

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

BÁO CÁO TÓM TẮT

ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP BỘ

**ẢNH HƯỞNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC
ĐẾN THANH KHOẢN CỦA CỔ PHIẾU CÔNG TY
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VIỆT NAM**

MÃ SỐ: B2017-DNA-16

Chủ nhiệm đề tài: TS. ĐẶNG TÙNG LÂM

Đà Nẵng, tháng 7 năm 2019

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

BÁO CÁO TÓM TẮT

ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP BỘ

ẢNH HƯỞNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC
ĐẾN THANH KHOẢN CỦA CỔ PHIẾU CÔNG TY
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VIỆT NAM

MÃ SỐ: B2017-DNA-16

Xác nhận của cơ quan chủ trì đề tài

Chủ nhiệm đề tài

TRƯỜNG BAN KHCN & MT



PGS. TS. Nguyễn Lê Hùng

Đà Nẵng, tháng 7 năm 2019

MỤC LỤC

MỤC LỤC.....	i
DANH MỤC BẢNG.....	ii
THÔNG TIN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	iii
MỞ ĐẦU.....	6
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC ĐẾN THANH KHOẢN CỔ PHIẾU.....	7
1.1. Thanh khoản cổ phiếu và hiệu quả thị trường.....	7
1.1.1. <i>Thanh khoản cổ phiếu.....</i>	<i>7</i>
1.1.2. <i>Thanh khoản cổ phiếu và hiệu quả thị trường.....</i>	<i>8</i>
1.2. Nhà đầu tư tổ chức.....	8
1.3. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu.....	9
1.4. Khoảng trống nghiên cứu.....	9
1.5. Giả thuyết về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu.....	9
CHƯƠNG 2: THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU.....	10
2.1. Nguồn dữ liệu và mẫu nghiên cứu.....	10
2.2. Xây dựng các biến nghiên cứu.....	10
2.2.1. <i>Thanh khoản cổ phiếu.....</i>	<i>10</i>
2.2.2. <i>Đo lường biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức.....</i>	<i>10</i>
2.2.3. <i>Biến đặc thù công ty.....</i>	<i>11</i>
2.3. Mô hình nghiên cứu.....	11
CHƯƠNG 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	11
3.1. Thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong nghiên cứu.....	11
3.1.1. <i>Thống kê mô tả.....</i>	<i>11</i>
3.1.2. <i>Ma trận tương quan.....</i>	<i>12</i>
3.2. Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu.....	12
3.2.1. <i>Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu.....</i>	<i>12</i>
3.2.2. <i>Kiểm định độ tin cậy của kết quả nghiên cứu (Robustness checks).....</i>	<i>13</i>
3.3. Cơ chế qua đó nhà đầu tư tổ chức tác động đến thanh khoản cổ phiếu.....	15
3.4. Các phân tích thêm.....	17
3.4.1. <i>Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và thanh khoản cổ phiếu.....</i>	<i>17</i>
3.4.2. <i>Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến hiệu quả quản trị công ty.....</i>	<i>17</i>
CHƯƠNG 4: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	18
4.1. Kết luận.....	18
4.2. Các hàm ý chính sách và quản trị.....	18
4.3. Hạn chế của nghiên cứu.....	19

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu	11
Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu.....	12
Bảng 3: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu	12
Bảng 4: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu (<i>Kiểm soát biến trễ phụ thuộc trong mô hình</i>)	13
Bảng 5: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu (<i>Kiểm soát ảnh hưởng cố định công ty</i>).....	13
Bảng 6: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu (<i>Kiểm soát ảnh hưởng cố định niêm yết</i>)	14
Bảng 7: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu (<i>Mẫu không bao gồm giai đoạn khủng hoảng tài chính 2007-2008</i>)	14
Bảng 8: Cơ chế ảnh hưởng – Bất cân xứng thông tin.....	16
Bảng 9: Cơ chế ảnh hưởng – Hoạt động giao dịch.....	16
Bảng 10: Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và thanh khoản cổ phiếu	17
Bảng 11: Nhà đầu tư tổ chức và hiệu quả quản trị công ty.....	18

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

THÔNG TIN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

1. Thông tin chung:

- + Tên đề tài: Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản của cổ phiếu công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam
- + Mã số: B2017-DNA-16
- + Chủ nhiệm: TS. Đặng Tùng Lâm
- + Thành viên tham gia:
 - i. PGS. TS. Võ Thị Thuý Anh
 - ii. PGS. TS. Nguyễn Hoà Nhân
 - iii. Th.S. Trần Nguyễn Trâm Anh
 - iv. Th.S. Bùi Phan Nhã Khanh
 - v. Th.S. Lê Thị Hoài Trinh

+ Cơ quan chủ trì: Đại học Đà Nẵng

+ Thời gian thực hiện: Từ tháng 01 năm 2017 đến tháng 12 năm 2018

2. Mục tiêu: Đánh giá được tác động của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; chỉ ra được các hàm ý về mặt chính sách và quản trị từ kết quả nghiên cứu.

3. Tính mới và sáng tạo: Theo hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả thực hiện đề tài, đây là công trình nghiên cứu đầu tiên về chủ đề này được thực hiện tại Việt Nam. Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, về mặt học thuật, nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức với thanh khoản cổ phiếu ở một nước đang phát triển. Thứ hai, về mặt thực tiễn, nghiên cứu có ý nghĩa cả đối với nhà đầu tư trong việc xây dựng danh mục đầu tư và các nhà quản trị trong việc xây dựng cơ chế quản trị công ty hiệu quả. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn cung cấp cơ sở khoa học cho các cơ quan quản lý nhà nước, các nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng các chính sách và đưa ra các giải pháp nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán.

4. Tóm tắt kết quả nghiên cứu: Nghiên cứu này nhằm phân tích ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu. Sử dụng dữ liệu của toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007-2017, chúng tôi đạt được các kết quả chính sau. Thứ nhất, nhà đầu tư tổ chức, khi được xem xét như một nhóm đồng nhất, có ảnh hưởng nghịch chiều đến thanh khoản cổ phiếu. Thứ hai, ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu được truyền dẫn thông qua hai cơ chế: ảnh hưởng gia tăng bất cân xứng thông tin và ảnh hưởng giảm hoạt động giao dịch cổ phiếu. Cụ thể, kết quả cho thấy tác động nghịch chiều của nhà đầu tư tổ chức là mạnh hơn đối với các công ty có tình trạng bất cân xứng thông tin nhiều hơn, hoặc các công ty với hoạt động giao dịch cổ phiếu ít hơn. Cuối cùng, chúng tôi thấy rằng mặc dù có tác động bất lợi đến thanh khoản cổ phiếu, nhà đầu tư tổ chức có ảnh hưởng tích cực đối với hiệu quả quản trị công ty. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu lý thuyết của Bolton và Thadden (1998) và Kahn và Winton (1998) rằng có một sự đánh đổi giữa hiệu quả quản trị và thanh khoản cổ phiếu của công ty trong đó nhà đầu tư tổ chức nắm giữ sở hữu vốn cổ phần.

5. Tên sản phẩm:

+ Sản phẩm khoa học: Đã công bố ba bài báo, trong đó một bài được đăng trên *Tạp chí Kinh tế và Phát triển* năm 2017 (Tạp chí được tính 1 điểm trong danh mục các tạp chí do Hội đồng Chức danh giáo sư nhà nước công bố), một bài được đăng trên tạp chí *Nghiên cứu Kinh tế* năm 2018 (Tạp chí được tính 1 điểm trong danh mục các tạp chí do Hội đồng Chức danh giáo sư nhà nước công bố), và một bài đã được đăng trên tạp chí *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* (Tạp chí thuộc danh mục ISI, SSCI) năm 2018.

+ Sản phẩm đào tạo: Hướng dẫn 1 học viên cao học đã bảo vệ thành công luận văn thạc sỹ; Tham gia hướng dẫn 1 nghiên cứu sinh.

6. Hiệu quả, phương thức chuyển giao kết quả nghiên cứu và khả năng áp dụng:

Kết quả nghiên cứu sẽ được sử dụng làm:

- + Tài liệu nghiên cứu phục vụ cho hoạt động giảng dạy đại học và sau đại học trong lĩnh vực tài chính.
- + Tài liệu tham khảo cho những nhà quản lý thị trường để có căn cứ xây dựng các chính sách quản lý, đảm bảo cho thị trường hoạt động hiệu quả.

- + Tài liệu tham khảo cho những nhà quản trị công ty và những người có lợi ích trong công ty để có căn cứ xây dựng những cơ chế quản trị công ty hiệu quả nhằm tăng giá trị công ty.
 - + Tài liệu tham khảo cho các nhà đầu tư để có cơ sở đưa ra quyết định đầu tư phù hợp.
- Báo cáo tổng hợp kết quả nghiên cứu sẽ được chuyển giao cho Đại học Đà Nẵng và Trường Đại học Kinh tế. Báo cáo cũng sẽ được chuyển giao cho cơ quan quản lý (Ủy ban Chứng khoán), công ty chứng khoán.

Cơ quan chủ trì

Ngày tháng năm

Chủ nhiệm đề tài

INFORMATION ON RESEARCH RESULTS

1. General information:

+ Project title: The effect of institutional investors on stock liquidity of firms listed in the Vietnam stock market.

