

ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU NHÀ NƯỚC ĐẾN SỰ ĐỒNG BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Minh Huệ

*Viện Ngân hàng Tài chính, trường Đại học Kinh tế quốc dân
Email: minhhuektqd@gmail.com*

Đặng Tùng Lâm

*Khoa Tài chính, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng
Email: dangtlam@gmail.com*

Phan Trọng Nghĩa

*Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Quy Nhơn
Email: phantrọngnghia@fbm.edu.vn*

Ngày nhận: 29/7/2016

Ngày nhận bản sửa: 22/8/2016

Ngày duyệt đăng: 25/11/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu này đánh giá mức độ ảnh hưởng của sở hữu Nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam... Sử dụng dữ liệu của toàn bộ công ty niêm yết trong khoảng thời gian từ 2007 đến năm 2014, kết quả từ nghiên cứu cho thấy sở hữu Nhà nước có ảnh hưởng thuận chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng sở hữu Nhà nước càng cao thì tính thông tin trong giá cổ phiếu càng thấp và nó làm gia tăng mức độ đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường.

Từ khóa: Sở hữu nhà nước, đồng biến động giá cổ phiếu, công ty niêm yết

The effect of state ownership on the price synchronicity of stocks listed in the Vietnam stock exchange

Abstract:

This paper investigates the effect of state ownership on the stock price synchronicity of listed firms on Vietnamese stock exchange. Using a comprehensive data set for all listed firms during the period of 2007-2014, the results show that state ownership has positive impact on the stock synchronicity. This finding is consistent with the hypothesis that when the state ownership is high, less firm-specific information is incorporated into stock prices, and this leads to higher synchronicity in stock prices.

Keywords: State ownership; stock price synchronicity; listed firms

1. Đặt vấn đề

Giá cổ phiếu chịu tác động bởi nhiều nhân tố khác nhau bao gồm các nhân tố phản ánh thông tin từ bên trong doanh nghiệp và các nhân tố phản ánh thông tin từ thị trường. Khi giá cổ phiếu phản ánh nhiều hơn từ các thông tin bên trong doanh nghiệp, nhà đầu tư có thể đưa ra quyết định mua bán cổ phiếu dựa trên phân tích kết quả hoạt động của doanh nghiệp cũng như các thông tin công bố liên quan đến doanh nghiệp. Theo đó, giá cổ phiếu của doanh

nh nghiệp có sự đồng biến động thấp do giá cổ phiếu chịu tác động của các nhân tố thị trường ít hơn các nhân tố bên trong doanh nghiệp (Roll, 1988). Ngược lại, khi giá cổ phiếu của doanh nghiệp phản ánh ít các thông tin của doanh nghiệp, phản ánh nhiều các thông tin bên ngoài từ thị trường, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp sẽ có xu thế biến động đồng bộ với nhau, hay còn gọi là sự đồng biến động giá cổ phiếu, và tạo nên xu thế đồng biến động chung của thị trường (Roll, 1988; Morck & cộng sự, 2000; Jin

& Myers, 2006).

Nghiên cứu này nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên thế giới đã có một số nghiên cứu liên quan đến sở hữu nhà nước, thể chế chính trị và tính thông tin trong giá cổ phiếu như: Chan & Hameed (2006), Hasan & cộng sự (2013), Hamdi & Cosset (2014), Lin & cộng sự (2015). Các nghiên cứu cho thấy môi trường thể chế và sở hữu nhà nước có mối liên hệ với tính thông tin của giá cổ phiếu và sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Ở Việt Nam, các nghiên cứu về sự đồng biến động giá cổ phiếu đã bắt đầu được quan tâm (Đặng Tùng Lâm, 2016; Võ Xuân Vinh & Phùng Quốc Lan, 2015). Mục tiêu nghiên cứu của bài viết này là làm rõ hơn nhân tố sở hữu nhà nước tác động đến sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu rút ra từ thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ bổ sung thêm minh chứng về mối quan hệ giữa sở hữu Nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán của các quốc gia đang phát triển. Kết quả nghiên cứu cũng đưa ra một số hàm ý trong vấn đề quản trị tài chính đối với các doanh nghiệp (đặc biệt là các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước); hàm ý đối với các nhà đầu tư trong việc phân tích và đưa ra quyết định đầu tư; và hàm ý đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán nhằm hạn chế sự đồng biến động giá cổ phiếu, tăng tính thông tin cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Khái niệm sự đồng biến động giá cổ phiếu và các nhân tố tác động

