

---

# TÁC ĐỘNG CỦA TÍNH THANH KHOẢN CỔ PHIẾU TỚI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

**Lê Đức Hoàng**

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: leduchoang@neu.edu.vn

**Trịnh Mai Vân**

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: trinhmaivan@gmail.com

**Đặng Quốc Hùng**

Công ty TC capital

Email: hung@tccapital.com

**Bùi Tú Uyên**

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: buituyyen222000@gmail.com

**Nguyễn Minh Châu**

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: chaunm.gyc@gmail.com

Ngày nhận: 11/3/2020

Ngày nhận bản sửa: 27/3/2020

Ngày duyệt đăng: 05/3/2021

## **Tóm tắt**

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá về tác động của tính thanh khoản cổ phiếu tới giá trị doanh nghiệp cho 606 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2018. Bài nghiên cứu đã sử dụng các phương pháp ước lượng khác nhau, bao gồm ước lượng hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp, ước lượng hồi quy các nhân tố cố định, và ước lượng hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên, để kiểm tra mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng một sự gia tăng tính thanh khoản cổ phiếu sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Dựa trên kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra các khuyến nghị các doanh nghiệp và những người làm chính sách tại Việt Nam nên có những phương pháp và chính sách làm tăng tính thanh khoản trong giao dịch cổ phiếu doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Thanh khoản cổ phiếu, giá trị doanh nghiệp, Việt Nam

**Mã JEL:** G1, G3

## **Impact of stock liquidity on firm value: Evidence from Vietnam**

### **Abstract:**

This paper is conducted to investigate the impact of stock liquidity on firms' value. Our sample consists of 606 non-financial firms listed on Vietnam Stock Exchange over the period from 2009 to 2018. This study employs a range of alternative econometric methods, including a pooled ordinary least squares model, a fixed effects model, and a random effects model in order to estimate the re-relationship between stock liquidity and firms' value. The results show that an increase in stock liquidity leads to increase in firms' value. Based on the findings, we recommend Vietnamese firms and policy makers to have methods and policies to enhance the stock liquidity, respectively.

**Keywords:** Stock liquidity, firm value, Vietnam.

**JEL Codes:** G1, G3.

---

## 1. Giới thiệu

Thanh khoản thị trường đóng vai trò quan trọng cho sự ổn định, phát triển và hiệu quả của thị trường tài chính, giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Các cổ phiếu trên thị trường có tính thanh khoản tốt sẽ thu hút được các nhà đầu tư trong và ngoài nước, trong khi đó thị trường có tính thanh khoản thấp sẽ tạo áp lực cho nhà đầu tư trong việc chuyển hóa tài sản của mình trên thị trường. Các nghiên cứu trước đây đã tập trung nghiên cứu tác động của tính thanh khoản cổ phiếu lên cơ cấu vốn doanh nghiệp (ví dụ Lipson & Mortal, 2009) và tác động của tính thanh khoản cổ phiếu lên giá trị doanh nghiệp (ví dụ Fang & cộng sự, 2009). Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tính thanh khoản cổ phiếu có tác động tiêu cực đến việc sử dụng nợ trong cơ cấu vốn doanh nghiệp (Lipson & Mortal, 2009; Prasit & Seksak, 2011; Nadarajah & cộng sự, 2018) nhưng có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp (Fang & cộng sự, 2009; và Nguyen & cộng sự, 2016). Tuy nhiên, các nghiên cứu này tập trung nghiên cứu vào các quốc gia phát triển. Vì vậy, bài viết này lựa chọn Việt Nam, một quốc gia đang phát triển, để nghiên cứu mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp.

Trong những năm gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến nhiều sự biến động của thanh khoản các cổ phiếu trên thị trường. Giống như các quốc gia đang phát triển khác, vấn đề bất cân xứng thông tin ở Việt Nam đang ở mức cao, có thể dẫn tới việc làm giảm tính thanh khoản trong giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, ảnh hưởng tới giá cổ phiếu và giá trị của doanh nghiệp niêm yết.

Bài viết này sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 606 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2018. Sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy các nhân tố cố định để làm giảm vấn đề nội sinh do thiếu biến trong mô hình nghiên cứu, bài báo này chỉ ra rằng một sự tăng lên trong tính thanh khoản của cổ phiếu doanh nghiệp sẽ làm giảm đòn bẩy tài chính nhưng làm tăng giá trị doanh nghiệp cho các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Như vậy, kết quả này là tương tự với những nghiên cứu trước đây tại các quốc gia phát triển (ví dụ Lipson & Mortal, 2009; và Fang & cộng sự, 2009). Về ý nghĩa kinh tế, nghiên cứu này chỉ ra rằng một độ lệch chuẩn tăng lên của tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp có thể làm giảm đòn bẩy tài chính một mức trong khoảng từ 12% đến 16% và làm tăng giá trị doanh nghiệp một mức trong khoảng từ 5% đến 13%. Kết quả này được chỉ ra là vững khi các mô hình nghiên cứu trong bài viết này được ước lượng bằng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp hoặc phương pháp hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên. Kết quả của nghiên cứu này đã đóng góp một phần vào tổng quan nghiên cứu tác động của tính thanh khoản cổ phiếu tới giá trị doanh nghiệp.

