



Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu

ĐẶNG TÙNG LÂM^{a,*}

^a Khoa Tài chính - Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 25/12/2019 Ngày nhận lại: 23/02/2020 Duyệt đăng: 24/02/2020 Mã phân loại JEL: G14; G19 Từ khóa: Tỷ suất sinh lợi đặc thù; Tính thông tin giá cổ phiếu; Thanh khoản cổ phiếu. Keywords: Idiosyncratic volatility; Stock price informativeness; Stock liquidity.	Bài viết này được thực hiện nhằm nghiên cứu liệu biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu phản ánh hoạt động giao dịch dựa trên thông tin hay chỉ thuần túy là một chỉ dấu của giao dịch nhiễu thông qua việc đánh giá ảnh hưởng của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù đến thanh khoản cổ phiếu. Sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ năm 2007 đến năm 2017, kết quả nghiên cứu cho thấy biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù có quan hệ nghịch chiều với thanh khoản cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với quan điểm cho rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là một chỉ dấu phản ánh hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu. Abstract This paper examines whether idiosyncratic volatility reflects informed trading or noise trading by investigating the effect of idiosyncratic volatility on stock liquidity. Using a comprehensive data set for all firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange and Ha Noi Stock Exchange from 2007 to 2017, the author finds that idiosyncratic volatility is negatively associated with stock liquidity. This result is consistent with the argument that idiosyncratic volatility is an indicator of stock price informativeness.

* Tác giả liên hệ.

Email: dangtclam@ueh.edu.vn (Đặng Tùng Lâm).

Trích dẫn bài viết: Đặng Tùng Lâm. (2019). Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 30(11), 51–67.

1. Giới thiệu

Các nhà kinh tế học tài chính lập luận rằng giá cổ phiếu trên thị trường chỉ thay đổi khi có những thông tin mới được cung cấp đến thị trường (Fama, 1965; Fama & Blume, 1966)¹. Tuy nhiên, kể từ khi nghiên cứu của Roll (1988) tìm thấy rằng ít có sự khác biệt có ý nghĩa trong biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu giữa những ngày thị trường có thông tin mới và những ngày thị trường không có thông tin mới về doanh nghiệp², đã có tranh luận về việc biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu phản ánh thông tin mới của doanh nghiệp hay chỉ thuần túy là do giao dịch nhiều trên thị trường³. Vấn đề này đã thu hút sự quan tâm đáng kể của nhiều học giả hàng đầu trên thế giới, với các kết quả nghiên cứu đối lập nhau.

Quan điểm giải thích biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là do lượng thông tin riêng đặc thù doanh nghiệp chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu đã nhận được nhiều minh chứng ủng hộ ở cả góc độ vĩ mô và góc độ doanh nghiệp, điển hình gồm các nghiên cứu sau: Morck và cộng sự (2000), Durnev và cộng sự (2003), Jin và Myers (2006), Hutton và cộng sự (2009), Dang và cộng sự (2015). Ngược lại, quan điểm giải thích biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù chỉ thuần túy là kết quả của hoạt động giao dịch nhiều trên thị trường cũng nhận được sự ủng hộ dựa trên các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm như: Pontiff (2006), Teoh và cộng sự (2007), Dasgupta và cộng sự (2010), Kelly (2014). Một điểm chung của tất cả các nghiên cứu trên là đều sử dụng thước đo tính minh bạch của doanh nghiệp và xem xét thước đo thông tin đó ảnh hưởng như thế nào đến biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù của cổ phiếu⁴. Tuy nhiên, việc đo lường tính minh bạch của doanh nghiệp là một vấn đề khó. Ngoài ra, vai trò thông tin của các thước đo thông tin đó có thể cũng thay đổi theo từng quốc gia (Burgstahler và cộng sự, 2006; Chan & Hameed, 2006; Dang và cộng sự, 2015). Điều này dẫn đến khả năng rằng kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa tính minh bạch của doanh nghiệp và biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù có thể phụ thuộc vào độ tin cậy của thước đo thông tin được sử dụng cũng như ngữ cảnh của quốc gia trong đó doanh nghiệp đang hoạt động.

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng một cách tiếp cận khác là xem xét ảnh hưởng của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù đến thanh khoản cổ phiếu, một biến số có thể phản ánh giao dịch dựa trên thông tin riêng nhưng cũng có thể phản ánh giao dịch nhiều của nhà đầu tư. Câu hỏi “Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là một chỉ dấu phản ánh thông tin riêng hay chỉ thuần túy phản ánh giao dịch nhiều?” sẽ được xem xét thông qua việc nghiên cứu mối quan hệ giữa biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu thông qua dữ liệu từ các công ty niêm yết trên thị trường

¹ Thông tin mới có thể là thông tin vĩ mô hoặc thông tin đặc thù doanh nghiệp. Thông tin vĩ mô có tác động rộng đến toàn bộ thị trường, trong khi đó, thông tin đặc thù doanh nghiệp chỉ ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Thông tin mới có thể được chuyển đến thị trường qua các kênh như: Công bố đại chúng của doanh nghiệp hoặc cơ quan quản lý, hoặc được thu thập riêng bởi những người có khả năng tiếp cận và phân tích thông tin (ví dụ: Những nhà phân tích tài chính, nhà đầu tư tổ chức, các tổ chức kiểm toán, cơ quan truyền thông).

² Biến động tỷ suất sinh lợi cổ phiếu có thể được tách thành hai phần: Phần biến động tỷ suất sinh lợi bắt nguồn từ biến động chung của thị trường (Market Volatility), và phần biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu (Idiosyncratic Volatility).

³ Các mô hình cấu trúc vĩ mô thị trường định nghĩa giao dịch nhiều là giao dịch không dựa trên thông tin; biến động giá gây ra bởi hoạt động giao dịch nhiều không phản ánh thông tin liên quan đến giá trị (Kyle, 1985; Glosten & Milgrom, 1985; Black, 1986; Greene & Smart, 1999). Giao dịch nhiều cũng thường được đồng nhất với giao dịch vì nhu cầu thanh khoản (Glosten & Milgrom, 1985).

⁴ Các nghiên cứu trước đây sử dụng các biến như: Hành vi quản trị lợi nhuận (Earnings Management), số lượng nhà phân tích tài chính, lựa chọn kiểm toán, sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong doanh nghiệp, sự chú ý của truyền thông như là thước đo tính minh bạch của doanh nghiệp.

chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Cho đến nay, đây là một vấn đề hoàn toàn mới và chưa có một nghiên cứu nào được ghi nhận thực hiện tại Việt Nam.

