



**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

**LÊ THỊ HOÀI TRINH**

**ẢNH HƯỞNG CỦA CỔ ĐÔNG LỚN ĐẾN  
THANH KHOẢN CỔ PHIẾU CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT  
TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN  
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

**TÓM TẮT**  
**LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG**

**Mã số : 60.34.02.01**

**Đà Nẵng – Năm 2017**

Công trình được hoàn thành tại  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ, ĐHQĐHN**

**Người hướng dẫn khoa học: TS. Đặng Tùng Lâm**

Phản biện 1: PGS.TS Nguyễn Hòa Nhân

Phản biện 2: TS. Trịnh Thị Thúy Hồng

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp Thạc sĩ Tài chính- Ngân hàng họp tại Đại Học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng vào ngày 27 tháng 08 năm 2017.

Có thể tìm hiểu Luận văn tại:

- Trung tâm Thông tin-Học liệu, Đại học Đà Nẵng
- Thư viện trường Đại học Kinh Tế, ĐHQĐHN

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Trong thế giới tài chính hiện đại thì thị trường chứng khoán đóng một vai trò rất quan trọng. Thị trường chứng khoán đảm bảo việc phân bổ vốn trong nền kinh tế được thực hiện hiệu quả, theo đó các dòng vốn đầu tư phải được hướng đến những nơi sử dụng hiệu quả trong nền kinh tế, và do vậy đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế (Tobin, 1984; Levine & Zervos, 1998). Các nhà đầu tư có được cơ hội đầu tư với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cao hơn so với các kênh đầu tư truyền thống và các doanh nghiệp thì có thể trực tiếp huy động nguồn vốn cho mình trên thị trường chứng khoán thay vì sử dụng những kênh trung gian như ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính... Những hoạt động trên chỉ có thể diễn ra hiệu quả khi cổ phiếu có tính thanh khoản.

Có nhiều yếu tố có thể ảnh hưởng đến thanh khoản của cổ phiếu, trong đó, các cổ đông lớn đang được xem xét như là một trong những tác nhân chính. Có hai giả thuyết được xem xét khi nghiên cứu mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu: một là, cổ đông lớn thay đổi hoạt động giao dịch của thị trường; hai là, cổ đông lớn thay đổi môi trường thông tin.

Cho đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có một nghiên cứu chính thức nào về mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam không chỉ đóng góp về mặt học thuật, mà còn có ý nghĩa trong thực tiễn, giúp cho nền kinh tế hoạt động hiệu quả hơn.

Do đó, tác giả lựa chọn đề tài nghiên cứu cho luận văn thạc sĩ là:  
**“Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”**

## **2. Mục tiêu nghiên cứu**

Xác định ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

## **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

### **3.1. Đối tượng nghiên cứu**

Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu của công ty niêm yết.

### **3.2. Phạm vi nghiên cứu**

Phạm vi không gian: toàn bộ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Phạm vi thời gian: từ năm 2007 đến năm 2014.

Phạm vi nội dung: do hạn chế về mặt dữ liệu nên luận văn chỉ tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu, và không xem xét cơ chế thông qua đó cổ đông lớn ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu.

## **4. Phương pháp nghiên cứu**

Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng.

## **5. Bố cục đề tài**

Luận văn này bao gồm 5 phần: phần mở đầu và 4 chương. Phần mở đầu là giới thiệu về đề tài.

Chương một trình bày tổng thuật các nghiên cứu về ảnh hưởng của cỡ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu đã được thực hiện trên thế giới và tại Việt Nam.

Chương hai trình bày thiết kế nghiên cứu, cho biết phương pháp được tác giả sử dụng để nghiên cứu đề tài này.

Chương ba trình bày kết quả nghiên cứu và ý kiến, đánh giá của tác giả đối với kết quả nghiên cứu.

Chương bốn trình bày kết luận và rút ra một số hàm ý chính sách dựa trên kết quả nghiên cứu đã thực hiện.

## **6. Tổng quan tài liệu nghiên cứu**

Theo hiểu biết của tác giả, cho đến hiện tại vẫn chưa có một luận văn thạc sĩ hay luận án tiến sĩ nào ở Việt Nam nghiên cứu về vấn đề này.

Tuy nhiên, các nghiên cứu học thuật trên thế giới thì đã có khá nhiều và được công bố phổ biến trên các tạp chí quốc tế. Nội dung các nghiên cứu này sẽ được trình bày chi tiết trong luận văn.