Kết cấu phần tiếp theo của bài nghiên cứu này được trình bày như sau. Phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu về tác động của tính thanh khoản cổ phiếu tới giá trị doanh nghiệp và từ đó đưa ra giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 trình bày dữ liệu, cách xây dựng biến nghiên cứu và mô hình nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu được trình bày tại phần 4. Cuối cùng, phần 5 kết luận và đưa ra một vài khuyến nghị.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Tính thanh khoản của cổ phiếu từ lâu đã được coi là một đề tài thu hút sự chú ý của rất nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới (ví dụ, Amihud & Mendelson, 1986; Brennan & Subrahmanam, 1996; Maug, 1998; Palmiter, 2002; Amihud, 2002; Pastor & Stambaugh, 2003; Acharya & Pedersen, 2005; Frieder & Martell, 2006; Edmans, 2009; Lipson & Mortal, 2009; Fang & cộng sự, 2009; Nguyen & cộng sự, 2016; và Nadarajah & cộng sự, 2018).

Tính thanh khoản của cổ phiếu được cho là một trong những nhân tố quan trọng tác động đến giá trị doanh nghiệp. Tác động này có thể được giải thích bằng các lý thuyết liên quan đến hiệu quả hoạt động (operating performance-based theories) hoặc các lý thuyết liên quan đến giá cổ phiếu (price-based theories). Các lý thuyết liên quan đến hiệu quả hoạt động có thể được phân loại nhỏ hơn thành lý thuyết đại diện (agency-based theories) và lý thuyết phản hồi (feedback theories). Hai lý thuyết này có chung lập luận rằng một sự tăng lên trong tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp sẽ có những tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của doanh nghiệp và do đó sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Các lý thuyết đại diện cho rằng mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp có liên quan đến mức độ của chi phí đại diện trong công ty. Về mặt lý thuyết, tính thanh khoản cổ phiếu có thể có những tác động đến các nhà quản lý của doanh nghiệp để những nhà quản lý này có trách nhiệm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Maug (1998) nghiên cứu động cơ giám sát doanh

---

nghiệp của các cổ đông lớn trong doanh nghiệp niêm yết. Nghiên cứu này chỉ ra rằng khi thị trường cổ phiếu có tính thanh khoản thấp thì các cổ đông lớn này sẽ có ít động lực để thực hiện các hành vi giám sát doanh nghiệp của mình. Trái lại, khi thị trường cổ phiếu có tính thanh khoản cao, các cổ đông lớn sẽ có những hành động giám sát công ty nhiều hơn bởi vì những cổ đông này có thể thu được những lợi ích từ giao dịch nội bộ (informed trading) để bù đắp cho chi phí giám sát. Sau đó, Maug (1998) kết luận rằng thị trường cổ phiếu có tính thanh khoản cao có thể dẫn tới sự quản trị công ty tốt hơn, và do đó có thể làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Các nghiên cứu của Palmiter (2002), Edmans (2009) và Admati & Pfleiderer (2009) cũng lập luận rằng các cổ đông lớn của doanh nghiệp có thể có những biện pháp giám sát nhà quản lý doanh nghiệp và do đó sẽ nâng cao sự quản trị doanh nghiệp. Nếu những nhà quản lý doanh nghiệp không điều hành doanh nghiệp tốt, những cổ đông lớn này có thể sẽ thoái vốn tại các doanh nghiệp này. Nếu như tất cả lương thưởng của nhà quản lý được gắn liền với giá cổ phiếu của doanh nghiệp thì một sự thoái vốn của các cổ đông lớn sẽ rất nguy hại đến sự giàu có của nhà quản lý vì khi các cổ đông lớn này bán một lượng lớn cổ phiếu ra thị trường thì giá cổ phiếu sẽ sụt giảm rất mạnh. Do đó, nhà quản lý doanh nghiệp sẽ cố gắng đáp ứng được các yêu cầu quản trị của các cổ đông lớn, dẫn đến kết quả là có thể làm tăng hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp. Như vậy, lý thuyết đại diện gợi ý một mối quan hệ dương giữa tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp.

Khác với lý thuyết đại diện nói trên, các lý thuyết phản hồi cho rằng tính thanh khoản cổ phiếu có thể có tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngay cả khi không tồn tại chi phí đại diện giữa nhà quản lý doanh nghiệp và các nhà đầu tư trên thị trường. Trong điều kiện không tồn tại chi phí đại diện, các yếu tố phản hồi (feedback effects) có thể xuất hiện bởi vì những bên liên quan phi tài chính (nonfinancial stakeholders) đến công ty, ví dụ nhà cung cấp các yếu tố đầu vào, khách hàng hoặc cán bộ công nhân viên, sẽ đưa ra các quyết định kinh doanh mà phụ thuộc vào lượng thông tin được phản ánh trong giá cổ phiếu (Subrahmanyam & Titman, 2001; Khanna & Sonti, 2004; và Hirshleifer & cộng sự, 2006). Một sự gia tăng trong tính thanh khoản cổ phiếu của một công ty sẽ có thể làm cho các nhà đầu tư có thông tin đầu tư vào cổ phiếu của công ty này, và điều này sẽ làm cho giá cổ phiếu phản ánh nhiều thông tin hơn nữa tới các biên có liên quan. Điều này có thể làm giảm vấn đề hạn chế tài chính (financial constraints) của các công ty và do đó làm tăng hiệu quả hoạt động của các công ty này (Khanna & Sonti, 2004).

