Tổng công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí	Khai khoáng
98	PXS	CTCP Kết cấu Kim loại và lắp máy Dầu khí	Xây dựng và bất động sản
99	RAL	CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông	Sản xuất
100	RDP	CTCP Rạng Đông Holding	Sản xuất
101	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	Xây dựng và Bất động sản
102	SBA	CTCP Sông Ba	Tiện ích
103	SC5	CTCP Xây dựng Số 5	Xây dựng và Bất động sản
104	SFC	CTCP Nhiên liệu Sài Gòn	Bán lẻ
105	SFI	Đại lý Vận tải SAFI	Vận tải Kho bãi
106	SHI	CTCP Quốc tế Sơn Hà	Sản xuất
107	SJS	CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà	Xây dựng và Bất động sản
108	SMC	Đầu tư Thương mại SMC	Bán Buôn
109	SPM	CTCP SPM	Sản xuất
110	SRC	CTCP Cao su Sao Vàng	Sản xuất
111	SRF	CTCP kỹ nghệ Lạnh	Xây dựng và Bất động sản
112	SSC	CTCP Giồng cây trồng Miền Nam	Sản xuất nông nghiệp
113	ST8	CTCP Siêu Thanh	Bán Buôn
114	STG	CTCP Kho vận Miền nam	Vận tải và Kho bãi
115	SVC	CTCP Dịch vụ Tổng hợp Sài Gòn	Bán lẻ
116	SVI	CTCP Bao bì Biên Hòa	Sản xuất
117	SZL	CTCP Sonadezi Long Thành	Xây dựng và Bất động sản

118	TAC	CTCP Dầu thực vật Tường An	Sản xuất
119	TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	Tiện ích
120	TCL	CTCP Đại lý giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng	Vận Tải và Kho bãi
121	TCM	CTCP Diệt máy - Đầu Tư - Thương mại - Thành công	Sản xuất
122	TDC	CTCP Kinh doanh và Phát triển Bình Dương	Xây dựng và Bất động sản
123	TDH	CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	Xây dựng và Bất động sản
124	TDW	Cấp nước Thủ Đức	Tiện ích
125	TLG	CTCP Tập đoàn Thiên Long	Vận tải và Kho bãi
126	TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ	Tiện ích
127	TNA	CTCP Thương mại Xuất nhập khẩu Thiên Nam	Bán Buôn
128	TNC	CTCP Cao su Thống Nhất	Sản Xuất Nông nghiệp
129	TPC	CTCP Nhựa Tân Đại Hưng	Sản xuất
130	TRA	CTCP Traphaco	Sản Xuất
131	TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	Sản xuất Nông nghiệp
132	UIC	CTCP Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị IDICO	Tiện ích
133	VCF	CTCP vinacafe Biên Hoà	Sản xuất
134	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	Sản Xuất
135	VIC	Tập Đoàn VINGROUP- CTCP	Xây dựng và Bất động sản
136	VID	CTCP Đầu tư phát triển thương mại Viễn Đông	Bán buôn
137	VIP	CTCP Vận tải xăng dầu Vipco	Vận tải và Kho bãi
138	VIS	CTCP Thép Việt Ý	Sản xuất
139	VMD	Y Dược phẩm Vimedimex	Buôn bán
140	VNE	Tổng CTCP xây dựng Điện Việt Nam	Xây dựng và Bất động sản
141	VNL	CTCP Logistis Vinalink	Vận tải và Kho bãi

142	VNM	CTCP sữa Việt Nam	Sản xuất
143	VNS	CTCP Ánh Dương Việt Nam	Vận tải và Kho bãi
144	VPK	CTCP bao bì dầu thực vật	Sản xuất
145	VPH	CTCP Vạn Phát Hưng	Xây dựng và Bất động sản
146	VSC	CTCP Container Việt Nam	Vận tải và Kho bãi
147	VSH	CTCP Thủy Điện Vĩnh Sơn- Sông Hinh	Tiện ích
148	VTB	CTCP Viettronics Tân Bình	Sản xuất
149	VTO	Công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí Việt Nam	Vận tải

