

THANH KHOẢN, BIẾN ĐỘNG LỢI NHUẬN VÀ TỶ SUẤT SINH LỜI CỔ PHIẾU - NGHIÊN CỨU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

VÕ XUÂN VINH

Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và
Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về Quản lý (CFVG) Hồ Chí Minh – vinhvx@ueh.edu.vn

NGUYỄN MINH NGUYỆT

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng – nguyetnm09@gmail.com

(Ngày nhận: 05/12/2016; Ngày nhận lại: 20/02/2017; Ngày duyệt đăng: 20/02/2017)

TÓM TẮT

Bài báo này nghiên cứu ảnh hưởng của thanh khoản, biến động lợi nhuận đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) với dữ liệu là các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2006 – 2015, kết quả cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Ngược lại biến động lợi nhuận có quan hệ nghịch biến với tỷ suất sinh lợi cổ phiếu.

Từ khóa: thanh khoản; biến động lợi nhuận; tỷ suất sinh lợi.

The correlation between liquidity, earnings volatility and stock return – A study from Vietnam stock market

ABSTRACT

This paper investigates the impact of liquidity and earnings volatility on stock return on Vietnam stock market. By employing the ordinary least squares (OLS) regression to analyze the data collected from a number of listed firms on the Ho Chi Minh City stock exchange over the period 2006-2015, the study reveals a positive relationship between liquidity and stock return. On the contrary, it shows that earnings volatility is negatively correlated to stock return.

Keywords: liquidity; earnings volatility; stock return.

1. Giới thiệu

Thanh khoản được định nghĩa là khả năng chuyển đổi một tài sản hay cổ phiếu thành tiền mặt mà không làm ảnh hưởng hoặc có ảnh hưởng rất ít đến giá trị của tài sản hay cổ phiếu đó. Theo Amihud (2002) tính thanh khoản của chứng khoán là việc dễ dàng mua đi bán lại một chứng khoán. Một tài sản có tính thanh khoản cao thường được đặc trưng bởi khối lượng giao dịch lớn.

Khả năng thanh khoản chính là một trong những đặc tính hấp dẫn của chứng khoán với các nhà đầu tư. Nhờ có thị trường chứng khoán các nhà đầu tư có thể chuyển đổi chứng khoán mà họ sở hữu thành tiền mặt. Nhà đầu tư sẽ cảm thấy an tâm hơn khi bỏ vốn vào

những tài sản có tính thanh khoản cao thay vì những tài sản kém thanh khoản vì đặc tính này sẽ giúp họ dễ dàng thu hồi lại tiền từ đầu tư của mình. Điều này rất quan trọng để nhà đầu tư thực hiện nhanh chóng các quyết định thu hồi vốn từ các danh mục đầu tư hiện hữu với chi phí thấp nhất. Việc dễ bán một chứng khoán kém thanh khoản là rất khó, thậm chí có khi là không thể bán được trừ khi chấp nhận bán tháo với giá rất thấp.

Như vậy nhà đầu tư nắm giữ một tài sản hay chứng khoán có thanh khoản kém sẽ gánh chịu mức rủi ro cao hơn. Theo lý thuyết về lợi nhuận và rủi ro thì các tài sản như vậy nhà đầu tư sẽ yêu cầu mức suất sinh lợi cao để bù lại cho phần rủi ro gánh chịu, nghĩa là giữa tỷ

suất sinh lời và thanh khoản phải có mối quan hệ nghịch biến.

Bên cạnh thanh khoản, biến động lợi nhuận được cho rằng có tác động đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Biến động có thể được sử dụng là một tiêu chí để đo lường các rủi ro liên quan đến các tài sản tài chính. Theo nghiên cứu của Ruiz, Guillamón, and Gabaldón (2012), biến động trên thị trường tài chính được định nghĩa là mức độ biến động giá của tài sản theo thời gian. Khositkulporn (2013) cho rằng biến động là một thước đo cho thấy khuynh hướng của giá chứng khoán sẽ thay đổi như thế nào trong một khoảng thời gian. Biến động có thể quan sát bằng cách nhìn vào những thay đổi trong quá khứ của giá cổ phiếu. Nếu giá của một cổ phiếu thay đổi càng nhiều thì độ biến động càng cao và ngược lại.

Trên thị trường tài chính, mức độ biến động lợi nhuận được đo lường bằng độ lệch chuẩn của lợi nhuận. Mức độ biến động càng cao thì độ lệch chuẩn càng lớn và do đó rủi ro càng cao. Khi đó nhà đầu tư sẽ yêu cầu mức tỷ suất sinh lợi càng cao để bù đắp lại mức rủi ro cao này, nghĩa là tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa tỷ suất sinh lời và biến động lợi nhuận.

Liu, Gopikrishnan, and Stanley (1999) cho rằng biến động có vai trò quan trọng đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Cụ thể, các chỉ số này định lượng được rủi ro nên có thể sử dụng như là một công cụ trực quan để đo lường rủi ro. Ngoài ra, biến động còn được coi là điểm mấu chốt để xác định các tình huống mà cổ phiếu được định giá quá thấp hoặc quá cao.

