

Tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu lên thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam

LÊ ĐẠT CHÍ & HOÀNG THỊ PHƯƠNG THẢO

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nhận bài: 20/10/2015 - Duyệt đăng: 29/11/2015

Nghiên cứu này xem xét tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 lên thanh khoản của thị trường chứng khoán (TTCK) VN. Sử dụng nhiều thước đo thanh khoản khác nhau, kết quả nghiên cứu cho thấy khủng hoảng tài chính toàn cầu có tác động làm giảm thanh khoản của TTCK VN. Kết quả này nhất quán trên tất cả các thước đo thanh khoản được sử dụng. Kết luận từ nghiên cứu này ủng hộ cho lập luận lý thuyết về hiện tượng tương đồng thanh khoản và chọn lọc đối tác thanh khoản trong thời kỳ khủng hoảng xảy ra.

Từ khóa: Khủng hoảng, thanh khoản, thị trường chứng khoán Việt Nam.

1. Giới thiệu

Tính thanh khoản được xem như là một tiêu chí quan trọng cho sự phát triển, tính ổn định và tính hiệu quả của thị trường tài chính bởi vai trò quan trọng nhất của thị trường tài chính là tạo ra môi trường giao dịch tự do các tài sản, từ đó giúp chia sẻ và đa dạng hóa rủi ro cho nhà đầu tư.

Tình hình thanh khoản của thị trường, đặc biệt là tính thanh khoản trong thời kỳ xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là mối quan tâm rất lớn của các nhà hoạch định chính sách phát triển thị trường, các doanh nghiệp niêm yết và các nhà đầu tư. Trong thời kỳ khủng hoảng tài chính quốc tế, sự dịch chuyển dòng vốn và tái cơ cấu danh mục có thể xảy ra trong thời gian ngắn bởi vì các yếu tố rủi ro tương đối giữa các quốc gia thay

đổi đáng kể. Bên cạnh đó, khủng hoảng tài chính có thể tác động lên thanh khoản của TTCK của một quốc gia thông qua tác động tâm lý lên các nhà đầu tư trong nước. Nhà đầu tư trong nước có thể theo sau các hành vi các nhà đầu tư quốc tế hoặc đơn giản là bày đàn theo thông tin thông qua tác động của truyền thông và tin tức từ các thị trường nơi tâm điểm của khủng hoảng xảy ra. Ngoài ra, khủng hoảng tài chính làm cho cổ phiếu các doanh nghiệp trở nên kém thanh khoản do nó tác động bất lợi lên khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp có tỷ trọng cao doanh số đến từ thị trường quốc tế. TTCK VN có quy mô khiêm tốn, khi thị trường rơi vào tình trạng căng thẳng thanh khoản, các hành động bóp méo nhằm thao túng thị trường lại càng có động cơ để xảy

ra. Rủi ro đầu tư sẽ tăng cao, nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất sinh lợi cao hơn và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp vì thế sẽ gia tăng, đặt những rào cản lên việc huy động vốn của doanh nghiệp trong nền kinh tế, dẫn đến sự ngưng trệ trong việc mở rộng sản xuất và tác động bất lợi lên tăng trưởng kinh tế.

Như vậy, có thể nói vấn đề thanh khoản của TTCK, nhất là trong bối cảnh xảy ra các cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là vấn đề rất đáng quan tâm cả về phương diện điều hành thị trường, phương diện doanh nghiệp huy động vốn và cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia trên TTCK VN. Nhưng giải quyết vấn đề thanh khoản không chỉ đơn thuần dựa vào cảm nhận định tính mà chúng ta cần các thước đo thanh khoản đúng nghĩa, từ đó mới có thể bàn đến chuyện

lượng hóa ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu đến tính thanh khoản và các khuyến nghị được đưa ra mới có căn cứ. Lúc đó, các nhà quản lý TTCK, doanh nghiệp và nhà đầu tư mới có thể có những quyết sách phù hợp đối với vấn đề thanh khoản.

Xuất phát từ tính cấp thiết của vấn đề khủng hoảng và thanh khoản, mục tiêu chính của nghiên cứu này là: Đánh giá ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu lên thanh khoản của TTCK VN. Cụ thể, câu hỏi nghiên cứu là khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 có ảnh hưởng lên thanh khoản của TTCK VN hay không?