Khái niệm sự đồng biến động giá cổ phiếu được sử dụng để đo lường mức độ phản ánh thông tin vào trong giá chứng khoán (Morck, 2000). Khi giá cổ phiếu không phản ánh đúng giá trị thực của nó và việc tăng hay giảm giá phụ thuộc rất lớn vào các thông tin từ thị trường, điều này dẫn đến hiện tượng giá cổ phiếu cùng tăng hoặc cùng giảm (hiện tượng này được gọi là đồng biến động giá cổ phiếu - Stock Price Synchronicity).

Roll (1988) đã phát triển lý thuyết sử dụng R^2 như là một chỉ tiêu để đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Morck & cộng sự (2000) chỉ ra rằng R^2 cao hơn ở các quốc gia kém phát triển do

thiếu sự bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Nghiên cứu của Jin & Myers (2006) bổ sung thêm nhận định: sự đồng biến động giá cổ phiếu (R^2) cao là do sự kém minh bạch của thông tin kết hợp với việc yếu kém trong quản trị dòng tiền của doanh nghiệp và sự hạn chế trong bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư. Hơn nữa, Jin & Myers (2006) cho thấy cổ phiếu với R^2 cao có nhiều rủi ro sụp đổ giá hơn. Cụ thể, khi dòng tiền kỳ vọng thấp hơn so với sự mong đợi của các nhà đầu tư, các nhà quản lý công ty thường cố gắng che giấu các thông tin bất lợi về hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, khi các thông tin bất lợi đó tích lũy đến mức không thể che đậy được nữa và buộc phải công khai, giá cổ phiếu sẽ sụt giảm mạnh. Hutton & cộng sự (2009) phân tích thực nghiệm trên thị trường chứng khoán của Mỹ trong giai đoạn 1991-2005, kết quả nghiên cứu cho thấy sự đồng biến động giá cổ phiếu và nguy cơ phá sản của công ty có mối quan hệ cùng chiều với sự không minh bạch thông tin của thị trường. Theo nghiên cứu của Lin & cộng sự (2015), sự đồng biến động giá cổ phiếu được sử dụng như là một thước đo nhằm đo lường mức độ hiệu quả thông tin của thị trường cổ phiếu.

Một số nghiên cứu cũng cho thấy nghiên cứu đồng biến động giá cổ phiếu đóng vai trò quan trọng trong nhiều chính sách của công ty, chẳng hạn như chính sách đầu tư, chính sách chống thâm sát nhập, cơ cấu hội đồng quản trị,... (Chen & cộng sự, 2007; Fernandes & Ferreira, 2009; Ferreira & Laux, 2007; Ferreira & cộng sự, 2011).

Như vậy, kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã cho thấy, các nhân tố ở góc độ vĩ mô tác động làm tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu ở các nước đang phát triển là: môi trường thể chế yếu, sự thiếu bảo vệ cho quyền lợi của nhà đầu tư (Morck & cộng sự, 2000; Dang & cộng sự, 2015), môi trường thông tin không minh bạch (Jin & Myers, 2006; Fernandes & Ferreira, 2009; Dang & cộng sự, 2015), sự hội nhập thấp về mặt kinh tế, tài chính vào nền kinh tế thế giới (Li & cộng sự, 2004). Đối với các quốc gia đang phát triển, thông tin do công ty công bố ra công chúng thường ít tin cậy, lượng thông tin được công bố bị hạn chế, không kịp thời, và không có nhiều giá trị. Nhà đầu tư khó tiếp cận những thông tin hữu ích cho việc đầu tư. Thêm vào đó, việc bảo vệ không đầy đủ quyền lợi của nhà đầu tư làm cho họ không có động lực để thu thập và phân tích thông tin. Kết quả là giá cổ phiếu trên thị trường ít chứa đựng thông tin đặc thù công ty có liên quan đến giá

trị, và do vậy có xu hướng đồng biến động cao với thị trường.