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, về mặt học thuật, nghiên cứu góp phần làm rõ thêm bản chất của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu, một vấn đề còn khá nhiều tranh cãi trong giới học thuật ở một nước đang phát triển là Việt Nam. Thứ hai, về mặt thực tiễn, nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng nhằm cung cấp minh chứng khoa học cho việc đề xuất các biện pháp gia tăng hiệu quả thị trường (Market Efficiency) để thị trường chứng khoán thật sự là kênh dẫn vốn hiệu quả cho nền kinh tế.

Phần còn lại của nghiên cứu bao gồm các nội dung sau: Mục 2 trình bày cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu; mục 3 trình bày kết quả nghiên cứu; kết luận và hàm ý được trình bày ở mục 4 của bài.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu

Roll (1988) thấy rằng có ít sự khác biệt trong biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu giữa những ngày thị trường có thông tin mới và những ngày thị trường không có thông tin mới về doanh nghiệp, và đưa ra nhận định hoài nghi rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu có thể là một chỉ dấu của hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng nhưng cũng có thể là kết quả của các hoạt động giao dịch nhiều không dựa trên thông tin. Kể từ phát hiện của Roll (1988), các nghiên cứu nhằm giải thích bản chất của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù đã thu hút sự quan tâm đáng kể của những nhà nghiên cứu học thuật trên thế giới ở nhiều góc độ khác nhau.

Quan điểm giải thích biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là do thông tin riêng đã nhận được nhiều minh chứng ủng hộ từ các nghiên cứu thực nghiệm ở cả góc độ vĩ mô và góc độ doanh nghiệp. Cụ thể, ở góc độ vĩ mô, Morck và cộng sự (2000) nhận thấy rằng ở các nước thiếu sự bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư thì biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là thấp. Kết quả này được diễn giải là do hoạt động thu thập, phân tích và giao dịch dựa trên thông tin riêng không đủ sức thu hút những người chuyên khai thác cơ hội đầu cơ chênh lệch giá (Arbitrageurs), do vậy, có ít thông tin liên quan đến giá trị doanh nghiệp được chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu⁵. Jin và Myers (2006) cho thấy rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù là thấp đáng kể ở những nước có môi trường thông tin kém minh bạch. Jin và Myers (2006) chứng minh rằng sự thiếu minh bạch tạo điều kiện cho những người điều hành doanh nghiệp thao túng dòng thông tin được cung cấp đến thị trường. Nhà đầu tư ít có thể tiếp cận và thu thập được thông tin và do vậy, hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng sẽ thấp. Điều này dẫn đến có ít thông tin đặc thù doanh nghiệp được phản ánh trong giá cổ phiếu và gây ra sự biến động thấp của tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu. Mở rộng phân tích đến góc độ doanh nghiệp, Hutton và cộng sự (2009) cung cấp minh chứng nhất quán với phát hiện của Jin và Myers (2006) rằng

⁵ Một mặt, giao dịch dựa trên thông tin riêng góp phần giúp gia tăng hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu, đó là gia tăng lượng thông tin chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu và làm cho giá cổ phiếu mang tính thông tin (Price Informativeness). Mặt khác, khi những người giao dịch tận dụng lợi thế thông tin riêng để giao dịch kiếm lời thì cũng tạo ra tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường. Điều này lại có ảnh hưởng bất lợi đến thanh khoản như được thảo luận ở phần sau của bài.

biến động thấp của tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là do ảnh hưởng của sự thiếu minh bạch trong các báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Durnev và cộng sự (2003) tìm thấy rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu có tương quan có ý nghĩa với mức độ thông tin về lợi nhuận dự kiến trong tương lai của doanh nghiệp được phản ánh trong giá cổ phiếu.

Tóm lại, minh chứng thực nghiệm từ những nghiên cứu trên ủng hộ cho lập luận rằng mức độ biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu chịu tác động bởi lượng thông tin riêng đặc thù doanh nghiệp chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu. Khi lượng thông tin riêng đặc thù doanh nghiệp chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu càng nhiều, biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu sẽ càng lớn, và giá cổ phiếu sẽ mang tính thông tin cao (Price Informativeness).

Tuy nhiên, quan điểm đối lập tranh luận rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu có thể là kết quả của hoạt động giao dịch nhiễu và không phản ánh lượng thông tin riêng đặc thù liên quan đến giá trị doanh nghiệp. De Long và cộng sự (1990) chứng minh rằng giao dịch nhiễu có thể dẫn đến gia tăng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu. Bởi vì tâm lý của những người giao dịch nhiễu thường khó tiên đoán, sự tham gia của những người giao dịch nhiễu trên thị trường sẽ tạo ra một rủi ro cho những người chuyên khai thác cơ hội đầu cơ chênh lệch giá, đó là, rủi ro giá giao dịch trên thị trường càng lệch xa với giá trị nền tảng của tài sản do sự lạc quan hoặc bi quan thái quá của những người giao dịch nhiễu. Sự lạc quan hay bi quan thái quá này sẽ dẫn đến tình trạng giá có thể tiếp tục tăng cao hoặc giảm sâu trong thời gian dài và tạo ra sự biến động lớn ở tỷ suất sinh lợi đặc thù. De Long và cộng sự (1990) gọi đây là rủi ro giao dịch nhiễu (Noise Trader Risk). Khi nguy cơ rủi ro giao dịch nhiễu là cao, những người có lợi thế thông tin riêng và chuyên khai thác cơ hội đầu cơ chênh lệch giá có thể không sẵn sàng tận dụng cơ hội khi nhận thấy một tài sản bị định giá sai trên thị trường. Hệ quả là giá trên thị trường ít mang tính thông tin nhưng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù của tài sản khi đó sẽ lớn, thậm chí trong trường hợp không có bất kỳ rủi ro nào trong giá trị nền tảng của tài sản. Tương tự, Pontiff (2006) lập luận rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù của cổ phiếu là một loại chi phí của việc khai thác cơ hội đầu cơ chênh lệch giá. Do vậy, biến động lớn của tỷ suất sinh lợi đặc thù, đồng nghĩa với chi phí cao, sẽ ngăn cản những người đầu cơ chênh lệch giá tham gia vào quá trình tái lập hiệu quả thông tin của thị trường và làm giảm đi tính thông tin của giá cổ phiếu. Ủng hộ cho quan điểm này, một số nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy minh chứng về mối quan hệ nghịch giữa biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu và lượng thông tin liên quan đến giá trị của doanh nghiệp được chuyển hóa vào giá cổ phiếu, như: Teoh và cộng sự, (2007), Dasgupta và cộng sự (2010), Kelly (2014). Teoh và cộng sự (2007) tìm thấy rằng biến động cao của tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu có tương quan thuận với môi trường thông tin kém minh bạch của doanh nghiệp. Dasgupta và cộng sự (2010) lập luận và tìm thấy minh chứng ủng hộ rằng các cổ phiếu có giá chứa đựng nhiều thông tin về các sự kiện đặc thù doanh nghiệp trong tương lai có thể có biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù thấp trong tương lai. Điều này là bởi vì cho đến khi các sự kiện đặc thù doanh nghiệp được công bố đến thị trường, sẽ ít có thêm sự phản ứng của thị trường khi đón nhận thông tin đó. Kelly (2014) tìm thấy minh chứng rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cao là một chỉ dấu của môi trường thông tin kém của doanh nghiệp, và điều này tạo ra một rào cản lớn cho các hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng của nhà đầu tư và lập luận rằng nếu biến động cao của tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là một rào cản đối với hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng, tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu phải có mối quan hệ với các hoạt động giao dịch nhiễu.

