



Original Article

The Effect of Liquidity on Stock Price Volatility: Empirical Study on Listed Commercial Banks on Vietnamese Stock Exchange

Nguyen Thi Van Hanh^{1,*}, Vo Van Dut²

¹An Giang University - Vietnam National University Ho Chi Minh City,
No. 18 Ung Van Khiem Street, Dong Xuyen Ward, Long Xuyen City, An Giang Province, Vietnam

²Can Tho University, 3/2 Street, Ninh Kieu District, Can Tho City, Vietnam

Received: May 27, 2021

Revised: August 30, 2021; Accepted: February 25, 2022

Abstract: The article studies the impact of bank liquidity and bank stock liquidity on the stock price volatility of 17 commercial banks listed on the Vietnamese Stock Exchange. The study uses the Random Effect Model with unbalanced table data and quarterly frequency from the first quarter of 2006 to the fourth quarter of 2020. The results show that the financial gap (FGAP) has a positive impact on the stock price volatility of banks, meaning the higher the financial gaps, the lower the bank liquidity and the larger the stock price volatility of banks. In addition, the study also shows that the size of total assets and the change of exchange rate for the two factors have opposite effects on changes in the share prices of banks. The study has not yet found any evidence to conclude that stock liquidity has an impact on the stock price volatility of the commercial banks listed on the Vietnamese Stock Exchange.

Keywords: Stock price volatility, banking liquidity, stock liquidity, listed commercial banks.

* Corresponding author

E-mail address: ntvhanh@agu.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4586>

Ảnh hưởng của thanh khoản đến biến động giá chứng khoán: nghiên cứu thực nghiệm về các ngân hàng thương mại niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Nguyễn Thị Vạn Hạnh^{1,*}, Võ Văn Dứt²

¹Trường Đại học An Giang - Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh,
Số 18 Ung Văn Khiêm, Phường Đồng Xuyên, thành phố Long Xuyên, tỉnh An Giang, Việt Nam

²Trường Đại học Cần Thơ, Đường 3 tháng 2, quận Ninh Kiều, thành phố Cần Thơ, Việt Nam

Nhận ngày 27 tháng 5 năm 2021

Chỉnh sửa ngày 30 tháng 8 năm 2021; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 2 năm 2022

Tóm tắt: Bài viết nghiên cứu tác động của thanh khoản ngân hàng và thanh khoản cổ phiếu ngân hàng đến biến động giá cổ phiếu của 17 ngân hàng thương mại (NHTM) niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên (Random effect model) với dữ liệu bảng không cân, tần suất quý, giai đoạn từ quý 1 năm 2006 đến quý 4 năm 2020. Kết quả cho thấy khe hở tài chính có tác động cùng chiều đến biến động giá cổ phiếu của các ngân hàng: Khe hở tài chính cao, hay khả năng thanh khoản ngân hàng thấp, thì giá cổ phiếu ngân hàng biến động lớn. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy quy mô tổng tài sản và sự thay đổi tỷ giá hối đoái là hai yếu tố có tác động ngược chiều đến sự thay đổi giá cổ phiếu của các ngân hàng. Nghiên cứu vẫn chưa có bằng chứng để kết luận thanh khoản cổ phiếu có tác động đến biến động giá cổ phiếu của các NHTM niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Từ khóa: Biến động giá cổ phiếu, thanh khoản ngân hàng, thanh khoản cổ phiếu, ngân hàng thương mại niêm yết.

1. Mở đầu

Cổ phiếu ngành ngân hàng là một trong những loại cổ phiếu thu hút các nhà đầu tư trên thị trường, loại cổ phiếu được nhận định là “cổ phiếu vua” trên TTCK. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của các NHTM Việt Nam trong thời gian qua có nhiều biến động, điều này ảnh hưởng đến giá trị thị trường của các NHTM, đồng thời ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư. Hơn nữa, “sức khỏe” ngành ngân hàng trên thị trường tài chính được phản ánh đầy đủ qua giá của cổ phiếu ngân hàng [1]. Do đó, nghiên cứu về biến động giá cổ phiếu ngân hàng có tầm quan trọng

nhất định trong việc góp phần nâng cao vị thế của ngân hàng trên TTCK, đồng thời giúp các nhà đầu tư đưa ra các quyết định đầu tư vào cổ phiếu ngân hàng.

