



Original Article

# The Impact of Market Liquidity on Stock Returns: Empirical Evidence from the Vietnamese Stock Market

Luong Tram Anh\*, Nguyen Thi Hoai, Nguyen Thi Trang,  
Dau Thao Vy, Le Ha Vi, Le Thi Phuong Uyen

*VNU University of Economics and Business, No. 144 Xuan Thuy Road, Cau Giay District, Hanoi, Vietnam*

Received: April 1, 2022

Revised: July 19, 2022; Accepted: October 25, 2022

**Abstract:** The stock market plays an increasingly important role in restructuring the economy in Vietnam. Among many evaluation criteria, market liquidity is one of the essential factors showing the development of the stock market. This study aims to understand the influence of market liquidity on the performance of the Vietnamese stock market from 2011 to 2020. The research results show that market liquidity positively affects the Vietnamese market's excess return, and this result is unchanged with control variables. This finding contrasts with the liquidity risk premium theory, but it contributes to the debate over the role of investor sentiment in the markets.

*Keywords:* Market liquidity, stock return, the Vietnamese stock market.

\* Corresponding author.

E-mail address: [tramanh@vnu.edu.vn](mailto:tramanh@vnu.edu.vn)

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4789>

# Ảnh hưởng của thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi thị trường: Thực nghiệm tại Việt Nam

Lương Trâm Anh\*, Nguyễn Thị Hoài, Nguyễn Thị Trang,  
Đậu Thảo Vy, Lê Hạ Vi, Lê Thị Phương Uyên

*Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 01 tháng 4 năm 2022

Chỉnh sửa ngày 19 tháng 7 năm 2022; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2022

**Tóm tắt:** Thị trường chứng khoán đóng vai trò ngày càng quan trọng trong tái cấu trúc nền kinh tế tại Việt Nam. Trong rất nhiều chỉ tiêu đánh giá, tính thanh khoản được coi là một trong các yếu tố chính thể hiện sự phát triển thị trường chứng khoán. Do đó, nghiên cứu này tìm hiểu ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011-2020. Kết quả nghiên cứu cho thấy tính thanh khoản có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất sinh lợi vượt trội của thị trường. Kết quả không đổi khi thêm các biến kiểm soát. Phát hiện này đi ngược lại với lý thuyết phân bổ rủi ro thanh khoản, tuy nhiên đây là một đóng góp cho các tranh luận về vai trò của tâm lý nhà đầu tư trên thị trường.

*Từ khóa:* Thanh khoản thị trường, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 1. Giới thiệu

Hệ thống tài chính tại Việt Nam, đặc biệt thị trường chứng khoán, đóng vai trò là kênh dẫn vốn và đầu tư hiệu quả, thúc đẩy tái cấu trúc và phát triển các hoạt động sản xuất, kinh doanh. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ chặt chẽ giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán với sự phát triển của kinh tế. Ví dụ, Korajczyk (1996), Levine và Zervos (1998) cùng chỉ ra sự tốc độ tăng trưởng của thị trường chứng khoán tỷ lệ thuận với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Do đó, sự phát triển của thị trường chứng khoán là mối quan tâm đặc biệt của nhiều quốc gia trên thế giới.

Tính thanh khoản được coi là một trong các yếu tố quan trọng thể hiện sự phát triển thị trường chứng khoán. Thanh khoản là khả năng mà một tài sản bất kỳ có thể được mua hoặc bán trên thị

trường tại mức giá gần với giá trị chuẩn được ước tính dựa trên những đánh giá kết hợp của các nhà phân tích về tài sản đó (Foucault và cộng sự, 2013). Tính thanh khoản của thị trường chứng khoán cho thấy mức độ dễ dàng trong mua bán trao đổi các tài sản trên thị trường. Tính thanh khoản càng cao thì thị trường ngày càng trở nên năng động. Có nhiều quan điểm không đồng nhất về ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Nghiên cứu thị trường chứng khoán Việt Nam, Nguyễn Anh Phong (2019) chỉ ra tính thanh khoản không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi và rủi ro của các cổ phiếu niêm yết. Tuy nhiên, cũng nghiên cứu thị trường Việt Nam, Batten và Vo (2014) cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tính thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu. Kết quả này cũng không thay đổi khi thêm các nhân tố kiểm soát theo mô hình ba nhân tố của Fama-French. Mặc dù có kết quả khác

\* Tác giả liên hệ.