Các minh chứng thực nghiệm được trình bày ở trên cho thấy rằng câu hỏi “Bản chất của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là gì?” vẫn chưa có lời giải mang tính đồng thuận giữa những nhà nghiên cứu.

2.1.2. Bất cân xứng thông tin, hoạt động giao dịch nhiều và thanh khoản cổ phiếu

Thanh khoản cổ phiếu đề cập đến sự “dễ dàng” khi giao dịch một cổ phiếu (Amihud và 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.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu về thanh khoản của cổ phiếu. Trong các nghiên cứu về cấu trúc vi mô của thị trường (Market Microstructure), nghiên cứu của Ho và Stoll (1981), Copeland và Galai (1983), Kyle (1985), Glosten và Milgrom (1985) là những công trình nghiên cứu tiên phong đặt nền tảng lý thuyết về đo lường thanh khoản của cổ phiếu. Các học giả này chứng minh rằng thanh khoản của cổ phiếu chịu ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin và hoạt động giao dịch trên thị trường⁶. Theo mô hình của những tác giả này, khi bất cân xứng thông tin trên thị trường gia tăng, rủi ro thông tin sẽ gia tăng, cổ phiếu sẽ trở nên kém thanh khoản. Cụ thể, khi có tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường, những người tạo lập thị trường đang trong tình huống không có đầy đủ thông tin sẽ không biết phía bên kia của giao dịch có thông tin tốt hơn hay không. Bởi vì không thể quan sát hoặc biết ai là người đang có lợi thế thông tin trong quá trình giao dịch, cách an toàn của những người tạo lập thị trường không có đầy đủ thông tin là đặt giá chào mua (Bid Prices) ở mức thấp hơn (trong trường hợp mua) hoặc đặt giá chào bán (Ask Prices) ở mức cao hơn (trong trường hợp 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. Ngoài ra, thanh khoản cổ phiếu cũng chịu tác động của hoạt động giao dịch. Khi hoạt động giao dịch trên thị trường thấp, chi phí xử lý lệnh và chi phí tồn kho của những người giao dịch gia tăng, dẫn đến làm tăng chi phí giao dịch trung bình trên cổ phiếu, và do vậy giảm đi thanh khoản.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã trực tiếp hoặc gián tiếp cung cấp minh chứng ủng hộ cho các mô hình lý thuyết về đo lường thanh khoản. Brennan và Subrahmanyam (1995), Roulstone (2003) nghiên cứu ảnh hưởng của những nhà phân tích tài chính đến thanh khoản cổ phiếu của các doanh nghiệp. Các nghiên cứu này tìm thấy rằng những doanh nghiệp nhận được sự chú ý nhiều hơn của những nhà phân tích tài chính thường có thanh khoản cổ phiếu tốt hơn. Kết quả nghiên cứu của các tác giả này cho thấy rằng thị trường được cung cấp thông tin nhiều hơn khi các doanh nghiệp có nhiều nhà phân tích tài chính tham gia phân tích. Điều này làm giảm bất cân xứng thông tin trên thị trường, và do vậy tăng thanh khoản của cổ phiếu. Chung và cộng sự (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị công ty đến thanh khoản cổ phiếu của doanh nghiệp. Các học giả này thấy rằng các doanh nghiệp với cơ chế quản trị công ty tốt thường minh bạch hơn đối với các nhà đầu tư bên ngoài, dẫn đến thanh khoản cổ

⁶ 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 quan sát được, 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 đồng. Câu này đề cập đến “Hoạt động giao dịch”. “Thanh khoản” và “Hoạt động giao dịch” thông thường 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 phải luôn đúng, nghĩa là, có những lúc thị trường có khối lượng giao dịch khá cao nhưng thanh khoản lại thấp, thể hiện qua việc tác động giá của giao dịch là lớn.

phiếu của các doanh nghiệp đó cũng tốt hơn. Lang và cộng sự (2012) nghiên cứu quan hệ giữa tính minh bạch, thanh khoản, và giá trị doanh nghiệp trên một mẫu gồm toàn bộ cổ phiếu niêm yết ở 46 quốc gia. Kết quả nghiên cứu của các học giả này cho thấy thanh khoản cổ phiếu là tốt hơn ở các doanh nghiệp ít có hành vi điều chỉnh lợi nhuận, các doanh nghiệp được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán thuộc nhóm Big-4, hoặc các doanh nghiệp sử dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế tin cậy. Một số nghiên cứu điển hình như: Stoll (2000), Brockman và Chung (1999) cung cấp các minh chứng ủng hộ cho mối quan hệ thuận chiều giữa hoạt động giao dịch với thanh khoản cổ phiếu. Nhìn chung, các nghiên cứu khác nhau đều đi đến kết luận nhất quán rằng thanh khoản cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi hai nhân tố bất cân xứng thông tin và hoạt động giao dịch trên thị trường. Thanh khoản cổ phiếu trở nên kém đi khi có tình trạng bất cân xứng thông tin hoặc hoạt động giao dịch trên thị trường là yếu.