Trên cơ sở sự khác nhau của môi trường thể chế và môi trường thông tin giữa các quốc gia, quan hệ giữa các nhân tố tác động và sự đồng biến động giá cổ phiếu có thể khác nhau giữa các quốc gia. Cho đến nay, nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & Phùng Quốc Lan (2015) cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa thị trường chứng khoán Việt Nam cùng với các nước ASEAN+3 và thị trường chứng khoán Singapore trong ngắn hạn, điều này được xem là nhân tố dẫn dắt đối với sự đồng dao động giá cổ phiếu của thị trường các nước trong khu vực. Theo kết quả nghiên cứu của Đặng Tùng Lâm (2016), sở hữu của cổ đông lớn có ảnh hưởng ngược chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, nghiên cứu cũng đã làm rõ ảnh hưởng của nhóm cổ đông lớn là nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài lên sự đồng biến động giá cổ phiếu. Có thể nói, chưa có nghiên cứu nào ở Việt Nam đề cập đến mối quan hệ giữa nhân tố sở hữu Nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.1.2. Mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước với tính thông tin của giá cổ phiếu và sự đồng biến động giá cổ phiếu

Theo kết quả nghiên cứu của Jin & Myers (2006), môi trường thông tin kém minh bạch sẽ làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu. Đồng thời, sự biến động của thị trường sẽ ảnh hưởng lớn đến sự biến động giá của cổ phiếu. Các doanh nghiệp có nhà nước tham gia sở hữu hoặc nắm quyền chi phối thường có mức độ minh bạch thông tin thấp. Các nhà quản lý của các doanh nghiệp này thường cố che giấu các thông tin bất lợi về kết quả kinh doanh và không cung cấp thông tin cho nhà đầu tư. Điều này dẫn đến sự gia tăng rủi ro cho nhà đầu tư và làm giảm tính thông tin trong giá cổ phiếu, qua đó làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

Theo nghiên cứu của Hamdi & Cosset (2014), khi sở hữu nhà nước cao, kết hợp với môi trường thông tin kém minh bạch sẽ làm cho việc thu thập các thông tin đặc thù của các công ty trở nên tốn kém hơn và không khuyến khích việc tiếp cận thông tin. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng sở hữu nhà nước có mối quan hệ thuận chiều với sự kém minh bạch thông tin cung cấp cho nhà đầu tư, không khuyến

khích các nhà đầu tư giao dịch dựa trên các thông tin từ kết quả hoạt động của công ty.

Lin & cộng sự (2015) nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách quản lý của chính phủ với môi trường thông tin và sự đồng biến động giá cổ phiếu. Một chính sách quản lý thị trường kém có thể làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu khi chính sách yêu cầu các công ty công bố thông tin không tốt, thị trường luôn bị tác động bởi các sự kiện chính trị không thể đoán trước, rủi ro chính trị của thị trường gia tăng, đặc biệt, quyền lực bảo hộ các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước.

Với đặc điểm nền kinh tế chuyển đổi, nhiều công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có nguồn gốc từ việc cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, nhà nước vẫn nắm giữ một tỷ lệ sở hữu nhất định trong các công ty niêm yết trên thị trường, việc nghiên cứu và làm rõ ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu là một nghiên cứu bổ sung cần thiết. Dựa trên cơ sở lý thuyết và một số nghiên cứu thực nghiệm đã trình bày, giả thuyết chính trong nghiên cứu là: *sở hữu nhà nước càng cao thì làm gia tăng mức độ đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam*

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Dữ liệu phân tích

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết và dữ liệu về giá cổ phiếu của các công ty niêm yết. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ 2007-2014. Dữ liệu được cung cấp bởi Công ty StoxPlus – công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính tại Việt Nam.