## CHƯƠNG 1

### TỔNG THUẬT CÁC NGHIÊN CỨU VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CỔ ĐÔNG LỚN ĐẾN THANH KHOẢN CỔ PHIẾU

#### 1.1. CÁC NGHIÊN CỨU TRÊN THẾ GIỚI

##### 1.1.1. Nghiên cứu lý thuyết

Các nhà đầu tư trên thị trường tin rằng cổ đông lớn thực hiện giao dịch dựa trên thông tin nội bộ (tình trạng thông tin bất cân xứng) và để giảm thiểu rủi ro, họ sẽ đặt ra giá mua cổ phiếu thấp hơn giá đang giao dịch hoặc đặt ra giá bán cổ phiếu cao hơn giá đang giao dịch dẫn đến hoạt động giao dịch trên thị trường trở nên không hiệu quả và làm giảm thanh khoản cổ phiếu (Grossman & Stiglitz, 1980; Glosten & Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Easley & O'Hara, 1987). Tuy nhiên, thông tin bất cân xứng không phải là cơ chế duy nhất để thông qua đó cổ đông lớn có thể ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu. Holmstrom & Tirole (1993) đã xây dựng một mô hình lý thuyết cho thấy cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều, khi cổ đông lớn giảm tỷ lệ sở hữu của họ xuống thì thanh khoản sẽ tăng lên vì khi đó số lượng cổ phiếu sẵn sàng giao dịch trên thị trường tăng lên.

Từ các nghiên cứu trên, Stoll (2000) đã đưa ra hai giả thuyết khi xem xét mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường: đó là cổ đông lớn ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu thông qua thay đổi hoạt động giao dịch, hoặc là cổ đông lớn ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu thông qua thay đổi môi trường thông tin hay chính là tình trạng thông tin bất cân xứng.

Giả thuyết thứ nhất cho rằng cổ đông lớn với số lượng cổ phiếu sở hữu lớn khi tích cực tham gia vào hoạt động giao dịch trên thị trường, sẽ làm số lượng cổ phiếu sẵn sàng giao dịch trên thị trường tăng lên, số lượng và khối lượng giao dịch cũng tăng lên dẫn đến thanh khoản cổ phiếu tăng lên. Tuy nhiên, khi cổ đông lớn này không tham gia vào các hoạt động giao dịch, tương ứng sẽ làm giảm số lượng cổ phiếu sẵn sàng giao dịch trên thị trường, điều này dẫn đến số lượng, khối lượng giao dịch giảm xuống và thanh khoản cổ phiếu giảm xuống. Do đó, cổ đông lớn có thể ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu bằng cách thay đổi hoạt động giao dịch của họ trên thị trường.

Giả thuyết thứ hai cho rằng cổ đông lớn khi tham gia vào hoạt động quản lý, sẽ có được những thông tin nội bộ của công ty, ảnh hưởng của các cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu phụ thuộc vào khuynh hướng sử dụng các thông tin này trong hoạt động giao dịch trên thị trường. Nếu cổ đông lớn thực hiện giao dịch dựa trên những thông tin nội bộ có được dẫn đến xảy ra tình trạng bất cân xứng thông tin, thanh khoản cổ phiếu sẽ giảm. Ngược lại nếu như cổ đông lớn thực hiện giao dịch không dựa trên thông tin nội bộ thì thanh khoản cổ phiếu sẽ tăng.

### **1.1.2. Nghiên cứu thực nghiệm**

Nhà đầu tư tổ chức là một trong những nhân tố đầu tiên được nghiên cứu trong mối quan hệ với thanh khoản cổ phiếu. Và kết quả của các nghiên cứu cho thấy nhà đầu tư tổ chức có tác động làm tăng thanh khoản (Jennings, Schnatterly & Seguin, 2002; Zhou, 2011). Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu nhận thấy rằng bên cạnh nhà đầu tư tổ

chức thì cổ đông lớn là một trong những nhân tố quan trọng có thể tác động đến thanh khoản cổ phiếu.

Một trong những vấn đề quan trọng cần được quan tâm khi nghiên cứu mối quan hệ giữa các nhóm cổ đông và thanh khoản cổ phiếu chính là phương pháp đo lường thanh khoản. Có nhiều phương pháp được sử dụng để đo lường thanh khoản cổ phiếu, tuy nhiên cho đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có phương pháp nào được chấp nhận là tốt nhất. Tác động giá của Amihud (2002) là một trong những phương pháp đo lường thanh khoản cổ phiếu phổ biến nhất được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới. Những giao dịch có quy mô chuẩn thì tác động giá chính là chênh lệch giữa giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu. Nhưng nếu các giao dịch có quy mô càng lớn thì sẽ gây tác động đến giá càng lớn (Kraus & Stoll, 1972; Keim & Madhavan, 1996), vì vậy, tác động giá trong trường hợp này được xác định bằng giá trị tuyệt đối của tỷ suất lợi tức cổ phiếu hằng ngày chia cho khối lượng giao dịch trong ngày.