Đối với các NHTM, thanh khoản là vấn đề cần được đặc biệt quan tâm. Ngân hàng có khả năng thanh khoản tốt sẽ tạo được uy tín và niềm tin từ khách hàng, từ đó có thể đẩy mạnh các hoạt động kinh doanh của mình. Đặc biệt ở các ngân hàng niêm yết, khả năng thanh khoản của ngân hàng không chỉ được cân đối bằng các chỉ số kế toán mà còn được tài trợ bởi khả năng chuyển đổi tài sản của ngân hàng trên TTCK thông qua các hợp đồng phái sinh hay tín dụng chứng từ.

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: ntvhanh@agu.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4586>

Từ đó, cổ phiếu phân hàng có đặc điểm riêng so với các loại cổ phiếu khác. Do vậy, khi nghiên cứu về thanh khoản và biến động giá cổ phiếu ngân hàng cần phải xem xét cả hai khía cạnh của thanh khoản, đó là thanh khoản thị trường và thanh khoản ngân hàng.

Phần còn lại của bài viết được tổ chức theo 4 phần. Phần 2 trình bày lý thuyết và lược khảo các tài liệu liên quan đến vấn đề nghiên cứu. Phần 3 mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu. Phần 4 thể hiện kết quả thực nghiệm và thảo luận. Cuối cùng, kết luận và một số hàm ý chính sách được đề xuất trong Phần 5.

2. Lược khảo các bằng chứng thực nghiệm về vấn đề nghiên cứu

Biến động giá cổ phiếu (Stock Price Volatility - SPV) là sự thay đổi, tăng hoặc giảm của giá thông qua xác định khoảng cách giữa mức giá cao nhất và thấp nhất của chứng khoán trong một khoảng thời gian nhất định [2]. Theo Amihud và Mendelson [3], đối với các cổ phiếu có thanh khoản kém, nhà đầu tư yêu cầu một phần bù thanh khoản nhất định nhằm có thể dễ dàng chuyển đổi tài sản mà không bị suy giảm về giá hoặc phát sinh các chi phí chuyển đổi khác, do đó thanh khoản có tác động tiêu cực với lợi nhuận cổ phiếu.

Song song với các nghiên cứu về thanh khoản thị trường và biến động giá cổ phiếu, có không ít nghiên cứu về thanh khoản ngân hàng và biến động giá cổ phiếu ngân hàng. Mwaurah và cộng sự [4] đã chứng minh mối quan hệ tích cực giữa thanh khoản ngân hàng và lợi nhuận của cổ phiếu ngân hàng bằng lập luận rằng các ngân hàng có khả năng thanh khoản cao sẽ thu hút tốt các nhà đầu tư. Tiếp đó, Boualam và Anna [5] cũng đưa ra bằng chứng thực nghiệm tương tự, nhấn mạnh vai trò của thanh khoản ngân hàng trong việc định giá tài sản và dự đoán lợi nhuận cổ phiếu ngân hàng.

Đối với cổ phiếu các NHTM, giá cổ phiếu biến động không chỉ do nhân tố thanh khoản cổ phiếu ngân hàng mà còn do khả năng thanh khoản trong hoạt động nghiệp vụ của ngân hàng

[6]. Phù hợp với lý thuyết thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu sẽ thể hiện đầy đủ các thông tin liên quan đến cổ phiếu, do đó việc nghiên cứu biến động giá cổ phiếu của các NHTM cần xem xét đến các nhân tố cơ bản bên trong hoạt động ngân hàng, các nhân tố trên TTCK và một số nhân tố thuộc nền kinh tế vĩ mô [6]. Ngoài ra, phù hợp với đặc điểm hoạt động của NHTM, cần xem xét đồng thời thanh khoản cổ phiếu và thanh khoản ngân hàng [4, 5].

Thanh khoản ngân hàng (FGAP)

Thanh khoản là khả năng của ngân hàng đáp ứng nghĩa vụ và tài trợ cho sự gia tăng bất kỳ của tài sản. Thanh khoản ngân hàng cao thể hiện khả năng trả nợ và đáp ứng sự gia tăng về tài sản tốt. Fah và Nasir [7] đã điều tra mức độ ảnh hưởng của rủi ro tài chính đến một số hệ số về thu nhập của các NHTM Trung Quốc. Trong đó, rủi ro tài chính bao gồm rủi ro thanh khoản, rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá. Kết quả nghiên cứu khẳng định rủi ro thanh khoản của ngân hàng là một trong các nhân tố tác động đáng kể đến lợi nhuận cổ phiếu các NHTM Trung Quốc.