Phần còn lại của nghiên cứu được cấu trúc như sau: phần 2 trình bày tổng quan lý thuyết, phần 3 là kết quả và thảo luận, cuối cùng phần 4 kết luận và đưa ra các khuyến nghị.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Kênh truyền dẫn chính của khủng hoảng tài chính lên thanh khoản của TTCK

Các nghiên cứu tác động khủng hoảng lên tính thanh khoản thường chỉ ra hai kênh truyền dẫn chính cho sự tác động ấy, đó là hiện tượng tương đồng thanh khoản (Liquidity Commonality) và hiện tượng sàng lọc đối tượng thanh khoản (Flight-to-Liquidity).

Hiện tượng tương đồng thanh khoản là hiện tượng đồng điệu trong những thay đổi về tính thanh khoản của các tài sản riêng lẻ, khiến chúng có những sự thay đổi tương tự với tính thanh khoản của toàn bộ thị trường. Hiện tượng này lần đầu tiên được chỉ ra bởi Chordia và cộng sự (2000), các nghiên cứu sau đó của Hasbrouck và Seppi (2001), Paul và Dennis (2002) và Kamara và cộng sự (2008) cũng thừa nhận

sự tồn tại của hiện tượng tương đồng thanh khoản này.

Một hiện tượng khác xuất hiện trong thời kỳ khủng hoảng cũng đã được bàn đến trong nhiều nghiên cứu trước, đó là hiện tượng chọn lọc đối tác chất lượng (Flight-to-Quality), gần giống với hiện tượng chọn lọc đối tác thanh khoản (Flight-to-Liquidity). Hai hiện tượng này nhiều khi được xem là một, cùng miêu tả quan sát thực nghiệm cho thấy khi sự không chắc chắn trong thị trường tăng lên, các nhà đầu tư có xu hướng chuyển vốn của họ về các tài sản ít rủi ro hơn (Flight-to-Quality) và các tài sản có mức thanh khoản tốt hơn (Flight-to-Liquidity). Các nghiên cứu của Dunbar (2008), Beber và cộng sự (2009) và Rösch và Kaserer (2013) đã tìm thấy bằng chứng cho lập luận này.

2.2. Bằng chứng thực nghiệm về tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu lên thanh khoản

Liu (2006) thông qua nhiều phương pháp đo lường tính thanh khoản khác nhau, chỉ ra tính thanh khoản của TTCK Mỹ trở nên xấu đi ngay sau những sự kiện kinh tế tài chính lớn như là cuộc suy thoái 1972-1974, sự sụp đổ thị trường năm 1987, khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, khủng hoảng tài chính Nga năm 1998, và sự kiện vỡ bong bóng tài sản các ngành công nghệ cao năm 2000. Tương tự, Lesmond (2005) chỉ ra rằng tính kém thanh khoản trên 23 thị trường mới nổi tăng lên đột ngột trong cuộc khủng hoảng của châu Á và của Nga.

Yeyati và cộng sự (2008) khảo sát bảy thị trường mới nổi khác nhau, chỉ ra trong giai đoạn 1994-2004, các thời kỳ khủng hoảng

thường đi kèm với chi phí cao hơn về tính thanh khoản cũng như sự tăng lên ban đầu rồi sau đó giảm xuống nhanh chóng của hoạt động giao dịch. Hameed và cộng sự (2010) cũng thấy có một mối quan hệ cùng chiều giữa lợi suất của thị trường và thanh khoản. Họ đưa ra bằng chứng mạnh mẽ rằng sự suy giảm tính thanh khoản là do việc thị trường suy giảm (thường xảy ra trong thời kỳ khủng hoảng) gây ra.

Næs và cộng sự (2011) đưa ra một cái nhìn chung hơn về mối quan hệ giữa chu kỳ kinh tế và thanh khoản thị trường. Họ chỉ ra tính thanh khoản của TTCK thường bị bốc hơi trong các thời kỳ kinh tế đi xuống, thể hiện rõ trong mẫu nghiên cứu gồm các cổ phiếu thường trên sàn NYSE của Mỹ (1947-2008) và các chứng khoán của Na Uy trên sàn giao dịch Oslo (1980-2008). Đồng quan điểm nói trên, Rösch và Kaserer (2013) đi đến kết luận rằng tính thanh khoản của TTCK Đức giai đoạn 2003-2009 bị suy giảm trầm trọng trong thời kỳ khủng hoảng, tạo ra một sự tương quan dương giữa rủi ro thị trường và rủi ro thanh khoản.