Ngoài tác động giá của Amihud thì chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu (bid-ask spread) cũng là một trong những phương pháp phổ biến được sử dụng để đo lường thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, để tính chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu đòi hỏi rất nhiều dữ liệu về cấu trúc vi mô mà không phải thị trường chứng khoán nào cũng có, và dù cho có thể có thì dữ liệu cũng không đáp ứng được trong khoảng thời gian đủ dài, do đó, sử dụng phương pháp tác động giá để đo lường thanh khoản cổ phiếu sẽ đáp ứng được nhu cầu về dữ liệu tốt hơn.

Heflin & Shaw (2000) tiến hành nghiên cứu thực nghiệm để đánh giá mối liên hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên



mẫu là dữ liệu của 260 công ty trong khoảng thời gian 1988 – 1989. Kết quả nghiên cứu cho thấy các cổ đông lớn có ảnh hưởng làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu.

Nghiên cứu của Brockman, Chung & Yan (2009) xem xét ảnh hưởng của cổ đông lớn đến hoạt động giao dịch của công ty và thanh khoản thị trường thứ cấp. Mẫu nghiên cứu bao gồm 1300 công ty trong giai đoạn 1996 – 2001. Kết quả nghiên cứu cho thấy cổ đông lớn đã làm giảm đáng kể hoạt động giao dịch của công ty thông qua việc giảm số lượng giao dịch hơn là giảm khối lượng giao dịch trung bình. Sau đó, các tác giả tiến hành kiểm soát đối với hoạt động giao dịch thì kết quả cho thấy không có mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu hay chính là cổ đông lớn không có tác động lên thanh khoản cổ phiếu khi hoạt động giao dịch không thay đổi.

## **1.2. CÁC NGHIÊN CỨU Ở VIỆT NAM**

Cho đến thời điểm hiện tại vẫn chưa có một nghiên cứu chính thức nào về mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các nghiên cứu về thanh khoản chủ yếu tập trung vào các chủ đề: phát triển các biến đo lường thanh khoản, tác động của thanh khoản đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu hay mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và thanh khoản... (Lê Đạt Chí & Hoàng Thị Phương Thảo, 2014; Trần Thị Hải Lý, 2015; Võ Xuân Vinh & Nguyễn Minh Nguyệt, 2017).

## **1.3. KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU**

Như đã được đề cập ở phần trên, cho đến nay, vẫn chưa có câu trả lời thống nhất rằng liệu các cổ đông lớn có ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu hay không. Khác với các nước phát triển, các công ty ở nước đang phát triển thường có đặc điểm là cổ phiếu

thường sẽ tập trung vào một nhóm các thành viên sáng lập, các định chế tài chính, hoặc sở hữu nhà nước và dĩ nhiên, đây đều là những cổ đông lớn. Nếu những đối tượng này có thay đổi hoạt động giao dịch hoặc môi trường thông tin thì có thể làm ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu.

Các công ty cổ phần đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đa phần giống với các công ty cổ phần ở những nước đang phát triển, đó là cổ phiếu sẽ được tập trung chủ yếu vào một nhóm các đối tượng và thanh khoản cổ phiếu có nhiều khả năng vì vậy mà sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Ngoài ra, sự khác nhau về môi trường thể chế, môi trường kinh doanh cũng như cơ chế quản lý công ty giữa các quốc gia có thể dẫn đến mối quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu là khác nhau. Cho đến nay, chưa có nghiên cứu nào về vấn đề này được ghi nhận tại Việt Nam.

#### **1.4. PHÁT TRIỂN GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU**

Từ khoảng trống nghiên cứu ở trên, tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

*H<sub>0</sub>: các cổ đông lớn không có tác động đến tính thanh khoản của cổ phiếu*

*H<sub>1</sub>: các cổ đông lớn tác động làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu.*

## CHƯƠNG 2

### THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

#### 2.1. MẪU NGHIÊN CỨU

Dữ liệu được sử dụng trong luận văn này bao gồm dữ liệu từ báo cáo tài chính và dữ liệu giá cổ phiếu của các công ty niêm yết. Mẫu nghiên cứu là các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian 2007 đến 2014. Mẫu không bao gồm các định chế tài chính như ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính, quỹ đầu tư...