Rjoub và cộng sự [6] nghiên cứu tác động của các nhân tố vi mô và vĩ mô đến giá cổ phiếu các NHTM Thổ Nhĩ Kỳ giai đoạn từ quý 3 năm 1995 đến quý 4 năm 2015. Trong đó, thanh khoản ngân hàng là một trong các biến vi mô bên trong hoạt động ngân hàng, được đo lường bằng tỷ số giữa tài sản thanh khoản và tổng tài sản. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến thanh khoản có dấu âm với biến phụ thuộc giá cổ phiếu, tuy nhiên biến này không có ý nghĩa thống kê.

Boualam và Anna [5] đã điều tra mối quan hệ của thanh khoản ngân hàng đến lợi nhuận cổ phiếu các NHTM ở Hoa Kỳ trong giai đoạn 1991-2016. Với khoảng cách thanh khoản (LC) của các ngân hàng được đo bằng tỷ số giữa hiệu của các khoản nợ có khả năng mất vốn và tổng tài sản thanh khoản với tổng nợ, nghiên cứu kết luận rằng cổ phiếu của các ngân hàng có rủi ro thanh khoản cao sẽ có lợi nhuận dự kiến thấp.

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, các thông tin từ báo cáo tài chính sẽ là một trong các thông tin được phản ánh bởi giá cổ phiếu. TTCK Việt Nam là một thị trường cận biên và chưa thật sự

hiệu quả bởi tỷ lệ sở hữu của Nhà nước ở một số công ty niêm yết còn cao, chất lượng công bố thông tin của một số công ty niêm yết còn hạn chế... Mặc dù vậy, thông tin từ các báo cáo tài chính cũng là căn cứ quan trọng thu hút quyết định đầu tư của các nhà đầu tư trên thị trường. Ngân hàng có FGAP cao, tức là ngân hàng có khả năng thanh khoản thấp sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đến biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Giả thuyết 1 (H1): FGAP có mối quan hệ đồng biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Thanh khoản cổ phiếu (SL)

Mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và biến động giá cổ phiếu là không thống nhất ở các biện pháp đo lường thanh khoản và các thị trường chứng khoán có đặc điểm khác nhau. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở các thị trường chứng khoán phát triển về tác động của thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu là đa dạng. Amihud và Mendelson [3] đã nghiên cứu tác động của thanh khoản đến lợi nhuận cổ phiếu NYSE giai đoạn 1961-1980, trong đó thanh khoản được đo lường bằng chênh lệch giá chào mua, các nhà đầu tư yêu cầu có thêm phí bảo hiểm thanh khoản để nắm giữ cổ phiếu thanh khoản. Tuy nhiên, phí bảo hiểm thanh khoản được chứng minh là hiệu ứng theo mùa và chỉ có hiệu ứng tích cực với lợi nhuận cổ phiếu vào tháng Giêng [8].

Ở các thị trường chứng khoán mới nổi, nghiên cứu thực nghiệm của Jun và cộng sự [10] cho thấy thanh khoản có mối tương quan thuận giữa thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu, giải thích cho kết quả này là do mức độ hội nhập của các thị trường chứng khoán mới nổi với nền kinh tế toàn cầu. Mặt khác, các thị trường chứng khoán mới nổi có nhiều biến động và thường bị chi phối bởi các công ty nhỏ, cho nên thanh khoản tác động tích cực đến lợi nhuận chứng khoán.

TTCK Việt Nam, một thị trường chưa thật sự hiệu quả, có đặc trưng là thiếu thanh khoản và biến động giá cổ phiếu lớn, trong khi lợi nhuận cổ phiếu phụ thuộc vào mức độ nhạy cảm của các yếu tố kinh tế. Phù hợp lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết định giá tài sản (APT) và đặc điểm thị trường TTCK Việt Nam là một thị trường chưa thật sự hiệu quả, do vậy mặc dù

thanh khoản của cổ phiếu cao nhưng giá cổ phiếu vẫn biến động.

Giả thuyết 2 (H2): Thanh khoản cổ phiếu ngân hàng có mối quan hệ đồng biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Quy mô hoạt động (SIZE)

Ngân hàng có quy mô tổng tài sản lớn sẽ xây dựng được lòng tin từ khách hàng gửi tiền, vay vốn thực hiện các giao dịch khác..., từ đó có cơ hội gia tăng thu nhập lãi, gia tăng thu nhập dịch vụ, đồng thời gia tăng lợi nhuận hoạt động. Tuy nhiên, trong thời kỳ nền kinh tế suy thoái, các NHTM có quy mô tổng tài sản lớn sẽ gặp thiệt hại lớn do không giải ngân được nguồn vốn lớn cho tín dụng hoặc đầu tư khác [11]. Quy mô ngân hàng là nhân tố có mối quan hệ hai chiều với giá cổ phiếu ngân hàng, khi cổ phiếu của các ngân hàng có quy mô lớn được giao dịch tích cực thì mang lại tính thanh khoản thị trường và dẫn đến giá cổ phiếu tăng [6].