Trong khi các lý thuyết hiệu quả hoạt động công ty gợi ý một cơ chế giải thích mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp thông qua việc làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty, các lý thuyết liên quan đến giá cổ phiếu bổ sung một cơ chế khác mà qua đó tính thanh khoản cổ phiếu có thể tác động đến giá trị công ty. Về mặt cơ bản, các lý thuyết liên quan đến giá cổ phiếu cho rằng tính thanh khoản cổ phiếu có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua tác động đến giá trị lãi suất chiết khấu của công ty (discount rate). Brennan & cộng sự (1998) và Brennan & Subrahmanam (1996) chỉ ra rằng khi những nhà đầu tư bỏ tiền đầu tư vào những cổ phiếu có tính thanh khoản thấp thì họ yêu cầu một mức đền bù rủi ro cao hơn để bù đắp cho tính thiếu thanh khoản của cổ phiếu này. Các nghiên cứu của Acharya & Pedersen (2005) và Pastor & Stambaugh (2003) cũng chỉ ra rằng cổ phiếu có tính thanh khoản thấp thì sẽ có phần bù rủi ro cho tính thanh khoản cao hơn so với các cổ phiếu có tính thanh khoản cao. Điều này hàm ý rằng lãi suất chiết khấu của các công ty có cổ phiếu có tính thanh khoản thấp sẽ cao hơn lãi suất chiết khấu của các công ty có cổ phiếu có tính thanh khoản cao. Đồng ý với lập luận này, mô hình lý thuyết của Holmstrom & Tirole (2001) cũng chỉ ra rằng cổ phiếu có tính thanh khoản thấp nên được giao dịch với mức giá thấp và ngược lại, cổ phiếu có tính thanh khoản cao nên được giao dịch với mức giá cao, tức là tính thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp.

Phần tổng quan nghiên cứu ở trên gợi ý rằng tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều. Nói cách khác, khi tính thanh khoản của một cổ phiếu tăng lên thì giá trị công ty của cổ phiếu đó cũng sẽ tăng lên. Một vài nghiên cứu thực chứng đã tìm ra bằng chứng ủng hộ cho lập luận này. Ví dụ, nghiên cứu của Fang & cộng sự (2009) kiểm tra tác động của tính thanh khoản cổ phiếu lên giá trị doanh nghiệp, sử dụng một mẫu nghiên cứu bao gồm 2.642 công ty niêm yết tại Hoa Kỳ. Nghiên cứu này chỉ ra rằng một sự tăng lên trong thanh khoản cổ phiếu sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp, trong đó giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản công ty. Một nghiên cứu khác của Nguyen & cộng sự (2016) sử dụng một mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Australia để nghiên cứu tác động của tính thanh khoản cổ phiếu lên giá trị

doanh nghiệp. Nghiên cứu này đã tìm ra bằng chứng chứng tỏ rằng tính thanh khoản cổ phiếu có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp, trong đó giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng hệ số TobinQ. Tóm lại, dựa vào các lý thuyết liên quan đến hiệu quả hoạt động công ty và các lý thuyết liên quan đến giá cổ phiếu, nghiên cứu này dự đoán rằng tính thanh khoản cổ phiếu sẽ có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết nghiên cứu rằng: Cổ phiếu của các công ty có tính thanh khoản cao sẽ có giá trị doanh nghiệp cao.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu của bài báo này bao gồm tất cả các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2018. Toàn bộ dữ liệu được thu thập từ cơ sở dữ liệu DATASTREAM. Nghiên cứu này loại bỏ các công ty tài chính trong dữ liệu nghiên cứu. Dựa theo mã phân loại công nghiệp tiêu chuẩn (Standard Industry Classification - SIC) thì các công ty tài chính có mã SIC từ 6000 tới 6799. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng bỏ đi các quan sát mà không có thông tin để tính toán các biến số về giá trị doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản của cổ phiếu, cũng như bỏ đi các quan sát mà không có thông tin để tính toán các biến số cho biến kiểm soát của mô hình. Cuối cùng, dữ liệu trong nghiên cứu này là một dữ liệu bảng không cân xứng, bao gồm 606 công ty, tương đương với 4.513 quan sát trong khoảng thời gian nghiên cứu.