Nghiên cứu sự tác động của khủng hoảng lên tính thanh khoản ở các thị trường châu Á, Charoenwong và cộng sự (2012) cũng cho thấy một sự sụt giảm mạnh trong mức độ thanh khoản của thị trường khi khủng hoảng 1997-1998 và khủng hoảng 2007-2008 xảy ra.

2.3. Phương pháp nghiên cứu

Phần này trình bày phương pháp đo lường thanh khoản và mô hình thực nghiệm kiểm định tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu lên thanh khoản của TTCK.

2.3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thị

trường và dữ liệu trên báo cáo tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX. Cuối cùng, mẫu nghiên cứu có được là bảng dữ liệu không cân bằng với 609 công ty, với 11057 quan sát công ty theo quý từ quý 4/2007 đến quý 4/2013.

2.3.2. Các thước đo thanh khoản

Thanh khoản là một định nghĩa rộng với nhiều khía cạnh khác nhau mà chỉ dùng một thước đo thì không thể bao quát toàn bộ. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng 6 thước đo khác nhau, bao gồm 2 thước đo thanh khoản và 4 thước đo kém thanh khoản để tăng tính vững của nghiên cứu. 6 thước đo này đều được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu của các học giả trên thế giới. Cách đo lường các thước đo này sẽ được trình bày dưới đây.

Chênh lệch giá tương đối

Thước đo tính kém thanh khoản này khá đơn giản, chính là hiệu của giá chào bán và giá hỏi mua chia cho trung bình của hai mức giá này.

$$Quos = \frac{2 \cdot (\text{Giá chào bán} - \text{giá hỏi mua})}{(\text{Giá chào bán} + \text{Giá hỏi mua})}$$

Quos được xác định cuối mỗi ngày giao dịch và được tính bình quân Quos của các ngày giao dịch trong quý để có các dữ liệu của quý tương ứng cho từng cổ phiếu.

Khoảng chênh lệch giá hàm ý

Thước đo kém thanh khoản này được đề xuất bởi Roll (1984), đo lường như sau:

$$Roll = \begin{cases} 2 \cdot \sqrt{-cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})} & cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) < 0 \\ 0 & cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) \geq 0 \end{cases}$$

Khi $cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) < 0$
 $cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) \geq 0$

Các giá trị trên sẽ được xác định theo quý tương ứng với sử dụng hai chuỗi chênh lệch giá của các ngày giao dịch trong quý.

Tỷ lệ luân chuyển của cổ phiếu

Đây là một thước đo thanh khoản phổ biến đối với nhà đầu tư, đo lường như sau:

$$Turnover = \frac{\text{Tổng giá trị giao dịch trong quý}}{\text{Số lượng cổ phần đang lưu hành trung bình quý}}$$

Thước đo độ nhạy cảm của giá

Đây là thước đo kém thanh khoản của Amihud (2002) với:

$$Amihud = 10^6 \cdot \frac{|R_{id}|}{V_{id}}$$

Trong đó: R_{id} là mức thay đổi trong giá của chứng khoán thứ i trong ngày d . V_{id} là giá trị giao dịch của chứng khoán i vào ngày d . Độ nhạy cảm theo quý của một cổ phiếu được tính bằng bình quân độ nhạy cảm các ngày trong quý của cổ phiếu đó. Những ngày có giao dịch bằng 0, tỷ số này không xác định nên sẽ bị loại ra khi tính trung bình. Sau đó, biến số này được lấy logarit.

Độ sâu thị trường

Thước đo thanh khoản này được tính toán như sau:

$$Depth = \text{Giá chào bán tốt nhất} \times \text{Khối lượng chào bán} + \text{Giá hỏi mua tốt nhất} \times \text{Khối lượng hỏi mua}$$

Depth được tính cho từng ngày giao dịch của từng cổ phiếu, sau đó tính trung bình các ngày trong quý của cho từng cổ phiếu và được lấy logarit trước khi đưa vào hồi quy.