Các mô hình cấu trúc vi mô của thị trường cũng chứng minh rằng hoạt động giao dịch nhiều có tác động đến thanh khoản cổ phiếu. Glosten và Milgrom (1985) phát triển một mô hình lý thuyết và chứng minh rằng khi tỷ trọng những người giao dịch nhiều trên thị trường là lớn (so với những người giao dịch dựa trên thông tin riêng), khả năng thua lỗ của những người tạo lập thị trường sẽ giảm đi do chi phí lựa chọn đối nghịch giảm⁷. Do vậy, trái ngược với cách yết giá chào mua hoặc giá chào bán (Bid, Ask Prices) theo xu hướng làm giảm thanh khoản (đó là gia tăng khoảng chênh lệch giá chào bán và chào mua (Bid-Ask Spread)) của những người tạo lập thị trường khi đối mặt với khả năng đang giao dịch với những người có lợi thế thông tin, những người tạo lập thị trường lại yết giá chào mua hoặc giá chào bán theo xu hướng làm tăng thanh khoản (đó là giảm khoảng chênh lệch giá chào bán và chào mua) khi họ tin rằng đang giao dịch với những người thuần túy vì nhu cầu thanh khoản (đó là các giao dịch không dựa trên thông tin riêng). Admati và Pfleiderer (1988) cũng phát triển một mô hình lý thuyết chứng minh mối tương quan thuận giữa hoạt động giao dịch nhiều và thanh khoản cổ phiếu nhưng theo một cách tiếp cận khác. Theo mô hình của Admati và Pfleiderer (1988), gia tăng giao dịch nhiều trên thị trường góp phần làm gia tăng lợi nhuận cho những người giao dịch đang có lợi thế thông tin riêng. Lợi nhuận gia tăng này sẽ thu hút thêm sự tham gia của những người khác có cùng lợi thế thông tin riêng, và điều này tạo ra sự cạnh tranh của chính những người đang có lợi thế thông tin riêng là làm thế nào để khai thác ngay cơ hội trước khi thị trường nhận ra điều đó và lợi thế thông tin riêng sẽ không còn. Hệ quả là việc cạnh tranh giữa chính những người có lợi thế thông tin riêng sẽ làm giảm tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường, và làm giảm chi phí lựa chọn đối nghịch cho những người tạo lập thị trường. Thanh khoản cổ phiếu lúc đó sẽ được cải thiện hơn.

Một số nghiên cứu thực nghiệm như: Greene và Smart (1999), Bloomfield và cộng sự (2009), Peress và Schmidt (2019) đã tìm thấy các minh chứng ủng hộ cho các mô hình lý thuyết của Glosten và Milgrom (1985), Admati và Pfleiderer (1988). Greene và Smart (1999) tìm thấy hoạt động giao dịch nhiều có tương quan thuận với thanh khoản cổ phiếu và tương quan nghịch với chi phí lựa chọn đối nghịch. Bloomfield và cộng sự (2009) tìm thấy rằng giao dịch nhiều mang lại một số lợi ích cho thị trường, bao gồm gia tăng hoạt động giao dịch, giảm đi tác động giá và cải thiện thanh khoản thị trường. Peress và Schmidt (2019) tìm thấy rằng trong những ngày những người giao dịch nhiều bị chi phối bởi những sự kiện khác ngoài thị trường, và do vậy ít chú ý tham gia vào thị trường, hoạt động giao dịch giảm và thanh khoản thị trường trở nên kém đi.

⁷ Chi phí lựa chọn đối nghịch (Adverse Selection Cost) là chi phí phát sinh do tình trạng bất cân xứng thông tin.

Thảo luận ở các phần trên cho thấy rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu có thể có mối tương quan với thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, hướng của tương quan phụ thuộc vào biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là kết quả của hoạt động giao dịch dựa trên lợi thế thông tin riêng hay chỉ thuần túy là kết quả của hoạt động giao dịch nhiễu. Nếu biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là kết quả của hoạt động giao dịch dựa trên lợi thế thông tin riêng đặc thù doanh nghiệp, biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù sẽ có tương quan âm với thanh khoản cổ phiếu⁸. Ngược lại, nếu biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu chỉ là kết quả của hoạt động giao dịch nhiễu, biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù sẽ có tương quan dương với thanh khoản cổ phiếu.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm dữ liệu kế toán trên các báo cáo tài chính và dữ liệu giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Dữ liệu được cung cấp bởi FiinGroup (trước đây là StoxPlus), một công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam⁹. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2007–2017.

2.2.2. Đo lường các biến

2.2.2.1. Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu (IVOL)

Tương tự như nghiên cứu của Aabo và cộng sự (2017), Hutton và cộng sự (2009), Brockman và Yan (2009), để đo lường biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu của mỗi doanh nghiệp trong mỗi năm, tác giả sử dụng độ lệch chuẩn của phần dư ngẫu nhiên từ hồi quy mô hình thị trường dưới đây:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{Mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

r_{it} : Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu i trong tuần thứ t của mỗi năm;

r_{Mt} : Tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường trong tuần thứ t của mỗi năm. Danh mục thị trường được xác định bao gồm toàn bộ cổ phiếu niêm yết trên mỗi Sở Giao dịch tương ứng;

α_i : Hệ số chặn;

β_i : Hệ số hồi quy;

ε_{it} : Phần dư ngẫu nhiên.

Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu i trong mỗi năm (IVOL) là độ lệch chuẩn các giá trị ε_{it} trong năm đó.

⁸ Như được trình bày ở chú thích ^[5], giao dịch dựa trên thông tin riêng giúp gia tăng hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu, đó là gia tăng lượng thông tin chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu và làm cho giá cổ phiếu mang tính thông tin. Tuy nhiên, việc tận dụng lợi thế thông tin riêng để giao dịch kiếm lời cũng tạo ra tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường, và điều này lại có ảnh hưởng bất lợi đến thanh khoản.

⁹ Website: <http://fiingroup.vn/>

2.2.2.2. Thanh khoản cổ phiếu (LIQ)

Thanh khoản cổ phiếu là một biến không thể quan sát trực tiếp mà phải được ước lượng. Trong nghiên cứu này, tác giả ước lượng thanh khoản cổ phiếu dựa trên đo lường tác động giá được phát triển bởi Amihud (2002)¹⁰. Cụ thể, thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d được đo lường như sau:

$$AMIHUD_{id} = \frac{|R_{id}|}{V_{id}} \quad (2)$$

Trong đó,

$AMIHUD_{id}$: Thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d ;

$|R_{id}|$: Giá trị tuyệt đối của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu i vào ngày d ;

V_{id} : Giá trị giao dịch cổ phiếu i vào ngày d . Một cổ phiếu với giá trị AMIHUD cao thể hiện 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 tình trạng thanh khoản thấp.