Địa chỉ email: [tramanh@vnu.edu.vn](mailto:tramanh@vnu.edu.vn)

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4789>

nhau, nhìn chung các nghiên cứu này đều đứng trên góc độ vĩ mô, sử dụng dữ liệu mảng với mẫu quan sát là từng công ty, do đó kết quả nghiên cứu là ảnh hưởng của tính thanh khoản từng cổ phiếu đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu từng công ty. Xét trên góc nhìn vĩ mô, một số nghiên cứu đã chỉ ra tính thanh khoản thị trường có ảnh hưởng đến lợi nhuận toàn thị trường do kỳ vọng của nhà đầu tư về tỷ suất sinh lợi cổ phiếu thay đổi. Cụ thể, Kyle (1985), de Long và cộng sự (1990) cùng quan sát các giao dịch nhiều trên thị trường, từ đó chỉ ra tính thanh khoản là một biểu hiện của tâm lý thị trường. Theo các tác giả, tính thanh khoản tăng là một dấu hiệu của tâm lý thị trường tốt; đồng thời, do tâm lý tốt nên nhà đầu tư kỳ vọng cổ phiếu sẽ có tỷ suất sinh lợi cao. Đồng tình với quan điểm trên, các nghiên cứu thực nghiệm cũng chỉ ra tính thanh khoản của thị trường cổ phiếu tăng trong các thời kỳ tâm lý thị trường tăng (Liu, 2015), dẫn đến ảnh hưởng tới tỷ suất sinh lợi cổ phiếu do kỳ vọng của nhà đầu tư và thị trường tăng. Ngoài ra, tính thanh khoản cũng có thể tăng lên do sự gia tăng của các nhà đầu tư phi lý trí trên thị trường (Baker và Stein, 2004). Tuy nhiên, các nghiên cứu tiếp cận theo hướng vĩ mô về ảnh hưởng của tính thanh khoản đến lợi nhuận thị trường chủ yếu tại các thị trường phát triển. Có rất ít nghiên cứu về ảnh hưởng nói chung của thanh khoản đến diễn biến toàn thị trường tại Việt Nam. Do đó, nhóm tác giả đã lựa chọn nghiên cứu về ảnh hưởng của tính thanh khoản đến lợi nhuận toàn thị trường Việt Nam.

Bài viết này có mục đích xem xét, đánh giá tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011-2020 và ảnh hưởng có nó đến sự thay đổi chỉ số giá trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu đóng góp vào hệ thống các nghiên cứu về tính thanh khoản của cổ phiếu và các nghiên cứu về tâm lý trên thị trường chứng khoán. Đồng thời, nghiên cứu đưa ra các hàm ý về khả năng sinh lợi của một thị trường chứng khoán năng động cho các nhà đầu tư và nhà quản lý thị trường tại Việt Nam.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

*Về ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu dưới góc độ vĩ mô:* Tiếp sau nghiên cứu của Amihud và Mendelson (1986), nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước đã chứng minh ảnh hưởng rất lớn từ khả năng thanh khoản của cổ phiếu đến tỷ suất sinh lợi của nó. Mặc dù đưa ra kết quả khác nhau, nhìn chung các nghiên cứu này đều cho thấy tỷ suất sinh lợi có tương quan nghịch với tính thanh khoản. Ví dụ, trong nghiên cứu của Datar và cộng sự (1998), thông qua sử dụng dữ liệu hàng tháng cho tất cả các cổ phiếu của các công ty phi tài chính trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York từ tháng 7/1962 đến tháng 12/1991, nhóm tác giả đã chứng minh sự hiện diện của phần bù rủi ro thanh khoản, nghĩa là tỷ suất sinh lợi cổ phiếu có tương quan âm với tính thanh khoản của cổ phiếu đó. Kết quả này cũng được xác nhận khi nghiên cứu về thị trường Trung Quốc (Wang và di Iorio, 2007) và Nhật Bản (Chang và cộng sự, 2010). Ngoài ra, Chang và cộng sự (2010) khẳng định thêm kết quả này chỉ đúng trong khoảng thời gian phát triển của nền kinh tế, trong khi ở giai đoạn ngược lại thì mối quan hệ này là không rõ ràng. Tuy nhiên, kết quả trên không còn đúng đối với thị trường Việt Nam theo nghiên cứu của Võ Xuân Vinh và Nguyễn Minh Nguyệt (2017). Nghiên cứu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2006-2015, các tác giả chỉ ra mối quan hệ đồng biến giữa thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, được lý giải bởi lý do các nhà đầu tư Việt Nam không coi tính thanh khoản là một nhân tố rủi ro để yêu cầu bù đắp cho rủi ro thanh khoản.