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Amihud Yakov, Haim Mendelson và Beni Lauterbach (1997), 'Market microstructure and securities values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange', *Tạp chí Journal of Financial Economics*, Số 45(3), Trang: 365-390.
2. Agarwal Sumit, Sheri Faircloth, Chunlin Liu và S Ghon Rhee (2009), 'Why do foreign investors underperform domestic investors in trading activities? Evidence from Indonesia', *Tạp chí Journal of Financial Markets*, Số 12(1), Trang: 32-53
3. Barber Brad M, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu và Terrance Odean (2005), 'Who Loses from trade? Evidence from Taiwan', *Kỷ yếu hội thảo: EFA 2005 Moscow Meetings Paper*.
4. Baker Malcolm và Jeffrey Wurgler (2004), 'A catering theory of dividends', *Tạp chí The journal of finance*, Số 59(3), Trang: 1125-1165.
5. Brooks Raymond M (1994), 'Bid-ask spread components around anticipated announcements', *Tạp chí Journal of financial Research*, Số 17(3), Trang: 375-386.
6. Dong Ming, Chris Robinson và Chris Veld (2005). 'Why individual investors want dividends', *Tạp chí Journal of Corporate Finance*, Số 12(1), Trang: 121-158.
7. Đặng Tùng Lâm và Nguyễn Thị Minh Huệ (2017), 'Sở hữu cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 241(7/2017).
8. Hansen Bruce E (1999), 'Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference', *Tạp chí Journal of econometrics*, Số 93(2), Trang: 345-368.
9. German Evidence', *Tạp chí BuR - Business Research*, Số 4(1), Trang: 48-72.
10. Rune Dalgarrd, Liquidity and stock returns: Evidence from Denmark (2009).
11. Randi Naes, Johannes a. Skjeltorp and Bern Arne Odegarrad, Stock market liquidity and the business cycle (2010).
12. Chordia Tarun, Richard Roll và Avanidhar Subrahmanyam (2000), 'Commonality in liquidity', *Tạp chí Journal of Financial Economics*, Số 56(1), Trang: 3-28.

13. Lakhel Faten (2008), 'Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures New evidence from France', *Tạp chí International Journal of Managerial Finance*, Số 4(1), Trang: 60-75.
14. Bùi Kim Yên, Thân Thị Thu Thủy, Phan Thu Hiền, Trần Phương Thảo, Trần Thị Thanh Phương, Lê Văn Lâm và Đào Trung Kiên (2013), Phân tích và đầu tư chứng khoán, Nhà xuất bản Tài chính, Bộ môn Chứng khoán - Khoa Ngân hàng - Trường đại học Kinh tế TP.HCM.
15. Lesmond David A (2005), 'Liquidity of emerging markets', *Tạp chí Journal of Financial Economics*, Số 77(2), Trang: 411-452
16. Ding Xiaoya Sara, Yang Ni và Ligang Zhong (2016), 'Free float and market liquidity around the world', *Tạp chí Journal of Empirical Finance*, Số 38, Trang: 236-257.
17. Lawrence Harris (1990), Liquidity, Trading Rules, and Electronic Trading Systems, Working paper, Đại học Southern California - School of Business Administration.
18. Redding Lee S. (1997), 'Firm size and dividend payouts', *Tạp chí Journal of Financial Intermediation*, Số 6(3), Trang: 224-248
19. Lê Đạt Chí và Hoàng Thị Phương Thảo (2015), 'Tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu lên thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Phát triển & hội nhập*, Số 26(36)(Tháng 01-02/2016), Trang: 53-60
20. Fehle Frank (2004), 'Bid-ask spreads and institutional ownership', *Tạp chí Review of Quantitative Finance and Accounting*, Số 22(4), Trang: 275-292
21. Wang Qin và Jun Zhang (2015), 'Individual investor trading and stock liquidity', *Tạp chí Review of Quantitative Finance and Accounting*, Số 45(3), Trang: 485-508.