Nghiên cứu này xem xét tác động của thanh khoản, biến động lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu sử dụng mẫu dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Một số nghiên cứu trước đã xem xét ảnh hưởng của từng yếu tố riêng lẻ tới tỷ suất sinh lợi sử dụng dữ liệu và bối cảnh Việt Nam, ví dụ như Batten and Vo (2014) nghiên cứu về tác động của thanh khoản tới tỷ suất sinh lợi. Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu xem xét một cách chi tiết tác động riêng lẻ và tác động đồng thời thanh khoản, biến động lợi

nhuận và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong bối cảnh Việt Nam. Nghiên cứu này sẽ bổ sung vào lỗ hổng học thuật đó.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Nghiên cứu trước về thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu

Nghiên cứu của Datar, Naik, and Radcliffe (1998) đã tìm ra mối tương quan âm giữa tính thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu với đại diện cho tính thanh khoản là tỷ lệ giữa số lượng cổ phiếu giao dịch so với số lượng cổ phiếu đang lưu hành (turnover). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu hàng tháng cho các cổ phiếu của các công ty phi tài chính trên sàn NYSE từ tháng 7/1962 đến tháng 12/1991. Kết quả cho thấy tỷ lệ turnover giảm 1% thì tỷ suất sinh lời cao hơn 4,5%.

Amihud (2002) đã xem xét mối quan hệ giữa tính thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên sàn NYSE giai đoạn 1964 -1997. Nghiên cứu đã sử dụng biến thiếu thanh khoản ILLIQ để đo lường tính thanh khoản. ILLIQ phản ánh sự thay đổi giá trên mỗi khối lượng giao dịch. ILLIQ càng cao thì thanh khoản của chứng khoán càng thấp và ngược lại. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối liên hệ cùng chiều giữa tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của chứng khoán và tính thiếu thanh khoản. Đồng thời tính thiếu thanh khoản tác động đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán ở mức độ khác nhau phụ thuộc vào tính thanh khoản và quy mô của công ty. Đối với các công ty nhỏ thì tác động của tính thiếu thanh khoản lên tỷ suất sinh lợi của chứng khoán là mạnh hơn. Do các công ty có quy mô nhỏ thì rủi ro hơn các công ty lớn nên tỷ suất sinh lợi chứng khoán của các công ty có quy mô nhỏ sẽ nhạy cảm cao hơn đối với tính thiếu thanh khoản.

Tương tự, Brennan and Subrahmanyam (1996) đã tìm ra mối quan hệ ngược chiều giữa tính thanh khoản và tỷ suất sinh lợi của chứng khoán được giao dịch trên sàn chứng khoán New York giai đoạn 1988 - 1992. Các chứng khoán có tính thiếu thanh khoản sẽ nhận được một tỷ suất sinh lợi cao hơn. Tác giả giải thích rằng các nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán họ nhận biết rằng họ sẽ phải đối mặt với chi phí giao dịch khi bán chứng khoán trong tương lai.

Do đó họ phải chiết khấu chứng khoán với một chi phí giao dịch cao hơn.

Trên góc độ tài chính hành vi, Hong and Stein (2007) giải thích rằng thanh khoản tăng giảm đột biến trên thị trường được tạo ra do sự chiếm ưu thế của nhà đầu tư thiếu lý trí. Họ thường có những hành động quá mức đối với những thông tin về phát hành cổ phiếu hay dòng tiền chu chuyển. Thanh khoản cao là dấu hiệu cho thấy các nhà đầu tư thiếu lý trí này đang quá tự tin và đánh giá cao thị trường, họ hành động quá mức và sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận trong tương lai.

Nghiên cứu của Chordia, Sarkar, and Subrahmanyam (2005) đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ suất sinh lời kỳ vọng của chứng khoán và tính thanh khoản đo lường bởi khối lượng giao dịch. Với biến khối lượng giao dịch được đo bằng lượng cổ phiếu giao dịch tính bằng đôla và vòng quay cổ phiếu (số cổ phiếu giao dịch chia cho số cổ phiếu đang lưu hành). Tác giả sử dụng tỷ suất sinh lời hàng tháng của các công ty niêm yết trên sàn NYSE giai đoạn 1993 - 1998. Các biến kiểm soát được đưa vào mô hình là quy mô, giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, tỷ suất sinh lợi quá khứ.

Đối với thị trường mới nổi trong khu vực các quốc gia châu Á, Âu, Phi, Trung Đông và Mỹ La tinh, Jun, Marathe, and Shawky (2003) cho rằng tỷ suất sinh lời chứng khoán tại thị trường các nước mới nổi có mối tương quan dương với thanh khoản của toàn bộ thị trường. Dữ liệu được sử dụng cho nghiên cứu bao gồm 27 thị trường mới nổi giai đoạn 1992-1999. Mối quan hệ cùng chiều này được giải thích là do các nước mới nổi không hoàn toàn hội nhập với thị trường thế giới. Vì vậy, tính thiếu thanh khoản không phải là một nhân tố rủi ro nên không làm hạ thấp tỷ suất sinh lợi.

2.2. Nghiên cứu trước về biến động lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu

Black (1976) đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên về mối quan hệ giữa lợi nhuận và biến động lợi nhuận cổ phiếu. Sử dụng mẫu 30 cổ phiếu trong bộ chỉ số Dow

Jones, tác giả ước tính biến động lợi nhuận cổ phiếu theo tháng bằng cách tổng hợp lợi nhuận hàng ngày của cổ phiếu. Nghiên cứu tìm ra mối quan hệ nghịch biến giữa biến động lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn 1962-1975.

