

Vai trò của nhà đầu tư tổ chức đối với thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Xuân Vinh¹

Hồ Việt Tiến²

Tóm tắt

Các nhà đầu tư tổ chức được kỳ vọng có vai trò quan trọng cho thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường chứng khoán ở các nước mới nổi. Bài báo này nghiên cứu vai trò của các nhà đầu tư tổ chức đối với thị trường chứng khoán Việt Nam ở khía cạnh tạo thanh khoản cổ phiếu. Sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy, với dữ liệu tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có sở hữu tổ chức cao thì thanh khoản cổ phiếu thấp hơn. Điều này hàm ý khả năng các nhà đầu tư tổ chức là những nhà đầu tư dài hạn, họ ít giao dịch mua bán cổ phiếu ngắn hạn nên không tạo thanh khoản cho thị trường. Một nguyên nhân khác nữa là do có thể các nhà đầu tư tổ chức họ mua vào lượng lớn cổ phiếu và nắm giữ nên số lượng cổ phiếu còn lại mua bán trên thị trường sẽ giảm kéo theo thanh khoản cổ phiếu giảm. Tuy vậy, nhà đầu tư tổ chức được kỳ vọng có vai trò đóng góp quan trọng đối với các doanh nghiệp mà họ đầu tư thông qua việc giám sát tốt và nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khóa: nhà đầu tư tổ chức, thanh khoản cổ phiếu

Abstract

Institutional investors are expected to play an important role for stock markets in general and emerging markets in particular. This paper investigates the role of institutional investors in Vietnam stock market with regard to market liquidity. Employing the panel data estimators and data of firms listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange, the results indicate that firms with higher institutional ownership are associated with lower stock market liquidity. This implies that institutional investors are likely to be long term investors with limited trading activities and thus, lower stock market liquidity. Another reason might be institutional investors buy a large portion of firm shares so that the available shares for trading is reduced and hence,

¹ Đại học kinh tế Tp HCM và Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về Quản lý (CFVG) Thành phố Hồ Chí Minh. Email: vinhvx@ueh.edu.vn

² Đại học kinh tế Tp HCM và Trung tâm Pháp Việt Đào tạo về Quản lý (CFVG) Thành phố Hồ Chí Minh.

liquidity is decreased. Institutional investors are expected to provide better firm supervision and promote better firm performance in their invested firms.

Keywords: *institutional investors, liquidity*

1. Giới thiệu

Các nhà đầu tư tổ chức là một thành phần quan trọng của thị trường chứng khoán và càng quan trọng hơn ở các nước đang phát triển, có thị trường chứng khoán chưa đạt chuẩn mực cao như ở các nước có thị trường chứng khoán lâu đời. Thông thường, các nhà đầu tư tổ chức thường có kinh nghiệm trên thị trường chứng khoán do họ đã có lịch sử tồn tại lâu đời và thường gắn liền với các tổ chức tài chính lớn trên thị trường. Hơn nữa, các nhà đầu tư tổ chức thường có lợi thế về quy mô, có tiềm lực về tài chính và có đội ngũ chuyên gia tài chính ưu việt nên họ thường có ưu thế hơn các nhà đầu tư khác trong tiếp cận, phân tích và xử lý thông tin.

Do có nhiều lợi thế hơn so với các nhà đầu tư cá nhân khác cho nên các nhà đầu tư tổ chức thường chiếm ưu thế và có kết quả vượt trội về mọi mặt so với các nhà đầu tư khác trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, do quy mô của các nhà đầu tư tổ chức thông thường là rất lớn trên môi trường quan với các thị trường chứng khoán nhỏ như Việt Nam nên mức độ ảnh hưởng của các nhà đầu tư tổ chức đối với thị trường chứng khoán ở các nước mới nổi này thường là cao hơn nhiều so với mức độ ảnh hưởng của họ đối với thị trường chứng khoán ở các nước phát triển. Về mặt học thuật, có thể nói các vấn đề liên quan đến vai trò của các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là ở các nước mới nổi là các chủ đề hấp dẫn thu hút được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu lớn trên thế giới.