Tần suất ngày giao dịch có tỷ suất sinh lợi bằng 0

Thước đo kém thanh khoản này được phát triển bởi Lesmond và cộng sự (1999).

$$Zeros = \frac{\text{Số ngày giao dịch có tỷ suất sinh lợi bằng 0 trong quý } t}{\text{Tổng số ngày giao dịch trong quý } t}$$

Mô hình thực nghiệm

Để kiểm định tác động của khủng hoảng lên thanh khoản, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy trên dữ liệu bảng như sau:

$$LIQ_{i,t} = \beta_{0i} + \beta_1 LIQ_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 SO_{i,t-1} + \beta_6 FO_{i,t-1} + \beta_7 FO^2_{i,t-1} + \beta_8 \ln MCAP_{i,t-1} + \beta_9 R_{i,t} + \beta_{10} VOL_{i,t} + \beta_{11} Crisis + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó, LIQ là các biến đo lường thanh khoản (hoặc kém thanh khoản), CF là dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản, ROA là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản, LEV là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, SO là tỷ lệ sở hữu nhà nước, FO là tỷ lệ sở hữu nước ngoài, lnMCAP là logarit giá trị thị trường của vốn cổ phần, R là tỷ suất sinh lợi cổ phiếu và VOL là phương sai tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. α là các đặc điểm riêng không quan sát được của từng công ty, γ là ma trận các véc-tơ biến giả thời gian theo quý đại diện cho những tác động của môi trường kinh tế vĩ mô và ε là sai số. Các biến số kiểm soát được đưa vào là những biến số đã được rất nhiều các nghiên cứu chứng minh là có tác động đến thanh khoản như Frieder và Martell (2006), Rhee và Wang (2009) hay Kale và Loon (2011) và

hiều nghiên cứu khác.

Biến chính xem xét ở đây là biến giả Crisis, bằng 1 trong thời kỳ khủng hoảng và bằng 0 trong thời kỳ sau khủng hoảng. Dựa trên các nghiên cứu của Guillén (2009), Filardo và cộng sự (2010), Baur (2013) và các tác giả khác đề xuất, tác giả xác định giai đoạn khủng hoảng từ tháng 8/2007 đến tháng 3/2009, tức từ quý 3/2008 đến quý 1/2009. Thời kỳ xảy ra khủng hoảng được xác định như trên cũng được sử dụng trong các nghiên cứu gần đây như Luchtenberg và Vu (2015) hay Florackis và cộng sự (2014).

Phương trình hồi quy trên được ước lượng bằng phương pháp moment tổng quát hóa (GMM). Các lý do tác giả sử dụng phương pháp ước lượng này bao gồm:

(1) Thanh khoản có tính động: một số nghiên cứu trước đây như Ng và cộng sự (2012) và Rhee và Wang (2009) tìm thấy thanh khoản của TTCK có tính bền vững, nghĩa là thanh khoản của kỳ trước sẽ có ảnh hưởng lên thanh khoản của kỳ này;

(2) Bên cạnh đó, cùng với sự hiện diện của các biến đặc trưng không quan sát được gây ra vấn đề nội sinh, làm cho các ước lượng bị chệch và không chính xác để kết luận về mối quan hệ giữa các biến số; và

(3) Một số biến số ở phía phải của phương trình có thể tác động ngược lại lên thanh khoản. Như vậy, phương pháp GMM cho dữ liệu bảng là phù hợp. Tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước để áp dụng cho nghiên cứu này.

3. Kết quả và thảo luận

Bảng 1 cho thấy thống kê mô tả của các biến số được sử dụng trong

hồi quy dữ liệu bảng của các doanh nghiệp trong mẫu. Theo đó, chúng ta có thể thấy nhà nước vẫn chiếm một tỷ lệ sở hữu tương đối trong các doanh nghiệp niêm yết, trung bình trong toàn mẫu là 23,9%. Trong khi sở hữu nước ngoài chiếm một tỷ lệ khá khiêm tốn, trung bình chỉ vào khoảng 8%. Các doanh nghiệp niêm yết của VN có quy mô khá khiêm tốn, trung bình chỉ khoảng là 864 tỷ đồng, tuy vậy độ phân tán của quy mô doanh nghiệp khá lớn, dao động từ 2,64 tỷ đến 127.000 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ trung bình ở các công ty vào khoảng 50%. Tỷ suất sinh lợi trung bình của cổ phiếu trong giai đoạn quý 4/2007 đến quý 4/2013 là -6,3%, đây là giai đoạn thị trường sụt giảm mạnh từ sự gia tăng của những năm trước và có thể do thị trường chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự phục hồi yếu ớt sau khủng hoảng. Tỷ suất sinh lợi trên tài sản trung bình của các doanh nghiệp cũng khá thấp, chỉ khoảng

1,6% nhưng với độ lệch chuẩn tới 2,24%. Dòng tiền hoạt động của các doanh nghiệp cũng khá thấp, chỉ khoảng chưa tới 2,5% tổng tài sản doanh nghiệp.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình. Kết quả cho thấy không có hệ số tương quan nào giữa các biến độc lập vượt quá 0.3, điều này cho thấy không có vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng có thể xuất hiện trong mô hình.