+ Code number: B2017-DNA-16

+ Principal investigator: Dr. Dang Tung Lam

+ Investigators:

i. Assoc. Prof. Vo Thi Thuy Anh

ii. Assoc. Prof. Nguyen Hoa Nhan

iii. Tran Nguyen Tram Anh

iv. Bui Phan Nha Khanh

v. Le Thi Hoai Trinh

+ Implementing institution: The University of Danang

+ Duration: from 01/2017 to 12/2018

2. Objective(s): To evaluate the impact of institutional investors on stock liquidity of firms listed in the Vietnam stock market; and to point out policy and management implications of research findings.

3. Creativeness and innovativeness: Best to our knowledge, this is the first study to investigate this issue in Vietnam. This study makes important contributions to both the academic literature and practical aspect. First, our study advances the understanding of the relation between institutional ownership and stock liquidity in a developing country. Second, on practical aspect, research findings should help investors to be able to make informed decisions in constructing their portfolios, and firms to implement effective corporate governance. In addition, research findings should inform regulators to be able to make appropriate policies in ensuring the efficiency of the stock market and promoting the sustainable development of the market.

4. Research results: This study investigates the effect of institutional ownership on stock liquidity. Using a comprehensive data set for all stocks listed in HOCHIMINH Stock Exchange and HANOI Stock Exchange from 2007 to 2017, we document following notable findings. First, we find that institutional investors, as a homogeneous group, have negative effect on stock liquidity. Second, the liquidity impact of institutional ownership works through two mechanisms: increasing the firm's information asymmetry or reducing its trading activity. Specifically, the negative effect on stock liquidity is stronger for firms with greater information asymmetry, or those with lower trading activities. Finally, our results show that although institutional investors have the negative effect on stock liquidity, institutional ownership is positively associated with management efficiency. These findings are consistent with the theoretical framework of Bolton and Thadden (1998), Kahn and Winton (1998) that there is a trade-off between management efficiency and stock liquidity in firms in which institutional investors take ownership.

5. Products:

- Publications: Having published 3 research articles, in which 1 article being published at *Tạp chí Phát triển Kinh tế* in 2017, 1 article being published at *Nghiên cứu Kinh tế* in 2018, and 1 article being published at *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* (ISI, SSCI) in 2018.

- Training: Supervising a Master student (completed) and a PhD student (in progress).

6. Effectiveness, transfer, and applicability of research results:

The results from this study can be used as:

- Materials for teaching and learning activities for both undergraduate and postgraduate level in finance.

- Materials for regulators to be able to make appropriate policies in promoting the sustainable development of the market and ensuring the market efficiency.

- Materials for firm management and stakeholders. Appropriate corporate governance mechanisms can then be constructed based on this research's findings to maximize firm value.

- Materials for investors to be able to make informed investment decisions.

The property right of this report will be transferred to the University of Economics, The University of Danang. The report is also transferred to regulatory bodies (State Securities Commission of Vietnam), securities companies.

MỞ ĐẦU

1. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Cho đến nay, ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu đã được nghiên cứu thực nghiệm ở một số quốc gia trên thế giới với những phương pháp và cách tiếp cận khác nhau. Tuy nhiên, các nghiên cứu chủ yếu tập trung trên hai loại nhà đầu tư tổ chức là cổ đông lớn và nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, ít nghiên cứu xem xét nhà đầu tư tổ chức với tư cách là một nhóm đồng nhất. Jiang, Kim và Zhou (2011), Jennings, Schnatterly và Seguin (2002), Fehle (2004) thấy rằng nhà đầu tư tổ chức góp phần gia tăng hoạt động giao dịch, do vậy cải thiện thanh khoản cổ phiếu. Ngược lại, nghiên cứu của Syamala, Chauhan, và Wadhwa (2014) lại cho thấy sở hữu nhà đầu tư tổ chức trong các công ty dẫn đến gia tăng tình trạng bất cân xứng thông tin và làm giảm đi hoạt động giao dịch cổ phiếu của các công ty đó, từ đó làm giảm thanh khoản.

Một số nghiên cứu cũng cho thấy rằng ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu còn phụ thuộc vào mức độ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty, cụ thể, nhà đầu tư tổ chức là cổ đông lớn hay là cổ đông nhỏ (Rubin, 2007; Heflin và Shaw, 2000; Brockman, Chung và Yan, 2009; Schnatterly, Shaw và Jennings, 2008).

Nghiên cứu của Rhee và Wang (2009) cho thấy nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có ảnh hưởng bất lợi đến thanh khoản cổ phiếu. Ng và nhóm cộng sự (2016) thấy rằng trong khi những nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài tác động nghịch chiều đến thanh khoản cổ phiếu qua ảnh hưởng làm tăng bất cân xứng thông tin, những nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài góp phần cải thiện thanh khoản cổ phiếu qua ảnh hưởng làm tăng hoạt động giao dịch. Dang và nhóm cộng sự (2018) phân tích ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức với tư cách là một nhóm đồng nhất đến thanh khoản cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng nhà đầu tư tổ chức góp phần cải thiện thanh khoản cổ phiếu, và ảnh hưởng này chủ yếu đến từ nhóm nhà đầu tư tổ chức nhỏ. Các tác giả này cũng thấy rằng ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu phụ thuộc vào môi trường thông tin và thể chế quốc gia.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, có rất ít nghiên cứu về nhà đầu tư tổ chức được công bố. Vo (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến tính bất ổn định tỷ suất lợi tức cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2006-2012. Kết quả từ nghiên cứu của Vo (2016) cho thấy nhà đầu tư tổ chức có xu hướng giảm biến động tỷ suất lợi tức cổ phiếu của công ty. Cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu được ghi nhận tại Việt Nam.

2. Tính cấp thiết của đề tài

Nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò ngày càng quan trọng trong quản trị công ty và đồng thời là nền tảng cho sự phát triển thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia. Cùng với sự gia tăng sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong các doanh nghiệp, việc nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến giá trị công ty, thanh khoản cổ phiếu, tính thông tin của giá cổ phiếu và các quyết định tài chính công ty đang trở nên vô cùng cần thiết. Một chủ đề thu hút sự quan tâm của nhiều nhà kinh tế và nghiên cứu học thuật trên thế giới là mối quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản của cổ phiếu do chính các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ.

Thanh khoản là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến việc thực hiện chức năng của thị trường chứng khoán. Một thị trường có thanh khoản tốt sẽ thúc đẩy hoạt động giao dịch, đặc biệt là giao dịch dựa trên thông tin, giúp cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu và gia tăng hiệu quả thị trường. Mặc dù đã có những công trình nghiên cứu trên thế giới về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu, kết quả từ các nghiên cứu đó không hoàn toàn thống nhất với nhau. Do vậy, mối quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu vẫn cần được tiếp tục nghiên cứu thực nghiệm trên các quốc gia khác nhau, đặc biệt là ở các nước đang phát triển, thay vì chỉ tập trung vào các quốc gia phát triển. Bởi vì sự khác nhau về môi trường thể chế, môi trường thông tin, cơ chế quản trị công ty và cấu trúc vi mô thị trường giữa các quốc gia có thể dẫn đến hành vi giao dịch và lợi thế thông tin của các nhà đầu tư tổ chức là khác nhau (Ferreira và Matos, 2008), ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu có thể cũng sẽ khác nhau hoặc thậm chí không tồn tại trên các quốc gia khác nhau. Thêm vào đó, trong bối cảnh tái cấu trúc doanh nghiệp đang diễn ra mạnh mẽ tại thị trường Việt Nam, đồng thời nhu cầu cần phải lành mạnh hoá và thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán, việc nghiên cứu mối quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu là hết sức cần thiết. Tuy nhiên cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào về vấn đề này được thực hiện tại Việt Nam.

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, về mặt học thuật, nghiên cứu làm rõ mối quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức với thanh khoản cổ phiếu ở một nước đang phát triển. Thứ hai, về mặt thực tiễn, nghiên cứu có ý nghĩa cả đối với nhà đầu tư trong việc xây dựng danh mục đầu tư và các nhà quản trị trong việc xây dựng cơ chế quản trị công ty hiệu quả. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn cung cấp cơ sở khoa học cho các cơ quan quản lý nhà nước, các nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng các chính sách và đưa ra các giải pháp nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán.

3. Mục tiêu nghiên cứu

Đánh giá được tác động của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; chỉ ra được các hàm ý về mặt chính sách và quản trị từ kết quả nghiên cứu.

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

4.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng phân tích là thanh khoản cổ phiếu và ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản của cổ phiếu. Đối tượng khảo sát là các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội.

4.2. Phạm vi nghiên cứu

+ Phạm vi không gian và thời gian: Đề tài nghiên cứu trên mẫu các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2017.

+ Phạm vi nội dung: Do hạn chế về dữ liệu, đề tài chỉ tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức trong các công ty niêm yết đến thanh khoản cổ phiếu, trong đó nhà đầu tư tổ chức được phân tích như một nhóm đồng nhất. Đề tài không phân tích chi tiết theo từng loại nhà đầu tư tổ chức.

5. Cách tiếp cận, phương pháp nghiên cứu

5.1. Cách tiếp cận

Đề tài dựa trên cách tiếp cận diễn dịch (deductive approach). Cụ thể, chúng tôi bắt đầu từ nền tảng lý thuyết đã được phát triển trước đây để xây dựng các giả thuyết nghiên cứu, sau đó tiến hành thu thập, xử lý và phân tích dữ liệu để kiểm định các giả thuyết.