Thanh khoản cổ phiếu là một yếu tố hay chỉ tiêu quan trọng của thị trường chứng khoán. Đối với các nhà đầu tư và các nhà phân tích đánh giá chứng khoán, một trong những thông tin cơ bản quan trọng mà họ quan tâm khi nghiên cứu, định giá, và giao dịch mua bán cổ phiếu là thanh khoản của cổ phiếu. Thông thường, khối lượng giao dịch cổ phiếu được coi là một chỉ số đo lường tính thanh khoản trên thị trường chứng khoán (Batten & Vo 2014). Trong thực tiễn, vai trò quan trọng của thanh khoản cổ phiếu đối với nhà đầu tư thể hiện ở chỗ trong tất cả các bảng điện tử của các sàn giao dịch đều có thông tin khối lượng giao dịch song song với thông tin về giá. Trong các báo cáo lưu trữ dữ liệu lịch sử giao dịch của các cổ phiếu cũng luôn có thông tin khối lượng giao dịch này như là một thành phần không thể tách rời. Không những quan trọng đối với các nhà đầu tư, tính thanh khoản cổ phiếu còn quan trọng đối với nhiều bên liên quan khác. Ví dụ, các nhà quản lý thị trường cũng coi thanh khoản là chỉ báo cho mức độ hấp dẫn của thị trường chứng khoán. Như vậy, có thể khẳng định tính thanh khoản cổ phiếu là một trong những yếu tố quan trọng nhất trong phân tích và đánh giá cổ phiếu đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, thanh khoản cổ phiếu cũng là một thông tin quan trọng không những đối với các nhà đầu tư

trên thị trường chứng khoán mà còn mang nhiều thông tin đối với các doanh nghiệp trong việc xây dựng và thực thi các chính sách tài chính, đặc biệt là chính sách tài trợ và chính sách đầu tư.

Trong kho tàng học thuật đương đại về chủ đề thanh khoản cổ phiếu, sự hấp dẫn và tính quan trọng của thanh khoản cổ phiếu được minh chứng bởi số lượng đồ sộ các nghiên cứu về chủ đề này kể từ những năm 1980 của thế kỷ trước. Có thể nói, một trong những nghiên cứu đi tiên phong và có tầm ảnh hưởng lớn về chủ đề thanh khoản cổ phiếu là nghiên cứu của Amihud & Mendelson (1986). Nghiên cứu này cho rằng thanh khoản là yếu tố mà nhà đầu tư quan tâm khi mua cổ phiếu và các nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao hơn cho cổ phiếu có thanh khoản cao hơn nên các cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường có tỷ suất sinh lợi thấp hơn.

Nghiên cứu về vai trò của các nhà đầu tư tổ chức ở khía cạnh tạo thanh khoản cho thị trường chứng khoán cũng là một chủ đề quan trọng trong đầu tư tài chính. Do vậy, nhiều nghiên cứu về vai trò của nhà đầu tư tổ chức với thanh khoản thị trường đã được thực hiện và xuất bản bởi các học giả hàng đầu trong lĩnh vực tài chính ở các tạp chí có uy tín. Tuy vậy, một điểm nổi bật của các nghiên cứu trước đây là cho các kết quả còn chưa đồng nhất và thậm chí trái ngược nhau về vai trò của cổ đông tổ chức đối với thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán (Agarwal 2007). Một khi chưa đạt được sự đồng nhất trong kết luận, các nghiên cứu về chủ đề này sẽ cần thiết để bổ sung cho các kết quả nghiên cứu trước đó trên thế giới. Một trong những đóng góp đầu tiên của chúng tôi có thể nói là bổ sung làm giàu kho tàng học thuật về chủ đề này.