Kết quả từ Bảng 3 cho thấy biến Crisis có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với tất cả các phương trình hồi quy ứng với mỗi trong sáu thước đo thanh khoản khác nhau. Cụ thể, hệ số hồi quy của biến Crisis âm đối với hai biến đo lường tính thanh khoản (Turnover và InDepth) và dương đối với bốn biến đo lường kém thanh khoản còn lại. Điều này hàm ý trong thời kỳ khủng hoảng, thanh khoản cổ phiếu sụt giảm so với thời kỳ sau khủng

Bảng 1: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
Roll	10.839	0,0057458	0,0073243	0	0,055812
Turnover	11.053	0,2864787	0,4547183	0	6,160617
Zeros	11.057	0,2612639	0,2139294	0	1
Quos	10.928	0,0331087	0,0263202	0,002438	0,2
InDepth	10.928	11,43092	1,336266	5,503297	16,33567
InAmihud	11.022	-0,609572	3,081516	-8,679712	6,686646
CF	11.057	0,0248829	0,0836394	-2,442647	1,476779
LEV	11.057	0,5088406	0,2170523	0,050458	0,891162
ROA	11.057	0,0169676	0,0224098	-0,313202	0,479318
SO	10.993	0,2391788	0,2374487	0	0,9672
FO	10.991	0,08049	0,1209463	0	0,49
MCAP	11.051	8,64E+11	4,76E+12	2,64E+09	1,27E+14
R	11.057	-0,0634785	0,3013201	-2,092865	1,58045
VOL	11.057	0,0012074	0,0010788	0	0,043551

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan

	CF	LEV	ROA	SO	FO	InMCAP	R
LEV	-0,041 0,000						
ROA	0,2991 0,000	-0,1972 0,000					
SO	0,0449 0,000	0,102 0,000	0,0758 0,000				
FO	0,0431 0,000	-0,2421 0,000	0,1475 0,000	-0,1149 0,000			
InMCAP	0,0648 0,000	-0,0753 0,000	0,2058 0,000	0,0355 0,0002	0,4671 0,000		
R	0,0218 0,0221	-0,017 0,0731	0,0814 0,000	0,007 0,4615	0,0344 0,0003	0,0598 0,000	
VOL	-0,0124 0,194	0,0815 0,000	-0,0158 0,0965	-0,0082 0,3872	-0,1485 0,000	-0,161 0,000	-0,1 0,000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 3: Kết quả hồi quy

	(1) Roll	(2) Turnover	(3) Zeros	(4) Quos	(5) InDepth	(6) InAmihud
Roll _{t-1}	0,128* (1,948) [0,066]					
Turnover _{t-1}		0,644*** (36,872) [0,017]				
Zeros _{t-1}			0,593*** (33,386) [0,018]			
Quos _{t-1}				0,447*** (14,784) [0,030]		
InDepth _{t-1}					0,374*** (13,777) [0,027]	
InAmihud _{t-1}						0,393*** (16,401) [0,024]
CF _{t-1}	-0,002 (-0,510) [0,005]	-0,268 (-1,256) [0,214]	-0,008 (-0,696) [0,012]	-0,001 (-0,795) [0,001]	0,808** (2,558) [0,316]	0,001 (0,002) [0,533]
LEV _{t-1}	-0,003 (-1,212) [0,003]	-0,125 (-1,422) [0,088]	-0,071** (-2,153) [0,033]	-0,017*** (-4,525) [0,004]	0,021 (0,118) [0,181]	-0,235 (-0,890) [0,264]
ROA _{t-1}	-0,019 (-0,898) [0,021]	-0,570* (-1,797) [0,317]	-0,026 (-0,332) [0,080]	-0,001 (-0,068) [0,011]	0,313 (0,580) [0,541]	-0,888 (-0,658) [1,349]
SO _{t-1}	0,011*** (4,549) [0,002]	-0,141*** (-7,230) [0,020]	0,048*** (4,763) [0,010]	0,009*** (4,844) [0,002]	-1,196*** (-6,100) [0,196]	0,963*** (4,073) [0,237]
FO _{t-1}	0,002 (0,125) [0,017]	-1,074 (-1,586) [0,677]	-0,029 (-0,177) [0,166]	0,034 (1,188) [0,028]	-0,137 (-0,118) [1,163]	5,506 (1,582) [3,480]