2.2.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình

(i) *Biến Synch: đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu*

Sự đồng biến động giá cổ phiếu được đo bằng R^2 của mô hình thị trường dựa trên phương pháp của Roll (1988), Morck & cộng sự (2000). Cụ thể, nhóm tác giả sử dụng R^2 từ hồi quy mô hình thị trường sau đây:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * r_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó: $r_{i,t}$: Tỷ suất lợi tức của cổ phiếu i trong tuần thứ t của mỗi năm.

$r_{M,t}$: Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường trong tuần thứ t của mỗi năm. Danh mục thị trường được xác định là toàn bộ cổ phiếu niêm yết.

Giá trị R^2 của mô hình được luận giải: khi R^2 cao tức là biến động của tỷ suất lợi tức của cổ phiếu doanh nghiệp được giải thích bởi các thông tin từ thị trường nhiều hơn là các thông tin của doanh nghiệp. Giá trị của R^2 nằm trong khoảng biến động từ 0-1. Theo cách tiếp cận trong nghiên cứu của Morck & cộng sự (2000), logarit giá trị R^2 được dùng để đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu:

$$\Psi_i = \ln\left(\frac{R_i^2}{1-R_i^2}\right) \quad (2)$$

Ngoài đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu dựa vào R^2 như trên, chúng tôi cũng sử dụng một biến đo lường bổ sung là hệ số β (Beta) của mô hình (1) theo cách tiếp cận của Lang & Maffet (2011).

(ii) *Biến sở hữu nhà nước (SHNN)*

Tương tự nghiên cứu của Hamdi & Cosset (2014), sở hữu nhà nước được định nghĩa là tỷ lệ % số cổ phiếu do nhà nước nắm giữ dưới mọi hình thức trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

(iii) *Các biến kiểm soát*

Để loại bỏ khả năng ảnh hưởng chi phối của những biến đặc thù của công ty đến mối quan hệ giữa sở hữu Nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu, nhóm tác giả đã kiểm soát các biến đặc thù của công ty trong mô hình hồi quy. Các biến kiểm soát được xác định dựa trên các nghiên cứu trước (Piotroski & Roulstone, 2004; Chan & Hameed, 2006; Ferreira & Laux, 2007; Fernandes & Ferreira, 2008) bao gồm:

+ Quy mô công ty (MV): được xác định bằng cách lấy logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của công ty, trong đó giá trị vốn hóa thị trường được tính bằng giá trị thị trường của toàn bộ số cổ phiếu thường đang lưu hành của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ Hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB): được xác định bằng cách lấy logarit tự nhiên của tỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ Hệ số đòn bẩy (LEV): được tính bằng tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty (ROA): được tính bằng lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính.

+ Giao dịch cổ phiếu (Turnover): được xác định bằng khối lượng giao dịch cổ phiếu trung bình hàng tháng chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty trong năm được tính;

+ Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu (StdRet): được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi tức hàng tuần của cổ phiếu trong năm được tính;

+ Tỷ 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 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.

Để loại trừ ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (Outlier), nhóm nghiên cứu đã loại bỏ các quan sát nhỏ hơn phân vị 1% và lớn hơn phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến.¹

2.2.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên tổng quan nghiên cứu và giả thuyết của nghiên cứu, nhóm nghiên cứu thực hiện phân tích để xem xét ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$Synch_{it} = \alpha + \beta SHNN_{it-1} + \sum_j \gamma_j Controls_{it-1} + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó, $Synch_i$ là biến đồng biến động giá cổ phiếu của công ty i được đo lường bởi Ψ hoặc giá trị β (Beta) như được trình bày trong mục (i); $SHNN$ là biến sở hữu nhà nước được định nghĩa ở mục (ii); $Controls_i$ là các biến kiểm soát đặc thù của công ty được trình bày ở mục (iii). Mô hình (3) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (θ_n) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ.