Mặt khác, một trong những khe hở nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu tổ chức và thanh khoản cổ phiếu là các nghiên cứu về chủ đề này ở Việt Nam chưa xuất bản nhiều, mặc dù về mặt thực tiễn thì thị trường chứng khoán Việt Nam đã có bề dày hơn 15 năm hình thành và phát triển. Một số bài báo nghiên cứu về vai trò của nhà đầu tư nước ngoài đối với thanh khoản cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam như Vo (2016). Các vấn đề trên thị trường chứng khoán ở các nước mới nổi, đặc biệt là thanh khoản luôn nhận được sự quan tâm và xem xét nghiên cứu từ nhiều bên liên quan. Trong bối cảnh đó, nghiên cứu vấn đề về vai trò của các nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản cổ phiếu trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam là một chủ đề nghiên cứu có ý nghĩa khoa học và ý nghĩa thực tiễn.

Nghiên cứu lại càng có ý nghĩa hơn do trong mấy năm gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam có thanh khoản thấp kể từ khi khủng hoảng kinh tế toàn cầu và những khó khăn đặc thù của nền kinh tế Việt Nam đã làm giảm tính hấp dẫn của thị trường. Trong khi đó, để nền kinh tế phát triển bền vững thì thị trường chứng khoán phải là một kênh dẫn vốn quan trọng của doanh nghiệp và một kênh cung cấp thanh khoản cho các nhà đầu tư thứ cấp. Đặc biệt, nghiên cứu này còn có ý nghĩa trong giai đoạn hiện nay, giai đoạn mà chính phủ đang từng bước tái cấu trúc thị trường chứng khoán.

2. Cơ sở lý thuyết

Có nhiều nghiên cứu xuất bản ở các tạp chí khoa học có uy tín giới thiệu các lý do giải thích cho vai trò của các nhà đầu tư tổ chức đối với thanh khoản cổ phiếu. Tựu trung lại, các lập luận cơ bản và nền tảng để diễn giải cho mối quan hệ giữa sở hữu của các cổ đông tổ chức (cũng giống như các đối tượng cổ đông khác) và thanh khoản cổ phiếu chủ yếu dựa trên vấn đề thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư (Ajina et al. 2015). Cách giải thích này chủ yếu dựa trên việc thị trường chứng khoán hoạt động có hiệu quả và có thanh khoản hay không phụ thuộc rất lớn vào chất lượng, độ tin cậy, và tính minh bạch của thông tin phát tán ra thị trường. Nếu có thông tin đầy đủ thì các giao dịch sẽ diễn ra nhiều hơn và thanh khoản cổ phiếu sẽ cao hơn do các nhà đầu tư phản ứng tức thời với từng loại thông tin. Các phản ứng của các nhà đầu tư dẫn đến giao dịch mua bán cổ phiếu và tạo thanh khoản.

Nếu thông tin bất cân xứng càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng giảm. Cụ thể hơn, vai trò của các nhà đầu tư tổ chức đối với thanh khoản cổ phiếu có thể giải thích thông qua tác động của giao dịch dựa trên thông tin của các nhà đầu tư (informed traders) đến thanh khoản cổ phiếu (Grullon & Wang 2001; Agarwal 2007). Trong khi đó, giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức thông thường được gắn với thông tin (informed trading) (Ajina et al. 2015). Hơn nữa, Grullon & Wang (2001) cho rằng các nhà đầu tư tổ chức có lợi thế trong việc tiếp cận và xử lý thông tin. Do vậy, câu hỏi xoay xung quanh mối quan hệ này là sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức có tương quan như thế nào với các giao dịch mang đầy đủ thông tin (informed trading).

Có thể nói, các nhà đầu tư tổ chức lớn luôn được cho là có lợi thế tốt hơn trong việc tiếp cận và xử lý thông tin so với các nhà đầu tư khác. Các nhà đầu tư tổ chức luôn có chiến lược tốt và đầu tư cao cho việc thu thập và xử lý thông tin từ phía các doanh nghiệp và thị trường. Hơn nữa, trong thực tế có nhiều thông tin từ phía các doanh nghiệp mà chỉ có nhà đầu tư tổ chức mới tiếp cận và có được. Một tác giả cho

rằng thanh khoản cổ phiếu thấp có thể do nguyên nhân thông tin bất cân xứng cao (Bhide 1993; Holmström & Tirole 1993). Cụ thể, các nghiên cứu này đưa ra bằng chứng cho thấy nếu công ty có sở hữu tập trung càng cao thì thanh khoản càng kém.