#### 3.2. Đo lường biến phụ thuộc và biến độc lập

**Bảng 1: Các biến nghiên cứu**

Tên biến	Định nghĩa
TOBINQ	Tỷ số giữa tổng giá trị của nợ và giá trị thị trường của cổ phiếu chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản.
LEVERAGE	Tỷ số giữa giá trị của nợ chia cho tổng giá trị của nợ và giá trị thị trường của cổ phiếu.
AMIHUD	Logarit tự nhiên của một cộng với giá trị Amihud hàng năm. Giá trị Amihud hàng năm được tính bằng cách lấy giá trị trung bình hàng ngày của tỷ số giữa giá trị tuyệt đối của lợi nhuận cổ phiếu chia cho giá trị giao dịch tính theo đô la Mỹ, sau đó nhân với một triệu.
QUOTED_SPREAD	Giá trị chênh lệch giá mua-bán hàng năm. Giá trị này được tính bằng cách lấy giá trị trung bình hàng ngày của tỷ số giữa giá trị chênh lệch giá mua-bán hàng ngày, nhân với hai, và sau đó chia cho giá trị ở giữa giá mua và giá bán.
FIRM_SIZE	Logarit tự nhiên của giá trị sổ sách của tổng tài sản.
PROFITABILITY	Tỷ số giữa lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản.
CASH_RATIO	Tỷ số giữa tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn chia cho tài sản ngắn hạn.

##### 3.2.1. Đo lường giá trị doanh nghiệp

Nghiên cứu này đo lường giá trị doanh nghiệp bằng tỷ số TobinQ. Tỷ số TobinQ được tính bằng tỷ số giữa giá trị thị trường của tổng tài sản chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản doanh nghiệp, trong đó giá trị thị trường của tổng tài sản được tính bằng tổng của tổng nợ cộng với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Một công ty có tỷ số TobinQ được cho là công ty có giá trị cao.

##### 3.2.2. Đo lường tính thanh khoản cổ phiếu

Nghiên cứu này dựa vào các nghiên cứu trước đây trong việc tính toán các chỉ tiêu đo lường tính thanh

khoản của cổ phiếu doanh nghiệp. Cụ thể, nghiên cứu này sẽ sử dụng hai chỉ tiêu để đo lường tính thanh khoản của cổ phiếu. Chỉ tiêu thứ nhất, viết tắt là AMIHUĐ, là hệ số Amihud (2002). Chỉ tiêu này đo lường các tác động của tính thanh khoản lên giá của cổ phiếu (price impact of a stock). Công thức để tính hệ số Amihud như sau:

$$AMIHUĐ_{id} = 10^6 \cdot \frac{|R_{id}|}{V_{id}} \quad (1)$$

Trong đó  $R_{id}$  và  $V_{id}$  tương ứng là lợi nhuận đầu tư theo ngày và giá trị giao dịch cổ phiếu theo ngày của cổ phiếu  $i$  trong ngày giao dịch  $d$ . Giá trị Amihud hàng năm được tính bằng cách lấy giá trị trung bình của giá trị Amihud hàng ngày trong năm đó. Hệ số Amihud thể hiện chi phí bất cân xứng thông tin trong giao dịch cổ phiếu. Một cổ phiếu có hệ số Amihud cao là cổ phiếu có tính thanh khoản thấp và ngược lại, một cổ phiếu có hệ số Amihud thấp là cổ phiếu có tính thanh khoản cao. Do hệ số Amihud của từng cổ phiếu bị lệch phải (right skewness) rất lớn nên nghiên cứu này sẽ sử dụng logarit tự nhiên của một công với hệ số AMIHUĐ hàng năm cho các phân tích ở phần sau.

Biến thứ hai đo lường tính thanh khoản của một cổ phiếu là sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu (quoted spread). Biến này, viết tắt là QUOTED\_SPREAD, có công thức tính như sau:

$$QUOTED\_SPREAD_{id} = 2 \cdot \frac{(ASK_{id} - BID_{id})}{(ASK_{id} + BID_{id})} \quad (2)$$

Trong đó  $ASK_{id}$  và  $BID_{id}$  tương ứng là giá bán và giá mua tốt nhất của cổ phiếu  $i$  trong ngày giao dịch  $d$ . Giá trị QUOTED\_SPREAD hàng năm được tính bằng cách lấy giá trị trung bình của giá trị QUOTED\_SPREAD hàng ngày trong năm đó. Nghiên cứu này bỏ đi các quan sát mà có giá trị QUOTED\_SPREAD nhỏ hơn 0. Sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu thể hiện các chi phí liên quan đến giao dịch của cổ phiếu, trong đó những nhà đầu tư có cầu về tính thanh khoản cổ phiếu (liquidity demanders) là bên phải chịu những chi phí này khi họ giao dịch cổ phiếu với những nhà đầu tư có cung về tính thanh khoản cổ phiếu (liquidity suppliers). Các chi phí liên quan này bao gồm chi phí nắm giữ cổ phiếu (inventory costs), chi phí xử lý giao dịch (order processing costs), tô kinh tế (economic rent) từ việc nắm giữ cổ phiếu, và cả chi phí bất cân xứng thông tin trong giao dịch cổ phiếu. Một cổ phiếu có sự chênh lệch giá mua - giá bán cao là cổ phiếu có tính thanh khoản thấp và ngược lại, một cổ phiếu có sự chênh lệch giá mua - giá bán thấp là cổ phiếu có tính thanh khoản cao.