5.2. Phương pháp nghiên cứu

Đề tài chủ yếu sử dụng phương pháp phân tích kinh tế lượng dựa trên dữ liệu bảng. Ngoài ra, chúng tôi cũng sử dụng phương pháp bổ sung như phân tích thống kê mô tả để giúp làm rõ thêm vấn đề nghiên cứu. Các kết luận và hàm ý rút ra từ nghiên cứu sẽ dựa trên các kết quả từ các mô hình phân tích trong đề tài.

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này được cung cấp bởi Stoxplus, một công ty hàng đầu Việt Nam chuyên thu thập và cung cấp các dữ liệu kinh tế và tài chính cho các mục đích nghiên cứu học thuật và phân tích kinh doanh. Vì dữ liệu liên quan đến khối lượng giao dịch và giá giao dịch cổ phiếu để đo lường biến thanh khoản thường có số lượng quan sát khá lớn, phần mềm chuyên dụng SAS được sử dụng để xử lý dữ liệu và phần mềm thống kê STATA được sử dụng cho mục đích phân tích dữ liệu. Chi tiết thêm về phương pháp nghiên cứu được mô tả trong nội dung báo cáo nghiên cứu này.

6. Nội dung nghiên cứu

Nội dung của báo cáo tổng kết nghiên cứu được cấu trúc thành 5 phần chính như sau:

i. Mở đầu

ii. Tổng quan các nghiên cứu về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu

iii. Thiết kế nghiên cứu

iv. Kết quả nghiên cứu

v. Kết luận và hàm ý từ kết quả nghiên cứu

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC ĐẾN THANH KHOẢN CỔ PHIẾU

1.1. Thanh khoản cổ phiếu và hiệu quả thị trường

1.1.1. Thanh khoản cổ phiếu

Thanh khoản cổ phiếu đề cập đến sự “dễ dàng” khi giao dịch một cổ phiếu (Amihud, Mendelson và Pedersen, 2005). Sự dễ dàng này được hiểu là tương ứng với một khối lượng giao dịch được xác định, giao dịch sẽ không có tác động lớn đến giá, không mất nhiều thời gian để có thể khớp

lệnh thành công cho khối lượng giao dịch đó. Khi các yêu cầu này không được đáp ứng, những người giao dịch phải gánh chịu thêm một chi phí để có thể thực hiện các lệnh mua, bán của mình, và đây là chi phí thanh khoản.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu về thanh khoản của cổ phiếu. Trong các nghiên cứu về cấu trúc vi mô của thị trường chứng khoán (microstructure), nghiên cứu của Ho và Stoll (1981), Copeland và Galai (1983), Kyle (1985), Glosten và Milgrom (1985) là những công trình nghiên cứu tiên phong đặt nền tảng lý thuyết về đo lường thanh khoản của cổ phiếu. Các tác giả này chứng minh rằng thanh khoản của cổ phiếu chịu ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin và hoạt động giao dịch trên thị trường. Ngoài ra, thanh khoản cổ phiếu cũng chịu tác động của hoạt động giao dịch. Khi hoạt động giao dịch trên thị trường thấp, chi phí xử lý lệnh và chi phí tồn kho của nhà đầu tư gia tăng, dẫn đến làm tăng chi phí giao dịch trung bình trên cổ phiếu, và do vậy giảm đi thanh khoản.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã trực tiếp hoặc gián tiếp cung cấp minh chứng ủng hộ cho các mô hình lý thuyết về đo lường thanh khoản (ví dụ, Brennan và Subrahmanyam, 1995; Roulstone, 2003; Chung, Elder, và Kim, 2010; Lang, Lins, và Maffett, 2012; Stoll, 2000; Brockman và Chung, 1999). Nhìn chung, các nghiên cứu khác nhau đều đi đến một kết luận thống nhất rằng thanh khoản cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi cả hai nhân tố bất cân xứng thông tin và hoạt động giao dịch trên thị trường.

1.1.2. Thanh khoản cổ phiếu và hiệu quả thị trường

Chức năng quan trọng của thị trường chứng khoán là thực hiện phân bổ vốn trong nền kinh tế, theo đó các dòng vốn phải được hướng đến những nơi sử dụng hiệu quả, từ đó đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế (Tobin, 1984; Levine và Zervos, 1998). Chức năng này chỉ có thể được thực hiện tốt khi thị trường là hiệu quả, được phản ánh qua “hiệu quả hoạt động”, theo đó giao dịch trên thị trường được thực hiện với chi phí thấp nhất (thị trường có tính thanh khoản cao), và “hiệu quả thông tin”, theo đó giá cổ phiếu phải phản ánh những thông tin liên quan đến giá trị của công ty.

Thanh khoản là một khía cạnh quan trọng có ảnh hưởng đến việc thực hiện chức năng của thị trường chứng khoán. Một thị trường có thanh khoản tốt sẽ thúc đẩy hoạt động giao dịch, đặc biệt là giao dịch dựa trên thông tin và giúp cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu (Dow và Gorton, 1997; Subrahmanyam và Titman, 2001). Thêm vào đó, một thị trường với thanh khoản tốt có thể tạo sức ép cho việc thực hành quản trị công ty tốt trong các công ty. Cụ thể, thanh khoản cho phép các nhà đầu tư có thể dễ dàng thực hiện “đeo dặt vốn” bằng cách bán tháo cổ phiếu của các công ty khi nhận thấy rằng những người điều hành công ty không vì lợi ích của cổ đông (Edmans và Manso, 2011).

Xuất phát từ tầm quan trọng của thanh khoản cổ phiếu như là một chỉ dấu quan trọng phản ánh hiệu quả thị trường chứng khoán, nghiên cứu các nhân tố tác động đến thanh khoản cổ phiếu đã thu hút sự quan tâm đáng kể của nhiều học giả trên thế giới. Một nhân tố có ảnh hưởng trực tiếp đến thanh khoản cổ phiếu là hoạt động giao dịch và sự tiếp cận thông tin của những người tham gia giao dịch trên thị trường, trong đó, nhà đầu tư tổ chức là một thành phần quan trọng chính yếu.

1.2. Nhà đầu tư tổ chức

Theo nghĩa rộng, nhà đầu tư tổ chức là các pháp nhân sở hữu phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành. Nếu xét theo góc độ “tính chuyên nghiệp” trong đầu tư trên thị trường chứng khoán, nhà đầu tư tổ chức có thể được phân thành hai nhóm chính. Nhóm thứ nhất là những **nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp**, bao gồm các định chế tài chính như quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư, ngân hàng thương mại, công ty tài chính, công ty kinh doanh bảo hiểm. Nhóm thứ hai là những **nhà đầu tư tổ chức thông thường**, bao gồm các pháp nhân còn lại như các doanh nghiệp, tổ chức phi tài chính. Cho dù với chiến lược đầu tư và cách thức hoạt động giao dịch khác nhau, cả hai nhóm nhà đầu tư tổ chức này đều có động lực để thu thập và phân tích thông tin, cũng như khả năng tiếp cận tốt những thông tin của các công ty phát hành chứng khoán, và vì vậy, nhà đầu tư tổ chức thường được xem là những nhà đầu tư có lợi thế về thông tin.

Lợi thế thông tin của các nhà đầu tư tổ chức có thể có những tác động khác nhau đối với hiệu quả quản trị công ty và thanh khoản cổ phiếu. Một mặt, lợi thế thông tin cho phép các nhà đầu tư tổ chức có thể theo dõi, giám sát những người điều hành công ty một cách hiệu quả hơn nhằm đảm bảo các quyết định của ban điều hành công ty phải vì lợi ích của cổ đông và hướng đến gia tăng giá trị công ty (Shleifer và Vishny, 1986). Mặt khác, lợi thế thông tin của nhà đầu tư tổ chức có thể dẫn đến gia tăng tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường và làm tăng rủi ro thông tin cho những người tham gia giao dịch. Nếu những nhà đầu tư tổ chức tận dụng lợi thế thông tin riêng để giao dịch nhằm mục đích

kiếm lời, thanh khoản cổ phiếu sẽ có chiều hướng suy giảm (Copeland và Galai, 1983; Glosten và Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Easley và O'Hara, 2004).

1.3. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu

Cho đến nay, ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu đã được nghiên cứu thực nghiệm ở một số quốc gia trên thế giới với những phương pháp và cách tiếp cận khác nhau. Tuy nhiên, các nghiên cứu chủ yếu tập trung trên hai loại nhà đầu tư tổ chức là cổ đông lớn và nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, ít nghiên cứu xem xét nhà đầu tư tổ chức với tư cách là một nhóm đồng nhất. Jiang, Kim và Zhou (2011), Jennings, Schnatterly và Seguin (2002), Fehle (2004) thấy rằng nhà đầu tư tổ chức góp phần gia tăng hoạt động giao dịch, do vậy cải thiện thanh khoản cổ phiếu. Ngược lại, nghiên cứu của Syamala, Chauhan, và Wadhwa (2014) lại cho thấy sở hữu nhà đầu tư tổ chức trong các công ty dẫn đến gia tăng tình trạng bất cân xứng thông tin và làm giảm đi hoạt động giao dịch cổ phiếu của các công ty đó, từ đó làm giảm thanh khoản.

Một số nghiên cứu cũng cho thấy rằng ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu còn phụ thuộc vào mức độ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty, cụ thể, nhà đầu tư tổ chức là cổ đông lớn hay là cổ đông nhỏ (Rubin, 2007; Heflin và Shaw, 2000; Brockman, Chung và Yan, 2009; Schnatterly, Shaw và Jennings, 2008).