Ngoài ra, quan hệ giữa sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức còn được lý giải thông qua việc các nhà đầu tư tổ chức thường giám sát tốt hơn các cổ đông khác. Cụ thể, các nhà đầu tư tổ chức thường coi việc giám sát là quan trọng trong việc tạo ra lợi nhuận của công ty và cho danh mục cổ phiếu của họ. Việc giám sát của các cổ đông tổ chức tốt làm giảm thiểu thông tin bất cân xứng dẫn đến thanh khoản cổ phiếu cao hơn. Hơn nữa, một khi thông tin bất cân xứng không tồn tại thì các cổ đông nội bộ không có lợi thế trong giao dịch nên thanh khoản cổ phiếu cũng cao hơn. Luận điểm này được ủng hộ bởi nghiên cứu của Jiang & Kim (2005) trên thị trường chứng khoán Mỹ.

Mặt khác, các công ty có sở hữu tổ chức cao thường đi liền với hệ thống quản trị công ty (corporate governance) tốt. Rất nhiều nghiên cứu nhấn mạnh tác động của sở hữu tổ chức lên thanh khoản cổ phiếu thông qua kênh quản trị công ty tốt (Rubin 2007). Ví dụ, Chung et al. (2010) cung cấp bằng chứng thực tế cho rằng các công ty có quản trị công ty tốt thì thanh khoản của cổ phiếu công ty đó cao hơn. Do vậy, thanh khoản cổ phiếu của các công ty có sở hữu tổ chức thường là cao.

Tuy nhiên, có thể thấy trong thực tiễn nhiều nhà đầu tư tổ chức mua bán cổ phiếu thì ảnh hưởng đến thanh khoản cổ phiếu mặc dù không có lý thuyết nào để diễn giải. Ví dụ, một thực tế là trên thị trường tồn tại một số nhà đầu tư tổ chức chỉ đầu tư theo chiến lược đầu tư chỉ số (passive indexing strategy) và các nhà đầu tư tổ chức lớn này đầu tư một cách bị động theo chỉ số chứng khoán. Họ dành nguồn lực phân tích chỉ số và họ không dành thời gian cho xử lý thông tin trực tiếp liên quan đến doanh nghiệp. Do vậy, mặc dù giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức này có thể ảnh hưởng lớn đến thị trường nhưng họ không quan tâm đến thông tin của doanh nghiệp mà họ mua bán cổ phiếu.

Các lý thuyết nền tảng biện giải cho quan hệ giữa sở hữu tổ chức và thanh khoản cổ phiếu cũng được ủng hộ bởi nhiều nghiên cứu thực nghiệm sử dụng dữ liệu và bối cảnh của các nước phát triển. Ví dụ, nghiên cứu của Jiang et al. (2011) trên thị trường Mỹ cho thấy sở hữu tổ chức càng cao thì thanh khoản càng cao. Nghiên cứu này thậm chí nêu hàm ý cho các công ty có thể giảm thiểu thông tin bất cân xứng và cải thiện thanh khoản cổ phiếu bằng cách tìm kiếm và tạo điều kiện để các tổ chức sở hữu nhiều cổ phiếu hơn. Nhiều nghiên cứu lại cho kết quả ngược lại khi đưa ra bằng chứng cho thấy giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức làm giảm thanh khoản cổ phiếu (Garleanu &

Pedersen 2007; Brunnermeier & Pedersen 2009; Huang & Wang 2009; Poon et al. 2013).

