TÁC ĐỘNG CỦA TÍNH THANH KHOẢN ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỜI CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

● TRẦN ÂN NGUYÊN - NGUYỄN HIẾU NGÂN

TÓM TẮT:

Nghiên cứu phân tích tác động của tính thanh khoản đến lợi suất cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn từ năm 2018 đến năm 2023. Mô hình Fama-French ba yếu tố kết hợp với yếu tố thanh khoản được áp dụng và phân tích hồi quy OLS cho từng nhóm danh mục. Kết quả cho thấy tính thanh khoản có tác động đáng kể đến lợi suất cổ phiếu và mối tương quan âm giữa chúng, cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư.

Từ khóa: tinh thanh khoản, tỷ suất sinh lời, cổ phiếu, thị trường chứng khoán.

1. Đặt vấn đề

Tính thanh khoản là khả năng của một tài sản được mua hoặc bán nhanh chóng trên thị trường mà không làm thay đổi giá trị của nó. Tính thanh khoản cao cho phép nhà đầu tư dễ dàng thực hiện giao dịch mà không gặp khó khăn và ngược lại. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam phục hồi sau những giai đoạn khó khăn, với kỳ vọng về môi trường ổn định hơn và có thể đạt được nâng cấp từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi, thu hút khoảng 25 tỷ USD đầu tư nước ngoài, nghiên cứu tác động của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu là quan trọng vì nó giúp hiểu rõ hơn về mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận trong đầu tư, từ đó hỗ trợ nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư hợp lý và hiệu quả hơn trên thị trường chứng khoán.

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra tác động của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu, cả ở Việt Nam và quốc tế. Batten và Vo (2014) phát hiện mối quan hệ dương khi dùng một số thước đo thanh khoản nhất định, trong khi Vo và Bui (2016) lại nhận thấy tương quan âm với các biện pháp thiếu thanh khoản. Gần đây, Khang và cộng sự (2022) nhấn mạnh tầm quan trọng của thanh khoản trong mô hình định giá tài sản, chỉ ra khi thanh khoản giảm, yêu cầu lợi suất tăng. Sự đa dạng này phản ánh sự phức tạp trong tác động của thanh khoản và cần được nghiên cứu thêm. Các nghiên cứu quốc tế như nghiên cứu của Amihud (2002) cho thấy sự thiếu hụt thanh khoản có thể làm tăng chi phí giao dịch và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi suất. Chordia et al. (2000) phát hiện các cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường mang lại lợi suất cao hơn và ít biến động hơn. Nghiên cứu của Narayan và Zheng (2011) chỉ ra tác động tiêu cực

của thanh khoản ở Trung Quốc, trong khi Chang và cộng sự (2010) tìm thấy mối quan hệ tiêu cực trên Sàn giao dịch chứng khoán Tokyo. Ngược lại, nghiên cứu của Leirvik và cộng sự (2017) tại Na Uy không phát hiện mối liên hệ nào giữa thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu.

Nghiên cứu này bổ sung thêm cơ sở lý luận thông qua xem xét mối tương quan thanh khoản và tỷ suất sinh lời cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, dựa trên mô hình Fama - French (Fama và French, 1993), (Fama và French, 2015).

Nghiên cứu đặt ra 2 câu hỏi:

• Tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh - HOSE như thế nào?

• Mức độ tác động của thanh khoản tỷ suất sinh lời cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh như thế nào?

Nghiên cứu sử dụng ước lượng hồi quy mô hình Fama - French 3 nhân tố kết hợp thêm nhân tố thanh khoản để kiểm tra sự tác động của tính thanh khoản đối với tỷ suất sinh lời của cổ phiếu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

2. Tổng quan lý thuyết

Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu tác động của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu dựa trên các lý thuyết tài chính chính:

Lý thuyết đánh giá tài sản vốn (CAPM): Khẳng định rằng lợi suất tài sản tỷ lệ thuận với rủi ro không thể đa dạng hóa. Cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường mang lại lợi suất tốt hơn nhờ giảm chi phí giao dịch và rủi ro.

Lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH): Giá cổ phiếu phản ánh tất cả thông tin có sẵn. Tính thanh khoản cao giúp thông tin được phản ánh nhanh vào giá cổ phiếu, ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời.

Mô hình Fama-French mở rộng CAPM bằng cách thêm yếu tố kích thước và giá trị để đánh giá lợi suất. Cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường thuộc về các công ty lớn, do đó mang lại khả năng sinh lời tốt hơn.