Trên TTCK hiện có ba NHTMCP Nhà nước do Nhà nước chiếm cổ phần chi phối có lịch sử hoạt động dài, có uy tín thương hiệu nhất định, gồm Vietcombank, Viettinbank và BIDV. Ba ngân hàng này có quy mô tổng tài sản lớn và giá cổ phiếu cao nhất trong 17 NHTM niêm yết. Bên cạnh đó, một số NHTM cổ phần khác có tổng tài sản lớn như: SCB, Sacombank, MBBank..., đây là các ngân hàng có thị phần lớn, hiệu quả hoạt động tốt qua các năm, giá cổ phiếu của các ngân hàng này luôn cao, thu hút phần lớn các nhà đầu tư.

Giả thuyết 3 (H3): SIZE có mối quan hệ nghịch biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Dự phòng rủi ro tín dụng (FCRER)

FCRER là nguồn tài chính hỗ trợ, giúp ngân hàng ứng phó với các nghĩa vụ thanh toán khi ngân hàng gặp rủi ro tín dụng. FCRER là một trong các nhân tố quan trọng trong việc dự báo lợi nhuận cổ phiếu ngân hàng [12].

Ở Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam luôn quan tâm chỉ đạo và giám sát thực hiện việc trích lập FCRER tại các NHTM. Văn bản hợp nhất Số 03-VBHN ngày 07 tháng 01 năm 2019 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quy định cụ thể về phần trăm trích lập FCRER tương ứng với

các nhóm nợ quá hạn khác nhau. Do vậy, FCRER là một trong các đại diện cho rủi ro tín dụng. Mwaurah và cộng sự [13] đã xem xét mối quan hệ của rủi ro tín dụng và dự phòng rủi ro tín dụng đến lợi nhuận cổ phiếu của 9 NHTM niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Nairobi, Kenya giai đoạn 2006-2015, kết quả cho thấy dự phòng rủi ro tín dụng có tác động tích cực đến đến lợi nhuận cổ phiếu các ngân hàng niêm yết.

Giả thuyết 4 (H4): FCRER có mối quan hệ nghịch biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E)

P/E đo lường mối quan hệ giữa giá thị trường (Market Price - P) và thu nhập của mỗi cổ phiếu (Earning Per Share - EPS). P/E cho thấy giá cổ phiếu hiện tại cao hơn thu nhập từ cổ phiếu đó bao nhiêu lần.

P/E là một trong các căn cứ của nhà đầu tư về tốc độ tăng trưởng trung bình của công ty và tình hình chi trả cổ tức. Theo Fama và French [14], các cổ phiếu có rủi ro cao sẽ có lợi nhuận kỳ vọng cao, và các cổ phiếu này sẽ có giá thấp so với thu nhập của các cổ phiếu đó. Tương tự, GauTam [15] tìm thấy tác động tiêu cực giữa tỷ lệ giá trên thu nhập và lợi nhuận cổ phiếu.

Giả thuyết 5 (H5): P/E có mối quan hệ đồng biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Thay đổi tỷ giá hối đoái (EXR)

Nghiên cứu thực nghiệm của Subburayan và Srinivasan [16] đối với 90 NHTM Ấn Độ giai đoạn 2004-2013 đã chứng minh tỷ giá hối đoái có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lợi của giá cổ phiếu các NHTM Ấn Độ. Tuy nhiên, tác động của TGHĐ đến cổ phiếu ngân hàng là không giống nhau ở các mốc thời gian khác nhau. Choi và cộng sự [17] cho rằng tác động của tỷ giá hối đoái đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu ngân hàng là khác nhau ở các khoảng thời gian quan sát khác nhau.

Các NHTM Việt Nam niêm yết duy trì trạng thái ngoại tệ dương, các hoạt động tài trợ thương mại quốc tế và thanh toán quốc tế qua các năm tăng. Cho nên, tỷ giá hối đoái tăng góp phần làm tăng lợi nhuận ngân hàng và từ đó thúc đẩy cổ phiếu ngân hàng tăng giá [18].