### 3.3. Mô hình nghiên cứu

Để nghiên cứu tác động của tính thanh khoản cổ phiếu lên giá trị doanh nghiệp, mô hình hồi quy sau đây được sử dụng trong nghiên cứu:

$$TOBINQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 STOCK\_LIQUIDITY_{it} + \gamma CONTROL_{it} + \phi_{it} \quad (3)$$

Trong đó  $i$  và  $t$  lần lượt thể hiện công ty  $i$  và năm  $t$ . Biến phụ thuộc ở phương trình 3 là tỷ số TobinQ (TOBINQ). Biến độc lập trong phương trình 3 là tính thanh khoản cổ phiếu của doanh nghiệp (STOCK\_LIQUIDITY) và được đo bằng hệ số Amihud (AMIHUĐ) hoặc sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu (QUOTED\_SPREAD). Vì chúng ta kỳ vọng một mối quan hệ cùng chiều giữa tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp nên hệ số của các biến đo lường tính thanh khoản của cổ phiếu trong phương trình 3 được kỳ vọng có dấu âm (giá trị AMIHUĐ và QUOTED\_SPREAD càng lớn thể hiện cổ phiếu càng không có tính thanh khoản). Phương trình 3 bao gồm các biến kiểm soát mà được cho là có tác động đến giá trị doanh nghiệp (Dawar, 2014). Ba biến kiểm soát đầu tiên là quy mô doanh nghiệp (FIRM\_SIZE), đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp (LEVERAGE), và khả năng sinh lời của doanh nghiệp (PROFITABILITY). Biến kiểm soát tiếp theo được thêm vào phương trình 3 là kiểm soát khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp, được đo lường bằng tỷ số của tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn chia cho giá trị sổ sách của tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp.  $\phi_{it}$  là phần dư của phương trình 3.

Khi ước lượng phương trình 3, các biến giả cho từng ngành công nghiệp được bổ sung để kiểm soát các tác động riêng biệt của từng ngành công nghiệp lên đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp (từng ngành công nghiệp khác nhau có những đặc trưng riêng mà sẽ tác động khác nhau lên đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp). Giá trị ngoại biên của tất cả các biến được lược bớt (winsorized) tại mức phân vị thứ nhất

(1st) và thứ chín mươi chín (99th). Cuối cùng, sai số chuẩn của các tham số trong mô hình được điều chỉnh phương sai sai số thay đổi (heteroskedasticity) và được điều chỉnh tự tương quan tại mức công ty (clustered at the firm level).

Nghiên cứu sử dụng các phương pháp ước lượng áp dụng cho dữ liệu bảng. Ba phương pháp thông dụng để ước lượng mô hình hồi quy dữ liệu bảng là ước lượng hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled Ordinary Least Squares - Pooled OLS), ước lượng hồi quy các nhân tố cố định (Fixed effects model) và ước lượng hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên (Random effects model). Kết quả sau kiểm định khi ước lượng các phương trình 3 (mục 4.2) chỉ ra rằng phương pháp hồi quy các nhân tố cố định là phương pháp phù hợp để ước lượng phương trình 3. Việc sử dụng ước lượng hồi quy các nhân tố cố định có ưu điểm là sẽ giảm bớt được tính chệch (bias) của tham số ước lượng mà bị gây ra bởi sự thiếu biến trong mô hình. Cụ thể, khi áp dụng ước lượng hồi quy các nhân tố cố định thì việc ước lượng mô hình sẽ không bị ảnh hưởng bởi vấn đề thiếu biến kiểm soát cho các yếu tố của từng công ty mà không thay đổi theo thời gian. Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn trình bày kết quả ước lượng bằng hai phương pháp còn lại với mục đích kiểm tra tính vững của ước lượng.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Mô tả biến nghiên cứu

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả của các biến trong nghiên cứu này. Một vài chú ý được rút ra từ bảng 2 như sau. Thứ nhất, giá trị trung bình và giá trị trung vị của tỷ số TobinQ cho mẫu nghiên cứu trong bài viết này lần lượt là 0,797 và 0,691. Các giá trị này nhỏ hơn 1 chứng tỏ rằng các công ty trong mẫu nghiên cứu có giá trị thị trường tổng tài sản nhỏ hơn giá trị sổ sách tổng tài sản. Nói cách khác, thị trường định giá các công ty này nhỏ hơn giá trị sổ sách, hàm ý rằng các công ty này hoạt động không thật sự tốt. Thứ hai, đòn bẩy tài chính có giá trị trung bình là 0,364. Các giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của đòn bẩy tài chính là 0,000 và 0,911, thể hiện rằng trong mẫu nghiên cứu có công ty không sử dụng nợ và có công ty sử dụng nợ

**Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả biến nghiên cứu**

Biến	n	Mean	Median	STD	Min	Max
TOBINQ	4513	0,797	0,691	0,508	0,156	3,306
LEVERAGE	4513	0,364	0,351	0,281	0,000	0,911
AMIHUUD	4484	5,188	5,774	2,394	0,216	9,412
QUOTED_SPREAD	4513	0,037	0,028	0,031	0,003	0,142
FIRM_SIZE	4513	10,257	10,206	1,457	6,848	14,190
PROFITABILITY	4513	0,097	0,083	0,079	-0,102	0,398
CASH_RATIO	4513	0,238	0,157	0,226	0,003	0,914

**Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan các biến nghiên cứu**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) TOBINQ	1,000						
(2) LEVERAGE	-0,340	1,000					
(3) AMIHUUD	-0,309	0,100	1,000				
(4) QUOTED_SPREAD	-0,186	0,027	0,716	1,000			
(5) FIRM_SIZE	0,145	0,296	-0,622	-0,529	1,000		
(6) PROFITABILITY	0,592	-0,450	-0,177	-0,176	-0,045	1,000	
(7) CASH_RATIO	0,337	-0,462	-0,151	-0,102	0,034	0,364	1,000

rất cao. Thứ ba, liên quan đến các biến đo lường tính thanh khoản cổ phiếu, chúng ta thấy rằng độ biến thiên của các biến này rất lớn. Điều này giúp ích cho nghiên cứu vì khi độ biến thiên của các biến đo lường tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp có dao động lớn thì mô hình hồi quy sẽ ước lượng được chính xác hơn hệ số của các biến đo lường tính thanh khoản cổ phiếu này.

Bảng 3 trình bày ma trận hệ số tương quan của các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Một vài chú ý được rút ra từ bảng 3. Thứ nhất, giá trị doanh nghiệp và các biến đo lường tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp có hệ số tương quan âm. Điều này tức là khi cổ phiếu doanh nghiệp có tính thanh khoản tăng lên thì giá trị doanh nghiệp cũng tăng lên. Kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu 1. Kết luận cuối cùng được rút ra từ bảng 3 là hệ số tương quan của biến độc lập và các biến kiểm soát trong mô hình đều nhỏ hơn 0,7, chứng tỏ rằng mô hình hồi quy 3 không có hiện tượng đa cộng tuyến.

#### 4.2. Kết quả ước lượng mô hình nghiên cứu

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng phương trình hồi quy 3. Biến phụ thuộc của bảng 4 là hệ số TobinQ của doanh nghiệp (TOBINQ). Như đã phân tích ở trên, chúng ta có thể ước lượng phương trình hồi quy 3 bằng phương pháp ước lượng hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp, ước lượng hồi quy các nhân tố cố định hoặc ước lượng hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên. Kết quả sau kiểm định chỉ ra rằng hệ số p-value của kiểm định Breusch Pagan Lagrangian multiplier là 0, chứng tỏ rằng mô hình có sự khác biệt giữa các công ty. Do đó, việc áp dụng ước lượng hồi quy bình phương nhỏ nhất có thể sẽ không phù hợp. Hơn nữa, hệ số p-value của kiểm định Hausman bằng 0, chứng tỏ rằng ước lượng phương trình 3 bằng phương pháp hồi quy các nhân tố cố định là phù hợp hơn việc ước lượng phương trình 3 bằng phương pháp hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên. Kết quả ước lượng từ phương pháp hồi quy các nhân tố cố định được trình bày tại cột 1 và 2 của bảng 4.

Tại các cột 1 và 2 của bảng 4, biến đo lường tính thanh khoản của cổ phiếu lần lượt là hệ số Amihud và sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu của hai cột này cho thấy tham số ước lượng

**Bảng 4: Kết quả hồi quy tác động tính thanh khoản cổ phiếu lên giá trị doanh nghiệp**

Biến	Biến phụ thuộc: TOBINQ					
	Nhân tố cố định		Hồi quy gộp		Nhân tố ngẫu nhiên	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AMIHUĐ	-0,042*** (0,005)		-0,017*** (0,005)		-0,037*** (0,005)	
QUOTED_SPREAD		-1,282*** (0,426)		0,365 (0,533)		-0,861** (0,400)
FIRM_SIZE	0,003 (0,031)	0,048* (0,027)	0,043*** (0,015)	0,068*** (0,014)	0,027* (0,016)	0,063*** (0,014)
LEVERAGE	-0,095 (0,059)	-0,173*** (0,057)	-0,107* (0,055)	-0,157*** (0,054)	-0,143*** (0,050)	-0,216*** (0,050)
PROFITABILITY	1,547*** (0,187)	1,623*** (0,190)	3,332*** (0,240)	3,369*** (0,242)	1,923*** (0,187)	1,984*** (0,189)
CASH_RATIO	0,026 (0,054)	0,038 (0,056)	0,185** (0,073)	0,187** (0,073)	0,096* (0,051)	0,104** (0,052)
Hệ số chặn	0,885*** (0,328)	0,271 (0,269)	0,170 (0,172)	-0,150 (0,162)	0,570*** (0,202)	0,108 (0,182)
Số lượng quan sát	4.484	4.513	4.484	4.513	4.484	4.513
Bao gồm biến giả ngành công nghiệp	Không	Không	Có	Có	Có	Có
Bao gồm biến giả năm	Có	Có	Có	Có	Có	Có
R-squared	0,267	0,244	0,470	0,463	0,506	0,495
BP Lagrangian multiplier test (p-value)				0.000		
Hausman test (p-value)				0.000		

