

SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI VÀ TÍNH THÔNG TIN GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC 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: minhhuectqd@gmail.com

Phan Trọng Nghĩa

Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Quy Nhơn

Email: phantrongnghia@fbm.edu.vn

Ngày nhận: 12/7/2017

Ngày nhận bản sửa: 21/8/2017

Ngày duyệt đăng: 25/9/2017

Tóm tắt:

Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2007 đến năm 2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty niêm yết của Việt Nam có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao thì tính thông tin giá cổ phiếu của công ty đó được cải thiện. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng sở hữu nước ngoài giúp cải thiện quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin và tăng chất lượng thông tin công bố. Ngoài ra, các biến kiểm soát như: Quy mô công ty, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, giao dịch cổ phiếu, lợi tức năm của cổ phiếu cũng có ảnh hưởng đến tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty trong mẫu nghiên cứu. Nghiên cứu cũng đưa ra một số hàm ý quan trọng đối với các nhà quản trị công ty, các cơ quan quản lý của thị trường và các nhà đầu tư.

Từ khóa: Sở hữu nước ngoài, công ty niêm yết, tính thông tin giá cổ phiếu.

Foreign Ownership and Stock Price Informativeness of Listed Firms on Vietnam Stock Exchange

Abstract

The study examines the influence of foreign ownership on the stock price informativeness of listed firms on Vietnam Stock Exchange for the period from 2007 to 2014. The results show that there is a significant positive relationship between foreign ownership and stock price informativeness. This result is consistent with the argument that foreign ownership improves corporate governance, the information environment, and increases the quality of information disclosure. In addition, control variables such as firm size, market value per book values, stock trading, and annual dividends also affect stock price informativeness of the listed firms. This study also provides important implications for firm managers, regulators and investors as well.

Keywords: Foreign ownership, listed firms, stock price informativeness.

1. Đặt vấn đề

Sự biến động giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi các thông tin vĩ mô của thị trường và các thông tin vi mô từ chính bản thân công ty niêm yết (Roll, 1988). Khi biến động giá cổ phiếu phần lớn do các thông tin đặc thù công ty gây ra và ít chịu tác động của thông tin chung của thị trường thì cổ phiếu được coi là có

tính thông tin cao. Tính thông tin giá cổ phiếu là khả năng chuyển hóa các thông tin đặc thù của công ty vào giá cổ phiếu.

Sở hữu nước ngoài là một trong các nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến tính thông tin giá cổ phiếu (*Stock price informativeness*). Sở hữu nước ngoài giúp cải thiện tính thông tin trong giá cổ phiếu,

nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp và tăng chất lượng các thông tin của doanh nghiệp công bố (He & cộng sự, 2013). Sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty khi công ty có thể được tiếp cận với nguồn vốn lớn hơn, kỹ năng và kinh nghiệm tốt hơn từ các cổ đông nước ngoài tham gia quản trị doanh nghiệp. Thêm vào đó, tính thông tin giá cổ phiếu còn được cải thiện khi sở hữu nước ngoài giúp giải quyết vấn đề người đại diện trong hoạt động của các công ty niêm yết, hạn chế vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán, giúp giảm thiểu chi phí trong việc thu thập thông tin và qua đó giảm chi phí giao dịch cho các nhà đầu tư và các rủi ro liên quan (Li & cộng sự, 2011). Mỗi quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu đã được minh chứng trong các nghiên cứu của Jiang & Kim (2004), Gul & cộng sự (2010), Bae & cộng sự (2012), He & cộng sự (2013), He & Shen (2014). Phần lớn các nghiên cứu chủ yếu được thực hiện trên các thị trường phát triển, ngoại trừ Gul & cộng sự (2010) là nghiên cứu duy nhất được thực hiện tại Trung Quốc. Nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu trên các thị trường chưa phát triển và mới nổi vẫn còn hạn chế, chưa có nhiều nghiên cứu.

Trong nghiên cứu này tác giả xem xét mối quan hệ và đánh giá mức độ ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Nguyễn Mạnh Toàn & cộng sự (2016) xem xét ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến tính thông tin của giá cổ phiếu và kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu cổ đông lớn có tác động tích cực đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Đặng Tùng Lâm & cộng sự (2016) xem xét ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng nhà đầu tư nước ngoài giúp làm giảm sự biến động giá cổ phiếu trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại Việt Nam chưa được làm rõ. Với xu thế gia tăng sở hữu nước ngoài của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam, việc nghiên cứu và làm rõ ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu trên Thị trường chứng khoán Việt Nam là một nghiên cứu bổ sung cần thiết.