*Về ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu dưới góc độ vĩ mô:* Chiang và Zheng (2015) đã kiểm định mối quan hệ giữa lợi nhuận vượt trội và rủi ro kém thanh khoản ở các nước G7, từ đó cho thấy lợi nhuận vượt trội có tương quan thuận với tính thanh khoản ở cấp độ thị trường. Mối quan hệ này càng trở nên rõ ràng hơn đối với cổ phiếu lớn, cổ phiếu tăng trưởng, cổ phiếu có tính thanh khoản cao hơn và

cổ phiếu rủi ro đặc trưng thấp hơn. Tuy nhiên, lợi nhuận vượt trội tương quan nghịch với tính kém thanh khoản cấp độ công ty. Ảnh hưởng này mạnh hơn đối với các cổ phiếu nhỏ, cổ phiếu giá trị, cổ phiếu kém thanh khoản hơn và cổ phiếu có rủi ro đặc trưng cao hơn.

Acharya và Pedersen (2005) đã cố gắng tích hợp tính thanh khoản vào mô hình định giá tài sản vốn CAPM để đánh giá ảnh hưởng của rủi ro thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Nhóm tác giả đề xuất một mô hình định giá tài sản vốn được điều chỉnh bởi tính thanh khoản, trong đó tỷ suất lợi nhuận của từng cổ phiếu phụ thuộc vào tính thanh khoản của chính cổ phiếu đó và hiệp phương sai giữa lợi nhuận và thanh khoản của cổ phiếu đó với lợi nhuận và thanh khoản của toàn thị trường.

Baker và Stein (2004) cũng xem xét ảnh hưởng của tính thanh khoản thị trường đến lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai, nhưng quan sát và luận giải dưới góc độ tài chính hành vi. Ý tưởng trong nghiên cứu này là việc xem xét tính thanh khoản thị trường như là một chỉ số cho tâm lý thị trường. Một thị trường có tính thanh khoản lớn đồng nghĩa với việc có nhiều nhà đầu tư phi lý trí tham gia thị trường. Những nhà đầu tư này thường có xu hướng quá tự tin mà đánh giá thấp các thông tin quan trọng về xu hướng đặt lệnh của các nhà đầu tư khác, dẫn đến cổ phiếu bị định giá cao ở hiện tại.

Như vậy, các nghiên cứu đã xem xét ảnh hưởng của tính thanh khoản đối với tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Tuy nhiên, chủ đề này vẫn còn một số khoảng trống nghiên cứu. Thứ nhất, một số nghiên cứu về tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ sử dụng dữ liệu trên HOSE. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng tổng hợp các dữ liệu trên cả hai sàn chứng khoán tại Việt Nam để phân tích chính xác hơn tính thanh khoản của toàn bộ thị trường chứng khoán Việt Nam. Thứ hai, ở Việt Nam, việc phân tích và nghiên cứu ảnh hưởng của tính thanh khoản đối với lợi nhuận của cổ phiếu, hay việc

dự báo lợi nhuận của cổ phiếu thông qua tính thanh khoản đã được các nhà nghiên cứu quan tâm. Tuy nhiên, các nghiên cứu này được thực hiện ở cấp độ doanh nghiệp; chưa có nghiên cứu về ảnh hưởng của tính thanh khoản đến lợi nhuận ở cấp độ thị trường.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập trên HOSE và HNX, thông qua hệ thống cơ sở dữ liệu tài chính FiinPro. Quan sát được lấy theo tần suất tháng, giai đoạn từ ngày 01/01/2011 đến ngày 31/12/2020, bao gồm 120 quan sát. Các dữ liệu được thu thập gồm có tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch, tổng số lượng cổ phiếu lưu hành trong tháng và biến động chỉ số VNIndex.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy chuỗi thời gian để xem xét ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi vượt trội của thị trường. Phương pháp này cho phép xem xét ảnh hưởng tức thời của một biến lên biến khác (Wooldridge, 2019), do đó nó sẽ giúp trả lời câu hỏi nghiên cứu ảnh hưởng tức thời của tính thanh khoản (một nhân tố đại diện tâm lý thị trường) đến tỷ suất sinh lợi của thị trường.

Sau khi thu được dữ liệu thứ cấp, thông tin tiếp tục được tổng hợp và phân loại bên cạnh việc thực hiện phương pháp phân tích theo hệ thống, so sánh dữ liệu, đánh giá để tìm ra các thông tin hữu ích, hoàn thiện cơ sở lý luận và nền tảng lý thuyết về nhận thức của tính thanh khoản ảnh hưởng tới tỷ suất sinh lợi của thị trường.