---

của cả hệ số Amihud và sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu đều âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, chứng minh rằng khi tính thanh khoản của cổ phiếu tăng lên (tức là hệ số Amihud và sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu giảm xuống) thì giá trị của các doanh nghiệp này cũng sẽ tăng lên. Về mức ý nghĩa kinh tế, kết quả ước lượng ở cột 1 chỉ ra rằng một độ lệch chuẩn giảm xuống của hệ số Amihud sẽ làm tăng hệ số TobinQ một mức xấp xỉ là 13%.<sup>1</sup> Tương tự, kết quả ước lượng ở cột 2 chỉ ra rằng một độ lệch chuẩn giảm xuống của sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu sẽ làm tăng hệ số TobinQ một mức vào khoảng xấp xỉ 5%.<sup>2</sup> Bên cạnh phương pháp hồi quy các nhân tố cố định, bảng 4 cũng cung cấp kết quả ước lượng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp và phương pháp hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên để kiểm tra tính vững của kết quả. Kết quả ước lượng từ phương pháp hồi quy gộp (cột 3 và 4 bảng 4) chỉ ra rằng chỉ có một cột (cột 3) là chỉ ra được mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê giữa tính thanh khoản cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp. Kết quả ước lượng từ phương pháp hồi quy các nhân tố ngẫu nhiên (cột 5 và 6 bảng 4) tương tự với kết quả khi ước lượng bằng phương pháp hồi quy các nhân tố cố định. Các kết quả này tương tự với kết quả của Fang & cộng sự (2009) và Nguyen & cộng sự (2016) và đồng thời ủng hộ giả thuyết nghiên cứu.

Liên quan đến các biện pháp kiểm soát của phương trình 3, dựa vào phương pháp hồi quy các nhân tố cố định, chúng ta có một vài chú ý sau đây. Tại cột 2, tham số ước lượng của biến quy mô doanh nghiệp là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này thể hiện rằng các doanh nghiệp có tổng tài sản lớn thì thường có giá trị doanh nghiệp cao, có thể là do các doanh nghiệp tận dụng được lợi thế theo quy mô trong việc kinh doanh của mình. Cũng tại cột 2, tham số ước lượng của biến đòn bẩy tài chính là âm và có mức ý nghĩa thống kê, chứng tỏ rằng một doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp càng giảm. Nói cách khác, các doanh nghiệp tại Việt Nam trong mẫu nghiên cứu của bài viết này sử dụng nợ chưa tốt. Kết hợp với kết quả nghiên cứu, một khuyến nghị quan trọng được đưa ra là các doanh nghiệp tại Việt Nam nên nâng cao tính thanh khoản cổ phiếu của công ty mình. Việc này không những sẽ giúp trực tiếp tăng giá trị doanh nghiệp mà còn gián tiếp tăng giá trị doanh nghiệp thông qua việc làm giảm đòn bẩy tài chính doanh nghiệp. Cuối cùng, kết quả nghiên cứu tại cả cột 1 và cột 2 chỉ ra rằng khả năng sinh lời của doanh nghiệp có tương quan dương với giá trị doanh nghiệp.

### **5. Kết luận và khuyến nghị**

Mục đích của nghiên cứu này là kiểm tra tác động của tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp tới giá trị doanh nghiệp. Dữ liệu nghiên cứu của bài viết này bao gồm 606 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2018. Các kết quả nghiên cứu chính, mà được ước lượng từ phương pháp hồi quy các nhân tố cố định, chỉ ra rằng tính thanh khoản cổ phiếu doanh nghiệp có tác động tiêu cực lên đòn bẩy tài chính doanh nghiệp nhưng có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu này cung cấp một số gợi ý cho các doanh nghiệp đang kinh doanh và hoạt động tại Việt Nam cũng như những người làm chính sách tại Việt Nam. Thứ nhất, các doanh nghiệp Việt Nam cần tìm cách nâng cao tính thanh khoản trong giao dịch cổ phiếu của mình vì bằng cách này các doanh nghiệp có thể tăng được giá trị doanh nghiệp. Ví dụ, các doanh nghiệp có thể tăng tính thanh khoản cổ phiếu bằng cách công bố các thông tin liên quan đến doanh nghiệp ra thị trường một cách chính xác và kịp thời, hạn chế thông tin bất đối xứng. Thứ hai, những người làm chính sách cũng cần đưa ra những cơ chế giúp tăng khả năng giao dịch cổ phiếu của các doanh nghiệp. Ví dụ, những người làm chính sách có thể nghiên cứu đưa ra các quy định liên quan đến việc cho phép những người tạo lập thị trường bán cổ phiếu mà họ không nắm giữ (short - selling). Thứ ba, nhà quản trị tài chính doanh nghiệp cần quan tâm tới việc sử dụng đòn bẩy trong hoạt động kinh doanh, mặc dù các khoản nợ có nhiều lợi thế trong doanh nghiệp, tuy nhiên việc sử dụng nợ quá nhiều có thể gây tâm lý bất an cho nhà đầu tư, người luôn muốn đồng vốn của mình an toàn. Do vậy, lạm dụng các khoản nợ trong hoạt động của doanh nghiệp có thể làm giảm tính thanh khoản của doanh nghiệp trên thị trường. Bên cạnh đó, kết quả về mối quan hệ giữa thanh khoản, giá trị thị trường và quy mô của doanh nghiệp ở Việt Nam đáng quan tâm, khác biệt so với một số nghiên cứu ở các quốc gia đang phát triển (Norvaišienė & Stankevičienė, 2014; Chordia & cộng sự, 2004).