Ngoài ra, tác giả cũng sử dụng thước đo dựa trên chênh lệch giá chào bán và giá chào mua (Bid-Ask Spread) để đo lường thanh khoản cổ phiếu (Chordia và cộng sự, 2000). Cụ thể, tác giả sử dụng thêm biến sau:

$$PESPRD_{id} = \frac{2 \times |P_{i,d} - \frac{Ask_{id} + Bid_{id}}{2}|}{\frac{Ask_{id} + Bid_{id}}{2}} \quad (3)$$

Trong đó,

$PESPRD_{id}$: Chênh lệch giá hữu hiệu tương đối (Relative-Effective Spread) của cổ phiếu i vào ngày d ;

P_{id} : Giá khớp lệnh vào cuối ngày giao dịch d ;

Ask_{id} : Giá chào bán được công bố vào cuối ngày giao dịch d ;

Bid_{id} : Giá chào mua được công bố vào cuối ngày giao dịch d . Giá trị càng cao của PESPRD thể hiện tính thanh khoản của cổ phiếu càng thấp và ngược lại.

Thanh khoản cổ phiếu i trong năm t (LIQ) được đo lường bằng giá trị trung bình các giá trị ngày của AMIHUD hoặc PESPRD của cổ phiếu đó trong năm t ¹¹. Tương tự như các nghiên cứu trước (Karolyi và cộng sự, 2012; Ng và cộng sự, 2016), tác giả biến đổi logarit tự nhiên các biến thanh khoản (ký hiệu: $\ln AMIHUD$ và $\ln PESPRD$) để giảm bớt ảnh hưởng của quan sát ngoại lai (Outliers) trong các mô hình hồi quy.

2.2.2.3. Biến kiểm soát (CONTROLS)

Để loại bỏ khả năng tác động chi phối của những biến đặc thù doanh nghiệp đến quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu, tác giả kiểm soát trong mô hình hồi quy những biến

¹⁰ Các nghiên cứu trước đây đề xuất một vài biến có thể được sử dụng để đo lường thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, không có một thước đo nào phản ánh thật sự đầy đủ các khía cạnh của thanh khoản cổ phiếu. Nghiên cứu của Goyenko và cộng sự (2009) cùng Fong và cộng sự (2017) cho thấy rằng thước đo Amihud (2002) và thước đo dựa trên chênh lệch giá chào bán và giá chào mua phản ánh khá tốt thanh khoản cổ phiếu so với các thước đo khác. Ngoài ra, sự khác nhau về cấu trúc vi mô của các thị trường có thể đưa đến tình huống một thước đo thanh khoản thích hợp cho thị trường này nhưng không nhất thiết là phù hợp cho thị trường khác. Trên thị trường Việt Nam, việc khớp lệnh định kỳ trong 15 phút cuối cùng của ngày giao dịch có thể ảnh hưởng đến tính chuẩn xác của thước đo thanh khoản. Tuy nhiên, việc khẳng định khớp lệnh định kỳ trong 15 phút cuối mỗi ngày giao dịch có ảnh hưởng hay không đến các thước đo thanh khoản cần được dựa trên một nghiên cứu tin cậy. Điều này nằm ngoài phạm vi nghiên cứu của bài báo này.

¹¹ Vì dữ liệu giá chào bán (Ask) và giá chào mua (Bid) không sẵn có cho toàn bộ cổ phiếu niêm yết nên tác giả chỉ sử dụng thước đo PESPRD như là một biến bổ sung thêm.

đặc thù doanh nghiệp nhằm tách rời ảnh hưởng ròng của tỷ suất sinh lợi đặc thù đến thanh khoản cổ phiếu. Các biến kiểm soát đặc thù doanh nghiệp được xác định dựa trên các nghiên cứu trước, ví dụ: Hutton và cộng sự (2009), Dasgupta và cộng sự (2010), Brockman và Yan (2009), Aabo và cộng sự (2017), bao gồm:

- *Quy mô doanh nghiệp (MV)*, được xác định bằng logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp, 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 doanh nghiệp 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 doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính;

- *Đòn bẩy (LEV)*, được xác định bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính;

- *Lợi nhuận trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA)*, được xác định bằng tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản của doanh nghiệp vào thời điểm cuối năm của 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;

- *Giao dịch cổ phiếu (TURN)*, được xác định bằng khối lượng giao dịch cổ phiếu trung bình hàng tháng chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp trong năm đang được tính;

- *Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức (IO)*, được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp.

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại lai (Outliers), tác giả loại bỏ các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến.

2.2.3. Mô hình phân tích

Tác giả thực hiện phân tích ảnh hưởng của tỷ suất sinh lợi đặc thù đến thanh khoản cổ phiếu dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$LIQ_{it} = \alpha + \beta IVOL_{it-1} + \sum \gamma_j CONTROLS_{it-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Trong đó,

IVOL_i: Tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu *i* như được trình bày ở mục 2.2.2.1;

LIQ_i: Biến đo lường thanh khoản cổ phiếu *i* được định nghĩa ở mục 2.2.2.2;

CONTROLS_i: Các biến kiểm soát đặc thù doanh nghiệp *i* được trình bày ở mục 2.2.2.3.

Mô hình (4) cũng bao gồm hiệu ứng cố định ngành (θ_n) và hiệu ứng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của tỷ suất sinh lợi đặc thù 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 (Reverse Causality) từ thanh khoản cổ phiếu. 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 (Firm-Level Clustering) để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê *t* dựa theo phương pháp của Petersen (2009).

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu, thanh khoản cổ phiếu và các biến kiểm soát. Tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu trung bình trong khoảng thời gian mẫu là 0,054. Thanh khoản cổ phiếu trung bình trên thị trường chứng khoán Việt Nam là –2,714 (theo thước đo lnAMIHUĐ) cho thấy thị trường Việt Nam dường như có thanh khoản tương đối thấp. Kết quả này nhất quán với phát hiện về thanh khoản ở thị trường đang phát triển trong một số nghiên cứu trước đây, chẳng hạn như: Ng và cộng sự (2016), Dang và cộng sự (2018).

Bảng 1.