Trong nghiên cứu của Christie (1982) và Cheung and Ng (1992) đã chỉ ra rằng biến động lợi nhuận của cổ phiếu doanh nghiệp tăng sau khi giá cổ phiếu giảm. Hai cách giải thích phổ biến của hiện tượng này là hiệu ứng đòn bẩy và phân bù rủi ro theo thời gian. Cụ thể Christie (1982) ước tính biến động lợi nhuận cổ phiếu theo quý đối với 379 công ty trên sàn chứng khoán NYSE giai đoạn 1962 - 1978. Nghiên cứu tìm ra giá trị hệ số hồi quy bằng -0,23. Hệ số âm này được giải thích bởi hiệu ứng đòn bẩy. Giả thuyết đòn bẩy giả định rằng sự biến động trong giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp (bao gồm nợ và vốn chủ sở hữu) là không đổi theo thời gian. Hiệu ứng dự đoán rằng sự sụt giảm trong giá cổ phiếu của công ty sẽ làm giảm giá trị của vốn chủ sở hữu. Khi đó tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu sẽ tăng và kéo theo sự tăng lên của biến động lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai. Theo lý thuyết này, doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy cao thì mối quan hệ nghịch biến này càng mạnh hơn.

Đối với cách giải thích liên quan đến phân bù rủi ro theo thời gian, Cheung and Ng (1992) áp dụng mô hình EGARCH để nghiên cứu 251 công ty ở sàn Amex/NYSE giai đoạn 1962 - 1989. Kết quả tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận của cổ phiếu đối với trên 95% công ty được xem xét. Nghiên cứu lập luận rằng sự gia tăng trong biến động lợi nhuận dự kiến làm tăng nguy cơ của việc nắm giữ cổ phiếu. Để bù đắp cho rủi ro bổ sung, nhà đầu tư yêu cầu phí bảo hiểm rủi ro cao hơn dự kiến. Như một hệ quả, giá cổ phiếu suy giảm ngay lập tức.

Cùng quan điểm, theo French, Schwert, and Stambaugh (1987) và Campbell and Hentschel (1992), phân bù rủi ro biến động về thời gian giải thích rằng sự gia tăng về dự báo biến động lợi nhuận sẽ dẫn đến sự gia tăng trong lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong

tương lai. Do đó giá cổ phiếu hiện tại giảm. Một dự báo về tăng trưởng GDP thấp dẫn đến sự giảm giá của cổ phiếu ngay tức thì, theo đó biến động lợi nhuận sẽ cao hơn. Kết quả cho rằng ở mức độ doanh nghiệp mỗi quan hệ giữa lợi nhuận cổ phiếu và biến động lợi nhuận là đồng biến, trái ngược với quan hệ nghịch biến ở mức độ tổng thể. Dữ liệu được sử dụng cho nghiên cứu trên thị trường chứng khoán (TTCK) Mỹ với các cổ phiếu trong bộ chỉ số S&P giai đoạn 1928 – 1984.

Nghiên cứu của Duffee (1995), dựa trên lợi nhuận cổ phiếu hàng ngày của gần 2.500 công ty ở sàn Amex/NYSE giai đoạn 1977-1991. Tác giả tìm thấy mối quan hệ đồng biến giữa tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận của cổ phiếu ở cả bộ dữ liệu theo ngày và theo tháng. Kết quả hồi quy theo tháng cho thấy khi lợi nhuận chứng khoán tăng 1 điểm phần trăm thì biến động lợi nhuận của tháng đó tăng tương ứng 0,46%. Còn ở dữ liệu theo ngày thì khi lợi nhuận chứng khoán tăng 1 điểm phần trăm thì biến động lợi nhuận tăng 7,21%. Kết quả cho thấy tương quan ở dữ liệu ngày thì mạnh hơn theo tháng. Bên cạnh đó, quan hệ giữa biến động lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi còn chịu ảnh hưởng bởi tác động của đòn bẩy tài chính và quy mô công ty. Công ty có quy mô lớn và đòn bẩy tài chính cao thì mối tương quan dương giữa tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận yếu hơn. Hơn nữa, tác giả cũng khẳng định rằng mối quan hệ này là khác nhau ở mức độ doanh nghiệp và mức độ tổng thể. Ở mức độ tổng thể dựa trên chỉ số của thị trường thì tương quan giữa lợi nhuận và biến động lợi nhuận là nghịch biến.

Dựa trên phương pháp nghiên cứu của Duffee, Tabak and Guerra (2002) đã tìm thấy mối tương quan dương giữa tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Brazil giai đoạn 1990 – 2002 với mẫu gồm 25 doanh nghiệp được chọn. Tuy nhiên mối quan hệ này lại không có ý nghĩa khi đưa các biến kiểm soát vào mô hình như quy mô, tỷ lệ đòn bẩy. Điều này được giải thích bởi các giao dịch không thường xuyên của 15/25 công ty trong mẫu quan sát và các công ty trong mẫu không đại

diện cho toàn bộ TTCK Brazil.

Giả thuyết nghiên cứu:

Bài báo xây dựng giả thuyết nghiên cứu căn cứ vào những nghiên cứu trước đây để kiểm định mối quan hệ giữa thanh khoản, biến động lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, tương tự như trong nghiên cứu của Datar và các cộng sự (1998) và Chordia và các cộng sự (2005), bài nghiên cứu đưa ra giả thuyết về tác động của thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu:

H₁: Thanh khoản có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu.

Tương tự như trong nghiên cứu của Campbell and Hentschel (1992) và Duffee (1995), bài nghiên cứu đưa ra giả thuyết về tác động của biến động lợi nhuận đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu:

H₂: Biến động lợi nhuận có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu.

2.3. Các phương pháp đo lường thanh khoản của cổ phiếu

Các nghiên cứu trước giới thiệu nhiều chỉ tiêu để đo lường thanh khoản cổ phiếu. Cụ thể, chúng tôi tóm lược một số tiêu chí đo lường phổ biến như sau:

• Chênh lệch giữa giá hỏi mua và giá chào bán (bid-ask spread)

Theo Amihud and Mendelson (1986) một trong những thước đo tốt nhất và cổ điển nhất của tính thanh khoản là chênh lệch giữa giá hỏi mua và giá chào bán (bid-ask spread). Bằng cách so sánh chênh lệch giá mua, giá bán giữa các công ty khác nhau để thu thập thông tin về tính thanh khoản. Nếu chênh lệch này nhỏ thì tài sản không những dễ bán mà tổng khối lượng giao dịch thường rất lớn nên lệnh mua hay bán của một cá nhân thường không làm ảnh hưởng đến giá cả thị trường.