Dữ liệu dạng bảng trong tài chính thường có hiện tượng tương quan chéo và hiện tượng tự tương quan của biến. Nếu điều này xảy ra, sai số chuẩn được tính theo cách thông thường trong hồi quy sẽ bị lệch và tạo ra giá trị thống kê t (t-statistics) không chính xác (Petersen, 2009). Để giải quyết vấn đề này, tác giả sử dụng sai số chuẩn Robust để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và ước lượng sai số chuẩn theo cụm mỗi công ty để giải quyết vấn đề tự tương quan khi tính giá trị thống kê t theo như phương pháp của Petersen (2009).

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của biến đồng

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Phân vị 75%	Giá trị trung vị	Phân vị 25%	Phân vị 10%
Ψ	3620	-1.990	2.259	0.258	-0.386	-1.429	-3.056	-4.930
<i>Beta</i>	3620	0.972	0.710	1.894	1.361	0.919	0.502	0.146
<i>SHNN</i>	5416	0.211	0.247	0.548	0.490	0.060	0.000	0.000
<i>NĐTTN</i>	4134	0.664	0.265	1.000	0.940	0.655	0.468	0.314
<i>MV</i>	4735	-2.000	1.753	0.196	-1.006	-2.060	-3.089	-4.216
<i>MB</i>	4734	-0.175	0.755	0.777	0.312	-0.147	-0.674	-1.178
<i>LEV</i>	4115	0.115	0.149	0.339	0.169	0.050	0.007	0.001
<i>ROA</i>	4624	0.067	0.085	0.160	0.100	0.052	0.021	0.003
<i>Turnover</i>	3304	0.083	0.113	0.224	0.106	0.040	0.012	0.004
<i>StdRet</i>	3139	0.153	0.076	0.249	0.192	0.139	0.099	0.072
<i>Aret</i>	2883	-0.027	0.475	0.566	0.273	-0.032	-0.338	-0.667

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

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

Biến	Ψ	<i>Beta</i>	<i>SHNN</i>	<i>NĐTTN</i>	<i>MV</i>	<i>MB</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>Turnover</i>	<i>StdRet</i>	<i>Aret</i>
Ψ	1.000										
<i>Beta</i>	0.669	1.000									
<i>SHNN</i>	-0.008	-0.090	1.000								
<i>NĐTTN</i>	-0.015	0.131	-0.886	1.000							
<i>MV</i>	0.085	-0.024	0.101	-0.317	1.000						
<i>MB</i>	-0.174	-0.287	0.116	-0.221	0.515	1.000					
<i>LEV</i>	0.054	0.062	0.126	-0.121	0.171	0.032	1.000				
<i>ROA</i>	-0.027	-0.248	0.068	-0.155	0.174	0.296	-0.216	1.000			
<i>Turnover</i>	0.348	0.411	-0.208	0.293	-0.134	-0.239	-0.085	-0.069	1.000		
<i>StdRet</i>	0.271	0.240	-0.045	0.106	-0.229	-0.176	-0.017	-0.070	0.334	1.000	
<i>Aret</i>	0.011	-0.034	0.022	-0.066	-0.004	0.060	-0.029	0.132	0.141	0.177	1.000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

biến động giá cổ phiếu, biến sở hữu nhà nước và các biến kiểm soát trong mô hình. Với giá trị trung bình của hệ số Beta bằng 0,972 – điều này cho thấy biến động tỷ suất lợi tức của các cổ phiếu trong mẫu quan sát phụ thuộc rất lớn vào biến động của thị trường, hay giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng đồng biến động cao. Trung bình, nhà nước sở hữu 21,1% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty niêm yết, nhà đầu tư trong nước (NĐTTN) sở hữu 66,4% cổ phiếu lưu hành của các công ty niêm yết.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong nghiên cứu. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến cho thấy, cả hai biến đo lường biến động đồng bộ giá cổ phiếu, *Beta* và Ψ , có tương quan cao với nhau. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là thấp nên có thể loại bỏ khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong phân tích hồi quy.²