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Giá trị trung vị	Phân vị 10%
IVOL	5.672	0,054	0,021	0,082	0,051	0,031
lnAMIHUĐ	5.889	–2,714	3,222	0,918	–1,937	–7,584
lnPESPRĐ	3.659	–3,502	0,781	–2,651	–3,337	–4,651
MV	6.913	–1,778	1,825	0,499	–1,917	–4,026
MB	6.912	–0,134	0,782	0,846	–0,112	–1,161
LEV	6.751	0,500	0,229	0,792	0,525	0,171
ROA	6.713	0,064	0,083	0,151	0,050	0,003
ARET	4.808	0,004	0,446	0,548	0,000	–0,583
TURN	5.264	0,079	0,121	0,220	0,031	0,003
IO	4.743	0,305	0,314	0,768	0,219	0,000

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến được sử dụng trong phân tích hồi quy. Như có thể thấy từ Bảng 2, hệ số tương quan giữa cả hai thước đo thanh khoản cổ phiếu (lnAMIHUĐ và lnPESPRĐ) và biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu (IVOL) là dương, cho thấy một quan hệ nghịch giữa thanh khoản cổ phiếu và biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu¹². Kết quả này cung cấp một bức tranh sơ bộ về quan hệ giữa biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp, và do vậy hạn chế khả năng xảy ra đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy¹³.

¹² Như được giải thích ở mục 2.2.2.2, một giá trị lnAMIHUĐ hoặc lnPESPRĐ cao thể hiện cổ phiếu đang ở trạng thái thanh khoản thấp, và ngược lại.

¹³ Như một quy tắc thực 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 (Gujarati, 2003).

Bảng 2.

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	IVOL	lnAMIHU	lnPESPRD	MV	MB	LEV	ROA	ARET	TURN	IO
IVOL	1,000									
lnAMIHU	0,307	1,000								
lnPESPRD	0,391	0,806	1,000							
MV	-0,400	-0,535	-0,486	1,000						
MB	-0,158	-0,098	-0,060	0,557	1,000					
LEV	0,077	0,058	0,024	-0,098	-0,084	1,000				
ROA	-0,167	-0,142	-0,141	0,188	0,304	-0,340	1,000			
ARET	0,002	-0,121	-0,120	0,024	0,137	-0,010	0,156	1,000		
TURN	-0,019	-0,392	-0,361	-0,104	-0,257	-0,081	-0,064	0,076	1,000	
IO	-0,131	-0,035	-0,043	0,255	0,146	-0,003	0,144	0,035	-0,206	1,000

3.2. Kết quả thực nghiệm

3.2.1. Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu

Kết quả hồi quy của mô hình (4) được trình bày trong Bảng 3. Cột (1) và cột (2) trình bày kết quả hồi quy sử dụng thước đo lnAMIHU, cột (3) và cột (4) trình bày kết quả hồi quy sử dụng thước đo lnPESPRD. Ở cột (1) và cột (3) của bảng, tác giả thực hiện hồi quy OLS thông thường. Mô hình hồi quy bao gồm: Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu (IVOL), các biến kiểm soát đặc thù doanh nghiệp, hiệu ứng ngành và năm. Kết quả cho thấy biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù có mối quan hệ nghịch chiều với thanh khoản cổ phiếu. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến IVOL ở cột (1) và cột (3) của Bảng 3 tương ứng là 16,277 ($t\text{-stat}=7,69$) và 8,955 ($t\text{-stat}=13,91$) với mức ý nghĩa 1%, cho thấy rằng khi biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng thấp (tương ứng với giá trị biến lnAMIHU hoặc lnPESPRD càng cao). Kết quả này phù hợp với quan điểm rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù là một chỉ dấu của hoạt động giao dịch dựa trên lợi thế thông tin riêng đặc thù doanh nghiệp. Ở cột (2) và cột (4) tác giả kiểm soát thêm trong mô hình hồi quy hiệu ứng niêm yết (L). Việc kiểm soát này cho phép giải quyết khả năng rằng sự khác nhau về quy mô, điều kiện niêm yết, yêu cầu công bố và cấu trúc vi mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch Chứng khoán có thể ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu. Kết quả được trình bày ở cột (2) và cột (4) cho thấy biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù vẫn tác động nghịch chiều đến thanh khoản cổ phiếu.

Bảng 3.

Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu

Biến	lnAMIHUĐ		lnPESPRD	
	Mô hình	Mô hình	Mô hình	Mô hình
	(1)	(2)	(3)	(4)
IVOL	16,277*** (7,69)	19,188*** (9,49)	8,955*** (13,91)	8,825*** (13,70)
MV	-1,336*** (-24,83)	-1,545*** (-27,57)	-0,278*** (-19,23)	-0,266*** (-16,63)
MB	1,068*** (11,94)	1,229*** (13,87)	0,224*** (8,92)	0,220*** (8,67)
LEV	-0,963*** (-3,49)	-0,818*** (-3,21)	-0,250*** (-3,63)	-0,259*** (-3,76)
ROA	-5,308*** (-7,41)	-5,027*** (-7,17)	-0,973*** (-4,30)	-0,984*** (-4,38)
ARET	-0,304*** (-3,62)	-0,321*** (-3,80)	-0,067** (-2,50)	-0,073*** (-2,71)
TURN	-10,863*** (-18,09)	-10,747*** (-18,23)	-1,848*** (-14,26)	-1,833*** (-14,17)
IO	0,703*** (4,17)	0,765*** (4,64)	0,199*** (3,89)	0,192*** (3,78)
Kiểm soát hiệu ứng	IY	IYL	IY	IYL
Số quan sát	3.964	3.964	2.353	2.353
R ² hiệu chỉnh	64,7%	66,6%	62,1%	62,4%

Ghi chú: I: Hiệu ứng ngành; Y: Hiệu ứng năm; L: Hiệu ứng niêm yết;

,* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%.