• Tỷ lệ thanh khoản (LR)

Theo Amihud, Mendelson, and Lauterbach (1997), thước đo chênh lệch giá hỏi mua và giá chào bán lại không có sẵn trong các thị trường mới nổi. Ông đo lường thanh khoản thông qua tỷ lệ thanh khoản (LR). LR liên quan tới sự thay đổi đơn vị trong giá chứng khoán, LR cao hơn ngụ ý

thanh khoản thị trường lớn hơn.

$$LR_t = \frac{\sum_y VK_{id}}{\sum_y |R_{id}|} = \frac{\sum_{n=1}^{N_t} p_n \cdot v_n}{\sum_y \left| \left(\frac{p_{id}}{p_{i(d-1)}} - 1 \right) \cdot 100 \right|}$$

trong đó VK_{id} là khối lượng giao dịch hằng ngày, R_{id} là tỷ suất sinh lợi của chứng khoán i vào ngày d . Mục đích chính của ước lượng này là giải thích khối lượng giao dịch khi có 1% thay đổi trong giá chứng khoán hoặc so sánh khối lượng giao dịch với những thay đổi tuyệt đối trong giá chứng khoán tại một thời kỳ nào đó. Nói cách khác là khối lượng chứng khoán cần thiết giao dịch để làm giá chứng khoán tăng hoặc giảm 1%.

• **Khối lượng giao dịch (Trading Volume)**

Ngoài ra để ước lượng tính thanh khoản trong thị trường các thị trường mới nổi, nhiều học giả đã đưa ra những cách thức đo lường khác nhau. Theo Campbell, Grossman, and Wang (1992) phương pháp đo lường phổ biến nhất là sử dụng các tỷ số khối lượng giao dịch (Trading Volume) và coi đây là một chỉ báo cho tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường. Ông cho rằng khối lượng giao dịch trong quá khứ có thể cung cấp thông tin quan trọng về chứng khoán. Chứng khoán có tỷ số khối lượng giao dịch càng lớn thì tính thanh khoản càng cao.

$$LIQ_t = \frac{Traded\ Shares_t}{N}$$

với $Traded\ Shares_t$ là tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch trong năm t , N là số ngày giao dịch trong năm.

• **Tỷ lệ giữa khối lượng cổ phiếu giao dịch so với số lượng cổ phiếu đang lưu hành (turnover)**

Nghiên cứu của Datar và các cộng sự (1998) kiểm tra vai trò của thanh khoản đối với giá cổ phiếu với đại diện mới cho tính thanh khoản là tỷ lệ giữa số lượng cổ phiếu giao dịch chia cho số lượng cổ phiếu đang lưu hành (turnover). Tương tự, Lo and Wang (2000) cũng sử dụng turnover để đo lường tính thanh khoản trong các nghiên cứu. Tuy nhiên giá trị này được gọi là tổng lượng giao dịch (aggregate turnover AT). Giá trị chỉ số này càng cao thì tính thanh khoản càng lớn và

ngược lại.

$$LIQ_t = \frac{Traded\ Shares_t}{Total\ Shares}$$

với $Traded\ Shares_t$ là tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch trong năm t , $Total\ Share$ là tổng số cổ phiếu đang lưu hành bình quân trong năm của công ty.

• **Tỷ lệ giữa khối lượng cổ phiếu giao dịch bình quân trong năm so với khối lượng cổ phiếu lưu hành**

Tính thanh khoản cổ phiếu được Muñoz (2013) đo lường như sau:

$$LIQ_t = \frac{Traded\ Shares_t}{N \times Total\ Shares}$$

với $Traded\ Shares_t$ là tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch trong năm t , N là số ngày giao dịch trong năm, $Total\ Share$ là tổng số cổ phiếu đang lưu hành bình quân trong năm của công ty.

• **Tỷ lệ giữa giá trị vốn hóa của chứng khoán và số lượng cổ phiếu công ty**

Ranaldo (2000) ước lượng tính thanh khoản bằng giá trị vốn hóa của chứng khoán và số lượng cổ phiếu mà công ty sở hữu.

$$LR_t = \frac{LR_t}{(I - I_c)} = \frac{\sum_{n=1}^{N_t} p_n \cdot v_n}{\sum_y |R_{id}| \cdot (I - I_c)}$$

trong đó $(I - I_c)$ đại diện cho sự khác biệt giữa tổng số cổ phiếu và số lượng cổ phiếu thuộc sở hữu của công ty, p_n là giá và v_n là số lượng chứng khoán trong giao dịch n .