Giả thuyết 6 (H6): EXR có mối quan hệ đồng biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

Tăng trưởng kinh tế (GDP)

Tăng trưởng kinh tế kích thích đầu tư, làm tăng nhu cầu sử dụng vốn, từ đó hoạt động cho vay và các dịch vụ của ngân hàng tăng trưởng. Thêm vào đó, trên TTCK, trước bối cảnh tăng trưởng kinh tế, các nhà đầu tư vào cổ phiếu ngân hàng nói riêng và các nhà đầu tư nói chung có thể kỳ vọng mức cổ tức cao hơn, từ đó làm giá cổ phiếu biến động. Al-Shubiri [19] đã tìm thấy tác động tiêu cực của GDP đến sự thay đổi giá cổ phiếu các ngân hàng Jordan.

Giả thuyết 7 (H7): GDP có mối quan hệ nghịch biến với biến động giá cổ phiếu ngân hàng.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Phương pháp thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 17 NHTM niêm yết trên các sở giao dịch HOSE, HNX và UpCom đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất theo quý, giai đoạn từ quý 1 năm 2006 (là quý có 2 ngân hàng đầu tiên niêm yết trên TTCK là NHTMCP Á Châu và NHTMCP Sài Gòn Thương Tín) cho đến quý 4 năm 2020.

Các số liệu về tỷ giá và tăng trưởng kinh tế được thu thập từ Tổng Cục Thống kê Việt Nam. Sau khi thu thập, số liệu được sắp xếp theo dữ liệu bảng không cân, tần suất quý.

3.2. Phương pháp phân tích

Với dữ liệu bảng không cân, mối tương quan giữa các biến độc lập được kiểm định. Tiếp đó, hệ số nhân tử phóng đại Vif được sử dụng nhằm ước lượng mức độ đa cộng tuyến giữa các biến độc lập. Đặc điểm của dữ liệu bảng là dữ liệu kết hợp giữa dữ liệu chéo và dữ liệu thời gian, trong khi các mô hình hồi quy khác chỉ có thể kiểm soát tốt các biến quan sát được, mô hình hồi quy hiệu ứng cố định (Fix Effect Model - FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM) có thể kiểm soát tốt các biến quan sát được lẫn các biến không quan sát được, từ đó

cho kết quả ước lượng vững. Do vậy, nghiên cứu thực hiện hồi quy ở cả hai mô hình REM và FEM, bằng kiểm định Hausman, mô hình phù hợp sẽ được lựa chọn. Tiếp theo đó, nhằm đánh giá mức độ phù hợp của mô hình hồi quy, phương sai sai số thay đổi được xem xét bởi kiểm định Wald và được khắc phục bởi sai số chuẩn Robust.

Từ các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm được lược khảo, các mô hình nghiên cứu được xây dựng như sau:

$$SPV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FGAP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FCRER_{i,t} + \beta_4 P/E_{i,t} + \beta_5 GDP_{i,t} + \beta_6 EXR_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$SPV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SL_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FCRER_{i,t} + \beta_4 P/E_{i,t} + \beta_5 GDP_{i,t} + \beta_6 EXR_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó: i là đại diện cho các ngân hàng, t là các quý trong từng năm nghiên cứu, β là các hệ số ước lượng và ε là sai số trong mô hình. Tất cả các biến được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 1: Các biến trong mô hình

Biến	Tên	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc	Biến động giá cổ phiếu	SPV	((Giá cao nhất – Giá thấp nhất)/Trung bình giá cao nhất và thấp nhất) ²	
	Thanh khoản	FGAP	(Cho vay – Tiền gửi)/Tổng tài sản	+
Biến độc lập	Thanh khoản cổ phiếu	SL	Số lượng cổ phiếu giao dịch/Số lượng cổ phiếu lưu hành	+
	Quy mô	SIZE	Log (Tổng tài sản)	-
	Dự phòng rủi ro tín dụng	FCRER	Dự phòng cho vay/Tổng cho vay	-
	Tỷ số giá cổ phiếu trên thu nhập mỗi cổ phiếu	P/E	Giá hiện tại của cổ phiếu/ Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	+
	Tỷ lệ thay đổi tỷ giá hối đoái	EXR	(Tỷ giá cuối quý t – Tỷ giá cuối quý $t - 1$)/Tỷ giá cuối quý $t - 1$	+
	Tốc độ tăng trưởng kinh tế	GDP	Tăng trưởng kinh tế trong năm	-

Nguồn: Dữ liệu của tác giả.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả cho thấy mức độ biến động giá của cổ phiếu các ngân hàng có sự chênh lệch lớn, có độ lệch chuẩn là 60,47%, mức độ biến động thấp nhất ở mức -93,66% trong khi mức độ biến động cao nhất lên đến hơn 1.000%.