3.2.2. Kiểm định tính bền vững của kết quả (Robustness Checks)

Phân tích ở phần trên cho thấy biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù có tương quan nghịch với thanh khoản cổ phiếu sau khi đã kiểm soát những biến đặc thù doanh nghiệp và các hiệu ứng ngành, hiệu ứng năm có thể tác động chi phối đến quan hệ giữa biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu. Kết quả này có thể được diễn giải như là một minh chứng ủng hộ cho quan điểm rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù là chỉ dấu của hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng. Tuy nhiên,

một số vấn đề nội sinh (Endogeneity) tiềm tàng có thể ảnh hưởng đến độ tin cậy của kết quả ở trên.
Cụ thể:

- *Thứ nhất*, có thể có khả năng rằng một nhân tố nào đó thuộc đặc thù doanh nghiệp không thay đổi (hoặc ít thay đổi) theo thời gian nhưng không thể quan sát có tác động chi phối đến quan hệ giữa biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù và thanh khoản cổ phiếu. Để giải quyết khả năng này, tác giả kiểm soát thêm hiệu ứng cố định doanh nghiệp (F) trong mô hình hồi quy.

- *Thứ hai*, bằng cách sử dụng giá trị trễ của biến độc lập trong mô hình hồi quy, tác giả đã hạn chế khả năng tác động theo chiều ngược lại (Reverse Causality) từ thanh khoản cổ phiếu đến biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu. Tuy nhiên, tác động theo chiều ngược lại từ thanh khoản cổ phiếu đến biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu vẫn có thể xảy ra nếu như thanh khoản có sự tự tương quan cao theo thời gian. Để giải quyết vấn đề này, tác giả kiểm soát thêm biến trễ thanh khoản cổ phiếu trong mô hình hồi quy và ước lượng mô hình này bằng cách sử dụng ước lượng System-GMM được áp dụng cho mô hình dữ liệu bảng động (SysGMM). Các kết quả phân tích tính bền vững này được trình bày ở Bảng 4. Kết quả cho thấy giá trị ước lượng hệ số của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù là dương và ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù vẫn tác động nghịch chiều đến thanh khoản cổ phiếu.

Bảng 4.

Kiểm định tính bền vững

Biến	Hiệu ứng cố định công ty		SysGMM	
	lnAMIHUUD	lnPESPRD	lnAMIHUUD	lnPESPRD
	(1)	(2)	(3)	(4)
IVOL	11,885*** (5,91)	6,604*** (8,20)	4,188** (2,35)	3,729*** (4,23)
MV	-1,989*** (-9,65)	-0,376*** (-6,35)	-0,444*** (-7,65)	-0,088*** (-4,07)
MB	1,527*** (7,34)	0,244*** (3,81)	0,270*** (3,93)	0,056** (1,99)
LEV	-1,335*** (-3,09)	-0,464*** (-3,35)	-0,555*** (-3,61)	-0,221*** (-4,13)
ROA	-3,143*** (-4,39)	-0,930*** (-3,66)	-2,868*** (-5,33)	-0,591*** (-3,09)
ARET	-0,531*** (-6,59)	-0,113*** (-3,72)	-0,369*** (-4,42)	-0,086*** (-3,10)
TURN	-6,879*** (-12,54)	-1,168*** (-6,46)	-1,499*** (-2,76)	-0,266 (-1,58)
IO	0,283* (1,82)	0,088 (1,46)	0,408*** (4,52)	0,139*** (3,60)
Lag-LIQUID			0,702*** (16,84)	0,585*** (8,01)
Kiểm soát hiệu ứng	FY	FY	IY	IY
Số quan sát	3.982	2.361	3.975	2.097

Biến	Hiệu ứng cố định công ty		SysGMM	
	lnAMIHUĐ	lnPESPRD	lnAMIHUĐ	lnPESPRD
	(1)	(2)	(3)	(4)
Kiểm định AR(1) (p-value)			0,000	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)			0,146	0,425
Kiểm định Hansen (p-value)			0,137	0,202
R ² hiệu chỉnh	81,5%	76,6%		

Ghi chú: F: Hiệu ứng cố định doanh nghiệp; Y: Hiệu ứng năm; I: Hiệu ứng ngành;

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

4. Kết luận và hàm ý

4.1. Kết luận

“Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là một chỉ dấu phản ánh thông tin riêng hay chỉ thuần túy là kết quả của hoạt động giao dịch nhiễu” là một vấn đề gây nhiều tranh cãi giữa các nhà nghiên cứu và cho đến nay vẫn chưa có câu trả lời mang tính đồng thuận. Trong nghiên cứu này, tác giả xem xét chủ đề này bằng cách sử dụng một cách tiếp cận khác: Nghiên cứu ảnh hưởng của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù đến thanh khoản cổ phiếu, một thước đo vừa có thể phản ánh hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng nhưng vừa có thể phản ánh hoạt động giao dịch nhiễu. Dựa trên dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2007–2017, kết quả cho thấy biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù có quan hệ nghịch với thanh khoản cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với quan điểm giải thích rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là kết quả của hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng và là một chỉ dấu phản ánh hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu (Information Efficiency).

Mặc dù kết quả từ nghiên cứu này ủng hộ quan điểm rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu là một chỉ dấu phản ánh hoạt động giao dịch dựa trên thông tin riêng, phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong bài này có thể không giải quyết triệt để vấn đề đặt ra. Do vậy, kết luận cuối cùng về “bản chất của biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu” nên được diễn giải một cách thận trọng và có thể cần đến các nghiên cứu bổ sung ở các góc độ hoặc sử dụng cách tiếp cận khác để giải quyết triệt để hơn các vấn đề trên. Tác giả bỏ ngỏ khả năng này cho các nghiên cứu trong tương lai.

4.2. Hàm ý nghiên cứu

Chức năng của thị trường chứng khoán là thực hiện phân bổ vốn trong nền kinh tế, theo đó, các dòng vốn phải được hướng đến những nơi sử dụng hiệu quả (hiệu quả phân bổ - Allocative Efficiency), từ đó đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế (Tobin, 1984; Levine & Zervos, 1998). Chức năng này chỉ có thể được thực hiện tốt khi giá cổ phiếu phản ánh chính xác và kịp thời những thông tin đặc thù liên quan đến giá trị của doanh nghiệp (hiệu quả thông tin - Informational Efficiency). Ủng hộ cho quan điểm này, các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã chứng minh rằng vốn và các nguồn lực khác được phân bổ hiệu quả hơn trong nền kinh tế khi giá cổ phiếu mang tính thông tin (Wurgler, 2000; Durnev và cộng sự, 2004). Trong trường hợp thị trường chứng khoán Việt Nam, kết quả từ nghiên cứu của tác giả cho thấy biến động tỷ suất sinh

lợi đặc thù cổ phiếu là một chỉ dấu phản ánh hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu. Trên khía cạnh đó, nghiên cứu này có các hàm ý quan trọng như sau:

- *Đối với các doanh nghiệp*: Thay đổi trong giá cổ phiếu có thể là một chỉ dấu giúp nhà quản trị doanh nghiệp nhận biết phản ứng của thị trường về những quyết định của nhà quản trị, và do vậy giúp họ đưa ra những quyết định quản trị tốt hơn nhằm hướng đến gia tăng giá trị doanh nghiệp.