• **Tỷ lệ của giá trị tuyệt đối tỷ suất sinh lợi chứng khoán trên khối lượng giao dịch (ILLIQ)**

Một thước đo tính thanh khoản khác của Amihud (2002) là ILLIQ. ILLIQ cho thấy tác động của cả 2 yếu tố: giá và khối lượng giao dịch của cổ phiếu. ILLIQ đo lường sự thay đổi trong giá của cổ phiếu trên 1 đơn vị khối lượng giao dịch và được tính bằng cách lấy trung bình cộng của giá trị tuyệt đối của TSSL cổ phiếu giao dịch hằng ngày trên khối lượng giao dịch tính bằng tiền trong ngày đó. ILLIQ thể hiện tính thiếu thanh khoản của cổ phiếu. Giá cổ phiếu càng ít biến động so với khối lượng cổ phiếu giao dịch thì chỉ số kém thanh khoản càng thấp và do đó thanh khoản cổ phiếu càng cao và ngược lại.

$$ILLIQ_{iy} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{t=1}^{D_{iy}} |R_{idy}| / VK_{idy}$$

trong đó R_{idy} là tỷ suất sinh lợi của chứng khoán i vào ngày d của năm y , VK_{idy} là khối lượng giao dịch tính bằng tiền của chứng khoán i vào ngày d của năm y (bằng $p_{id} \times q_{id}$), D_{iy} là số ngày trong đó dữ liệu là sẵn có cho chứng khoán i trong năm y .

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trước tiên nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đơn biến để xem xét tác động của thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, của biến động lợi nhuận đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Nghiên cứu thực hiện ước tính các hệ số hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi với các biến thanh khoản LIQ_{it} và biến biến động lợi nhuận VOL_{it} . Chúng tôi ước lượng hệ số hồi quy của các biến thanh khoản theo phương trình sau:

$$R_{it} = c + \alpha_1 LIQ_{it} + \mu_{1,t}$$

trong đó: R_{it} là tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i ở thời kỳ t , α_1 là hệ số hồi quy, LIQ_{it} là các chỉ tiêu đại diện cho tính thanh khoản.

Tiếp theo, nghiên cứu ước tính hệ số hồi quy của các biến biến động lợi nhuận theo phương trình sau:

$$R_{it} = c + \beta_1 VOL_{it} + \mu_{1,t}$$

trong đó: R_{it} là tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i ở thời kỳ t , β_1 là hệ số hồi quy, VOL_{it} là các chỉ tiêu đại diện biến động lợi nhuận.

Cuối cùng, bài báo sử dụng mô hình hồi quy đa biến. Ở mỗi giai đoạn thời gian t , hồi quy tỷ suất sinh lợi với các chỉ tiêu đại diện cho thanh khoản và biến động lợi nhuận. Hằng số và hệ số hồi quy được ước tính từ phương pháp hồi quy dữ liệu bảng theo phương trình:

$$R_{it} = c + \alpha_1 LIQ_{it} + \beta_1 VOL_{it} + \mu_{1,t}$$

trong đó R_{it} là tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i ở thời kỳ t , α_1 và β_1 là các hệ số hồi quy, LIQ_{it} là các chỉ tiêu đại diện cho tính thanh khoản, VOL_{it} là các chỉ tiêu đại diện biến động lợi nhuận.

Định nghĩa các biến:

- **Biến phụ thuộc R_{it} :** là tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Theo Parkinson (1980) được đo

lượng bằng logarith tự nhiên của giá cổ phiếu tại thời kỳ t so với thời kỳ $t-1$.

• Các biến độc lập:

Thanh khoản cổ phiếu: nghiên cứu lựa chọn bốn phương thức đo lường như sau: LIQ_1 được tính bằng logarith khối lượng giao dịch bình quân của cổ phiếu trong từng năm; LIQ_2 được tính bằng tỷ lệ giữa khối lượng giao dịch bình quân của cổ phiếu trong năm so với khối lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm; LIQ_3 được tính bằng tỷ lệ giữa tổng khối lượng giao dịch của cổ phiếu trong năm so với khối lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm; và LIQ_4 được tính bằng tỷ lệ của giá trị tuyệt đối tỷ suất sinh lợi chứng khoán trên khối lượng giao dịch hay được gọi là $ILLIQ$. Trong nghiên cứu này, do giá trị của biến này nhỏ nên khi tính toán được điều chỉnh bằng cách nhân với 10^6 .

Biến động lợi nhuận cổ phiếu:

Dựa vào nghiên cứu của Parkinson (1980), Li, Nguyen, Pham, and Wei (2011) và Chen, Du, Li, and Ouyang (2013), bài báo sử dụng ba phương thức khác nhau để đo lường biến động lợi nhuận thông qua giá cổ phiếu hàng ngày.

$$VOL1_{it} = \left| \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n \ln(\text{return}_{i,k})^2 \right|$$

$$VOL2_{it} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{k=1}^n (\text{return}_{i,k} - \text{MEAN}_{it})^2}$$

$$VOL3_{i,t} = (P_{\max} - P_{\min}) / [(P_{\max} + P_{\min})/2]$$

trong đó $\text{return}_{i,k}$ là suất sinh lợi hằng ngày của cổ phiếu i vào ngày thứ k và bằng $\ln(P_k/P_{k-1})$, P_k , P_{k-1} lần lượt là giá cổ phiếu vào ngày k và $k-1$, n là số ngày giao dịch của cổ phiếu i trong năm t , $\text{MEAN}_{i,t}$ là suất sinh lợi trung bình hằng năm của cổ phiếu i trong năm t , $P_{\max}$, $P_{\min}$ lần lượt là giá cao nhất, giá nhỏ nhất của cổ phiếu trong năm t . Trong nghiên cứu này, $VOL1_{it}$ được ước lượng bằng cách lấy giá trị tuyệt đối của logarith tỷ suất sinh lợi hàng ngày cổ phiếu.