Nghiên cứu của Rhee và Wang (2009) cho thấy nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có ảnh hưởng bất lợi đến thanh khoản cổ phiếu. Ng và nhóm cộng sự (2016) thấy rằng trong khi những nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài tác động nghịch chiều đến thanh khoản cổ phiếu qua ảnh hưởng làm tăng bất cân xứng thông tin, những nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài góp phần cải thiện thanh khoản cổ phiếu qua ảnh hưởng làm tăng hoạt động giao dịch. Dang và nhóm cộng sự (2018) phân tích ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức với tư cách là một nhóm đồng nhất đến thanh khoản cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng nhà đầu tư tổ chức góp phần cải thiện thanh khoản cổ phiếu, và ảnh hưởng này chủ yếu đến từ nhóm nhà đầu tư tổ chức nhỏ. Các tác giả này cũng thấy rằng ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu phụ thuộc vào môi trường thông tin và thể chế quốc gia.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, có rất ít nghiên cứu về nhà đầu tư tổ chức được công bố. Vo (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến tính bất ổn định tỷ suất lợi tức cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2006-2012. Kết quả từ nghiên cứu của Vo (2016) cho thấy nhà đầu tư tổ chức có xu hướng giảm động tỷ suất lợi tức cổ phiếu của công ty. Cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu được ghi nhận tại Việt Nam.

1.4. Khoảng trống nghiên cứu

Nhìn chung, mặc dù đã có các nghiên cứu trên thế giới về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu của công ty niêm yết, kết quả từ các nghiên cứu không hoàn toàn thống nhất với nhau. Một lý do giải thích cho sự không nhất quán này có thể là do đặc điểm khác nhau của các nhóm nhà đầu tư tổ chức trong các mẫu nghiên cứu trước đó. Ngoài ra, sự khác nhau về môi trường thể chế, môi trường thông tin, và cấu trúc vi mô thị trường giữa các quốc gia có thể dẫn đến quan hệ giữa nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu cũng khác nhau, thậm chí không tồn tại, ở các quốc gia khác nhau. Nếu điều này là đúng, sẽ khó rút ra hàm ý cả về mặt chính sách và quản trị từ kết quả nghiên cứu trên một nhóm nhà đầu tư tổ chức cụ thể, hoặc nghiên cứu ở một nước nào đó trên thế giới để áp dụng cho một quốc gia khác với những đặc điểm thể chế và môi trường thông tin hoàn toàn khác.

Cơ cấu nhà đầu tư nói chung trong các công ty niêm yết ở Việt Nam có đặc điểm là nhà đầu tư cá nhân vẫn chiếm tỷ trọng lớn. Trong nhóm cổ đông là nhà đầu tư tổ chức, phần lớn là các nhà đầu tư tổ chức thông thường, trong khi tỷ trọng các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp vẫn còn thấp. Điều này dẫn đến ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể không hoàn toàn thống nhất với kết quả được ghi nhận từ các nghiên cứu trên thế giới. Đây là một câu hỏi cần được trả lời bằng minh chứng thực nghiệm. Tuy nhiên, cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào về vấn đề này được ghi nhận tại Việt Nam.

1.5. Giả thuyết về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu

Có hai quan điểm đối lập tiên đoán ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu công ty. Quan điểm thứ nhất lập luận rằng nhà đầu tư tổ chức là những người có lợi thể thông tin và do vậy làm tăng tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường. Nếu những nhà đầu tư tổ chức tận dụng lợi thế thông tin riêng để giao dịch kiếm lời, thanh khoản cổ phiếu sẽ có chiều hướng giảm đi (Copeland và Galai, 1983; Glosten và Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Easley và O'Hara, 2004). Ngoài ra,

nhà đầu tư tổ chức có xu hướng ít tham gia giao dịch, hoạt động giao dịch cổ phiếu trên thị trường có thể giảm. Ảnh hưởng này cũng sẽ dẫn đến làm giảm thanh khoản cổ phiếu (Ho và Stoll, 1981; Stoll, 2000; Brockman và Chung, 1999).

Trái lại, quan điểm thứ hai tranh luận rằng cạnh tranh trên thị trường giữa những nhà đầu tư tổ chức có lợi thế thông tin sẽ giúp làm giảm rủi ro thông tin và gia tăng hiệu quả thông tin của giá cổ phiếu (đó là, giá cổ phiếu mang tính thông tin cao). Điều này sẽ làm giảm bất cân xứng thông tin trên thị trường và góp phần cải thiện thanh khoản (Admati và Pfleiderer, 1988; Subrahmanyam, 1991; Holden và Subrahmanyam, 1992; Foster và Viswanathan, 1996; Agarwal, 2007). Ngoài ra, khi rủi ro thông tin giảm, nhà đầu tư sẽ có xu hướng tham gia giao dịch thường xuyên hơn. Ảnh hưởng này cũng góp phần làm tăng thanh khoản cổ phiếu.

Giả thuyết nào trong hai quan điểm trên là đúng trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam là một vấn đề cần được nghiên cứu thực nghiệm.

CHƯƠNG 2: THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

2.1. Nguồn dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm dữ liệu kế toán trên các báo cáo tài chính, dữ liệu sở hữu của nhà đầu tư tổ chức được thu thập trên các báo cáo thường niên, dữ liệu giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch của các công ty niêm yết. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các công ty phi tài chính niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2017.

2.2. Xây dựng các biến nghiên cứu

2.2.1. Thanh khoản cổ phiếu

Trong nghiên cứu này, chúng tôi ước lượng thanh khoản cổ phiếu dựa trên đo lường tác động giá được đề xuất bởi Amihud (2002). Cụ thể, thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d được đo lường như sau:

$$Amihud_{i,d} = \frac{|R_{i,d}|}{V_{i,d}} \quad (1)$$

Trong đó, $Amihud_{i,d}$ là biến đo lường thanh khoản cổ phiếu i vào ngày d ; $|R_{i,d}|$ là giá trị tuyệt đối của tỷ suất lợi tức cổ phiếu i vào ngày d ; $V_{i,d}$ là giá trị giao dịch cổ phiếu i vào ngày d . Thanh khoản cổ phiếu i trong năm t ($Amihud_{i,t}$) được đo lường bằng giá trị trung bình của thanh khoản ngày của cổ phiếu đó trong năm t . Một cổ phiếu với giá trị $Amihud$ cao thể hiện rằng giá cổ phiếu thay đổi đáng kể dù chỉ với một giá trị giao dịch nhỏ, đó là, tác động giá lớn. Do vậy, cổ phiếu đang ở trong tình trạng thanh khoản thấp.

Ngoài ra, chúng tôi cũng sử dụng các biến được tính toán dựa trên chênh lệch giữa giá đặt bán và giá đặt mua (bid-ask spread) để đo lường thanh khoản cổ phiếu (Chordia, Roll, và Subrahmanyam, 2000; Rubin, 2007; Brockman, Chung, và Yan, 2009). Cụ thể, chúng tôi sử dụng thêm hai biến sau:

$$PESprd_{i,d} = \frac{2 \cdot |P_{i,d}| \cdot \frac{Ask_{i,d} + Bid_{i,d}}{2}}{Ask_{i,d} + Bid_{i,d}} \quad (2)$$

$$PRSprd_{i,d} = \frac{|Ask_{i,d} - Bid_{i,d}|}{\frac{Ask_{i,d} + Bid_{i,d}}{2}} \quad (3)$$

Trong đó, $PESprd_{i,d}$ là chênh lệch giá hữu hiệu tương đối (relative-effective spread) của cổ phiếu i vào ngày d ; $PRSprd_{i,d}$ là chênh lệch giá đặt lệnh tương đối (relative-quoted spread) của cổ phiếu i vào ngày d ; $P_{i,d}$ là giá khớp lệnh vào cuối ngày giao dịch d ; $Ask_{i,d}$ là giá đặt bán được công bố vào cuối ngày giao dịch d ; $Bid_{i,d}$ là giá đặt mua được công bố vào cuối ngày giao dịch d . Giá trị càng cao của $PESprd$ và $PRSprd$ thể hiện tính thanh khoản của cổ phiếu càng thấp và ngược lại. Thanh khoản cổ phiếu i trong năm t được đo lường bằng giá trị trung bình các giá trị ngày của $PESprd$ và $PRSprd$ của cổ phiếu đó trong năm t .

2.2.2. Đo lường biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức

Dựa vào dữ liệu sở hữu có thể thu thập được, chúng tôi xác định sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty theo một số loại sau:

+ Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức nói chung (IO), được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

+ Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong nước (DIO), được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức trong nước so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

+ Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài (*FIO*), được xác định bằng tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức nước ngoài so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

2.2.3. Biến đặc thù công ty

Để loại bỏ tác động chi phối của những nhân tố đặc thù công ty đến quan hệ giữa sở hữu nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu, chúng tôi kiểm soát trong mô hình hồi quy những biến đặc thù công ty nhằm tách rời ảnh hưởng rỗng của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu. Các biến kiểm soát đặc thù công ty bao gồm:

+ Quy mô công ty, được đo lường bằng logarit tự nhiên giá trị vốn hóa của công ty (*MV*); hoặc đo lường bằng logarit tự nhiên giá trị tổng tài sản công ty (*TA*).

+ Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (*MB*), được xác định bằng logarit tự nhiên của tỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty.

+ Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu (*STDRET*), được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỉ suất lợi tức tuần của cổ phiếu.

+ Tỉ suất lợi tức năm của cổ phiếu (*ARET*), được xác định bằng chênh lệch giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm đang được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước.