---

**Ghi chú:**

$1.13\% = (2.396 * 0.042 / 0.798) * 100\%$ , trong đó 2.396 là một độ lệch chuẩn của hệ số Amihud, 0.042 là giá trị tuyệt đối của tham số ước lượng của biến này tại cột 1 bảng 5, và 0.798 là giá trị trung bình của hệ số TobinQ.

$2.5\% = (0.031 * 1.282 / 0.798) * 100\%$ , trong đó 0.031 là một độ lệch chuẩn của sự chênh lệch giá mua - giá bán cổ phiếu, 1.282 là giá trị tuyệt đối của tham số ước lượng của biến này tại cột 2 bảng 5, và 0.798 là giá trị trung bình của hệ số TobinQ.

**Tài liệu tham khảo**

- Acharya, V.V. & Pedersen, L.H. (2005), 'Asset pricing with liquidity risk', *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410.
- Admati, A. & Pfleiderer, P. (2009), 'The "wall street walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice', *Review of Financial Studies*, 22(7), 2645-2685.
- 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. (1986), 'Asset pricing and the bid-ask spread', *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Brennan, M.J. & Subrahmanam, A. (1996), 'Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns', *Journal of Financial Economics*, 41(3), 441-464.
- Brennan, M.J., Chordia, T. & Subrahmanyam, A. (1998) 'Alternative factor specifications, security characteristics, and the cross-section of expected stock returns', *Journal of Financial Economics*, 49(3), 345-373.
- Chordia, T., Shivakumar, L. & Subrahmanyam, A. (2004), 'Liquidity dynamics across small and large firms', *Economic Notes*, 33, 111-143.
- Dawar, V. (2014), 'Agency theory, capital structure and firm performance: Some Indian evidence', *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Edman, A. (2009), 'Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia', *Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513.
- Fang, V.W., Noe, T.H. & Tice, S. (2009), 'Stock market liquidity and firm value', *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150-160.
- Frieder, L. & Martell, R. (2006), 'On capital structure and the liquidity of a firm stock', *Working Paper*, last retrieved on March 1<sup>st</sup>, 2020, from: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=880421](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880421)>.
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A. & Titman, S. (2006), 'Feedback and the success of irrational investors', *Journal of Financial Economics*, 81(2), 311-338.
- Holmstrom, B. & Tirole, J. (1993), 'Market liquidity and performance monitoring', *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- Khanna, N. & Sonti, R. (2004), 'Value creating stock manipulation: Feedback effect of stock prices on firm value', *Journal of Financial Markets*, 7(3), 237-270.
- Lipson, M.L. & Mortal, S. (2009), 'Liquidity and capital structure', *Journal of Financial Markets*, 12(4), 611-644.
- Maug, E. (1998), 'Large shareholders as monitors: Is there a tradeoff between liquidity and control?', *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B. & Huang, A. (2018), 'Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence', *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 216-234.
- Nguyen, T., Duong, H.N. & Singh, H. (2016), 'Stock market liquidity and firm value: An empirical examination of the Australian market', *International Review of Finance*, 16(4), 639-646.
- Norvaišieno, R. & Stankevičienė, J. (2014), 'Impact of companies' internal factors on stock liquidity in Baltic markets', *19th International Scientific Conference, Economics and Management 2014, ICEM 2014*, 23-25 April.
- Palmiter, A. (2002), 'Mutual fund voting of portfolio shares: Why not disclose?', *Cardozo Law Review*, 23, 1419-1491.
- Pastor, L. & Stambaugh, R. (2003), 'Liquidity risk and expected stock returns', *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685.
- Prasit, U. & Seksak, J. (2011), 'Liquidity and capital structure: The case of Thailand', *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 106-117.
- Subrahmanyam, A. & Titman, S. (2001), 'Feedback from stock prices to cash flows', *Journal of Finance*, 56(6), 2389-2413.