- *Đối với nhà đầu tư*: Quyết định đầu tư cổ phiếu chỉ trở nên hiệu quả hơn khi giá cổ phiếu mang tính thông tin cao. Kết quả từ nghiên cứu của tác giả hàm ý rằng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù là một chỉ dấu có thể giúp các nhà đầu tư đánh giá tính thông tin của giá cổ phiếu, từ đó, cho phép có một sự phân tích chính xác hơn trong các quyết định đầu tư.

- *Đối với những cơ quan hoạch định chính sách và quản lý thị trường*: Biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu có thể được sử dụng như một thước đo để đánh giá mức độ tác động của những chính sách được ban hành nhằm cải thiện môi trường thông tin của doanh nghiệp và thị trường. Một sự thay đổi ý nghĩa theo chiều hướng gia tăng biến động tỷ suất sinh lợi đặc thù cổ phiếu ở thời điểm sau khi ban hành chính sách so với trước khi ban hành có thể phản ánh tác động tích cực của chính sách đó, và ngược lại. Để góp phần gia tăng hiệu quả thông tin của thị trường, các cơ quan hoạch định chính sách và quản lý thị trường cần đẩy mạnh việc hoàn thiện môi trường thể chế và cải thiện môi trường thông tin để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư, qua đó khuyến khích hoạt động thu thập, phân tích và giao dịch dựa trên thông tin riêng. Ở góc độ này, cần phân biệt việc thu thập, phân tích và giao dịch dựa trên thông tin riêng được thực hiện bởi những nhà đầu tư bên ngoài với việc sử dụng thông tin nội bộ để giao dịch nhằm trục lợi (Insider Trading). Giao dịch bằng cách sử dụng thông tin nội bộ có thể làm tổn hại đến quyền lợi và nỗ lực thu thập, phân tích thông tin của những nhà đầu tư trên thị trường. Điều này làm cho việc thu thập và phân tích thông tin đầu tư không có nhiều ý nghĩa, nhà đầu tư không có động lực để thu thập và phân tích thông tin, và do vậy có thể làm suy yếu hiệu quả thông tin của thị trường ■

Tài liệu tham khảo

- Aabo, T., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2017). Idiosyncratic volatility: An indicator of noise trading?. *Journal of Banking and Finance*, 75, 136–151.
- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (1988). A theory of intraday patterns: Volume and price variability. *Review of Financial Studies*, 1(1), 3–40.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56.
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L. H. (2005). Liquidity and asset prices. *Foundations and Trends in Finance*, 1(4), 269–364.
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 528–543.
- Bloomfield, R., O'Hara, M., & Saar, G. (2009). How noise trading affects markets: An experimental analysis. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2275–2302.
- Brennan, M., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics*, 38(3), 361–381.

- Brockman, P., & Chung, D. Y. (1999). An analysis of depth behavior in an electronic, order-driven environment. *Journal of Banking and Finance*, 23(12), 1861–1886.
- Brockman, P., & Yan, X. (2009). Block ownership and firm specific information. *Journal of Banking and Finance*, 33(2), 308–316.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *Accounting Review*, 81(5), 983–1016.
- Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 80(1), 115–147.
- Chordia, T., Roll, R., & Subramanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56(1), 3–28.
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J.-C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265–291.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information effects of the bid-ask spread. *Journal of Finance*, 38(5), 1457–1469.
- Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1189–1220.
- Dang, T. L., Moshirian, F., & Zhang, B. (2015). Commonality in news around the world. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 82–110.
- Dang, T. L., Nguyen, T. H., Tran, N. T. A., & Vo, T. T. A. (2018). Institutional ownership and stock liquidity: International evidence. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(1), 21–53.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738.
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. (2003). Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing?. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 797–836.
- Durnev, A., Morck, R., & Yeung, B. (2004). Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation. *Journal of Finance*, 59(1), 65–105.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock market prices. *Journal of Business*, 38(1), 34–105.
- Fama, E. F., & Blume, M. E. (1966). Filter rules and stock market trading. *Journal of Business*, 39(1), 226–241.
- Fong, K. Y. L., Holden, C., & Trzcinka, C. (2017). What are the best liquidity proxies for global research?. *Review of Finance*, 21(4), 1355–1401.
- 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(1), 71–100.
- Goyenko, R., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 153–181.
- Greene, J., & Smart, S. (1999). Liquidity provision and noise trading: Evidence from the "Investment Dartboard" column. *Journal of Finance*, 54(5), 1885–1899.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.

- Ho, T., & Stoll, H. R. (1981). Optimal dealer pricing under transactions and return uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 47–73.
- Hutton, A., Marcus, A., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R-square, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
- Jin, L., & Myers, S. (2006). R² around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292.
- Karolyi, G. A., Lee, K-H., & van Dijk, M. A. (2012). Understanding commonality in liquidity around the world. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 82–112.
- Kelly, P. J. (2014). Information efficiency and firm-specific return variation. *Quarterly Journal of Finance*, 4(4), 1450018.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.
- Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729–774.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537–558.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock market: Why do emerging markets have synchronous stock price movements?. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 215–260.
- Ng, L., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2016). Foreign investor heterogeneity and stock liquidity around the world. *Review of Finance*, 20(5), 1867–1910.
- Peress, J., & Schmidt, D. (2019). Glued to the TV distracted noise traders and stock market liquidity. *Journal of Finance*, 75(2), 1083–1133. doi: 10.1111/jofi.12863
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Pontiff, J. (2006). Costly arbitrage and the myth of idiosyncratic risk. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 35–52.
- Roll, R. (1988). R². *Journal of Finance*, 43(3), 541–566.
- Roulstone, D. T. (2003). Analyst following and market liquidity. *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 551–578.
- Stoll, H. R. (2000). Friction. *Journal of Finance*, 55(4), 1479–1514.
- Teoh, S. H., Yang, Y., & Zhang, Y. (2007). R-square: Noise or firm-specific information?. *Unpublished Working Paper*, University of California, Irvine, Chinese University of Hong Kong.
- Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyd's Bank Review*, 153, 1–15.
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 187–214.