Một số nghiên cứu thậm chí cung cấp bằng chứng trái ngược nhau về sự tác động giữa các nhà đầu tư tổ chức và thanh khoản của thị trường chứng khoán. Ví dụ, nghiên cứu của Dennis & Strickland (2002) cho rằng, các nhà đầu tư tổ chức là các ngân hàng dường như là những nhà đầu tư tạo thanh khoản (contrarian investors) trong khi các quỹ đầu tư chứng khoán (mutual fund and investment advisors) thường chỉ đầu tư vào các cổ phiếu có tính thanh khoản cao (feedback trading) trong những ngày tồn tại lợi nhuận bất thường lớn. Một nghiên cứu khác của Gammill & Marsh (1988) cho rằng các quỹ hưu trí, các công ty mua lại cổ phiếu của chính mình là những nhà đầu tư tạo thanh khoản lớn nhất trong khủng hoảng (ngày 20 tháng 10 năm 1987, một ngày sau Black Monday).

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Chúng tôi sử dụng dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ 2007 đến 2012. Các số liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty được công bố. Một số thông tin không thu thập được trực tiếp chúng tôi thu thập một cách gián tiếp thông qua websites của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh hoặc trang web của các công ty cung cấp thông tin tài chính khác như Vietstock. Trước khi phân tích, đánh giá chúng tôi xử lý dữ liệu bằng cách sàng lọc và loại bỏ bớt các công ty chứng khoán, tài chính, bảo hiểm và các ngân hàng do những đặc tính khác của các công ty này. Hơn nữa, dữ liệu cũng được sàng lọc để không bao gồm các công ty sáp nhập.

3.2 Mô hình nghiên cứu

Để xem xét vai trò của các nhà đầu tư tổ chức đối với thanh khoản cổ phiếu của thị trường, chúng tôi xem xét mối quan hệ giữa sở hữu của các cổ đông tổ chức trong công ty niêm yết và thanh khoản của cổ phiếu các công ty này. Cụ thể, để tìm hiểu mối quan hệ giữa sở hữu tổ chức và thanh khoản cổ phiếu, nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy trong đó thanh khoản của cổ phiếu là một hàm số của sở hữu tổ chức và các biến kiểm soát khác. Cụ thể, tương tự như nghiên cứu của Jiang et al. (2011), mô hình nghiên cứu của chúng tôi được sử dụng như sau:

$$LIQ_{it} = \alpha + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 VOL_{it} + \varepsilon_{it}$$

trong đó:

- LIQ_{it} là chỉ số thanh khoản của cổ phiếu của công ty i trong năm t . Chỉ số thanh khoản này được tính bằng số lượng cổ phiếu giao dịch trung bình trong năm t chia cho số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Phương thức tính chỉ số thanh khoản này được gọi là thanh khoản tính theo nghiên cứu của Datar et al. (1998). Chỉ số thanh khoản này cũng đã được sử dụng phổ biến trong nhiều nghiên cứu về thanh khoản và được tính theo công thức:

$$LIQ_{it} = \frac{TradeVolume_{it}}{Outstanding_{it}}$$

trong đó: LIQ_{it} : là biến phụ thuộc, là tỷ số vòng quay của cổ phiếu công ty i trong thời gian năm t , đại diện cho tính thanh khoản cổ phiếu như công thức tính trên; $TradeVolume_{it}$ là số cổ phiếu công ty i giao dịch trong thời gian t ; $Outstanding_{it}$ là số cổ phiếu công ty i đang lưu hành trong thời gian năm t .

- $INST_{it}$ là tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức của công ty i được tính bằng tỷ lệ cổ phần sở hữu bởi cổ đông tổ chức ở công ty i tại thời điểm cuối năm tài chính t .

- $SIZE_{it}$ là chỉ số đại diện cho quy mô của công ty i tại thời điểm t , được tính là log của tổng tài sản. Biến này được lựa chọn dựa trên nghiên cứu của Rubin (2007). Các công ty có quy mô lớn thường được kỳ vọng là có thanh khoản cao.

- $PRICE_{it}$ là logarithm tự nhiên của giá cổ phiếu tính trung bình trong năm t . Biến này cũng được lựa chọn dựa trên nghiên cứu của Rubin (2007). Biến này cũng là biến thể hiện giá trị của công ty. Trong nghiên cứu này, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng thấp.