+ Tỷ suất cổ tức (*DIV*), được xác định bằng tỷ lệ cổ tức mỗi cổ phiếu trên giá thị trường cổ phiếu vào thời điểm cuối năm.

Ngoài ra, trong một vài phân tích, chúng tôi sử dụng thêm một số biến đặc thù công ty khác, bao gồm:

+ Mức độ giao dịch cổ phiếu của công ty (*TRADING*), được xác định bằng khối lượng giao dịch cổ phiếu trung bình hàng tuần chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

+ Đo lường bất cân xứng thông tin (*ASYM*), được tính bằng độ lệch chuẩn của phần dư trong mô hình thị trường hồi quy tỷ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trên tỷ suất lợi tức tuần của thị trường trong năm đang được tính, dựa theo Morck, Yeung và Yu (2000).

+ Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty (*ROA*), được tính bằng tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính.

+ Đo lường giá trị công ty (*Tobin's Q*), được tính bằng tổng giá trị thị trường vốn cổ phần của công ty và giá trị sổ sách của toàn bộ nợ chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty.

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

2.3. Mô hình nghiên cứu

Chúng tôi thực hiện phân tích dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng có dạng tổng quát như sau:

$$LIQ_{i,t} = \alpha + \eta IO_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_t + \delta_y + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó, *LIQ_{i,t}* là biến thanh khoản cổ phiếu của công ty *i*, được đo lường bằng logarit tự nhiên của *Amihud* hoặc *PESprd* hoặc *PRSprd* như được trình bày ở Mục 2.2.1; *IO_{i,t-1}* là biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, được định nghĩa ở Mục 2.2.2. *Controls_{i,t-1}^j* là các biến kiểm soát đặc thù công ty được trình bày ở Mục 2.2.3. Mô hình (4) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (θ_t) và ảnh hưởng cố định năm (δ_y) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ (lagged) nhằm hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại từ biến thanh khoản cổ phiếu đến các biến độc lập. Sai số chuẩn robust (robust standard errors) được sử dụng để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất (heteroskedasticity) và được ước lượng theo cụm mỗi công ty (firm-level clustered standard errors) để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê *t* theo như phương pháp của Petersen (2009).

CHƯƠNG 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

3.1. Thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong nghiên cứu

3.1.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của các biến đo lường thanh khoản cổ phiếu, biến tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và các biến kiểm soát. Bảng 1A trình bày tóm tắt phân phối của các biến. Bảng 1B trình bày biến động thanh khoản cổ phiếu và sở hữu của nhà đầu tư tổ chức qua các năm.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Bảng 1A: Phân phối của các biến được sử dụng trong nghiên cứu

Biến	Số	Giá trị	Độ lệch	Phân vị	Phân vị	Giá trị	Phân vị	Phân vị
	quan sát	trung bình	chuẩn	90%	75%	trung vị	25%	10%
<i>Amihud</i>	5687	-2.604	3.158	0.948	-0.093	-1.843	-5.039	-7.340
<i>PESprd</i>	3545	-3.484	0.772	-2.647	-2.892	-3.321	-4.026	-4.624
<i>PRSprd</i>	3545	-3.442	0.856	-2.385	-2.754	-3.320	-4.082	-4.673
<i>IO</i>	4564	0.301	0.312	0.763	0.575	0.210	0.000	0.000
<i>DIO</i>	4565	0.257	0.284	0.683	0.515	0.125	0.000	0.000
<i>FIO</i>	4565	0.043	0.102	0.168	0.019	0.000	0.000	0.000
<i>MV</i>	6652	-1.874	1.735	0.301	-0.848	-1.966	-2.976	-4.046
<i>TA</i>	6684	-0.874	1.506	0.987	0.083	-0.949	-1.822	-2.783
<i>MB</i>	6651	-0.146	0.783	0.842	0.350	-0.127	-0.653	-1.172
<i>STDRET</i>	4907	0.142	0.075	0.236	0.179	0.127	0.087	0.063
<i>ARET</i>	4628	0.004	0.450	0.551	0.268	0.000	-0.282	-0.593
<i>DIV</i>	4634	0.082	0.089	0.170	0.109	0.063	0.029	0.000
<i>TRADING</i>	5083	0.079	0.121	0.222	0.096	0.032	0.009	0.003
<i>ASYM</i>	4736	0.055	0.020	0.082	0.066	0.052	0.040	0.032
<i>ROA</i>	6997	0.061	0.085	0.148	0.093	0.048	0.018	0.002
<i>Tobin's Q</i>	7025	1.098	0.681	1.604	1.174	0.954	0.813	0.643

Bảng 1B: Biến động thanh khoản cổ phiếu và sở hữu của nhà đầu tư tổ chức qua các năm

Biến	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Amihud</i>	-5.324	-2.307	-2.639	-4.321	-2.013	-1.633	-1.724	-2.614	-2.390	-2.595	-2.999
<i>PESprd</i>	-3.723	-3.949	-3.632	-3.806	-3.403	-3.352	-3.211	-3.332	-3.599	-3.285	-3.305
<i>PRSprd</i>	-4.447	-4.033	-3.905	-3.780	-3.290	-3.185	-3.020	-3.202	-3.526	-3.144	-3.142
<i>IO</i>	27.7%	28.7%	29.5%	28.2%	25.4%	31.3%	31.9%	31.0%	31.1%	31.1%	32.8%
<i>DIO</i>	23.0%	24.3%	24.4%	23.5%	21.3%	27.6%	27.6%	26.4%	26.6%	26.7%	28.2%
<i>FIO</i>	4.7%	4.4%	5.2%	4.7%	4.1%	3.6%	4.3%	4.4%	4.2%	4.2%	4.6%

3.1.2. Ma trận tương quan

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp, và do vậy loại bỏ khả năng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy.

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>	<i>IO</i>	<i>DIO</i>	<i>FIO</i>	<i>MV</i>	<i>TA</i>	<i>MB</i>	<i>STDRET</i>	<i>ARET</i>	<i>DIV</i>	<i>TRADING</i>	<i>ASYM</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobin's Q</i>
<i>Amihud</i>	1.000															
<i>PESprd</i>	0.799	1.000														
<i>PRSprd</i>	0.857	0.887	1.000													
<i>IO</i>	-0.010	-0.026	-0.024	1.000												
<i>DIO</i>	0.061	0.017	0.023	0.939	1.000											
<i>FIO</i>	-0.203	-0.191	-0.206	0.415	0.098	1.000										
<i>MV</i>	-0.503	-0.464	-0.447	0.245	0.136	0.369	1.000									
<i>TA</i>	-0.524	-0.478	-0.466	0.200	0.115	0.285	0.818	1.000								
<i>MB</i>	-0.075	-0.039	-0.040	0.136	0.095	0.158	0.564	0.100	1.000							
<i>STDRET</i>	-0.086	-0.116	-0.138	-0.143	-0.119	-0.104	-0.226	-0.154	-0.171	1.000						
<i>ARET</i>	-0.128	-0.120	-0.128	0.037	0.036	0.015	0.029	-0.042	0.133	0.151	1.000					
<i>DIV</i>	0.017	-0.073	-0.107	0.011	0.047	-0.090	-0.285	-0.090	-0.373	0.139	-0.030	1.000				
<i>TRADING</i>	-0.419	-0.379	-0.384	-0.204	-0.194	-0.076	-0.091	0.006	-0.256	0.339	0.075	0.078	1.000			
<i>ASYM</i>	0.169	0.194	0.200	-0.138	-0.095	-0.161	-0.361	-0.322	-0.125	0.694	0.166	0.035	0.135	1.000		
<i>ROA</i>	-0.132	-0.108	-0.141	0.142	0.101	0.156	0.199	-0.089	0.425	-0.085	0.138	0.038	-0.102	-0.110	1.000	
<i>Tobin's Q</i>	-0.081	-0.053	-0.051	0.118	0.071	0.162	0.437	0.095	0.703	-0.140	0.089	-0.196	-0.204	-0.119	0.367	1.000

3.2. Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu

3.2.1. Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (4). Biến phụ thuộc ở cột (1) là đo lường *Amihud*, cột (2) là *PESprd* và cột (3) là *PRSprd*. Như có thể thấy từ Bảng 3, ước lượng hệ số hồi quy của các biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức là dương với mức ý nghĩa 1%, cho thấy nhà đầu tư tổ chức có quan hệ nghịch chiều với thanh khoản cổ phiếu. Ảnh hưởng là nhất quán trên cả ba biến đo lường thanh khoản, *Amihud*, *PESprd* hoặc *PRSprd*. Kết quả này ủng hộ quan điểm rằng nhà đầu tư tổ chức trong một công ty góp phần làm giảm thanh khoản cổ phiếu của công ty đó. Điều này dường như phản ánh một đặc điểm của nhà đầu tư tổ chức trong các công ty ở Việt Nam: phần lớn là nhà đầu tư tổ chức thông thường và ít tham gia vào hoạt động giao dịch, trong khi số lượng nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp như các quỹ đầu tư còn khá ít. Kết quả này cũng cho thấy rằng nhà đầu tư tổ chức dường như đã đóng vai trò quan trọng trong việc tạo thanh khoản cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 3: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	1.334*** (6.24)	0.380*** (5.43)	0.439*** (5.84)
<i>MV</i>	-1.640*** (-28.09)	-0.390*** (-21.18)	-0.458*** (-23.44)
<i>MB</i>	1.286*** (10.78)	0.320*** (9.48)	0.388*** (10.60)
<i>STDRET</i>	-6.788*** (-8.42)	-0.997*** (-4.17)	-0.796*** (-3.14)
<i>ARET</i>	-0.499*** (-4.83)	-0.086** (-2.51)	-0.119*** (-3.21)
<i>DIV</i>	-4.277*** (-5.59)	-1.355*** (-6.13)	-1.578*** (-6.51)
<i>Hằng số</i>	-2.543*** (-4.95)	-4.519*** (-46.54)	-4.653*** (-43.52)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,269	1,979	1,979
Adj. R2	52.1%	47.4%	53.4%