hoảng. Hệ số hồi quy của biến Crisis có ý nghĩa thống kê rất mạnh và nhất quán ở tất cả các thước đo thanh khoản và kém thanh khoản khẳng định tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu lên thanh khoản của các cổ phiếu niêm yết tại VN. Kết quả này phù hợp với các lập luận lý thuyết về hiện tượng tương đồng thanh khoản và chọn lọc đối tượng thanh khoản cũng như nhất quán với bằng chứng thực nghiệm đã được thảo luận ở trên như Lesmond (2005), hay Röscher và Kaserer (2013).

Bên cạnh biến đại diện cho khủng hoảng, kết quả hồi quy cũng cho thấy tác động đáng kể của một số biến số khác. Trước hết là tác động nhất quán và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% của biến sở hữu nhà nước đối với tất cả các thước đo thanh khoản và kém thanh khoản. Hệ số hồi quy của biến sở hữu nhà nước dương đối với các thước đo kém thanh khoản và âm với các thước đo thanh khoản. Điều này hàm ý sở hữu nhà nước có tác động làm giảm thanh khoản cổ phiếu. Kết quả này khá phù hợp với bằng chứng nghiên cứu trên thị trường Trung Quốc của Choi và cộng sự (2010) và phù hợp với thực tế tại VN. Các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước chủ yếu là các doanh nghiệp có nhà nước là cổ đông kiểm soát, các quyết định có thể bị ảnh hưởng bởi mục tiêu chính trị thay vì kinh tế, và cơ chế giám sát với vai trò của cổ đông nhà nước tại các doanh nghiệp có thể nói là kém hiệu quả. Ngoài ra, sở hữu nhà nước tại VN cũng được biết đến là tạo ra rủi ro bất cân xứng thông tin – một thành phần cấu thành nên chi phí thanh

Bảng 3: Kết quả hồi quy (tt)

	(1) Roll	(2) Turnover	(3) Zeros	(4) Quos	(5) lnDepth	(6) lnAmihud
FO ² _{t-1}	0,010 (0,239) [0,041]	1,935 (1,208) [1,602]	0,405 (0,981) [0,413]	-0,019 (-0,282) [0,068]	-1,018 (-0,371) [2,741]	-7,140 (-0,863) [8,277]
lnMCAP _{t-1}	-0,001** (-2,398) [0,000]	0,031*** (5,091) [0,006]	-0,024*** (-7,298) [0,003]	-0,009*** (-12,133) [0,001]	0,419*** (17,242) [0,024]	-1,287*** (-11,992) [0,107]
R _t	-0,003** (-2,197) [0,001]	0,502*** (10,901) [0,046]	-0,026*** (-3,241) [0,008]	-0,006*** (-6,776) [0,001]	0,661*** (20,130) [0,033]	-3,590*** (-16,012) [0,224]
VOL _t	3,094*** (4,647) [0,666]	88,958*** (3,804) [23,382]	-9,056** (-2,013) [4,499]	0,549*** (2,596) [0,211]	75,673*** (7,450) [10,157]	25,752 (0,653) [39,462]
Crisis	0,007*** (6,015) [0,001]	-0,293*** (-8,624) [0,034]	0,090*** (11,210) [0,008]	0,010*** (6,865) [0,001]	-0,655*** (-15,381) [0,043]	1,630*** (6,857) [0,238]
_cons	0,014 (1,517) [0,009]	-0,416*** (-2,778) [0,150]	0,670*** (8,547) [0,078]	0,252*** (12,514) [0,020]	-2,967*** (-6,433) [0,461]	31,589*** (12,207) [2,588]
Year controlled	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	9504	9501	10232	10058	10058	9456
Wald chi-squared	747.018	5103.730	10515.569	3352.631	7204.555	5442.364
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR1	-8.621 0.000	-8.642 0.000	-16.145 0.000	-9.098 0.000	-13.231 0.000	-13.813 0.000
AR2	1.318 0.188	-0.711 0.477	1.617 0.106	1.518 0.129	1.157 0.247	-0.598 0.550
Hansen test	308.222	591.754	568.815	577.360	588.150	582.208
	0.103	0.326	0.158	0.129	0.387	0.397