- MTB_{it} là giá cổ phiếu trên giá trị sổ sách của công ty tại thời điểm cuối năm tài chính. Giá trị này cũng được sử dụng tương tự như nghiên cứu của Rubin (2007). Trong các nghiên cứu trước, MTB có thể đại diện cho nhiều tính chất đặc trưng của công ty nhưng theo nghiên cứu của Rubin (2007) thì MTB là chỉ số đại diện cho tính chất rủi ro của công ty.

- VOL_{it} là biến đo lường biến động lợi nhuận cổ phiếu, được tính bằng độ lệch chuẩn của lợi nhuận cổ phiếu công ty i tính theo ngày trong năm t . Chúng tôi kỳ vọng biến động lợi nhuận và thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ đồng biến.

- ε_{it} là phần dư không quan sát của công ty i ở thời điểm t .

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 1 mô tả đặc tính thống kê của các biến trong nghiên cứu.

Bảng 1 Thống kê mô tả các biến

	LIQ	INST	SIZE	PRICE	MTB	VOL
Mean	0,8586	0,4802	13,6982	9,850202	1,4022	3,6006
Median	0,4783	0,5100	13,5721	9,836279	1,0080	2,5157
Maximum	7,3979	0,9675	17,6254	12,59134	9,4350	28,1594
Minimum	0,0006	0,0000	11,3920	7,549609	0,1484	0,2108
Obs	1030	1030	1030	1030	1030	1030

Nguồn: Tính toán của các tác giả

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 2. Hệ số tương quan giữa biến sở hữu tổ chức và biến thanh khoản là âm cho thấy có thể tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa hai chỉ số này.

Kết quả cho thấy cặp biến PRICE và MTB có hệ số tương quan lớn hơn 0,8, chúng tôi sẽ không đồng thời đưa cả hai biến này vào mô hình ước lượng. Ngoài ra, kết quả ở bảng này thể hiện ngoại trừ cặp biến PRICE và MTB, các hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu còn lại không có cặp biến nào lớn hơn 0,8. Do vậy, khi sử dụng mô hình hồi quy OLS sẽ ít có khả năng gặp hiện tượng tương quan giữa các biến (multicollinearity) nếu không đưa cả hai biến PRICE và MTB đồng thời vào mô hình ước lượng.

Bảng 2 Ma trận tương quan giữa các biến

	LIQ	INST	SIZE	PRICE	MTB	VOL
LIQ	1					
INST	-0,2503	1				
SIZE	-0,0709	0,1715	1			
PRICE	-0,0228	0,132	0,1312	1		
MTB	-0,0389	0,1136	0,1157	0,8519	1	
VOL	0,1396	0,0628	0,1170	0,4619	0,4050	1

Nguồn: Tính toán của các tác giả

Bảng 3 biểu diễn kết quả hồi quy theo phương pháp ước lượng OLS và fixed effects với biến phụ thuộc là LIQ.

Quan trọng nhất, kết quả từ bảng này cho thấy hệ số tỷ lệ sở hữu tổ chức là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong mô hình thể hiện mối quan hệ giữa sở hữu tổ chức và thanh khoản cổ phiếu. Như vậy, kết quả này cho thấy sở hữu tổ chức có quan hệ nghịch biến với thanh khoản cổ phiếu. Mối quan hệ này có thể được giải thích theo hai hướng như sau. Hướng giải thích thứ nhất, có thể các nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam là các nhà đầu tư dài hạn, một khi các nhà đầu tư này mua cổ phiếu và họ nắm giữ cổ phiếu lâu dài nên thanh khoản cổ phiếu giảm. Hướng giải thích thứ hai, các nhà đầu tư tổ chức thường nắm giữ lượng lớn cổ phiếu nên khi họ mua cổ phiếu của công ty, số lượng cổ phiếu còn lại sẽ ít nên lượng giao dịch cổ phiếu sẽ ít đi nên thanh khoản cổ phiếu giảm. Quan trọng hơn, kết quả này giống với kết quả nghiên cứu của Rhee & Wang (2009) cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa sở hữu của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và thanh khoản cổ phiếu của công ty.