Đối với các biến độc lập bên trong hoạt động của ngân hàng (FGAP, SIZE và FCRER), biến SIZE có độ lệch chuẩn cao nhất 40,75%, điều này thể hiện quy mô tổng nguồn vốn có sự khác

biệt lớn giữa các NHTM niêm yết. Song song đó, biến thanh khoản ngân hàng (FGAP) cũng có sự khác biệt lớn giữa các quan sát, giá trị lớn nhất của biến này đạt 74,91%, trong khi giá trị nhỏ nhất chỉ -65,43%.

Đối với các biến độc lập là các biến trên TTCK, biến giá trên thu nhập (P/E) và biến thanh khoản cổ phiếu (SL) đều có sự khác biệt lớn giữa các quan sát. Đối với các biến độc lập là các biến thuộc nền kinh tế vĩ mô, biến tăng trưởng kinh tế (GDP) ít biến động. Biến tỷ lệ thay đổi tỷ giá hối đoái (EXR) sự khác biệt rất lớn, giá trị cao nhất của biến này đạt 7,06%, giá trị thấp nhất 3,67%.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	Quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SPV	497	0,054	0,6047	-0,9366	12,7606
FGAP	497	-0,058	0,190	-0,654	0,749
SL	497	0,097	0,143	0,0001	1,020
SIZE	497	8,334	0,408	7,215	9,173
FCRER	497	0,002	0,003	-0,001	0,024
P/E	497	17,4780	159,225	-953,62	3.356,47
GDP	497	0,059	0,016	0,004	0,085
EXR	497	0,005	0,0145	-0,037	0,071

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Phân tích tương quan

Kết quả từ bảng ma trận tương quan các biến số trên cho thấy giá trị tuyệt đối tương quan của các cặp biến độc lập và giá trị tuyệt đối tương quan của biến phụ thuộc (SPV) với các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,8.

Bên cạnh đó, kết quả kiểm tra hệ số nhân tử phóng đại phương sai (Vif) là nhỏ hơn 3% ở tất cả các biến trong cả hai mô hình. Các kết quả kiểm định trên cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu.

4.3. Kết quả hồi quy

Sau khi kiểm định Hausman, ở cả hai mô hình giá trị thống kê $\text{Prob} > \text{Chi}^2 > 5\%$, do vậy mô hình REM phù hợp hơn so với mô hình FEM.

Ngoài ra, kết quả kiểm định Wald thể hiện mô hình được lựa chọn có hiện tượng phương sai số thay đổi, nên nghiên cứu đã khắc phục bằng sai số chuẩn điều chỉnh Robust.

Thanh khoản ngân hàng (FGAP) có hệ số ước lượng dương với mức ý nghĩa thống kê 5%. Tức là, khe hở tài chính FGAP tăng làm biến động giá cổ phiếu các ngân hàng tăng mạnh 23,8%. Kết quả này đồng thời phù hợp với kết luận của Mwaurah và cộng sự [4], khả năng thanh khoản của ngân hàng thấp có ảnh hưởng

đến giá cổ phiếu và làm cho giá cổ phiếu ngân hàng biến động.

Thanh khoản cổ phiếu (SL) có hệ số ước lượng dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này do đặc điểm của TTCK Việt Nam các nhà đầu tư nhỏ thường xuyên giao dịch hơn so với các nhà đầu tư lớn, các quyết định đầu tư có thể ít dựa vào tiêu chí thanh khoản của cổ phiếu hơn so với các nhân tố khác.

Tổng tài sản (SIZE) có hệ số ước lượng âm với biến động giá cổ phiếu (SPV) và có ý nghĩa thống kê mức 5% ở mô hình 1. Kết quả này phù hợp với kết quả của Rjoub [6]. Trên TTCK Việt Nam, các nhà đầu tư có thể quan tâm nhiều đến các thông tin tài chính, với quy mô tổng tài sản lớn, ngân hàng có cơ hội mở rộng hoạt động, lợi nhuận được cải thiện, từ đó có ảnh hưởng tích cực đến các nhà đầu tư và giá cổ phiếu ngân hàng sẽ ít biến động.

Dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng (FCRER) có hệ số âm tức là làm giảm biến động giá cổ phiếu ngân hàng, kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Mwaurah và cộng sự [13]. Tuy nhiên, biến không có ý nghĩa thống kê, nghiên cứu chưa đủ bằng chứng để kết luận dự phòng rủi ro tín dụng tăng làm tăng giá biến động giá cổ phiếu các ngân hàng.

Tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E), trái ngược với kết quả của GauTam [15], P/E không tác động đến biến động giá cổ phiếu các NHTM Việt Nam. Các NHTM niêm yết là các ngân hàng đáp

ứng được các tiêu chí của TTCK Việt Nam, các ngân hàng này tăng trưởng ổn định, chi trả cổ tức tốt, cho nên các quyết định của các nhà đầu tư cổ

phiếu ngân hàng có thể không bị chi phối bởi chỉ tiêu này.

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

	SPV	SIZE	FCRER	PE	GDP	EXR	FGAP	SL
SPV	1,000							
SIZE	-0,044	1,000						
FCRER	-0,016	0,268	1,000					
P/E	0,002	-0,043	0,152	1,000				
GDP	-0,027	-0,035	-0,027	-0,033	1,000			
EXR	-0,056	-0,088	-0,064	-0,031	0,136	1,000		
FGAP	0,065	0,130	0,038	-0,077	-0,024	0,033	1,000	
SL	0,020	-0,111	-0,078	0,116	-0,080	0,065	0,008	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 4: Kết quả hồi quy

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	FEM	REM	FEM	REM
FGAP	0,238** (0,144)	0,238** (0,101)	-	-
SL	-	-	0,191 (0,244)	0,039 (0,868)
SIZE	-0,854 (0,702)	-0,085** (0,042)	-0,944 (0,131)	-0,070 (0,440)
FCRE	-1,642 (9,402)	-1,642 (1,791)	0,490 (13,579)	-1,233 (3,179)
PE	0,0001 (0,0001)	0,0001 (0,0002)	0,0002 (0,0001)	-0,001 (0,002)
EXR	-2,489 (1,864)	-2,489*** (0,877)	-2,241 (1,921)	-2,322*** (0,879)
GDP	-0,7123 (1,740)	-0,712 (0,805)	-0,532 (1,789)	-0,767 (0,856)
Hằng số	0,837	0,711**	0,862	0,825**
R ²	19,31	0,2307	(1,105)	17,74
Hausman test		0,9901		0,9449
Số quan sát		497		497

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Ghi chú: *, **, *** hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị sai số chuẩn điều chỉnh trong dấu ngoặc đơn.

Thay đổi tỷ giá hối đoái (EXR) có ý nghĩa thống kê 1% và có hệ số ước lượng âm với biến

động giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Choi và cộng sự [17], nhưng trái với kỳ vọng ban đầu của nghiên cứu. Đối với các NHTM niêm yết trên TTCK Việt Nam, đa dạng hóa thu nhập - trong đó có thu nhập ngoại tệ luôn được chú trọng, tăng thu nhập ngoại tệ,

lãi ngoại tệ ảnh hưởng tích cực đến vốn hóa thị trường, từ đó tác động tích cực đến biến động giá cổ phiếu.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) có dấu âm nhưng không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Kết quả này phù hợp với Rjoub [6] và Thân Thị Thu Thủy và Bùi Thị Thiện Mỹ [18]. Đồng thời, kết quả này phù hợp với lý thuyết kinh doanh chênh lệch, mỗi tài sản cơ sở là nhạy cảm khác nhau đối với các yếu tố vĩ mô.

5. Kết luận và đề xuất

Nghiên cứu được thực hiện với phương pháp hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên REM với dữ liệu bảng không cân theo tần suất quý của 17 NHTM niêm yết trên TTCK Việt Nam, giai đoạn từ quý 1 năm 2006 đến quý 4 năm 2020. Kết quả cho thấy khe hở tài chính (FGAP) có tác động cùng chiều đến biến động giá cổ phiếu các ngân hàng. Khe hở tài chính cao, hay khả năng thanh khoản ngân hàng thấp, giá cổ phiếu ngân hàng biến động lớn. Nghiên cứu vẫn chưa có bằng chứng để kết luận thanh khoản cổ phiếu có tác động đến biến động giá cổ phiếu ngân hàng. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy quy mô tổng tài sản và sự thay đổi tỷ giá hối đoái là hai nhân tố có tác động ngược chiều đến sự thay đổi giá cổ phiếu các NHTM niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu này có đóng góp quan trọng về mặt thực tiễn. Đối với các nhà quản lý các NHTM, để có giá trị vốn hóa cao và vị thế tốt trên thị trường, các nhà quản lý cần kiểm soát tốt không những các yếu tố thị trường mà cần phải xem xét các yếu tố trong hoạt động ngân hàng, đặc biệt nhân tố thanh khoản ngân hàng trước đây gần như chưa được xem xét trong sự liên quan với biến động giá cổ phiếu ngân hàng. Nghiên cứu đồng thời cung cấp thêm các bằng chứng thực nghiệm cho các nhà đầu tư trong phân tích đầu tư cổ phiếu ngân hàng.