Nghiên cứu của Batten và Vo (2014), Vo và Bui (2016) tìm thấy mối tương quan dương giữa thanh khoản và tỷ suất sinh lời. Ngược lại, Amihud (2002) nhận thấy thanh khoản thấp làm tăng lợi nhuận kỳ vọng do yêu cầu bù đắp rủi ro. Nghiên cứu của Chordia et al. (2000) chỉ ra rằng thanh khoản thị trường ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận cổ phiếu. Khang và cộng sự (2022) củng cố nhận định này dựa trên mô hình Fama-French 3 nhân tố.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Bài nghiên cứu nghiên cứu tác động của thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2018 đến năm 2023. Số lượng công ty trong mẫu quan sát gồm 85 công ty được lựa chọn trong các công ty nằm trong VN100 thu thập từ Finpro.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình Fama-French 3 nhân tố kết hợp với thanh khoản có dạng như sau:

$$R_{pt} - R_{ft} = a_p + b_p MP_t + c_p SMB_t + d_p HML_t + e_p IMV_t + \varepsilon_{pt}$$

Trong đó:

• *Biến phụ thuộc:*

$R_{pt} - R_{ft}$ là TSSL vượt trội của danh mục i trong tháng t.

• *Biến độc lập:*

MP_t là TSSL vượt trội của thị trường trong tháng t.

SMB_t là chênh lệch giữa TSSL của danh mục cổ phiếu có quy mô nhỏ so với lợi suất của danh mục cổ phiếu có quy mô lớn trong tháng t.

HML_t là chênh lệch giữa TSSL của danh mục cổ phiếu công ty có tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao so với lợi suất của danh mục cổ phiếu công ty có tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường thấp trong tháng t.

IMV_t là chênh lệch giữa TSSL của danh mục cổ phiếu thanh khoản thấp so với TSSL cu#a danh mục cổ phiếu thanh khoản cao trong tháng t.

a_p là hệ số chặn

ε_{pt} là sai số ngẫu nhiên

b_p, c_p, d_p, e_p, lần lượt là độ dốc của MP_t , SMB_t, HML_t, IMV

3.3. Phương pháp ước lượng

Sau khi thu thập và xử lý dữ liệu, nghiên cứu thực hiện thống kê mô tả, phân tích tự tương quan, kiểm định tính dừng, ước lượng mô hình hồi quy

OLS. Các kiểm định đa cộng tuyến và phương sai sai số thay đổi được tiến hành sau đó để đảm bảo độ tin cậy của mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu

1.1. Thống kê mô tả *(Bảng 1)*

4.2. Ma trận tương quan Pearson *(Bảng 2)*

4.3. Kiểm định tính dừng

Kiểm định tính dừng lần 1, các biến SMB, HML, IMV là chuỗi dừng, trong khi các danh mục P1, P2, P3, P4, P5 không dừng. Nghiên cứu tiến hành lấy sai phân bậc 1 và kiểm định tính dừng lần 2, kết quả cho được các chuỗi dừng theo Bảng 3.

4.4. Kết quả mô hình hồi quy

Để xem xét liệu thanh khoản có phải là yếu tố rủi ro giải thích cho tỷ suất sinh lời hay không, nghiên cứu phân loại cổ phiếu thành 5 danh mục theo thanh khoản, đo bằng tỷ lệ tỷ suất sinh lời, từ thấp đến cao (P1 đến P5). Sau khi kiểm định mối tương quan, hiện tượng đa cộng tuyến và khắc phục tính không dừng, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy OLS để phân tích chi tiết ảnh hưởng của các biến độc lập lên tỷ suất sinh lợi vượt trội của 5 danh mục cổ phiếu.

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
P1	-0.16246	0.15533	-0.52260	0.11626
P2	-0.16509	0.15715	-0.51837	0.09271
P3	-0.16006	0.18029	-0.56830	0.15705
P4	-0.16000	0.17278	-0.55530	0.13649
P5	-0.15995	0.18384	-0.65553	0.16050
MP	-0.2968	0.1277	-0.5421	-0.0904
SMB	0.0044	0.0202	-0.0468	0.0616
HML	-0.0016	0.0193	-0.0587	0.0391
IMV	-0.0042	0.0403	-0.0958	0.1100

Bảng 2. Ma trận tự tương quan

	MP	SMB	HML	IMV
MP	1			
SMB	0.3202 (0.0126)	1		
HML	-0.0873 (0.5070)	-0.1095 (0.4048)	1	
IMV	-0.5907 (0.0000)	-0.5983 (0.0000)	0.2536 (0.0505)	1

4.5. Thảo luận kết quả

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy OLS để phân tích tỷ suất sinh lời của 5 danh mục. Kết quả cho thấy trong danh mục P1, 3 biến MP, SMB, IMV có ý nghĩa thống kê mạnh mẽ, với hệ số lần lượt là 1.01, 1.56 và 0.64 (P-value < 0.001), trong khi biến HML không có ý nghĩa (P-value = 0.15). Chỉ số R-squared là 0.88, cho biết 88% biến động tỷ suất sinh lợi của P1 được giải thích bởi các yếu tố trong mô hình.