Bảng 3 Kết quả hồi qui với biến phụ thuộc là LIQ

	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.	Hệ số	Prob.
	Least Squares		Fixed Effects		Least Squares		Fixed Effects	
C	1,9112***	0,0003	-7.2602*	0.0887	1,7638***	0,0000	-0.2884	0.9595
INST	-1,0147***	0,0000	-2.2389***	0.0000	-0,9941***	0,0000	-1.9256***	0.0006
SIZE	-0,0437	0,1329	0.3929	0.1694	-0,0397	0,1709	0.1335	0.7546
PRICE	-0,0150	0,7065	0.3740**	0.0304				
MTB					-0,0682***	0,0096	0.0318	0.7888
VOL	0,0503***	0,0000	0.0355*	0.0790	0,0588***	0,0000	0.0551	0.1073
R-squared	0,0891		0.5448		0,0949		0.5133	
Adjusted R-squared	0,0855		0.3893		0,0913		0.3470	
F-statistic	25,0504		3.5035		26,8590		3.0870	
Prob(F-statistic)	0,0000		0.0000		0,0000		0.0000	

Ghi chú: 1) biến phụ thuộc là LIQ 2) *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% 3)

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho chúng ta thấy một số quan hệ khác giữa quy mô công ty, giá trị cổ phiếu, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và biến động lợi nhuận cổ phiếu với thanh khoản cổ phiếu của công ty. Ví dụ, kết quả cho thấy không có bằng chứng cho thấy quy mô công ty có mối quan hệ với thanh khoản cổ phiếu. Điều này hàm ý mặc dù các công ty lớn có khối lượng cổ phiếu giao dịch hàng ngày là nhiều so với các công ty nhỏ nhưng nếu tính trên mỗi tương quan với khối lượng cổ phiếu đang lưu hành thì không nhiều. Một kết quả thú vị nữa là biến động lợi nhuận

cổ phiếu càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng cao.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét vai trò của cổ đông tổ chức đối với thị trường chứng khoán ở một nước mới nổi. Cụ thể, chúng tôi xem xét vai trò của cổ đông tổ chức thể hiện ở khía cạnh thanh khoản cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, kết quả sơ bộ cho thấy rằng các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà tổ chức càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng thấp. Kết quả này cho thấy các nhà đầu tư tổ chức dường như ít giao dịch cổ phiếu ngắn hạn mà nắm giữ cổ phiếu dài hạn nên thanh khoản cổ phiếu thường không cao.

Kết quả cho thấy trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các nhà đầu tư tổ chức không phải là những nhà đầu tư tạo thanh khoản cho thị trường. Kết quả này có thể là do khi các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ cổ phiếu thì giao dịch của các cổ phiếu này là thấp trên mỗi tương quan với số lượng các cổ phiếu đang lưu hành. Tuy vậy, kết quả này cũng có thể đưa ra gợi ý là các nhà đầu tư tổ chức cũng có thể có vai trò quan trọng đối với các công ty niêm yết ở khía cạnh một khi họ đầu tư, họ dường như đầu tư dài hạn. Do vậy, cần nghiên cứu và xem xét đóng góp của các nhà đầu tư tổ chức cho công ty niêm yết thông qua việc quản lý và giám sát tốt hơn. Ngoài ra, các nhà đầu tư tổ chức cũng góp phần nâng cao năng lực quản trị và giảm thiểu rủi ro của công ty niêm yết.

Nghiên cứu này có một số hàm ý nhất định đối với nhiều thành phần tham gia thị trường chứng khoán. Thứ nhất, các nhà đầu tư cá nhân có thể tham khảo chiến lược đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức và điều chỉnh phù hợp với hoàn cảnh của mình để có chiến lược đầu tư phù hợp. Cụ thể, các nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam dường như không phải là các nhà đầu tư ngắn hạn. Thứ hai, từ kết quả các nhà đầu tư tổ chức không tạo thanh khoản thị trường, cần nghiên cứu rõ hơn khía cạnh tác động đến kết quả hoạt động doanh của doanh nghiệp để gợi ý các nhà quản lý thị trường và các nhà thiết lập chính sách bổ sung và hoàn thiện khung pháp lý để thu hút các nhà đầu tư tổ chức đầu tư vào các công ty trên thị trường. Mặt khác, các nhà quản lý cũng cần đồng thời có chính sách bảo vệ tốt hơn các nhà đầu tư cá nhân nhằm giảm thiểu bất cân xứng thông tin giữa các nhà đầu tư này.