#### 2.2. XÂY DỰNG CÁC BIẾN NGHIÊN CỨU

##### 2.2.1. Thanh khoản cổ phiếu

Thanh khoản là một định nghĩa rất khó hình dung vì không thể quan sát trực tiếp được. Có thể hiểu thanh khoản là khả năng thực hiện giao dịch một khối lượng cổ phiếu xác định nhanh chóng mà không gây ra tác động đến giá cổ phiếu (Amihud, 2002). Điều này có nghĩa là cổ phiếu sẽ có tính thanh khoản khi các lệnh đặt mua/bán cổ phiếu sẽ khớp với các lệnh bán/mua tương ứng trên thị trường trong thời gian ngắn mà không có tác động lớn đến giá cổ phiếu.

Hai phương pháp đo lường thanh khoản được tác giả sử dụng trong luận văn này là: đo lường tác động giá của Amihud (*Amihud*) và tỷ lệ chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu (*PESprd*), phương pháp tác động giá của Amihud đáp ứng được nhu cầu về dữ liệu tốt hơn nên sẽ được sử dụng chủ yếu.

– Đo lường tác động giá của Amihud (*Amihud*): được xác định bằng giá trị tuyệt đối của tỷ suất lợi tức cổ phiếu hằng ngày chia cho khối lượng giao dịch tính theo VND trong ngày. Đo lường tác

động giá của Amihud hằng năm ( $AAmihud$ ) là giá trị trung bình của tất cả các giá trị đo lường tác động giá của Amihud hằng ngày trong năm đó.

$$Amihud = \frac{|R_{iyd}|}{VOLD_{iyd}}$$

$$AAmihud = \frac{1}{D} \sum_{d=1}^D AAmihud_d$$

Trong đó:

$R_{iyd}$  là tỷ suất lợi tức cổ phiếu  $i$  vào ngày  $d$  của năm  $y$ .

$VOLD_{iyd}$  là khối lượng cổ phiếu  $i$  giao dịch vào ngày  $d$  của năm  $y$  tính theo VND.

- Tỷ lệ chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu ( $PEsprd$ ): được xác định bằng hai lần giá trị tuyệt đối của chênh lệch giữa giá giao dịch và trung bình giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu, chia trung bình giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu. Tất cả dữ liệu về giá đều được thu thập vào cuối ngày giao dịch. Tỷ lệ chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu hằng năm ( $APEsprd$ ) là giá trị trung bình của tất cả các giá trị tỷ lệ chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu hằng ngày ( $PEsprd$ ) trong năm đó.

$$PEsprd = \frac{Esprd}{(\text{giá mua niêm yết} + \text{giá bán niêm yết})/2}$$

trong đó

$$Esprd = \left| \text{giá giao dịch} - \frac{\text{giá mua niêm yết} + \text{giá bán niêm yết}}{2} \right| \times 2$$

$$APEsprd = \frac{1}{D} \sum_{d=1}^D PEsprd_d$$

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (Outliers) và phân phối biến trở nên ít chệch hơn, tác giả sử dụng giá trị logarit tự nhiên của các biến trên để sử dụng trong các hồi quy:

$$\text{Log\_APEsprd} = \log(\text{APEsprd})$$

$$\text{Log\_AAmihud} = \log(\text{AAmihud})$$

### 2.2.2. Cổ đông lớn

Theo luật chứng khoán 2006, cổ đông lớn là cổ đông sở hữu từ 5% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành.

Theo Morck, Shleifer & Vishny (1988) cổ đông lớn là những cổ đông nắm giữ ít nhất 5% số cổ phiếu đang lưu hành của một công ty.

Tương ứng với định nghĩa cổ đông lớn, ta có cổ đông nhỏ là những cổ đông nắm giữ nhỏ hơn 5% số cổ phiếu đang lưu hành của một công ty.

Biến *CĐL*: là tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn được xác định bằng tổng số cổ phiếu đang lưu hành được sở hữu bởi cổ đông lớn chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

### 2.2.3. Biến kiểm soát

Dựa theo nghiên cứu của Heflin & Shaw (2000) và Brockman, Chung & Yan (2009), tác giả sử dụng các biến kiểm soát sau trong mô hình:

- Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ (*CĐN*), được xác định bằng tổng số cổ phiếu đang lưu hành được sở hữu bởi cổ đông nhỏ chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

- Quy mô công ty (*MV*), được xác định bằng Logarit tự nhiên của giá trị vốn hoá thị trường của công ty, trong đó giá trị vốn hoá thị trường được tính bằng giá thị trường của toàn bộ số cổ phiếu

đang lưu hành của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính.

– Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu ( $MB$ ), được xác định bằng Logarit tự nhiên của tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính.

– Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu ( $StdRet$ ), được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trong năm đang được tính.

– Tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu ( $ARet$ ), được xác định bằng chênh lệch giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm đang được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước.

– Tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu ( $DY$ ), được xác định bằng tỷ số giữa cổ tức của cổ phiếu trong năm trước trên thị giá của cổ phiếu công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính.

Tất cả dữ liệu cổ đông lớn và cổ đông nhỏ trong luận văn này không bao gồm sở hữu Nhà nước.

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (Outliers), tác giả biến đổi hoặc loại bỏ các quan sát nhỏ hơn phân vị 1% và lớn hơn phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến.

### 2.3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Để nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu, tác giả thực hiện phân tích dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng có dạng như sau:

$$Liq_{i,t} = \alpha + \beta_1 CDL_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó,  $Liq_i$  là thanh khoản cổ phiếu  $i$ , được đo lường bằng  $Log\_AAmihud$  hoặc bằng  $Log\_APEsprd$  như được trình bày ở Mục 2.2.1.  $CDL_i$  là biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn được định nghĩa ở Mục 2.2.2.  $Controls_i$  là các biến kiểm soát đặc thù công ty được trình bày ở Mục 2.2.3. Mô hình (1) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành ( $\theta_n$ ) và ảnh hưởng cố định năm ( $\delta_t$ ) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của biến cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ (Lagged) để hạn chế quan hệ ngược (Reverse causality) từ thanh khoản cổ phiếu đến cổ đông lớn và các biến độc lập khác. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ công ty niêm yết (không bao gồm các định chế tài chính) trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007 – 2014.

Trong quá trình hồi quy mô hình với dữ liệu tài chính dạng bảng, nếu xảy ra hiện tượng tương quan chéo và hiện tượng tự tương quan của biến, sai số chuẩn được tính theo cách thông thường trong hồi quy với dữ liệu bảng sẽ bị chệch và tạo ra giá trị thống kê  $t$  (t-statistics) không chính xác (Petersen, 2009). Do đó, tác giả sẽ sử dụng sai số chuẩn robust (Robust standard errors) để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và ước lượng sai số chuẩn theo cụm mỗi công ty (Firm-level clustered standard errors) để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê  $t$  theo như phương pháp của Petersen (2009).

## CHƯƠNG 3

### KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

#### 3.1. THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN

Các biến bao gồm thanh khoản cổ phiếu được đo lường bằng ( $Log\_Aamihud$ ) hoặc bằng ( $Log\_APEsprd$ ), tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn ( $CDL$ ), tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ ( $CDN$ ), quy mô công ty ( $MV$ ), hệ số giá trị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu ( $MB$ ), tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu ( $StdRet$ ), tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu ( $Aret$ ), tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu ( $DY$ ). Định nghĩa biến được trình bày ở Mục 2.2. Mẫu nghiên cứu gồm toàn bộ công ty niêm yết (không bao gồm các định chế tài chính) trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007 – 2014.

##### 3.1.1. Thống kê mô tả

*Bảng 3.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu*

	Giá trị TB	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Phân vị 75%	Giá trị trung vị	Phân vị 25%	Phân vị 10%
$Log\_Aamihud$	-3.2213	3.3984	0.9924	-0.3456	-2.7125	-6.2584	-7.8895
$Log\_APEsprd$	-4.3859	0.4860	-3.7917	-4.0987	-4.4658	-4.7164	-4.9038
$CDL$	0.1313	0.2125	0.4710	0.1910	0.0000	0.0000	0.0000
$CDN$	0.2779	0.2823	0.6740	0.4900	0.2695	0.0000	0.0000
$MV$	-1.1460	1.6444	0.8062	-0.3038	-1.2874	-2.1280	-2.9724
$MB$	-0.0737	0.7911	0.9232	0.4543	-0.0017	-0.6239	-1.1253
$StdRet$	0.1422	0.0686	0.2283	0.1799	0.1301	0.0924	0.0676
$Aret$	-0.0265	0.4593	0.5345	0.2624	-0.0225	-0.3256	-0.6391
$DY$	0.0967	0.0910	0.2029	0.1179	0.0703	0.0439	0.0277

*(Nguồn: StoxPlus và tính toán của tác giả)*

Từ bảng 3.1 cho thấy, thanh khoản cổ phiếu trung bình của các công ty trong khoảng thời gian mẫu là -3.2213 khi được đo bằng  $Log\_Aamihud$  và là -4.3859 khi được đo lường bằng  $Log\_APEsprd$ . Giá trị trung bình của tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn trong toàn bộ công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh là 13%.