3.2. Kết quả thực nghiệm

3.2.1. Sở hữu nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu. Trong mô hình (1) ở Bảng 3, nhóm tác giả chỉ xem xét ảnh hưởng của biến sở hữu nhà nước (*SHNN*) và các biến kiểm soát đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Kết quả phân tích thực nghiệm cho thấy sở hữu nhà nước có ảnh hưởng cùng chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu với mức ý nghĩa 5%. Giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà nước ở Bảng 3 là 0.584(t-stat = 2.53). Kết quả này phù hợp với lập luận rằng một doanh nghiệp mà sở hữu nhà nước càng cao thì tính thông tin trong giá cổ phiếu càng thấp và làm gia tăng mức độ đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của một số nghiên cứu thực

nghiệm về ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thế giới như: Allen & cộng sự (2005); Gul & cộng sự (2010); Lin & cộng sự (2015).

Giá trị ước lượng của các biến kiểm soát cũng phù hợp với các kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới. Cụ thể, giá cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hóa thị trường lớn (MV), tính thanh khoản của cổ phiếu cao (Turnover) có xu hướng đồng biến động cao với thị trường. Ngược lại, cổ phiếu có hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB) cao, và lợi nhuận trên tổng tài sản cao thì ít chịu tác động của biến động thị trường. Giá trị R² của các mô hình hồi quy đều tương đối cao (>31%), điều này cho thấy các biến đưa vào trong mô hình cùng với ảnh hưởng cố định đã giải thích được đáng kể sự biến động của biến phụ thuộc trong mô hình.

Mô hình (2) ở Bảng 3 kiểm soát thêm biến nhà đầu tư trong nước (NĐT TN), kết quả hồi quy ở mô

hình (2) cho ra kết quả tương tự như mô hình (1) và cho thấy sở hữu nhà nước vẫn có ảnh hưởng cùng chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Hơn thế, sau khi kiểm soát thêm biến nhà đầu tư trong nước vào mô hình thì giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà nước bằng 1.287 (t-stat = 3.2) cao hơn so với kết quả hồi quy của mô hình (1). Điều này cho thấy việc kiểm soát thêm biến nhà đầu tư trong nước vào mô hình hồi quy sẽ phản ánh rõ nét hơn ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Các giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà nước ở mô hình (1) và mô hình (2) đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%, điều này củng cố thêm khẳng định về mối quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu.

Trong mô hình (3) và mô hình (4) ở Bảng 3, nhóm tác giả sử dụng Beta như một đo lường bổ sung sự đồng biến động giá cổ phiếu. Kết quả hồi quy cho

Bảng 3: Sở hữu nhà nước và đồng biến động giá cổ phiếu

Biến	Panel A: Synch Ψ		Panel B: Beta	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
<i>SHNN</i>	0.584** (2.53)	1.287*** (3.20)	0.210*** (2.99)	0.485*** (4.03)
<i>NĐT TN</i>		0.711* (1.92)		0.309*** (2.66)
<i>MV</i>	0.497*** (14.57)	0.558*** (13.83)	0.099*** (7.91)	0.122*** (8.32)
<i>MB</i>	-0.857*** (-9.87)	-0.911*** (-10.33)	-0.246*** (-8.62)	-0.267*** (-8.96)
<i>LEV</i>	-0.123 (-0.35)	-0.194 (-0.54)	-0.016 (-0.14)	-0.029 (-0.24)
<i>ROA</i>	-0.106 (-0.15)	0.089 (0.12)	-0.865*** (-3.73)	-0.754*** (-3.19)
<i>Turnover</i>	6.612*** (12.30)	6.555*** (11.75)	2.474*** (14.20)	2.365*** (13.57)
<i>StdRet</i>	1.022* (1.67)	1.135* (1.82)	1.136*** (5.48)	1.232*** (5.97)
<i>Aret</i>	-0.444*** (-4.44)	-0.446*** (-4.39)	-0.163*** (-5.09)	-0.142*** (-4.35)
<i>Constant</i>	-0.923*** (-2.95)	-1.723*** (-4.40)	0.801*** (6.65)	0.270** (2.08)
Fixed effects	IY	IY	IY	IY
Số quan sát	2,410	2,280	2,410	2,280
Adj. R2	38.8%	39.9%	31.8%	32.6%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5% và 1%.