3.2. Dữ liệu

Dữ liệu được thu thập từ các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM

(HOSE), bao gồm 1924 quan sát. Quan sát được lấy theo năm cho từng cổ phiếu, giai đoạn từ 01/01/2006 đến 31/12/2015. Trên cơ sở khối lượng giao dịch, giá theo ngày của từng cổ phiếu và số lượng cổ phiếu lưu hành trong năm để tính thanh khoản, biến động lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi (TSSL) của cổ phiếu trong năm của từng cổ phiếu.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

4.1. Thống kê mô tả và tương quan của các biến

Kết quả thống kê mô tả được trình bày ở Bảng 1 cho thấy đặc trưng của từng biến số như giá trị trung bình, giá trị lớn nhất, nhỏ nhất và độ lệch chuẩn. Biến phụ thuộc TSSL thay đổi trong khoảng từ -2,699 đến 1,976 với giá trị trung bình là -0,1422. Ta thấy có sự chênh lệch khá lớn giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất trong các phương pháp tính thanh khoản và biến động lợi nhuận. Điều này có thể giải thích do các cổ phiếu trong mẫu có sự khác biệt rất lớn về khối lượng giao dịch cũng

như về thị giá, có những cổ phiếu có khối lượng giao dịch cả trăm triệu cổ phiếu/năm và ngược lại có những cổ phiếu giao dịch rất ít chỉ vài chục ngàn cổ phiếu/năm; có những cổ phiếu biến động giá rất mạnh trong năm, cũng có những cổ phiếu giá thay đổi không nhiều, gần như tích lũy đi ngang. Trong mẫu có sự vượt trội về biến động lợi nhuận đối với nhóm các cổ phiếu và thường tập trung ở nhóm các cổ phiếu có thị giá thấp và kém thanh khoản.

Với phương pháp tính thanh khoản theo LIQ_3 thể hiện vòng quay của cổ phiếu, theo đó vòng quay của cổ phiếu càng cao cho thấy thanh khoản cổ phiếu đó tốt và ngược lại. Tuy nhiên việc các cổ phiếu có vòng quay lên đến 15 hay 18 lần trong năm, nghĩa là chỉ chưa đầy một tháng, tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch đã bằng khối lượng cổ phiếu lưu hành. Một doanh nghiệp mà lượng cổ phiếu trao tay cực lớn như vậy, ta sẽ rất nghi ngờ về việc có hay không sự tham gia của các đội lái cũng như về độ ổn định trong quản trị doanh nghiệp.

Bảng 1

Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
TSSL	1924	-0,1424	1,9767	-2,6995	0,6069
LIQ_1	1924	10,5987	16,3073	3,5026	1,9490
LIQ_2	1924	0,0043	0,0732	0,0000	0,0061
LIQ_3	1924	0,9988	18,0774	0,0004	1,4991
LIQ_4	1924	6,4403	264,1732	0,0002	16,6814
VOL_1	1924	5,8960	8,9154	1,3121	1,1229
VOL_2	1924	0,0301	0,1300	0,0113	0,0107
VOL_3	1924	0,7097	1,7875	0,0287	0,3291

Nguồn: trích xuất kết quả từ phần mềm.

Bảng 2 cho kết quả về tương quan giữa tỷ suất sinh lợi, thanh khoản và biến động lợi nhuận cho giai đoạn 1/2006 đến 12/2015. Ngoại trừ hai cặp biến cùng đại diện cho chỉ tiêu thanh

khoản LIQ_2 và LIQ_3 là cao (0,9775) thì hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình (LIQ và VOL) phần lớn là thấp và đều nhỏ hơn 0.8 nên khả năng đa cộng tuyến là thấp.

Bảng 2

Hệ số tương quan giữa các biến

	TSSL	LIQ ₁	LIQ ₂	LIQ ₃	LIQ ₄	VOL ₁	VOL ₂	VOL ₃
TSSL	1							
LIQ ₁	-0,0016	1						
LIQ ₂	0,0900	0,5845	1					
LIQ ₃	0,0932	0,5710	0,9775	1				
LIQ ₄	0,0203	-0,4437	-0,2174	-0,2077	1			
VOL ₁	-0,0790	0,5675	0,2174	0,2042	-0,4786	1		
VOL ₂	-0,1651	0,0565	0,1981	0,1804	0,0753	0,0089	1	
VOL ₃	-0,3508	0,2369	0,2780	0,3020	-0,0452	0,2019	0,5273	1

Nguồn: trích xuất kết quả từ phần mềm.

4.2. Thảo luận kết quả

Sử dụng phương pháp hồi quy OLS đối với dữ liệu bảng không cân xứng. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong Bảng 3.

4.2.1. Tác động của thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi

Kết quả hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi cổ

phiếu với các phương thức tính thanh khoản ở Bảng 3 cho thấy các phương thức tính thanh khoản theo LIQ₂, LIQ₃ được đưa vào mô hình là có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%. Riêng phương thức tính thanh khoản theo LIQ₁ và LIQ₄ thì không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 3

Kết quả hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi với các phương pháp tính thanh khoản

Variable	$R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_1$		$R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_2$		$R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_3$		$R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_4$	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
C	-0,1372*	0,0732	-0,1804***	0,0000	-0,1801***	0,0000	-0,1477***	0,0000
LIQ	-0,0005	0,9452	8,9096***	0,0001	0,0377***	0,0000	0,0008	0,3223
R-squared	0,0000		0,0081		0,0087		0,0005	
Adj. R-squared	-0,0005		0,0076		0,0082		0,0000	
F-statistic	0,0047		15,6886		16,8329		0,9802	
Prob(F-statistic)	0,9452		0,0001		0,0000		0,3223	

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Hệ số hồi quy của LIQ₂ là 8,9096 và của LIQ₃ là 0,0377 đều dương, trái ngược với giả thuyết H₁ ban đầu là thanh khoản tác động

ngược chiều đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu tức là các cổ phiếu ít thanh khoản thì có tỷ suất sinh lợi cao để bù lại cho rủi ro thanh

khoản. Kết quả cho thấy nghiên cứu ở thị trường chứng khoán Việt Nam trái ngược với ở thị trường chứng khoán thế giới khi mà cổ phiếu thanh khoản càng cao thì tỷ suất sinh lợi càng cao.