Tuy nhiên, nghiên cứu này còn có một số hạn chế nhất định. Một là, nghiên cứu chưa xem xét các yếu tố khác trong các hoạt động của ngân hàng trong sự tác động đến biến động giá cổ phiếu ngân hàng như tăng trưởng tín dụng hay tỷ lệ nợ quá hạn. Hai là, nghiên cứu chỉ chứng minh

được nhân tố đơn lẻ thanh khoản ngân hàng có tác động đến biến động giá cổ phiếu mà chưa nghiên cứu tương tác của thanh khoản ngân hàng với các nhân tố bên trong và nhân tố bên ngoài hoạt động ngân hàng khác.

Tài liệu tham khảo

- [1] Nguyen, T. C., and Le, V. H., "Measuring the Relationship between Profitability and Risk of Bank Stocks on the Vietnamese Stock Market," *Economics and Asian Banks Journal*, 89 (2013) 20.
- [2] Baskin, J., "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis," *Financial Management*, 18 (1) (1989), 26-35.
- [3] Amihud, Y., and Mendelson, H., "Liquidity and Stock Returns," *Financial Analysts Journal*, 42 (3) (1986) 43-48.
- [4] Mwaurah, I., Muturi, W., and Waititu, A., "The Influence of Financial Risk on Stock Returns," *International Journal of Scientific and Research Publications*, 7 (5) (2017) 418-430.
- [5] Boualam, Y., and Cororaton, A., "In Search of Liquidity Risk in Bank Stock Returns," Available at SSRN 3519631 (2019).
- [6] Rjoub, H., Civcir, I., and Resatoglu, N. G., "Micro and Macroeconomic Determinants of Stock Prices: The Case of Turkish Banking Sector," *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 20 (1) (2017) 150-166.
- [7] Fah, C. F., and Nasir, A., "Banks' Earnings, Risks and Returns in China," *Chinese Business Review*, 10 (1) (2011).
- [8] Eleswarapu, V. R., and Reinganum, M. R., "The Seasonal Behavior of the Liquidity Premium in Asset Pricing," *Journal of Financial Economics*, 34 (3) (1993) 373-386.
- [9] Jun, S. G., Marathe, A., and Shawky, H. A., "Liquidity and Stock Returns in Emerging Equity Markets," *Emerging Markets Review*, 4 (1) (2003) 1-24.
- [10] Lam, K. S., and Tam, L. H., "Liquidity and Asset Pricing: Evidence from the Hong Kong Stock Market," *Journal of Banking & Finance*, 35 (9) (2011), 2217-2230.
- [11] Laeven, M. L., Ratnovski, M. L., & Tong, M. H., *Bank Size and Systemic Risk*, International Monetary Fund, 2014.

- [12] Cooper, M J., Jackson III, W. E. and Patterson, G. A., "Evidence of Predictability in the Cross-Section of Bank Stock Returns," *Journal of Banking and Finance*, 27 (5) (2003) 817-850.
- [13] Mwaurah, I., Muturi, W., and Waititu, A., "The Influence of Credit Risk on Stock Returns," *International Journal of Scientific and Research Publications*, 7 (5) (2017) 575-584.
- [14] Fama, E. F., and French, K. R., "Dissecting Anomalies," *The Journal of Finance*, 63 (4) (2008) 1653-1678.
- [15] Gautam, R., "Impact of Firm Specific Variables on Stock Price Volatility and Stock Returns of Nepalese Commercial Banks," *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 4 (6) (2017) 33-44.
- [16] Subburayan, B., and Srinivasan, V., "The Effects of Macroeconomic Variables on CNX Bankex Returns: Evidence from Indian Stock Market," *International Journal of Management & Business Studies*, 4 (2) (2014) 67-71.
- [17] Choi, J. J., Elyasiani, E., and Kopecky, K. J., "The Sensitivity of Bank Stock Returns to Market, Interest and Exchange Rate Risks," *Journal of Banking & Finance* 16 (5) (1992) 983-1004.
- [18] Than, T. T. T., and Bui, T. M., "The Relationship between Macroeconomic Factors and Stock Prices of Joint Stock Commercial Banks Listed in Vietnam," *Banking Technology Journal* 138 (2017) 48-58.
- [19] Al-Shubiri, F. N., "Analysis the Determinants of Market Stock Price Movements: An Empirical Study of Jordanian Commercial Banks," *International Journal of Business and Management*, 5 (10) (2010) 137.