Tài liệu tham khảo

1. Agarwal, P. 2007, 'Institutional ownership and stock liquidity', *Available at SSRN 1029395*.
2. Ajina, A., Lakhal, F. & Sougné, D. 2015, 'Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in france', *International Journal of Managerial Finance*, vol. 11, no. 1, pp. 44-59.
3. Amihud, Y. & Mendelson, H. 1986, 'Asset pricing and the bid-ask spread', *Journal of financial Economics*, vol. 17, no. 2, pp. 223-249.
4. Batten, J.A. & Vo, X.V. 2014, 'Liquidity and return relationships in an emerging market', *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 50, no. 1, pp. 5-21.
5. Bhide, A. 1993, 'The hidden costs of stock market liquidity', *Journal of financial economics*, vol. 34, no. 1, pp. 31-51.
6. Brunnermeier, M.K. & Pedersen, L.H. 2009, 'Market liquidity and funding liquidity', *Review of Financial studies*, vol. 22, no. 6, pp. 2201-2238.
7. Chung, K.H., Elder, J. & Kim, J.-C. 2010, 'Corporate governance and liquidity'.
8. Datar, V.T., Naik, N.Y. & Radcliffe, R. 1998, 'Liquidity and stock returns: An alternative test', *Journal of Financial Markets*, vol. 1, no. 2, pp. 203 - 219.
9. Dennis, P.J. & Strickland, D. 2002, 'Who blinks in volatile markets, individuals or institutions?', *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 5, pp. 1923-1949.
10. Gammill, J.F. & Marsh, T.A. 1988, 'Trading activity and price behavior in the stock and stock index futures markets in october 1987', *The Journal of Economic Perspectives*, pp. 25-44.
11. Garleanu, N.B. & Pedersen, L.H. 2007, *Liquidity and risk management*, National Bureau of Economic Research.
12. Grullon, G. & Wang, F.A. 2001, 'Closed-end fund discounts with informed ownership differential', *Journal of Financial Intermediation*, vol. 10, no. 2, pp. 171-205.
13. Holmström, B. & Tirole, J. 1993, 'Market liquidity and performance monitoring', *Journal of Political Economy*, vol. 101, no. 4, pp. 678-709.
14. Huang, J. & Wang, J. 2009, 'Liquidity and market crashes', *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 7, pp. 2607-2643.
15. Jiang, C.X. & Kim, J.-C. 2005, 'Trading costs of non-u.S. Stocks on the new york stock exchange: The effect of institutional ownership, analyst following, and market regulation', *Journal of Financial Research*, vol. 28, no. 3, pp. 439-459.
16. Jiang, C.X., Kim, J.-C. & Zhou, D. 2011, 'Liquidity, analysts, and institutional ownership', *International Review of Financial Analysis*, vol. 20, no. 5, pp. 335-344.
17. Poon, S.-H., Rockinger, M. & Stathopoulos, K. 2013, 'Market liquidity and institutional trading during the 2007–8 financial crisis', *International Review of Financial Analysis*, vol. 30, pp. 86-97.

18. Rhee, S.G. & Wang, J. 2009, 'Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from indonesia', *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, no. 7, pp. 1312-1324.
19. Rubin, A. 2007, 'Ownership level, ownership concentration and liquidity', *Journal of financial Markets*, vol. 10, no. 3, pp. 219-248.
20. Vo, X.V. 2016, 'Foreign ownership and stock market liquidity-evidence from vietnam', *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, vol. 6, no. 1, pp. 1-11.