3.2.2. Kiểm định độ tin cậy của kết quả nghiên cứu (Robustness checks)

Chúng tôi ý thức một số vấn đề nội sinh tiềm tàng có thể ảnh hưởng đến độ tin cậy của các kết quả ở trên. Thứ nhất, có thể tồn tại tác động theo chiều ngược lại từ thanh khoản cổ phiếu đến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty. Mặc dù khả năng này là thấp, chúng tôi vẫn đã thận trọng nhằm loại bỏ khả năng này. Cụ thể, trong phần phân tích trước, chúng tôi đã cố gắng hạn chế khả năng này bằng cách sử dụng giá trị trễ của biến độc lập trong mô hình hồi quy. Tuy nhiên, nếu như thanh khoản cổ phiếu có sự tương quan cao theo thời gian, khả năng quan hệ nội sinh giữa biến thanh khoản cổ phiếu và biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức vẫn có thể tồn tại. Chúng tôi giải quyết thêm vấn đề này bằng cách kiểm soát thêm biến trễ thanh khoản cổ phiếu (*LagLIQ*) trong các mô hình hồi quy. Bảng 4 trình bày các kết quả của phân tích này. Kết quả cho thấy các ước lượng hệ số trên các biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức vẫn không thay đổi về mặt định tính và các giá trị ước lượng hệ số vẫn ý nghĩa thống kê.

Bảng 4: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu
(Kiểm soát biến trễ phụ thuộc trong mô hình)

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	0.472*** (5.07)	0.133*** (3.76)	0.136*** (4.47)
<i>MV</i>	-0.528*** (-14.80)	-0.129*** (-10.23)	-0.099*** (-8.51)
<i>MB</i>	0.195*** (3.42)	0.052*** (2.65)	0.019 (1.08)
<i>STDRET</i>	-4.833*** (-9.47)	-1.234*** (-7.03)	-0.868*** (-6.45)
<i>ARET</i>	-0.630*** (-7.07)	-0.137*** (-4.94)	-0.121*** (-4.66)
<i>DIV</i>	-1.732*** (-4.21)	-0.739*** (-5.57)	-0.651*** (-5.23)
<i>LagLIQ</i>	0.731*** (49.67)	0.692*** (33.30)	0.828*** (49.84)
<i>Hằng số</i>	0.058 (0.16)	-1.239*** (-6.72)	-1.251*** (-10.48)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,269	1,970	1,970
Adj. R2	78.1%	72.0%	82.1%

Thứ hai, có thể có khả năng rằng một nhân tố nào đó thuộc đặc thù công ty không thay đổi (hoặc ít thay đổi) theo thời gian và không thể quan sát có tác động chi phối đến quan hệ giữa sở hữu nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu. Để giải quyết khả năng này, chúng tôi kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định công ty (firm-fixed effects) trong mô hình hồi quy. Bảng 5 trình bày kết quả của phân tích này. Như có thể thấy, kết quả của mô hình ảnh hưởng cố định vẫn nhất quán với kết quả trong phần phân tích chính.

Bảng 5: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu

(Kiểm soát ảnh hưởng cố định công ty)

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	0.389*** (2.77)	0.106* (1.76)	0.102* (1.81)
<i>MV</i>	-2.184*** (-13.52)	-0.481*** (-10.17)	-0.583*** (-11.38)
<i>MB</i>	1.532*** (8.95)	0.288*** (4.99)	0.404*** (6.37)
<i>STDRET</i>	-3.907*** (-6.29)	-0.867*** (-3.69)	-0.794*** (-3.59)
<i>ARET</i>	-0.645*** (-7.72)	-0.110*** (-3.46)	-0.140*** (-4.45)
<i>DIV</i>	-4.202*** (-7.33)	-0.990*** (-5.30)	-1.214*** (-6.17)
<i>Hằng số</i>	-5.369*** (-13.56)	-4.718*** (-31.17)	-4.957*** (-30.87)
Ảnh hưởng cố định	FY	FY	FY
Số quan sát	3,269	1,979	1,979
Adj. R2	80.6%	74.7%	81.1%

Thứ ba, mẫu nghiên cứu của chúng tôi bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Sự khác nhau về quy mô, điều kiện niêm yết, yêu cầu công bố và cấu trúc vì mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch có thể cũng ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa các sở hữu nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu. Để giải quyết vấn đề này, chúng tôi kiểm soát thêm trong mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định Sở Giao dịch. Bảng 6 trình bày các kết quả của phân tích hồi quy khi kiểm soát ảnh hưởng niêm yết. Như có thể thấy, kết quả vẫn nhất quán với các phát hiện trong phần phân tích chính ở Mục 3.2.1.

Bảng 6: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu

(Kiểm soát ảnh hưởng cố định niêm yết)

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	1.397*** (6.57)	0.362*** (5.30)	0.420*** (5.70)
<i>MV</i>	-1.833*** (-27.05)	-0.365*** (-17.27)	-0.431*** (-19.40)
<i>MB</i>	1.424*** (11.72)	0.308*** (9.01)	0.375*** (10.13)
<i>STDRET</i>	-6.135*** (-7.78)	-1.117*** (-4.76)	-0.926*** (-3.71)
<i>ARET</i>	-0.545*** (-5.21)	-0.090*** (-2.69)	-0.123*** (-3.42)
<i>DIV</i>	-4.265*** (-5.82)	-1.375*** (-6.28)	-1.600*** (-6.63)
<i>Hằng số</i>	-3.595*** (-6.99)	-4.420*** (-42.92)	-4.545*** (-40.26)
Ảnh hưởng cố định	1YL	1YL	1YL
Số quan sát	3,269	1,979	1,979
Adj. R2	53.6%	48.3%	54.3%

Cuối cùng, khoảng thời gian mẫu nghiên cứu chúng tôi bao gồm cả giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008. Các nghiên cứu trước cho thấy rằng thanh khoản giảm mạnh khi thị trường trải qua khủng hoảng, và nhà đầu tư tổ chức là một nhân tố góp phần khuếch đại và lan truyền khủng hoảng qua hành động bán tháo cổ phiếu của họ. Nếu điều này xảy ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các kết quả đạt được trong phần phân tích trên có thể chỉ đơn thuần phản ánh tác động của nhà đầu tư tổ chức trong giai đoạn khủng hoảng. Để loại bỏ khả năng này, chúng tôi ước lượng lại mô hình (4) sử dụng khoảng thời gian mẫu loại bỏ đi hai năm 2007-2008. Kết quả của phân tích này được trình bày ở Bảng 7. Kết quả cho thấy ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức vẫn dương và ý nghĩa thống kê trên cả ba biến đo lường thanh khoản.

Bảng 7: Nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu

(Mẫu không bao gồm giai đoạn khủng hoảng tài chính 2007-2008)

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	1.369*** (6.15)	0.398*** (5.46)	0.468*** (5.98)
<i>MV</i>	-1.667*** (-27.76)	-0.401*** (-20.12)	-0.474*** (-22.59)
<i>MB</i>	1.322*** (10.82)	0.333*** (9.41)	0.405*** (10.53)
<i>STDRET</i>	-7.009*** (-8.01)	-0.952*** (-3.52)	-0.684** (-2.39)
<i>ARET</i>	-0.505*** (-4.73)	-0.096*** (-2.62)	-0.122*** (-3.06)
<i>DIV</i>	-4.358*** (-5.48)	-1.410*** (-6.03)	-1.634*** (-6.42)
<i>Hằng số</i>	-2.529*** (-4.83)	-4.335*** (-21.47)	-4.961*** (-28.76)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,151	1,862	1,862
Adj. R2	52.4%	45.4%	51.5%

Tóm lại, phân tích thêm về tính ổn định trong phần này cho thấy độ tin cậy của kết quả nghiên cứu về quan hệ giữa sở hữu nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu. Các kết quả này minh chứng cho lập luận rằng sở hữu nhà đầu tư tổ chức trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam góp phần làm giảm thanh khoản cổ phiếu.

3.3. Cơ chế qua đó nhà đầu tư tổ chức tác động đến thanh khoản cổ phiếu

Như được trình bày ở Mục 1.4, nhà đầu tư tổ chức có thể làm giảm đi thanh khoản cổ phiếu thông qua cơ chế ảnh hưởng thông tin và/hoặc ảnh hưởng hoạt động giao dịch. Cụ thể, quan điểm này lập luận rằng nhà đầu tư tổ chức là những người có lợi thế thông tin và do vậy làm tăng tình trạng bất cân xứng thông tin trên thị trường. Nếu những nhà đầu tư tổ chức tận dụng lợi thế thông tin riêng để giao dịch kiếm lời, thanh khoản cổ phiếu sẽ có chiều hướng giảm đi (Copeland và Galai, 1983; Glosten và Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Easley và O'Hara, 2004). Ngoài ra, nếu nhà đầu tư tổ chức có xu hướng ít tham gia giao dịch, hoạt động giao dịch cổ phiếu trên thị trường có thể giảm. Ảnh hưởng này cũng sẽ dẫn đến làm giảm thanh khoản cổ phiếu (Ho và Stoll, 1981; Stoll, 2000; Brockman và Chung, 1999). Bởi vì nhà đầu tư tổ chức có thể có tác động mạnh hơn trong các công ty ít minh bạch hoặc công ty với cổ phiếu ít được giao dịch, ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu được kỳ vọng sẽ lớn hơn trong các công ty đó.