### 3.1.2. Ma trận tương quan

Bảng 3.2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu

	MV	MB	DY	StdRet	ARet	CDL	CDN	Log_AAmihud	Log_APEsprd
MV	1.0000								
MB	0.5366	1.0000							
DY	-0.3967	-0.6006	1.0000						
StdRet	-0.1778	-0.1508	0.1248	1.0000					
ARet	0.0181	0.0890	-0.0819	0.1416	1.0000				
CDL	0.1111	-0.0454	-0.0205	-0.0123	-0.0308	1.0000			
CDN	0.0635	-0.0749	0.0185	0.0915	-0.0140	0.2449	1.0000		
Log_AAmihud	-0.4364	-0.0073	0.0335	-0.1416	-0.2219	-0.0469	-0.0380	1.0000	
Log_APEsprd	-0.2460	0.0054	0.0203	-0.1684	-0.0814	-0.2741	0.2350	0.6725	1.0000

(Nguồn: StoxPlus và tính toán của tác giả)

Hệ số tương quan Pearson chỉ thể hiện mối tương quan giữa các cặp biến, trong khi đó, mỗi quan hệ giữa hai biến sẽ chịu sự tác động và chi phối bởi nhiều biến khác nữa. Do đó, các kết quả này chỉ cung cấp một bức tranh sơ bộ về quan hệ giả thuyết giữa biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn với thanh khoản cổ phiếu và với các biến kiểm soát trong mô hình. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp (nhỏ hơn 0.8), do đó, loại bỏ khả năng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy (Gujarati, 2003).

### 3.2. ẢNH HƯỞNG CỦA CỔ ĐÔNG LỚN ĐẾN THANH KHOẢN CỔ PHIẾU

Phần này trình bày kết quả nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu. Phân tích dựa trên hồi quy với dữ liệu bảng cho mẫu gồm toàn bộ công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ 2007 – 2014.

#### 3.2.1. Kết quả hồi quy

Mô hình hồi quy sử dụng trong phân tích này có dạng sau:

$$Liq_{i,t} = \alpha + \beta_1 CDL_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó,  $Liq_{i,t}$  là thanh khoản cổ phiếu  $i$ , được đo lường bằng  $Log\_Aamihud$  hoặc bằng  $Log\_APEsprd$ ,  $CDL_i$  là biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn,  $Controls_i$  là các biến kiểm soát, gồm tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ ( $CDN_i$ ), quy mô công ty ( $MV$ ), hệ số giá trị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu ( $MB$ ), tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu ( $StdRet$ ), tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu ( $Arct$ ), tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu ( $DY$ ). Mô hình hồi quy cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành ( $\theta_n$ ) và ảnh hưởng cố định năm ( $\delta_t$ ). Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình hồi quy với giá trị trễ. Sai số chuẩn robust được sử dụng

và được ước lượng theo cụm mỗi công ty. Định nghĩa các biến được trình bày ở mục 2.2. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ công ty niêm yết (không bao gồm các định chế tài chính) trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007 – 2014.

*a. Thanh khoản được đo lường bằng tác động giá của Amihud*

*Bảng 3.3. Mô hình hồi quy*

Biến	<i>Log_AA</i> mihud	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
<i>CDL</i>	<b>1.818***</b> (4.93)	<b>2.101***</b> (5.94)
<i>CDN</i>		-2.395*** (-8.29)
<i>MV</i>	-2.067*** (-32.67)	-2.021*** (-33.22)
<i>MB</i>	1.915*** (13.31)	1.762*** (12.90)
<i>StdRet</i>	-9.477*** (-7.43)	-9.184*** (-7.39)
<i>Aret</i>	-0.539** (-2.52)	-0.537*** (-2.64)
<i>DY</i>	-3.469*** (-2.87)	-4.189*** (-3.49)
<i>Hàng số</i>	-7.672*** (-17.91)	-7.694*** (-18.45)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY
Số quan sát	957	957
Adj. R2	58%	62%

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

Bảng 3.3 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (1), biến phụ thuộc là *Log\_AAmihud*. Trong cột (1), tác giả chỉ đưa vào mô hình hồi quy biến tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn (*CDL*) và các biến kiểm soát đặc thù công ty. Kết quả cho thấy ước lượng hệ số của biến *CDL* dương với ý nghĩa thống kê ở mức 1%, nghĩa là *CDL* có mối quan hệ thuận chiều với tác động giá của Amihud, vì vậy *CDL* làm giảm thanh khoản cổ phiếu. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến *CDL* ở bảng 3.3 là 1.818 ( $t\text{-stat}=4.93$ ). Ý nghĩa kinh tế của kết quả là nếu tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của cổ đông lớn trong công ty tăng lên 1(%) sẽ làm tăng tác động giá lên 1.818% và như vậy sẽ làm giảm thanh khoản.