4.2.2. Tác động của biến động lợi nhuận đến tỷ suất sinh lợi

Kết quả hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi cổ phiếu với các phương pháp tính theo VOL_1 , VOL_2 được trình bày ở Bảng 4. Kết quả cho thấy các chỉ tiêu biến động lợi nhuận được đưa vào mô hình là khá phù hợp. Cả ba phương pháp tính đều có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%.

Bảng 4

Kết quả hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi với các phương pháp tính biến động lợi nhuận

Variable	$R_{it} = C + \beta_1 VOL_1$		$R_{it} = C + \beta_1 VOL_2$		$R_{it} = C + \beta_1 VOL_3$	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
C	0,1093	0,1387	0,1400***	0,0006	0,3167***	0,0000
VOL	-0,0427***	0,0005	-9,3754***	0,0000	-0,6468***	0,0000
R-squared	0,0062		0,0273		0,1230	
Adj. R-squared	0,0057		0,0268		0,1226	
F-statistic	12,0598		53,8807		269,6590	
Prob(F-statistic)	0,0005		0,0000		0,0000	

Ghi chú: *** tương ứng với mức ý nghĩa 1% -

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Hệ số hồi quy của VOL_1 , là -0,0427, của VOL_2 là -9,3754 và của VOL_3 là -0,6468 đều âm, trái ngược với giả thuyết H_2 ban đầu là biến động lợi nhuận tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Các kết quả nêu trên cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng trái ngược với các nghiên cứu tại thị trường chứng khoán nước ngoài. Khi mà các cổ phiếu có biến động giá càng

cao thì TSSL nhà đầu tư đòi hỏi càng cao để bù đắp được các rủi ro về giá.

4.2.3. Tác động kết hợp của thanh khoản và biến động đến tỷ suất sinh lợi

Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi, thanh khoản và biến động lợi nhuận để xem khi có sự kết hợp của cả hai yếu tố: giá và khối lượng thì tác động đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu như thế nào.

Bảng 5

Kết quả hồi quy giữa tỷ suất sinh lợi với các phương pháp tính thanh khoản và biến động lợi nhuận

Variable	(1) $R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_1 + \beta_1 VOL_{L_{it}} + \mu_{1,t}$		(2) $R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_2 + \beta_1 VOL_{L_{it}} + \mu_{1,t}$		(3) $R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_3 + \beta_1 VOL_{L_{it}} + \mu_{1,t}$		(4) $R_{it} = C + \alpha_1 LIQ_4 + \beta_1 VOL_{L_{it}} + \mu_{1,t}$	
	Coeff.	[p-value]	Coeff.	[p-value]	Coeff.	[p-value]	Coeff.	[p-value]
C	0,0141	[0,8673]	0,1151	[0,1656]	0,0584	[0,4196]	0,1396*	[0,0580]
LIQ ₁	0,0199**	[0,0209]	0,0024	[0,7298]	0,0269***	[0,0001]	0,1293**	[0,0015]
LIQ ₂							0,3047***	[0,0000]
LIQ ₃							0,1374*	[0,0619]
LIQ ₄							0,1278***	[0,0017]
VOL ₁	-0,0622***	[0,0000]					0,0515***	[0,0000]
VOL ₂							0,0462***	[0,0000]
VOL ₃							0,0887***	[0,0000]
R-squared	0,0090						-0,0008	[0,3816]
Adjusted							-0,0486***	[0,0005]
R-squared	0,0080						0,0012	[0,1443]
F-statistic	8,717						-9,5163***	[0,0000]
Prob							0,0066	[0,0000]
(F-statistic)	0,0002						0,0283	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]
							28,023	[0,0000]
							0,1221	[0,0000]
							134,784	[0,0000]
							0,0017	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,0000	[0,0000]
							0,1667	[0,0000]
							0,1658	[0,0000]
							0,0056	[0,0000]
							6,412	[0,0000]

Kết quả hồi quy kinh tế lượng giữa tỷ suất sinh lợi, thanh khoản kết hợp với biến động lợi nhuận cũng cho kết quả tương tự, được trình bày ở Bảng 5. Với 8/12 mô hình sử dụng trong Bảng 5, kết quả cho thấy tỷ suất sinh lợi cổ phiếu và thanh khoản có mối tương quan cùng chiều. Cùng với đó là mối tương quan ngược chiều giữa tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận cổ phiếu và cả hai mối quan hệ đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa thống kê 1%.

Kết quả cho thấy nghiên cứu ở thị trường chứng khoán Việt Nam trái ngược với các nghiên cứu ở nước ngoài như nghiên cứu của Datar và các cộng sự (1998) hay Amihud (2002) khi mà các cổ phiếu ít thanh khoản thì có tỷ suất sinh lợi cao để bù lại cho rủi ro thanh khoản. Tuy nhiên, điều này là phù hợp với nghiên cứu của Jun và các cộng sự (2003) khi nghiên cứu ở thị trường chứng khoán mới nổi cho rằng thanh khoản không phải là một nhân tố rủi ro nên không làm hạ thấp tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Cổ phiếu có tính thanh khoản càng cao thì sẽ đạt tỷ suất sinh lợi cổ phiếu càng cao và ngược lại, những cổ phiếu càng kém thanh khoản thì có tỷ suất sinh lợi càng thấp.