Để nghiên cứu giả thuyết này, chúng tôi mở rộng mô hình (4) bằng cách thêm một hệ số tương tác giữa biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức với một biến đo lường tính bất cân xứng thông tin của công ty (mô hình (5)), hoặc tương tác với một biến đo lường mức độ giao dịch cổ phiếu của công ty (mô hình (6)). Cụ thể, chúng tôi thực hiện hồi quy với các mô hình sau:

$$LIQ_{i,t} = \alpha + \eta IO_{i,t-1} + \vartheta IO_{i,t-1} * ASYM_{i,t-1} + \mu ASYM_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_l + \delta_y + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$LIQ_{i,t} = \alpha + \eta IO_{i,t-1} + \vartheta IO_{i,t-1} * TRADING_{i,t-1} + \mu TRADING_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_l + \delta_y + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Trong đó, *LIQ*_{*i,t*} là biến thanh khoản cổ phiếu của công ty *i*, được đo lường bằng logarit tự nhiên của *Amihud* hoặc *PESprd* hoặc *PRSprd* như được trình bày ở Mục 2.2.1; *IO*_{*i*} là biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, được định nghĩa ở Mục 2.2.2. *Controls*_{*i*} là các biến kiểm soát đặc thù công ty được trình bày ở Mục 2.2.3. *ASYM*_{*i*} là biến đo lường bất cân xứng thông tin, được tính bằng độ lệch chuẩn của phần dư trong mô hình thị trường hồi quy tỷ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trên tỷ suất lợi tức tuần của thị trường trong năm đang được tính, dựa theo Morck, Yeung và Yu (2000). Giá trị của *ASYM* càng cao thể hiện tính bất cân xứng thông tin càng lớn. *TRADING*_{*i*} là biến đo lường mức độ hoạt động giao dịch cổ phiếu của công ty, được xác định bằng khối lượng giao dịch cổ phiếu trung bình hàng tuần chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty trong năm đang được tính. Giá trị của *TRADING* càng lớn thể hiện mức độ giao dịch cổ phiếu càng cao. Mô hình (5) và (6) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (*θ*_{*l*}) và ảnh hưởng cố định năm (*δ*_{*y*}) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ. Giá trị thống kê *t* được tính sử dụng sai số chuẩn robust để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo cụm mỗi công ty để giải quyết vấn đề tự tương quan (Petersen, 2009).

Bảng (8) trình bày kết quả cho cơ chế ảnh hưởng thông tin. Phù hợp với giả thuyết, hệ số ước lượng trên biến tương tác $IO*ASYM$ là dương và ý nghĩa thống kê trên cả ba mô hình hồi quy cho ba biến đo lường thanh khoản. Kết quả này cho thấy rằng khi công ty càng ít minh bạch, ảnh hưởng bất lợi của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu càng lớn.

Bảng 8: Cơ chế ảnh hưởng – Bất cân xứng thông tin

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	-0.391 (-1.10)	-0.002 (-0.48)	-0.006 (-0.89)
<i>IO*ASYM</i>	18.791** (2.25)	0.233*** (2.65)	0.380*** (3.00)
<i>ASYM</i>	11.430*** (2.97)	0.328*** (7.59)	0.392*** (5.85)
<i>MV</i>	-0.384*** (-6.24)	-0.010*** (-16.49)	-0.014*** (-16.67)
<i>MB</i>	0.243 (1.26)	0.009*** (7.61)	0.013*** (8.54)
<i>STDRET</i>	-1.293 (-0.99)	-0.095*** (-8.83)	-0.094*** (-6.21)
<i>ARET</i>	-0.454*** (-3.13)	-0.003** (-2.39)	-0.006** (-3.79)
<i>DIV</i>	-4.048*** (-5.34)	-0.036*** (-4.79)	-0.054*** (-5.26)
Hằng số	0.098 (0.20)	-0.000 (-0.06)	-0.013** (-2.43)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,196	1,933	1,933
Adj. R2	11.2%	40.1%	45.6%

Bảng (9) trình bày kết quả cho cơ chế ảnh hưởng hoạt động giao dịch. Như có thể thấy, hệ số ước lượng trên biến tương tác $IO*TRADING$ là âm và ý nghĩa thống kê trên cả ba mô hình hồi quy cho ba biến đo lường thanh khoản. Kết quả này cho thấy rằng ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu trở nên yếu hơn trong các công ty với mức độ giao dịch cao.

Bảng 9: Cơ chế ảnh hưởng – Hoạt động giao dịch

Biến	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>IO</i>	0.482** (2.17)	0.009*** (3.56)	0.012*** (3.41)
<i>IO*TRADING</i>	-3.706** (-2.55)	-0.075*** (-3.91)	-0.081*** (-3.09)
<i>TRADING</i>	-4.011*** (-7.95)	-0.057*** (-10.53)	-0.083*** (-11.32)
<i>MV</i>	-0.388*** (-7.07)	-0.010*** (-17.98)	-0.014*** (-19.44)
<i>MB</i>	0.077 (0.40)	0.007*** (5.75)	0.010*** (6.71)
<i>STDRET</i>	4.180*** (3.98)	0.020** (2.18)	0.054*** (4.41)
<i>ARET</i>	-0.338** (-2.38)	-0.001 (-1.23)	-0.004*** (-2.71)
<i>DIV</i>	-4.743*** (-6.29)	-0.047*** (-6.57)	-0.070*** (-7.03)
Hằng số	-0.033 (-0.08)	0.014*** (5.06)	0.006 (1.35)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,269	1,979	1,979
Adj. R2	13.5%	44.1%	50.2%

Tóm lại, kết quả cho thấy rằng nhà đầu tư tổ chức tác động đến thanh khoản cổ phiếu thông qua cả hai cơ chế: ảnh hưởng qua gia tăng tình trạng bất cân xứng và ảnh hưởng qua làm giảm hoạt động giao dịch. Kết quả này một lần nữa dường như phù hợp với đặc điểm của nhà đầu tư tổ chức trong các công ty ở Việt Nam. Đó là, chủ yếu là nhà đầu tư mang tính chất “đối tác” của công ty phát hành, và ít có nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp.

3.4. Các phân tích thêm

Trong phần này, chúng tôi thực hiện thêm hai phân tích nhằm giúp có một bức tranh tương đối toàn diện về vai trò của những nhà đầu tư tổ chức trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.4.1. Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và thanh khoản cổ phiếu

Về lý thuyết, nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có thể mang lại nhiều lợi ích cho hoạt động của thị trường chứng khoán và bản thân các công ty ở nước bản địa. So với các nhà đầu tư ở quốc gia bản địa, nhà đầu tư tổ chức nước ngoài được cho rằng có động lực và khả năng tốt hơn trong việc thu thập và phân tích thông tin trên thị trường, kinh nghiệm tốt hơn trong việc theo dõi và giám sát những người điều hành công ty, cũng như mang những kiến thức và kinh nghiệm quản trị tốt hơn cho những công ty ở quốc gia bản địa. Do vậy, nhà đầu tư nước ngoài không chỉ giúp gia tăng hiệu quả thông tin và hiệu quả hoạt động của thị trường mà còn giúp cải thiện chất lượng quản trị công ty trong các công ty ở quốc gia bản địa (Aggarwal và nhóm cộng sự, 2011; He và nhóm cộng sự, 2013; Ng và nhóm cộng sự, 2016). Tuy nhiên, thực tế trên thị trường chứng khoán Việt Nam, sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài còn khá thấp, và vì vậy nhà đầu tư nước ngoài có thể không thật sự có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy hoạt động của thị trường. Đây là một vấn đề cần được giải đáp bằng minh chứng thực nghiệm.

Để nghiên cứu vấn đề này, chúng tôi dựa vào mô hình sau:

$$LIQ_{it} = \alpha + \eta FIO_{it-1} + \vartheta DIO_{it-1} + \sum \gamma_j Controls_{it-1}^j + \theta_t + \delta_y + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Trong đó, FIO và DIO là các biến tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong nước tương ứng được định nghĩa ở Mục 2.2.2; Các biến còn lại được giải thích như ở các phần trước. Bảng 10 trình bày kết quả hồi quy ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài đến thanh khoản cổ phiếu. Như có thể thấy, ước lượng hệ số trên biến sở hữu của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài không có ý nghĩa thống kê, trong khi ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà đầu tư tổ chức trong nước là dương và ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy rằng tác động bất lợi đối với thanh khoản cổ phiếu được ghi nhận ở phần phân tích trước chủ yếu đến từ nhà đầu tư tổ chức trong nước, và nhà đầu tư nước ngoài dường như chưa có một ảnh hưởng ý nghĩa trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 10: Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và thanh khoản cổ phiếu