Để giải quyết mục tiêu nghiên cứu, mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 \times \text{TURN}_t + \sum_{t=2}^k \beta_t \text{Control Variable}_t + \varepsilon_t$$

Bảng 1 giải thích các biến, ký hiệu và định nghĩa trong mô hình.

Bảng 1: Giải thích các biến trong mô hình

TT	Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa
1	Tỷ suất sinh lợi vượt trội	$R_t$	Chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam và tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro được đo bằng lãi suất của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm. Trong đó, tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam được tính theo công thức: $R_t = \ln\left(\frac{VNIndex_t}{VNIndex_{t-1}}\right)$
2	Tính thanh khoản của thị trường	$TURN_t$	Thanh khoản là thuật ngữ để thể hiện mức độ linh hoạt của tài sản khi được mua, bán trên thị trường mà không làm ảnh hưởng nhiều đến giá thị trường của tài sản đó. Tính thanh khoản của thị trường được tính theo công thức: $TURN_t = \frac{\text{Tổng số lượng cổ phiếu lưu hành}_t}{\text{Tổng số lượng cổ phiếu niêm yết}_t}$
3	Tốc độ tăng trưởng GDP	$GDP_t$	$GDP_t = \frac{\text{Tổng sản phẩm quốc nội}_t}{\text{Tổng sản phẩm quốc nội}_{t-1}}$ Tốc độ tăng trưởng GDP đo lường tăng trưởng kinh tế liên quan đến tổng sản phẩm quốc nội GDP theo từng thời kỳ, được kiểm soát và điều chỉnh theo lạm phát và được biểu lộ theo nghĩa thực, trái ngược với các khái niệm danh nghĩa. Tốc độ tăng trưởng GDP được tính bằng tỷ lệ phần trăm, cho biết tốc độ thay đổi GDP của một quốc gia, thông thường từ 1 năm tới năm tiếp theo.
4	Tốc độ tăng của số lượng lao động có việc làm	$EMP_t$	$EMP_t = \frac{\text{Tổng số lượng lao động có việc làm trên 15 tuổi}_t}{\text{Tổng số lượng lao động có việc làm trên 15 tuổi}_{t-1}}$ Tốc độ tăng của số lượng lao động có việc làm đo lường tăng trưởng số lượng lao động có việc làm trên 15 tuổi theo từng thời kỳ, được tính bằng tỷ lệ phần trăm, thông thường từ 1 năm tới năm tiếp theo.
5	Tốc độ tăng chỉ số sản xuất công nghiệp	$IIP_t$	$IIP_t = \frac{\text{Chỉ số sản xuất công nghiệp}_t}{\text{Chỉ số sản xuất công nghiệp}_{t-1}}$ Chỉ tiêu đánh giá tốc độ phát triển sản xuất ngành công nghiệp hàng tháng, quý, năm; được tính dựa trên khối lượng sản phẩm sản xuất nên còn được gọi là chỉ số khối lượng sản phẩm công nghiệp.

Nguồn: Đề xuất của nhóm tác giả.

Nghiên cứu này tập trung quan tâm đến hệ số  $\beta_1$ , thể hiện ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi toàn thị trường. Giả thuyết nghiên cứu được đặt ra gồm H0: Tính thanh khoản không có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam ( $\beta_1 = 0$ ) và H1: Tính thanh khoản có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam ( $\beta_1 \neq 0$ ).

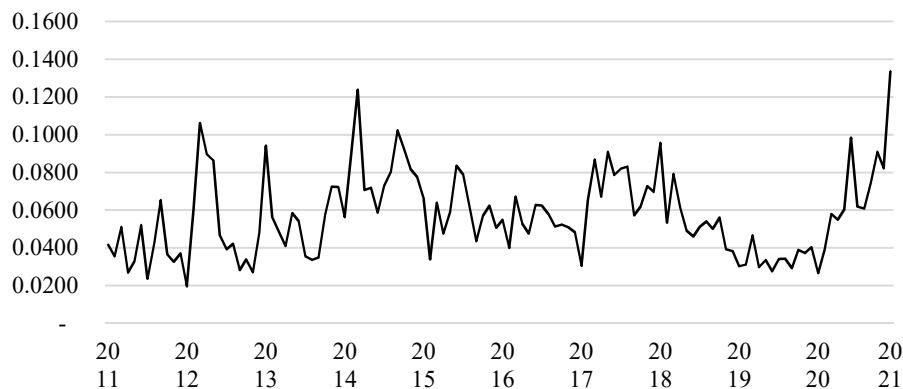
#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