Ghi chú: Biến phụ thuộc $\Psi = \log(R^2/(1-R^2))$

thấy giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà nước ở cả 2 mô hình (3) và mô hình (4) đều dương, điều này cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa biến sở hữu nhà nước và hệ số beta. Tương tự, mô hình (4) kiểm soát thêm biến nhà đầu tư trong nước có giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nhà nước cao hơn ở mô hình (3).

3.2.2. Kiểm định tính bền vững của kết quả (Robustness test)

Quá trình phân tích trên cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nhà nước với sự đồng biến động giá cổ phiếu trên cơ sở kiểm soát các biến thuộc về đặc thù của công ty như: Quy mô công ty (MV), Hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB), Hệ số đòn bẩy (LEV), ROA, giao dịch cổ phiếu,... và các ảnh hưởng cố định ngành và năm có thể ảnh hưởng chi phối đến mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và đồng biến động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, mô hình nghiên cứu vẫn có thể tồn tại vấn đề nội sinh và ảnh hưởng đến các kết quả phân tích. Để giải quyết vấn đề này, nhóm tác giả đã thực hiện một vài phân tích thêm như kiểm soát ảnh hưởng cố định theo sở giao dịch, kiểm soát giá trị trễ của biến phụ thuộc trong các mô hình hồi quy. Kết quả kiểm định cho kết quả tương tự đã khẳng định thêm tính bền vững của kết quả nghiên cứu

4. Kết luận và hàm ý nghiên cứu

4.1. Kết luận

Thông qua phương pháp hồi quy đối với bộ dữ liệu bảng của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007-2014, tác giả phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nhà nước và sự đồng biến động giá cổ phiếu. *Các kết quả nghiên cứu này phù hợp với lập luận sở hữu nhà nước càng cao thì sự minh bạch trong thông tin cung cấp cho nhà đầu tư càng kém và cũng đồng nghĩa là tính thông tin trong giá cổ phiếu càng thấp và làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường.*

4.2. Hàm ý nghiên cứu

Từ kết quả của nghiên cứu, nhóm tác giả diễn giải

Ghi chú:

1. Các biến Quy mô công ty (MV) và Hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB) không áp dụng kỹ thuật này do hai biến này được lấy logarit tự nhiên, do vậy hạn chế được ảnh hưởng của quan sát ngoại vi (nếu có).
2. Như một quy tắc theo kinh nghiệm, đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng nếu hệ số tương quan giữa hai biến độc lập nhỏ hơn 0.8 (Xem Gujarati, 2003).

một số hàm ý đối với doanh nghiệp (đặc biệt là các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước), đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán và đối với nhà đầu tư như sau:

4.2.1. Đối với các doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa vấn đề sở hữu nhà nước với sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Như vậy, các nhà quản trị doanh nghiệp có thể nhận biết thêm một nhân tố đang làm hạn chế sự phản ánh thông tin đặc thù của doanh nghiệp vào trong giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Từ đó, hoạt động quản trị doanh nghiệp cần hướng tới sự gia tăng tính thông tin cho giá cổ phiếu của doanh nghiệp, hay nói cách khác là giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

4.2.2. Đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán

Kết quả của nghiên cứu cho thấy cần phải tăng tính minh bạch đối với các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước nói riêng và các công ty niêm yết nói chung. Đây không chỉ là một yêu cầu cấp thiết đối với các công ty niêm yết mà còn là một yêu cầu cấp thiết đối thị trường chứng khoán Việt Nam. Sự minh bạch của thị trường sẽ tạo niềm tin cho nhà đầu tư, nhà đầu tư có đầy đủ thông tin để ra quyết định đầu tư. Khi đó, thị trường chứng khoán mới thực sự là một kênh thu hút và luân chuyển vốn hiệu quả trong nền kinh tế.