Biến	<i>Amihud</i> (1)	<i>PESprd</i> (2)	<i>PRSprd</i> (3)
<i>FIO</i>	0.121 (0.17)	0.056 (0.23)	0.035 (0.14)
<i>DIO</i>	1.477*** (6.39)	0.389*** (5.32)	0.451*** (5.74)
<i>MV</i>	-1.607*** (-26.46)	-0.384*** (-20.28)	-0.450*** (-22.38)
<i>MB</i>	1.261*** (10.41)	0.316*** (9.35)	0.383*** (10.43)
<i>STDRET</i>	-6.854*** (-8.57)	-1.024*** (-4.32)	-0.829*** (-3.29)
<i>ARET</i>	-0.484*** (-4.71)	-0.086** (-2.50)	-0.120*** (-3.25)
<i>DIV</i>	-4.388*** (-5.72)	-1.362*** (-6.18)	-1.582*** (-6.53)
Hằng số	-3.582*** (-11.52)	-4.501*** (-46.45)	-4.630*** (-43.42)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY
Số quan sát	3,270	1,980	1,980
Adj. R ²	52.2%	47.3%	53.3%

3.4.2. Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến hiệu quả quản trị công ty

Các nghiên cứu lý thuyết chứng minh rằng có một sự đánh đổi giữa hiệu quả quản trị và thanh khoản cổ phiếu của công ty trong đó nhà đầu tư tổ chức nắm giữ sở hữu vốn cổ phần, đặc biệt khi phần sở hữu của nhà đầu tư tổ chức là lớn (Bolton và Thadden, 1998; Kahn và Winton, 1998). Cụ thể, nhà đầu tư tổ chức có thể giúp cải thiện vấn đề quản trị công ty; họ có động lực để giám sát và kiểm soát những người điều hành công ty một cách hiệu quả hơn nhằm đảm bảo các quyết định của ban điều hành công ty phải vì lợi ích của cổ đông và hướng đến gia tăng giá trị công ty. Tuy nhiên, lợi ích này có thể phải đi cùng với một sự đánh đổi về thanh khoản cổ phiếu của công ty. Nhà đầu tư tổ chức làm gia tăng

tình trạng bất cân xứng và/hoặc giảm hoạt động giao dịch, do vậy dẫn đến làm giảm tính thanh khoản cổ phiếu.

Trong phần này, chúng tôi nghiên cứu ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến hiệu quả quản trị công ty. Dựa vào tiên đoán của các mô hình lý thuyết nêu trên và kết quả về ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu được thiết lập trong phần trước, chúng tôi giả thuyết một quan hệ thuận giữa sở hữu nhà đầu tư tổ chức và hiệu quả quản trị công ty. Để nghiên cứu giả thuyết này, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$M_EFFICIENT_{i,t} = \alpha + \eta IO_{i,t-1} + \sum \gamma_i Controls_{i,t-1}^j + \theta_i + \delta_y + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Trong đó, $M_EFFICIENT_{i,t}$ là biến hiệu quả quản trị, được đo lường bằng ROA hoặc Tobin's Q, với ROA là lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty; Tobin's Q là biến đo lường giá trị công ty.

Bảng 11 trình bày kết quả của phân tích này. Phù hợp với giả thuyết, sở hữu nhà đầu tư tổ chức có quan hệ thuận chiều với hiệu quả quản trị của công ty. Kết quả này cho thấy rằng nhà đầu tư tổ chức trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thật sự đóng vai trò tích cực trong việc cải thiện chất lượng quản trị công ty. Tuy nhiên, lợi ích này phải đánh đổi bằng sự suy giảm tính thanh khoản của cổ phiếu như được phân tích trong các phần trước.

Bảng 11: Nhà đầu tư tổ chức và hiệu quả quản trị công ty

Biến	ROA			Tobin's Q		
	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>	<i>Amihud</i>	<i>PESprd</i>	<i>PRSprd</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>IO</i>	0.033*** (4.78)	0.035*** (4.87)	0.035*** (4.88)	0.153*** (2.87)	0.199*** (3.34)	0.197*** (3.33)
<i>LIQ</i>	-0.005*** (-6.38)	-0.021*** (-6.02)	-0.022*** (-6.11)	-0.016* (-1.90)	-0.019 (-0.76)	-0.011 (-0.43)
<i>TA</i>	-0.011*** (-5.32)	-0.013*** (-5.75)	-0.014*** (-5.99)	0.016 (0.72)	0.025 (1.09)	0.027 (1.13)
<i>STDRET</i>	-0.151*** (-6.52)	-0.118*** (-4.75)	-0.120*** (-4.87)	-0.595*** (-2.92)	-0.647*** (-3.46)	-0.655*** (-3.52)
<i>ARET</i>	0.036*** (8.29)	0.033*** (5.95)	0.032*** (5.63)	0.158*** (5.25)	0.140*** (4.61)	0.138*** (4.60)
<i>DIV</i>	-0.007 (-0.34)	0.020 (0.76)	0.016 (0.60)	-1.469*** (-7.90)	-1.122*** (-6.57)	-1.118*** (-6.59)
<i>Hằng số</i>	0.151*** (9.96)	-0.019 (-1.09)	-0.025 (-1.39)	1.094*** (12.59)	1.302*** (8.16)	1.337*** (7.93)
Ảnh hưởng cố định	IY	IY	IY	IY	IY	IY
Số quan sát	3,271	2,260	2,260	3,269	2,258	2,258
Adj. R2	13.2%	12.9%	13.1%	13.4%	12.6%	12.6%

CHƯƠNG 4: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Kết luận

Trong nghiên cứu này, chúng tôi phân tích ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu. Sử dụng dữ liệu của toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007-2017, chúng tôi đạt được các kết quả chính sau. Thứ nhất, nhà đầu tư tổ chức, khi được xem xét theo một nhóm đồng nhất, có ảnh hưởng nghịch chiều đến thanh khoản cổ phiếu. Thứ hai, chúng tôi thấy rằng ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến thanh khoản cổ phiếu được truyền dẫn thông qua hai cơ chế: ảnh hưởng gia tăng bất cân xứng thông tin và ảnh hưởng giảm hoạt động giao dịch cổ phiếu. Cuối cùng, chúng tôi thấy rằng mặc dù có tác động bất lợi đến thanh khoản cổ phiếu của công ty niêm yết, nhà đầu tư tổ chức có ảnh hưởng tích cực đối với hiệu quả quản trị công ty. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu lý thuyết của Bolton và Thadden (1998) và Kahn và Winton (1998) rằng có một sự đánh đổi giữa hiệu quả quản trị và thanh khoản cổ phiếu của công ty trong đó nhà đầu tư tổ chức nắm giữ sở hữu vốn cổ phần.

4.2. Các hàm ý chính sách và quản trị

Nghiên cứu của chúng tôi có các hàm ý quan trọng đối với những nhà hoạch định chính sách, các công ty và nhà đầu tư.

+ *Đối với những nhà hoạch định chính sách*

Kết quả từ nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng nhà đầu tư tổ chức trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam dường như chưa thật sự đóng vai trò tích cực đồng thời trên cả góc độ thị trường và góc độ công ty niêm yết. Đó là, trong khi nhà đầu tư tổ chức góp phần cải thiện hiệu quả quản trị công ty, gia tăng sở hữu của nhà đầu tư tổ chức đưa đến thanh khoản cổ phiếu của công ty trên thị trường trở nên kém đi. Ảnh hưởng không mong muốn này có thể bắt nguồn từ đặc điểm

của cơ cấu nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam: phần lớn nhà đầu tư tổ chức là những nhà đầu tư thông thường và thiếu vắng những nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Nếu việc thiếu vắng những nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là nguyên nhân chính đưa đến ảnh hưởng bất lợi đối với thanh khoản cổ phiếu thì đây là một vấn đề cần sự quan tâm đúng mức. Các cơ quan quản lý nhà nước cần có những chính sách phù hợp để khuyến khích những nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp tích cực và chủ động tham gia thị trường, ví dụ, tạo thuận lợi cho việc thành lập các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, áp dụng các ưu đãi về thuế trên cổ tức v.v..., bên cạnh việc tiếp tục hoàn thiện môi trường thể chế và cải thiện môi trường thông tin để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư và doanh nghiệp.

+ Đối với các công ty

Kết quả từ nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng dường như có một sự đánh đổi giữa hiệu quả quản trị công ty và thanh khoản cổ phiếu của các công ty niêm yết qua việc nắm giữ sở hữu vốn cổ phần trong công ty bởi các nhà đầu tư tổ chức. Đây có thể là một vấn đề cần cân nhắc khi xác định mức độ và đặc điểm cơ cấu sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty, nhằm đảm bảo vừa gia tăng hiệu quả quản trị công ty nhưng đồng thời không ảnh hưởng bất lợi đến thanh khoản.

+ Đối với nhà đầu tư

Kết quả từ nghiên cứu của chúng tôi hàm ý rằng mức độ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty là một chỉ dấu có thể giúp các nhà đầu tư đánh giá tính thanh khoản của cổ phiếu, từ đó, cho phép có một sự phân tích chính xác hơn trong quyết định đầu tư.

4.3. Hạn chế của nghiên cứu

Do hạn chế về dữ liệu, một số vấn đề liên quan đến ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức không được giải quyết trong đề tài này. Cụ thể, đặc điểm của cơ cấu nhà đầu tư tổ chức trong công ty không được phân tích, ví dụ, nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp và nhà đầu tư tổ chức cá nhân, nhà đầu tư tổ chức nắm giữ phần sở hữu lớn và nhà đầu tư tổ chức chỉ nắm giữ phần sở hữu nhỏ trong công ty. Để giải quyết vấn đề này về mặt thực nghiệm, đòi hỏi phải có dữ liệu chi tiết của từng nhóm nhà đầu tư tổ chức trong công ty. Đây có thể là chủ đề nghiên cứu trong tương lai của chúng tôi khi điều kiện về dữ liệu cho phép.