Trong cột (2), tác giả kiểm soát thêm biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ (*CDN*) trong mô hình hồi quy. Tác giả đặt ra giả thuyết rằng kết quả tác động của *CDL* đến thanh khoản cổ phiếu ở cột (1) có thể bị tác động chi phối bởi ảnh hưởng *CDN* nên việc kiểm soát thêm biến *CDN* trong mô hình hồi quy sẽ cô lập ảnh hưởng (nếu có) của biến *CDN* đến quan hệ giữa biến *CDL* và thanh khoản cổ phiếu. Như có thể thấy, ảnh hưởng của *CDL* đến thanh khoản cổ phiếu vẫn tương tự như ở cột (1) sau khi biến *CDN* được kiểm soát trong mô hình. Các ước lượng hệ số của biến *CDL* vẫn dương với ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Cụ thể, giá trị ước lượng hệ số là 2.101 ( $t\text{-stat}=5.94$ ).

***b. Thanh khoản được đo lường bằng tỷ lệ chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu***

Bảng 3.4. Mô hình hồi quy

Biến	<i>Log_APESprd</i>	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
<i>CDL</i>	<b>0.543**</b> <b>(2.14)</b>	<b>0.537**</b> <b>(2.14)</b>
<i>CDN</i>		-0.159 (-0.80)
<i>MV</i>	-0.176*** (-6.79)	-0.177*** (-6.75)
<i>MB</i>	0.211*** (3.66)	0.205*** (3.47)
<i>StdRet</i>	-1.431*** (-2.71)	-1.358*** (-2.45)
<i>Aret</i>	0.013 (0.16)	0.005 (0.06)
<i>DY</i>	0.184 (0.38)	0.022 (0.04)
<i>Hàng số</i>	-4.707*** (-32.14)	-4.718*** (-32.34)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY
Số quan sát	111	111
Adj. R2	54%	54%

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

Bảng 3.4 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (1), biến phụ thuộc là *Log\_APESprd*. Tương tự như ở bảng 3.3, trong cột (1), tác

giả chỉ đưa vào mô hình hồi quy biến tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn (*CDL*) và các biến kiểm soát đặc thù công ty. Kết quả cho thấy ước lượng hệ số của biến *CDL* dương với ý nghĩa thống kê ở mức 5%, nghĩa là *CDL* có mối quan hệ thuận chiều với tỷ lệ chênh lệch giá mua niêm yết và giá bán niêm yết của cổ phiếu, vì vậy *CDL* làm giảm thanh khoản cổ phiếu. Trong cột (2), tác giả kiểm soát thêm biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ (*CDN*) trong mô hình hồi quy. Ảnh hưởng của *CDL* đến thanh khoản cổ phiếu vẫn tương tự như ở cột (1) sau khi biến *CDN* được kiểm soát trong mô hình.

Từ kết quả trên cho thấy dù thanh khoản cổ phiếu được đo lường bằng những phương pháp khác nhau, thì kết luận đều là cổ đông lớn có tác động làm giảm thanh khoản cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

### **3.2.2. Kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu (Robustness check)**

Phân tích trong phần trên cung cấp các minh chứng phù hợp với các giả thuyết về ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu sau khi đã kiểm soát những biến tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ, đặt thù công ty và các ảnh hưởng cố định ngành, ảnh hưởng cố định năm có thể tác động chi phối đến quan hệ giữa cổ đông lớn và thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, tác giả đặt giả thuyết rằng có thể vẫn tồn tại một số vấn đề nội sinh tiềm tàng ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu trên.

#### **a. Kiểm soát ảnh hưởng cố định công ty**

Mô hình ảnh hưởng cố định được sử dụng trong phân tích này có dạng sau:

$$Liq_{i,t} = \alpha + \beta_1 CDL_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \varphi_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Ngoài các biến trong mô hình (1), tác giả kiểm soát thêm biến  $\varphi_i$  trong mô hình (2),  $\varphi_i$  là các yếu tố đặc thù của công ty mà không quan sát được hay nói cách khác là không đo lường được, ít thay đổi theo thời gian, có mối tương quan với cổ đông lớn và có khả năng tác động đến thanh khoản cổ phiếu, ví dụ như là khả năng điều hành của ban quản trị trong công ty.

Kết quả phân tích cho thấy sau khi đã kiểm soát các yếu tố đặc thù không quan sát được của mỗi công ty thì kết luận vẫn là cổ đông lớn có tác động làm giảm thanh khoản cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

#### ***b. Kiểm soát ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính***

Trong phần này, tác giả hồi quy mô hình (1) cho hai giai đoạn 2007 – 2008 và 2009 – 2014.