##### 4.1. Tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam

Hình 1 mô tả thay đổi về tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam (được đo lường bằng tỷ số giữa tổng số lượng cổ phiếu giao dịch và tổng số lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường). Theo đó, tính thanh khoản trên thị

trường thay đổi có xu hướng theo chu kỳ cao ở đầu năm và thấp ở cuối năm. Đồng thời, tính thanh khoản có xu hướng cao hơn ở một số năm nhất định theo chu kỳ kinh tế ở Việt Nam. Điều này có thể được lý giải do các yếu tố ảnh hưởng

đến tính thanh khoản thị trường như: chính sách của Nhà nước, hoạt động của các nhà đầu tư nước ngoài, tâm lý nhà đầu tư và các thay đổi trong quy định giao dịch cổ phiếu.



Hình 1: Tính thanh khoản của cổ phiếu trên hai sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam  
 Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Năm 2012 chứng kiến sự đảo chiều mạnh mẽ trong tính thanh khoản giữa nửa đầu và nửa cuối năm. Một số thay đổi trong chính sách của Nhà nước về các quy định giao dịch dẫn đến tính thanh khoản thị trường trong 5 tháng đầu năm tăng lên nhanh chóng, gồm có: Thông tin Thủ tướng Chính phủ ký ban hành 3 văn bản thúc đẩy hoạt động và tăng cường quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam; động thái cắt giảm lãi suất nhanh và mạnh; quy định kéo dài thời gian giao dịch buổi chiều. Tuy nhiên, vào nửa cuối năm, thị trường trở nên rất khó khăn do bị ảnh hưởng bởi các thông tin về nợ xấu ngân hàng, các lãnh đạo ngân hàng lớn bị khởi tố, nhiều cổ phiếu bị hủy niêm yết như CSG, MKV và BAS... Năm 2013, mặc dù tính thanh khoản đã được phục hồi vào đầu năm nhưng chỉ trong ngắn hạn. Nguyên nhân xuất phát từ việc thiếu động lực tăng trưởng bền vững, khi các yếu tố được giới đầu tư kỳ vọng trong những tháng đầu năm đã không trở thành hiện thực. Do đó, tính thanh khoản lại giảm một lần nữa vào thời điểm gần cuối năm.

Năm 2014 và 2015, tính thanh khoản của thị trường biến động mạnh từ việc căng thẳng trên biển Đông khi Trung Quốc đặt giàn khoan trái

phép trong vùng đặc quyền kinh tế của Việt Nam. Những thông tin này đã khiến giới đầu tư lo lắng và đẩy mạnh tháo hàng trên diện rộng.

Năm 2017 chứng kiến hàng loạt con số liên tục “lập đỉnh” của thị trường chứng khoán Việt Nam. Tâm lý thị trường tốt đã thu hút thêm nhiều nhà đầu tư mới tham gia giao dịch, tính thanh khoản thị trường được cải thiện đáng kể. Sau thời kỳ tăng trưởng nóng, đến nửa sau năm 2018, thị trường chứng khoán bắt đầu lao dốc. Cùng với những ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, tính thanh khoản thị trường giảm xuống nhanh chóng và duy trì mức thấp so với trung bình trong năm 2019.

Đến năm 2020, đại dịch COVID-19 bắt đầu ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán Việt Nam từ cuối tháng 1/2020, sớm hơn thế giới tới gần một tháng. Phản ứng của các nhà đầu tư trên toàn cầu đã dẫn đến một đợt sụt giảm nhanh và mạnh chưa từng thấy trên các thị trường chứng khoán. VN-Index chỉ trong 2 tháng sau đó đã sụt giảm 33,51% xuống mức thấp nhất trong vòng 3 năm, tính thanh khoản thị trường cũng giảm trong thời gian này. Tuy nhiên, cùng với khả năng kiểm soát dịch bệnh thành công, tính thanh khoản của

thị trường chứng khoán Việt Nam đã phục hồi nhanh chóng trong 9 tháng còn lại của năm 2020.

#### 4.2. Ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi vượt trội trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Để kiểm tra ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi của toàn thị trường, nhóm tác giả sử dụng mô hình hồi quy không có biến kiểm soát và mô hình hồi quy gồm các biến kiểm soát là các nhân tố kinh tế vĩ mô. Trước khi thực hiện phương pháp hồi quy, thống kê mô tả được đưa ra để nhận biết đặc điểm các biến. Đồng thời, kiểm định tính dừng và đa cộng tuyến đối với các biến trong mô hình cũng được thực hiện để đảm bảo tính chính xác và có thể suy diễn từ kết quả.