Đối với danh mục P2, cũng có ba biến có ý nghĩa (MP, SMB, IMV) và biến HML không có ý nghĩa, với hệ số lần lượt là 1.05, 0.92 và 0.41 (P-value < 0.001). Hệ số R-squared là 0.91, cho thấy 91% biến thiên tỷ suất sinh lời của P2 được giải thích bởi các biến độc lập.

Danh mục P3 chỉ có 2 biến có ý nghĩa (MP, SMB), với hệ số lần lượt là 1.18 và 1.33 (P-value < 0.001), còn HML và IMV không có ý nghĩa. Hệ số R-squared đạt 0.87.

Trong danh mục P4, 3 biến MP, SMB, IMV có ý nghĩa thống kê, còn HML không có ý nghĩa. Hệ số của các biến này lần lượt là 1.05, 0.75 và -0.31 (P-value < 0.03), với R-squared là 0.90.

Danh mục P5 cho thấy 3 biến MP, SMB, HML có ý nghĩa thống kê, trong khi IMV không có ý nghĩa. Hệ số lần lượt là 1.18, 1.82 và -0.70 (P-Value < 0.07), với R-squared đạt 0.87.

5. Kết luận và một số hàm ý chính sách

Thị trường chứng khoán Việt Nam có vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế, giúp chuyển giao vốn giữa người cho vay và người đi vay. Tuy

Bảng 3. Kiểm định tính dừng

	Test statistic	Dickey–Fuller Critical Value			P-Value
		1%	5%	10%	
D.P1	-10.707	-3.569	-2.924	-2.597	0.000
D.P2	-10.584	-3.569	-2.924	-2.597	0.000
D.P3	-11.133	-3.569	-2.924	-2.597	0.000
D.P4	-10.838	-3.569	-2.924	-2.597	0.000
D.P5	-10.484	-3.569	-2.924	-2.597	0.000
D.MP	-11.141	-3.569	-2.924	-2.597	0.000
SMB	-7.431	-3.567	-2.923	-2.596	0.000
HML	-6.402	-3.567	-2.923	-2.596	0.000
IMV	-6.377	-3.567	-2.923	-2.596	0.000

Bảng 4. Kết quả hồi quy OLS

Biến độc lập	Danh mục P1		Danh mục P2		Danh mục P3		Danh mục P4		Danh mục P5	
	P1 là biến phụ thuộc		P2 là biến phụ thuộc		P3 là biến phụ thuộc		P4 là biến phụ thuộc		P5 là biến phụ thuộc	
	Coef	P-val	Coef	P-val	Coef	P-val	Coef	P-val	Coef	P-val
D.MP	1.01***	0.00	1.05***	0.00	1.18***	0.00	1.05***	0.00	1.18***	0.00
SMB	1.56***	0.00	0.92***	0.00	1.33***	0.00	0.75**	0.03	1.82***	0.00
HML	-0.44	0.15	-0.31	0.24	-0.16	0.65	0.34	0.25	-0.71*	0.07
IMV	0.64***	0.00	0.41**	0.01	0.01	0.97	-0.31*	0.08	-1.12	0.69
_cons	-0.01	0.25	-0.01	0.27	-0.01	0.23	-0.01	0.26	-0.00	0.77
R-sq	0.88		0.91		0.89		0.90		0.87	
Prob > F	0.00		0.00		0.00		0.00		0.00	
N	59		59		59		59		59	

*Ghi chú: *, **, *** đại diện cho mức ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 10%, 5% và 1%.*

nhiên, rủi ro luôn là mối quan ngại của nhà đầu tư. Tính thanh khoản được nghiên cứu nhiều, với mối liên hệ giữa thanh khoản kém và tỷ suất sinh lời cổ phiếu. Bài nghiên cứu này xem xét tác động của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh từ năm 2018 đến năm 2023, sử dụng mô hình Fama - French 3 nhân tố. Kết quả cho thấy, cổ phiếu có thanh khoản thấp thường có tỷ suất sinh lời cao hơn để bù đắp cho rủi ro thanh khoản.