Kết quả trong giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính 2007 – 2008 (crisis), tác động của *CDL* đến thanh khoản cổ phiếu không có ý nghĩa thống kê hay nói cách khác, *CDL* không tác động đến thanh khoản cổ phiếu và cả *CDN* cũng vậy. Kết quả trong giai đoạn 2009 – 2014 (non-crisis), *CDL* có tác động làm giảm thanh khoản cổ phiếu trong cả hai trường hợp có kiểm soát và không kiểm soát biến *CDN*.

#### ***c. Mở rộng cho toàn bộ cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE và sàn HNX***

Trong phần này, tác giả hồi quy mô hình (1) cho cổ phiếu của các công ty niêm yết trên cả 2 sàn HOSE và sàn HNX. Kết quả *CDL* vẫn tác động làm giảm thanh khoản cổ phiếu trên cả 2 sàn HOSE và sàn HNX.

## **CHƯƠNG 4**

### **KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý**

#### **4.1. KẾT LUẬN**

Trong luận văn này, tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của cổ đông lớn đến thanh khoản cổ phiếu. Kết quả phân tích cho thấy cổ đông lớn có ảnh hưởng nghịch đến thanh khoản cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và kết quả vẫn nhất quán khi tác giả thực hiện các kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu (Robustness check).

Kết luận này phù hợp với hai giả thuyết nghiên cứu được đặt ra ban đầu: một là, các cổ đông lớn có thể ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu bằng cách thay đổi hoạt động giao dịch của họ trên thị trường (Demsetz, 1968; Merton, 1987; Stoll, 2000); hai là, các cổ đông lớn khi có được lợi thế thông tin sẽ dẫn đến tình trạng bất công xứng thông tin và từ đó làm giảm thanh khoản cổ phiếu (Grossman & Stiglitz, 1980; Glosten & Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Easley & O'Hara, 1987).

#### **4.2. CÁC HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ QUẢN TRỊ**

Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý đối với các nhà hoạch định chính sách, các công ty và nhà đầu tư.

– Đối với các nhà hoạch định chính sách

Hiện nay, các cổ đông lớn chiếm tỷ lệ khá cao trên thị trường chứng khoán Việt Nam, thế nhưng các nhà hoạch định chính sách vẫn chưa có sự nhìn nhận chính xác về những ảnh hưởng của cổ đông lớn, đặc biệt là ảnh hưởng đối với thanh khoản cổ phiếu. Chỉ khi nào có sự nhìn nhận và đánh giá đúng đắn, các nhà hoạch định mới có thể xây dựng các chính sách phù hợp để khuyến khích phát



triển các hoạt động giao dịch và minh bạch thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Khi thị trường hoạt động tốt, số lượng các nhà đầu tư tham gia nhiều và quy mô các giao dịch lớn sẽ hạn chế được ảnh hưởng tiêu cực của một số các cổ đông lớn lên thanh khoản cổ phiếu. Thực hiện được điều này sẽ giúp cho thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển hơn, trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn không chỉ đối với các nhà đầu tư trong nước mà còn trên thế giới.

– Đối với các công ty

Thị trường chứng khoán là một trong những kênh huy động vốn quan trọng nhất đối với các công ty. Vì vậy, để có thể tiếp cận với nguồn vốn cổ phần này, ngoài mức cổ tức chi trả hàng năm, các công ty còn cần phải quan tâm đến mức độ thanh khoản của cổ phiếu công ty. Các nhà đầu tư trên thị trường có xu hướng ưa thích các cổ phiếu có tính thanh khoản cao để đáp ứng nhu cầu đầu tư của họ. Để có thể thu hút được các nhà đầu tư, công ty cần có công tác quản trị hoạt động và quản trị thông tin tốt, khi giá cổ phiếu phản ánh chính xác giá trị nội tại của công ty thì cổ phiếu công ty là một loại hàng hoá đúng giá, sẽ được tiến hành giao dịch nhanh chóng và thường xuyên trên thị trường.

– Đối với nhà đầu tư

Thanh khoản là một trong những yếu tố quan trọng để các nhà đầu tư xem xét khi lựa chọn cổ phiếu, đặc biệt là đối với những đầu tư ngắn hạn. Kết quả từ nghiên cứu của tác giả hàm ý rằng để đánh giá thanh khoản của một chứng khoán, các nhà đầu tư cần phải quan tâm đến ảnh hưởng của các cổ đông lớn bên cạnh các yếu tố khác trên thị trường, từ đó sẽ có một phân tích chính xác hơn trong việc đầu tư.

**Khoa Quản lý chuyên ngành đã kiểm tra và xác nhận:**  
*Tóm tắt luận văn được trình bày theo đúng quy định về hình thức  
và đã được chỉnh sửa theo kết luận của Hội đồng*

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'Chuy', with a long horizontal line extending to the right.