Các số liệu thống kê mô tả được trình bày ở Bảng 2. Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) được sử dụng để kiểm tra tính dừng của các biến trong nghiên cứu: Tỷ suất sinh lợi (R), tính thanh khoản (TURN), tốc độ tăng trưởng GDP (GDP), tốc độ tăng của số lượng lao động có việc làm (EMP) và tốc độ tăng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP). Giá trị trung bình của tỷ suất sinh lợi là 0,69%/tháng và tỷ suất sinh lợi vượt trội là 0,09%/tháng (Bảng 2), nghĩa là giá của chỉ số VNIndex tăng trong khoảng thời gian nghiên cứu. Tỷ suất sinh lợi vượt trội khá biến động, dao động từ -28,86%/tháng đến 14,64%/tháng. Về kiểm định tính dừng, tất cả các biến được sử dụng trong mô hình đều là chuỗi dừng.

Bảng 2: Thống kê mô tả và kiểm định tính dừng

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Kiểm định Dickey-Fuller
R	120	0,0009	0,0613	-0,2886	0,1464	-10,613***
TURN	120	0,0573	0,0218	0,0197	0,1335	-4,697***
GDP	120	0,0101	0,0122	0,1935	0,1024	-6,611***
EMP	120	0,0007	0,0038	0,0152	0,0097	-4,988***
IIP	120	0,0135	0,0924	0,2577	0,3280	-15,907***

Ghi chú: \*\*\*Kiểm định có ý nghĩa thống kê ở mức 0,001 ( $p < 0,001$ ).

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 3: Kiểm định đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
TURN	1,06	0,945498
GDP	1,08	0,928571
EMP	1,08	0,927873
IIP	1,06	0,944782
Giá trị trung bình của VIF	1,07	

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Hệ số phóng đại phương sai VIF được sử dụng để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Bảng 3 cho thấy hệ số VIF của các biến độc lập đều nhỏ hơn 2, nghĩa

là không có hiện tượng đa cộng tuyến đối với các biến được sử dụng trong mô hình.

Tiếp theo, kiểm định Durbin-Watson và kiểm định Breusch-Godfrey được sử dụng để kiểm tra hiện tượng tự tương quan bậc 1. Giá trị thống kê của kiểm định Durbin-Watson và kiểm định Breusch-Godfrey lần lượt là 0,656 và 0,686, nhỏ hơn giá trị tới hạn với mức ý nghĩa 5%. Như vậy, không có hiện tượng tự tương quan trong mô hình.

Do các biến đã đảm bảo tính dừng, không có hiện tượng đa cộng tuyến và tự tương quan xảy ra, nhóm tác giả tiến hành hồi quy tỷ suất sinh lợi vượt trội của thị trường theo tính thanh khoản thị trường. Kết quả hồi quy cho thấy trong cả hai

trường hợp, tính thanh khoản của thị trường càng lớn thì tỷ suất sinh lợi của toàn thị trường càng cao (Bảng 4). Cụ thể, trong trường hợp không có biến kiểm soát, mỗi đơn vị tăng của tính thanh khoản dẫn đến tỷ suất sinh lợi tăng 0,231. Ngoài ra, nếu có sử dụng các biến kiểm soát là GDP, EMP và IIP, thì mỗi đơn vị tăng của tính thanh khoản dẫn đến tỷ suất lợi vốn tăng 0,2559 trong điều kiện các yếu tố khác không đổi.

Bảng 4: Kết quả hồi quy

	Không có biến kiểm soát	Có biến kiểm soát
TURN	0,5622*** [0,2523]	0,6799 *** [0,2573]
GDP		-0,0115 [0,0589]
EMP		-1,6905* [1,4972]
IIP		-0,1147 ** [0,0611]
Hệ số chặn	-0,0254* [0,0154]	-0,0351 *** [0,0156]
Số quan sát	120	120

Ghi chú: Sai số chuẩn ở trong ngoặc đơn. \* $p < 0,1$ ; \*\* $p < 0,05$ ; \*\*\* $p < 0,001$ .

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Theo lý thuyết phân bù rủi ro thanh khoản và kết quả các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, cổ phiếu có tính thanh khoản cao thường có rủi ro thanh khoản thấp, dẫn đến tỷ suất sinh lợi thấp. Tuy nhiên, xét trên góc độ toàn thị trường, điều thú vị là khi thị trường có tính thanh khoản cao, tỷ suất sinh lợi cũng tăng thêm. Nói cách khác, khi các cổ phiếu trên thị trường càng dễ dàng được giao dịch thì tỷ suất sinh lợi của thị trường càng cao. Kết quả nghiên cứu này đồng thuận với kết quả nghiên cứu của Chiang và Zheng (2015), Võ Xuân Vinh và Nguyễn Minh Nguyệt (2017).