Hạn chế và hướng nghiên cứu tương lai: bài nghiên cứu hạn chế do khó khăn trong quá trình thu thập dữ liệu. Để hiểu sâu hơn về chủ đề này, nghiên cứu đặt mục tiêu thực hiện mở rộng chuỗi dữ liệu và áp dụng các mô hình phức tạp hơn như mô hình hồi quy đa biến, hoặc kết hợp với các yếu tố kinh tế vĩ mô để cung cấp cái nhìn sâu sắc hơn về thị trường ■

Phụ lục:

Biến	Phương pháp đo lường	Nguồn	Dấu kỳ vọng
	BIẾN ĐỘC LẬP		
R_{pt} - R_{ft}	Với: $R_{p,t} = \sum_{i=1}^{n} w_{i,t} R_{i,t} = \overline{R}$ $R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Khang và cộng sự (2022), Nguyễn Thị Bích Tiền (2020)	
	$R_{ft} = \frac{Lãi\ suất\ Trái\ phiếu\ Chính\ phủ\ Việt\ Nam\ kỳ\ hạn\ 1\ năm}{12}$	Khang và cộng sự (2022), Nguyễn Thị Bích Tiền (2020)	
	BIẾN PHỤ THUỘC		
MP	$MP_t = R_{mt} - R_{ft}$		+
	$R_{mt} = \frac{VN_Index_t - VN_Index_{t-1}}{VN_Index_{t-1}}$	(Nguyễn Thị Bích Tiền, 2020)	
	$R_{ft} = \frac{Lãi\ suất\ Trái\ phiếu\ Chính\ phủ\ Việt\ Nam\ kỳ\ hạn\ 1\ năm}{12}$	Khang và cộng sự (2022)	
SMB	$SMB = \frac{(SL+SM+SH) - (BL+BM+BH)}{3}$	Khang và cộng sự (2022)	+
HML	$HML = \frac{(SH+BH) - (SL+BL)}{2}$	Khang và cộng sự (2022)	+
IMV	$IMV = \frac{(S/I+B/I) - (S/V+B/V)}{2}$	Khang và cộng sự (2022)	+

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Batten, J. A., & Vo, X. V. (2014). Liquidity and firm value in an emerging market. The Singapore Economic Review, 59(2), 1-15.

2. Vo, X. V., & Bui, V. H. (2016). Liquidity, stock returns and investor behavior in emerging markets: Evidence from Vietnam. Journal of Economic Studies, 43(4), 534-546.

3. Khang, L. T., Phuong, N. H., & Thao, D. T. (2022). Stock returns and stock market liquidity: An analysis on Ho Chi Minh Stock Exchange. Journal of Economic and Banking Studies, 2022, 1-14.

4. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. Journal of Financial Markets, 5(1), 31-56.

5. Chordia, T., Roll, R., & Sapriza, H. (2000). Commonality in liquidity. Journal of Financial Economics, 56(3), 3-28.

6. Narayan, P. K., & Zheng, X. (2011). The relationship between liquidity and returns on the Chinese stock market. Journal of Asian Economics, 22(3), 259-266.

7. Chang, Y. Y., Faff, R., & Hwang, C.-Y. (2010). Liquidity and stock returns in Japan: New evidence. Pacific-Basin Finance Journal, 18(1), 90-115.

8. Leirvik, T., Fiskerstrand, S. R., & Fjellvik#s, A. B. (2017). Market liquidity and stock returns in the Norwegian stock market. Finance Research Letters, 21, 272-276.

9. Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33(1), 3-56.

10. Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics, 116(1), 1-22.

Ngày nhận bài: 17/8/2024
Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 6/9/2024
Ngày chấp nhận đăng bài: 18/9/2024

Thông tin tác giả:
1. TS. TRẦN ÂN NGUYÊN[1]
2. NGUYỄN HIẾU NGÂN[1]
[1]Khoa Tài chính, Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

A STUDY ON THE IMPACT OF LIQUIDITY ON STOCK RETURNS FOR COMPANIES LISTED ON THE HO CHI MINH STOCK EXCHANGE

● Ph.D **TRAN AN NGUYEN[1]**
● **NGUYEN HIEU NGAN[1]**
[1]Faculty of Finance, Banking University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This study examines the impact of liquidity on stock returns for companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange from 2018 to 2023. Utilizing the Fama-French three-factor model augmented by a liquidity factor, the study employs OLS regression analysis across portfolio groups. The findings reveal a significant negative correlation between liquidity and stock returns, offering valuable insights for investors and market participants seeking to understand the dynamics of liquidity and its influence on equity performance.

Keywords: liquidity, stock returns, stock, stock market.