*, **, ***: có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%, trong ngoặc (.) và [.] lần lượt là thống kê t và sai số chuẩn.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

khoản. Hơn nữa, do đặc thù sở hữu nhà nước ở VN trong các doanh nghiệp VN hầu như không giao dịch tự do mà thay vào đó nhà nước thoái vốn khi cần và thường thông qua đấu giá. Điều này dẫn đến hệ quả tất yếu là tỷ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì tỷ lệ cổ phần đại chúng có thể giao dịch tự do càng thấp, không có quá nhiều nhà đầu tư nắm giữ những cổ phần này dẫn đến tính cạnh tranh cũng như mức độ phản ánh thông tin thấp và cuối cùng điều này sẽ làm giảm thanh

khoản của cổ phiếu. Như vậy, kết quả này cho bổ sung bằng chứng nhất quán về tác động ngược chiều của sở hữu nhà nước lên thanh khoản ở các thị trường mới nổi.

Nhóm các biến số thị trường bao gồm: Giá trị vốn hóa, Tỷ suất sinh lợi cũng như Độ biến động có tác động mạnh lên thanh khoản cổ phiếu. Biến số Giá trị vốn hóa đại diện cho yếu tố quy mô có tác động cùng chiều lên các biến thanh khoản và ngược chiều lên các biến kém thanh khoản, và có

ý nghĩa thống kê ở cả 6 thước đo thanh khoản cũng như kém thanh khoản. Kết quả này hàm ý rằng thị trường càng lớn thì càng cải thiện thanh khoản. Kết quả này nhất quán với các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới như Frieder và Martell (2006), và gần đây nhất có nghiên cứu của Kale và Loon (2011).

Biến Tỷ suất sinh lợi có tác động nhất quán lên cả 6 thước đo thanh khoản và kém thanh khoản, trong đó biến Tỷ suất sinh lợi có tác động tích cực lên các biến thanh khoản và ngược lại đối với các biến kém thanh khoản. Điều này khẳng định cho lập luận về tác động cùng chiều của tỷ suất sinh lợi lên thanh khoản, trong đó các cổ phiếu có tỷ suất sinh lợi cao sẽ thu hút các nhà đầu tư khai thác các cơ hội sinh lời và do đó làm tăng thanh khoản của cổ phiếu. Kết quả này cũng hoàn toàn phù hợp với Rhee và Wang (2009) hay Hameed và cộng sự (2010).

Biến Độ biến động có tác động lên 5 trong số 6 thước đo, tuy nhiên chiều hướng tác động của nó lên các thước đo thanh khoản và kém thanh khoản lại không nhất quán. Một mặt, độ biến động làm tăng thanh khoản (đối với 3 thước đo Turnover, Zeros và lnDepth) nhưng mặt khác nó lại làm giảm thanh khoản khi xem xét 2 thước đo còn lại (Roll và Quos). Kết quả này cũng không gây quá nhiều ngạc nhiên bởi lẽ bằng chứng ảnh hưởng kém nhất quán của độ biến động lên thanh khoản cũng đã được tìm thấy ở nhiều nghiên cứu trước đây như hay Fernández-Amador và cộng sự (2013). Tác giả cho rằng tác

động của độ biến động lên thanh khoản là vấn đề đã được kiểm chứng. Tuy nhiên các lập luận về mức độ rủi ro tăng cao làm giảm thanh khoản hay lập luận về độ biến động lớn thu hút các nhà đầu tư tìm kiếm cơ hội làm tăng thanh khoản đều có sức nặng ngang nhau và phụ thuộc vào từng thị trường. Tác giả cho rằng để có kết luận cuối cùng về tác động của độ biến động lên thanh khoản đòi hỏi phải có các nghiên cứu chuyên sâu hơn trong tương lai.

Một số biến có ảnh hưởng rất yếu và chỉ ảnh hưởng lên một vài trong 6 thước đo đại diện của thanh khoản như đòn bẩy, dòng tiền hay sinh lợi doanh nghiệp. Hệ số hồi quy của biến đòn bẩy âm và có ý nghĩa thống kê đối với hai thước đo kém thanh khoản Zeros và Quos. Biến dòng tiền chỉ có ý nghĩa thống kê duy nhất với biến thanh khoản lnDepth và dương đúng như kỳ vọng. Biến ROA cũng chỉ có ý nghĩa thống kê với thước đo Turnover nhưng dấu hệ số hồi quy ngược với kỳ vọng.