Võ Xuân Vinh và Nguyễn Minh Nguyệt (2017) giải thích hiện tượng trên bằng đặc tính riêng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo các tác giả, ở thị trường chứng khoán Việt Nam, các nhà đầu tư có thể cho rằng thanh khoản không phải là một nhân tố rủi ro nên không yêu

cầu phải có suất sinh lợi cao để bù đắp cho rủi ro thanh khoản. Ngoài ra, ảnh hưởng tích cực của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu cũng có thể được giải thích trên quan điểm của tài chính hành vi. Theo de Long và cộng sự (1990), Baker và Stein (2004), thị trường có thanh khoản cao thường gắn với tình trạng tâm lý lạc quan của các nhà đầu tư trên thị trường, dẫn đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cũng cao hơn. Cụ thể, khi thị trường khởi sắc thì nhà đầu tư cũng hứng thú chi tiền mua bán hơn, đồng thời thúc đẩy việc định giá cao hơn cho các tài sản trên thị trường. Ngược lại, khi thị trường giảm điểm, nhà đầu tư sẽ có tâm lý hoang mang, dè dặt và cẩn trọng hơn.

Chỉ số tâm lý là công cụ để các nhà quản lý đầu tư, nhà đầu tư, nhà cung cấp các dịch vụ tài chính cũng như các nhà làm luật theo dõi sự phát triển của thị trường chứng khoán, do đó với việc sử dụng tính thanh khoản để đo lường tâm lý thị trường, kết quả nghiên cứu có một số hàm ý khuyến nghị đến các nhà làm chính sách và nhà đầu tư trên thị trường. Đối với các nhà làm chính sách, tính thanh khoản của thị trường có thể được sử dụng để làm chỉ báo về tâm lý thị trường, từ đó đưa ra những giới hạn giao dịch khi thị trường tăng trưởng quá nóng. Từ đây, các nhà làm chính sách có thể phân nào phòng tránh được hiện tượng bong bóng thị trường. Đối với các nhà đầu tư, họ không chỉ cần quan tâm đến thanh khoản của từng cổ phiếu riêng biệt, mà còn chú trọng đến tính thanh khoản của toàn thị trường khi lựa chọn thời điểm tham gia đầu tư trên thị trường Việt Nam. Ngoài ra, bên cạnh các mô hình định giá tài sản phổ biến như CAPM và mô hình 3 nhân tố Fama-French, nhà đầu tư cũng nên chú trọng đến tính thanh khoản như là một nhân tố để định giá cổ phiếu.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu này nhằm xem xét ảnh hưởng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi vượt trội toàn thị trường Việt Nam. Tính thanh khoản được đo lường bằng tỷ lệ giữa tổng khối lượng chứng khoán giao dịch và tổng khối lượng chứng khoán niêm yết. Kết quả nghiên cứu cho thấy



tính thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam thay đổi có tính chu kỳ, thường cao vào nửa đầu năm và thấp vào nửa sau của năm. Giai đoạn 2012-2015 và cuối năm 2020 chứng kiến tính thanh khoản cao nhất do những thay đổi trong chính sách và tâm lý thị trường tốt. Kết quả hồi quy cho thấy tính thanh khoản có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất sinh lợi của toàn thị trường. Điều này trái ngược với lý thuyết phân bù rủi ro, nhưng có thể được giải thích bởi một số đặc trưng của thị trường chứng khoán Việt Nam và lý thuyết tài chính hành vi. Nói cách khác, thị trường có thanh khoản cao thường gắn với tình trạng tâm lý lạc quan của các nhà đầu tư trên thị trường, dẫn đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cũng cao hơn.