4.2.3. Đối với nhà đầu tư

Kết quả về sự đồng biến động giá cổ phiếu cho phép nhà đầu tư đánh giá được tính thông tin của giá cổ phiếu, ra quyết định đầu tư và lựa chọn cổ phiếu được tốt hơn. Khi phân tích cổ phiếu, nhà đầu tư nên quan tâm đến mức độ ảnh hưởng của các thông tin đặc thù của công ty và các thông tin thị trường đến sự biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đối với các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước lớn, nhà đầu tư cần quan tâm nhiều hơn đến sự ảnh hưởng của các thông tin thuộc về môi trường vĩ mô, thông tin thị trường đến sự biến động giá cổ phiếu trong quyết định đầu tư cổ phiếu.

Tài liệu tham khảo

- Allen, F., Qian, J. & Quian, M. (2005), 'Law, finance, and economic growth in China', *Journal of Financial Economics*, 77, 57-116.
- Chan, K. & Hameed, A. (2006), 'Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets', *Journal of Financial Economics*, 80, 115-147.
- Chen, Q., Goldstein, I. & Jiang, W. (2007), 'Price informativeness and investment sensitivity to stock price', *Review of Financial Studies*, 20, 619-650.
- Dang, Tung Lam, Moshirian, F. & Zhang, B. (2015), 'Commonality in news around the world', *Journal of Financial Economics*, 116, 82-110.
- Đặng Tùng Lâm (2016), 'Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(5), 63-77.
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. & Zarowin, P. (2003), 'Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing?', *Journal of Accounting Research*, 41, 797-836.
- Fernandes, N. & Ferreira, M.A. (2008), 'Does international cross-listing improve the information environment', *Journal of Financial Economics*, 88, 216-244.
- Fernandes, N. & Ferreira, M.A. (2009), 'Insider trading laws and stock price informativeness', *Review of Financial Studies*, 22, 1845-1887.
- Ferreira, M.A. & Laux, P.A. (2007), 'Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow', *Journal of Finance*, 62, 951-989.
- Ferreira, D., Ferreira, M.A. & Raposo, C.C. (2011), 'Board structure and price informativeness', *Journal of Financial Economics*, 99, 523-545.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic econometrics*, 4th Ed., Mc Graw-Hill.
- Gul, F.A., Kim, J.B. & Qiu, A.A. (2010), 'Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality and stock price synchronicity: Evidence from China', *Journal of Financial Economics*, 95, 425-442.
- Hamdi, B.N. & Cosset, Jean-Claude (2014), 'State ownership, political institutions, and stock price informativeness: Evidence from Privatization', *Journal of Corporate Finance*, 29, 179-199.
- Hasan, I., Song, L. & Wachtel, P. (2013), 'Institutional development and stock price synchronicity: Evidence from China', *BOFIT Discussion papers*, 1, 4-38.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J. & Tehranian, H. (2009), 'Opaque financial report, R², and crash risk', *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jin, L. & Myers, S.C. (2006), 'R² around the world: New theory and new tests', *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Lang, M. & Maffett, M. (2011), 'Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods', *Journal of Accounting and Economics*, 52, 101-125.
- Li, K., Morck, R., Yang, F. & Yeung, B. (2004), 'Firm-specific variation and openness in emerging markets', *Review of Economics and Statistics*, 86, 658-669.
- Lin, K.J., Karim, K.E. & Carter, C. (2015), 'Why does China's stock market have highly synchronous stock price movement? An information supply perspective', *Advances in international Accounting*, 31, 68-79.
- Morck, R., Yeung, B. & Yu, W. (2000), 'The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movement?', *Journal of Financial Economics*, 58, 215-260.
- Petersen, M.A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Piotroski, J.D. & Roulstone, D.T. (2004), 'The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices', *The Accounting Review*, 79, 1119-1151.
- Roll, R. (1988), 'R²', *Journal of Finance*, 43, 541-566.
- Võ Xuân Vinh & Phùng Quốc Lan (2015), 'Nghiên cứu sự đồng dao động giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam và ASEAN+3', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 26(10), 72-91.