Đối với mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận có ý nghĩa thống kê khi tiến hành hồi quy. Đồng thời mối quan hệ này chịu ảnh hưởng từ tương quan âm của tỷ suất sinh lợi và biến động lợi nhuận cổ phiếu. Các kết quả cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam trái ngược với các nghiên cứu ở nước ngoài như các nghiên cứu của Duffee (1995) hay Tabak and Guerra (2002). Tuy nhiên lại phù hợp với nghiên cứu của Cheung and Ng (1992) khi tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận và biến động lợi

nhuận của cổ phiếu trên sàn NYSE giai đoạn 1962 – 1989.

5. Kết luận

Nghiên cứu cho thấy thanh khoản và biến động lợi nhuận có tác động đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn nghiên cứu. Nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ đồng biến giữa thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Ngược lại biến động lợi nhuận có quan hệ nghịch biến với tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Kết quả này là trái ngược với các nghiên cứu tại TTCK nước ngoài. Đây phản ánh tính đặc trưng riêng của TTCK Việt Nam khi mà cổ phiếu thanh khoản càng cao thì tỷ suất sinh lợi càng cao và ngược lại. Tuy nhiên về cơ bản, TTCK Việt Nam cũng có nhiều nét tương đồng với những thị trường mới nổi trên thế giới. Theo lý thuyết về phân bổ rủi ro thì thanh khoản càng thấp, tỷ suất sinh lợi đòi hỏi càng cao để bù đắp rủi ro về thanh khoản. Ở TTCK Việt Nam, do có thể các nhà đầu tư cho rằng thanh khoản không phải là một nhân tố rủi ro nên không yêu cầu phải có suất sinh lợi cao để bù đắp cho rủi ro thanh khoản. Tương tự, như một khía cạnh của rủi ro, biến động càng nhiều thì rủi ro càng cao. Khi đó mức tỷ suất sinh lợi đòi hỏi sẽ cao nhưng thực tế lại trái ngược như vậy. Do có thể các nhà đầu tư chưa quan tâm nhiều đến rủi ro về giá nên biến động lợi nhuận không ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của họ.

Kết quả bài báo có hàm ý khuyến nghị các nhà đầu tư nên quan tâm đến thanh khoản cũng như biến động lợi nhuận cổ phiếu như là yếu tố rủi ro để lựa chọn cổ phiếu khi tham gia đầu tư trên TTCK Việt Nam. Bởi đây là các rủi ro đặc trưng về khối lượng và giá, ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu ■

Tài liệu tham khảo

- 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.

- Amihud, Y., Mendelson, H., & Lauterbach, B. (1997). Market microstructure and securities values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. *Journal of financial Economics*, 45(3), 365-390.
- Batten, J. A., & Vo, X. V. (2014). Liquidity and return relationships in an emerging market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(1), 5-21.
- Black, F. (1976). Studies of stock price volatility changes.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1996). Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of financial Economics*, 41(3), 441-464.
- Campbell, J. Y., Grossman, S. J., & Wang, J. (1992). *Trading volume and serial correlation in stock returns*. Retrieved from
- Campbell, J. Y., & Hentschel, L. (1992). No news is good news: An asymmetric model of changing volatility in stock returns. *Journal of financial Economics*, 31(3), 281-318.
- Chen, Z., Du, J., Li, D., & Ouyang, R. (2013). Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 660-669.
- Cheung, y. w., & Ng, L. K. (1992). Stock price dynamics and firm size: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 47(5), 1985-1997.
- Chordia, T., Sarkar, A., & Subrahmanyam, A. (2005). *The joint dynamics of liquidity, returns, and volatility across small and large firms*. Retrieved from
- Christie, A. A. (1982). The stochastic behavior of common stock variances: Value, leverage and interest rate effects. *Journal of financial Economics*, 10(4), 407-432.
- Datar, V. T., Naik, N. Y., & Radcliffe, R. (1998). Liquidity and stock returns: An alternative test. *Journal of financial markets*, 1(2), 203-219.
- Duffee, G. R. (1995). Stock returns and volatility a firm-level analysis. *Journal of financial Economics*, 37(3), 399-420.
- French, K. R., Schwert, G. W., & Stambaugh, R. F. (1987). Expected stock returns and volatility. *Journal of financial Economics*, 19(1), 3-29.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2007). Disagreement and the stock market. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 109-128.
- Jun, S.-G., Marathe, A., & Shawky, H. A. (2003). Liquidity and stock returns in emerging equity markets. *Emerging Markets Review*, 4(1), 1-24.
- Khositkulporn, P. (2013). *The Factors Affecting Stock Market Volatility and Contagion: Thailand and South-East Asia Evidence*. Citeseer.
- Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. (2011). Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 1127-1155.
- Liu, Y., Gopikrishnan, P., & Stanley, H. E. (1999). Statistical properties of the volatility of price fluctuations. *Physical Review E*, 60(2), 1390.
- Lo, A. W., & Wang, J. (2000). Trading volume: definitions, data analysis, and implications of portfolio theory. *Review of Financial studies*, 13(2), 257-300.
- Muñoz, F. (2013). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America. *Journal of Empirical Finance*, 20, 18-29.
- Parkinson, M. (1980). The extreme value method for estimating the variance of the rate of return. *Journal of Business*, 61-65.
- Ranaldo, A. (2000). *Intraday trading activity on financial markets: The Swiss evidence*. Citeseer.
- Ruiz, M. d. C., Guillamón, A., & Gabaldón, A. (2012). A new approach to measure volatility in energy markets. *Entropy*, 14(1), 74-91.
- Tabak, B. M., & Guerra, S. M. (2002). Stock returns and volatility. *Journal of Economic Literature* G, 10, C53.