Mối quan hệ đồng biến giữa thanh khoản và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu hàm ý một trong những yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường là tính thanh khoản của thị trường, do đó đẩy mạnh tính thanh khoản của thị trường là điều cần thiết. Thu hút dòng vốn cả trong và ngoài nước sẽ giúp tăng tính thanh khoản thị trường. Đầu tiên, để thu hút dòng vốn ngoại, thị trường phải minh bạch và có sức cạnh tranh. Các quy định liên quan đến nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các doanh nghiệp niêm yết cần được cải thiện để kích thích dòng vốn ngoại tham gia thị trường. Những lĩnh vực hạn chế đang nằm rải rác ở các ngành khác nhau cần có các quy định riêng về vấn đề hạn chế đối với nhà đầu tư nước ngoài khác nhau. Thứ hai, để thu hút dòng vốn trong nước, những sản phẩm như cổ phiếu và chứng chỉ quỹ không có quyền biểu quyết được cho rằng sẽ tiếp tục được cân nhắc và xem xét, có những điều chỉnh phù hợp về mặt kỹ thuật với thực tế các vùng miền trong trường hợp áp dụng. Ngoài ra, cần hình thành các kênh liên lạc khác nhau để Chính phủ có thể nắm bắt được tâm lý nhà đầu tư tại các thời điểm khác nhau, để xem xét phản ứng của họ về hoạt động điều hành chính sách tài chính của Chính phủ; tiến hành thường xuyên các cuộc điều tra, khảo sát để có thể thu thập và phản ánh kịp thời với sự thay đổi trong tâm lý của nhà đầu tư và các đối tượng khác trước những chính sách tài chính tiền tệ được thực thi.

Nghiên cứu này mở ra một số hướng cho các nghiên cứu trong tương lai. Thứ nhất, nghiên cứu chỉ mới dừng lại ở việc nghiên cứu mức độ ảnh hưởng và xác định chiều hướng của tính thanh khoản đến tỷ suất sinh lợi của thị trường. Trong thực tế các mối quan hệ sẽ phức tạp hơn. Ngoài ra còn nhiều nhân tố khác có thể đại diện cho tâm lý nhà đầu tư như số lần IPO, suất chiết khấu của chứng chỉ quỹ, nền kinh tế chung toàn cầu..., cần được xem xét khi đánh giá ảnh hưởng đến lợi nhuận thị trường. Thứ hai, nghiên cứu thu thập thông tin trong cả giai đoạn thị trường từ 2010-2021. Các nghiên cứu tiếp theo có thể phân đoạn thị trường để nghiên cứu rõ hơn và làm rõ được đặc điểm trong từng giai đoạn ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận thị trường chứng khoán.

### Tài liệu tham khảo

- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset Pricing with Liquidity Risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2004.06.007>
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market Liquidity as a Sentiment Indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3). <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2003.11.005>
- Batten, J., & Vo, X. (2014). Liquidity and Return Relationships in an Emerging Market. [http://Dx.Doi.Org/10.2753/REE1540-496X500101\\_50\(1\)\\_5-21](http://Dx.Doi.Org/10.2753/REE1540-496X500101_50(1)_5-21). <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X500101>
- Chang, Y. Y. et al. (2010). Liquidity and Stock Returns in Japan: New Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 90–115. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2009.09.001>
- Chiang, T. C., & Zheng, D. (2015). Liquidity and Stock Returns: Evidence from International Markets. *Global Finance Journal*, 27, 73–97. <https://doi.org/10.1016/J.GFJ.2015.04.005>
- Datar, V. T. et al. (1998). Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *Journal of Financial Markets*, 1(2), 203–219. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(97)00004-9)
- De Long, J. B. et al. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738. <https://doi.org/10.1086/261703>

- Foucault, T. et al. (2013). Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy. In *Market Liquidity*. Oxford University Press.  
<https://doi.org/10.1093/ACPROF:OSO/9780199936243.001.0001>
- Korajczyk, R. A. (1996). A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 267–289.  
<https://www.jstor.org/stable/3990063>
- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6).  
<https://doi.org/10.2307/1913210>
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 537–558.  
<https://www.jstor.org/stable/116848>
- Liu, S. (2015). Investor Sentiment and Stock Market Liquidity. *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 51–67. <https://doi.org/10.1080/15427560.2015.1000334>
- Nguyen, P. A. (2019). Impacts of Liquidity on Stock Returns of Companies Listed on the Vietnamese Stock Market. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 33–39.
- Vo, V. X., & Nguyen, N. M. (2017). The Correlation between Liquidity, Earnings Volatility and Stock Return – A Study from Vietnam Stock Market. *Ho Chi Minh City Open University Journal of Science*, 12(2), 3–14.  
<https://doi.org/10.46223/HCMCOUJS.ECON.VI.12.2.664.536>
- Wang, Y., & di Iorio, A. (2007). The cross-section of Expected Stock Returns in the Chinese A-Share Market. *Global Finance Journal*, 17(3), 335–349.  
<https://doi.org/10.1016/J.GFJ.2006.05.007>
- Wooldridge, J. M. (2019). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7th edition). Cengage Learning.