Đặc biệt nhất và có lẽ là kết quả ít được kỳ vọng đó là sở hữu nước ngoài không ảnh hưởng lên bất kỳ thước đo thanh khoản nào. Tác giả cho rằng điều này xuất phát từ thực tế là tính trên toàn mẫu, sở hữu nước ngoài trung bình chỉ chiếm hơn 8%, một tỷ lệ tương đối thấp nên ít có khả năng gây áp lực lên thanh khoản so với một lực lượng đông đảo các nhà đầu tư nội địa

4. Kết luận và khuyến nghị giải pháp

Nghiên cứu này tìm thấy tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu làm giảm thanh khoản

của TTCK VN, kết quả này thống nhất trên tất cả các thước đo thanh khoản và kém thanh khoản được sử dụng. Ngoài ra nghiên cứu còn tìm thấy tác động đáng kể của một vài biến số khác lên thanh khoản của thị trường như tỷ suất sinh lợi và vốn hóa thị trường. Độ biến động cũng có ảnh hưởng khá mạnh lên thanh khoản nhưng tác động này không nhất quán giữa các thước đo thanh khoản. Dù vậy bằng chứng này cũng không có khác biệt với những kết quả thực nghiệm trước đây trên thế giới. Các nhân tố cơ bản như dòng tiền, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp và đòn bẩy ảnh hưởng yếu hoặc không nhất quán lên thanh khoản cổ phiếu.

Dựa trên kết quả tìm được, nghiên cứu đưa ra một số giải pháp nhằm góp phần cải thiện thanh khoản cho TTCK VN như sau:

- Tăng quy mô của doanh nghiệp niêm yết: Như chúng ta đã thấy trước đó, quy mô (vốn hóa thị trường) là những yếu tố ảnh hưởng nhất quán lên thanh khoản của cổ phiếu cả trong thời kỳ khủng hoảng lẫn sau khủng hoảng. Vì thế giải pháp đầu tiên để gia tăng thanh khoản thị trường trong mọi điều kiện thị trường là tăng quy mô và tính đại chúng của các doanh nghiệp niêm yết. So với các quốc gia khác trong khu vực như Singapore, Thái Lan hay Malaysia thì quy mô vốn điều lệ hay quy mô giá trị vốn hóa thị trường được sở hữu bởi cổ đông đại chúng của VN đều thấp hơn. Quy mô vốn của các doanh nghiệp khá nhỏ như hiện tại sẽ khó khăn để thu hút các nhà đầu tư tổ chức hay nhà đầu tư chuyên nghiệp. Do vậy cần gia tăng quy mô vốn đại chúng trong tiêu chuẩn niêm yết để giúp nhà đầu tư nói chung và nhà đầu tư nước ngoài

nói riêng tiếp cận các khoản đầu tư dễ dàng hơn, qua đó gia tăng khả năng thanh khoản của cổ phiếu.

- Tăng tốc độ thoái vốn nhà nước trong các công ty niêm yết: Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tác động bất lợi của sở hữu nhà nước lên thanh khoản của cổ phiếu. Từ việc phân tích này, chúng ta có thể thấy rằng giảm sở hữu nhà nước trong các công ty niêm yết sẽ tạo ra hai tác động tích cực đối với thanh khoản của cổ phiếu. Thứ nhất là tăng lượng hàng hóa trên thị trường, tăng tỷ lệ giao dịch đại chúng, qua đó cũng góp phần tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tổ chức phân bổ vốn. Thứ hai giảm sở hữu nhà nước, cũng đi kèm với việc tăng cường sở hữu của các nhà đầu tư bên ngoài – kết hợp với việc phát triển các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, do vậy hiệu quả giám sát và năng lực quản trị kỳ vọng sẽ gia tăng, giảm bất cân xứng thông tin và cải thiện thanh khoản.

Ngoài ra tác giả cũng đề xuất các giải pháp mang tính kỹ thuật khác như cho phép bán không cũng như rút ngắn thời gian giao dịch - thanh toán nhằm tăng tính thanh khoản cho TTCK VN●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, vol. 5, no. 1, pp. 31-56.
- Baur, DG (2013). The structure and degree of dependence: A quantile regression approach. *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, no. 3, pp. 786-98.
- Beber, A. Brandt, MW & Kavajecz, KA. (2009). Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the euro-area bond market. *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 3, pp. 925-57.

(Xem tiếp trang 65)