Kết quả nghiên cứu bổ sung thêm minh chứng về

mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán của các quốc gia đang phát triển. Đồng thời, một số hàm ý trong vấn đề quản trị tài chính của công ty niêm yết; hàm ý đối với các nhà đầu tư và hàm ý đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán được bàn luận nhằm tăng tính hiệu quả 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. Tính thông tin giá cổ phiếu và các nhân tố ảnh hưởng

Quá trình thu thập và phân tích các thông tin thuộc về đặc thù của công ty có ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu. Việc giao dịch các chứng khoán dựa trên các thông tin đặc thù của công ty được hiểu là quá trình chuyển hóa các thông tin vào giá cổ phiếu và qua đó làm cho giá cổ phiếu có tính thông tin (*Informativeness*). Như vậy, tính thông tin giá cổ phiếu được xem như là khả năng chuyển hóa các thông tin đặc thù của công ty vào sự biến động giá cổ phiếu hay sự biến động giá cổ phiếu là do các thông tin đặc thù của công ty gây ra.

Tính thông tin giá cổ phiếu là khả năng chuyển hóa các thông tin đặc thù của công ty vào giá cổ phiếu. Hay nói một cách khác, giá cổ phiếu của một công ty có tính thông tin cao tức là các biến động từ hoạt động của công ty sẽ có tác động nhanh hơn đến giá cổ phiếu của công ty. Theo đó, các nhân tố tác động đến tính thông tin giá cổ phiếu bao gồm hai nhóm nhân tố cơ bản là nhóm nhân tố vĩ mô và nhóm nhân tố vi mô (Roll, 1988). Các nhân tố vĩ mô có tác động làm giảm tính thông tin giá cổ phiếu. Nhân tố vĩ mô bao gồm môi trường thể chế yếu, cơ chế bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư (Morck & cộng sự, 2000), môi trường thông tin không minh bạch (Jin & Myers, 2006; Fernandes & Ferreira, 2009; Dang & cộng sự, 2015), sự hội nhập quốc tế chưa cao (Li & cộng sự, 2004). Nhóm nhân tố vi mô liên quan đến vấn đề quản trị công ty và môi trường thông tin của công ty có ảnh hưởng đến tính thông tin của giá cổ phiếu (Hutton & cộng sự, 2009; Gul & cộng sự, 2010; Kim & Shi, 2012). Mức độ ảnh hưởng của các nhân tố vi mô đến tính thông tin giá cổ phiếu là khác nhau giữa các quốc gia khác nhau, và giữa các thể chế khác nhau (Morck & cộng sự, 2000; Jin & Myers, 2006; Fernandes & Ferreira, 2008; He & cộng sự, 2013). Kết quả nghiên cứu về nhân tố tác

động đến tính thông tin giá cổ phiếu được thực hiện chủ yếu trên thị trường phát triển mà ít có nghiên cứu tại các thị trường đang phát triển và có nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam. 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 tính thông tin giá cổ phiếu có thể khác nhau giữa các quốc gia.

2.1.2. Sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu

Sau làn sóng tự do hóa tài chính, nhà đầu tư nước ngoài trở thành nhà đầu tư ngày càng quan trọng trong hầu hết các thị trường chứng khoán. Một số nghiên cứu trước đã chứng minh lợi ích khác nhau của việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài, chẳng hạn như chi phí vốn thấp hơn (Henry, 2000), tăng trưởng kinh tế cao hơn (Bekaert & cộng sự, 2005, 2011), thực hành quản trị doanh nghiệp tốt hơn và định giá các doanh nghiệp chính xác hơn (Aggarwal & cộng sự, 2011). Các nghiên cứu của Kang & Stulz (1997), Kim & Yi (2009) cho thấy rằng sở hữu nước ngoài có liên quan đến tính minh bạch cao hơn và thông tin bất cân xứng thấp hơn. Nghiên cứu của Jiang & Kim (2004) cho thấy rằng sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có mối quan hệ ngược chiều với sự bất cân xứng thông tin tại thị trường chứng khoán Nhật Bản. Hạn chế sự bất cân xứng thông tin sẽ giúp cải thiện môi trường thông tin và qua đó nâng cao tính thông tin giá cổ phiếu.

Nghiên cứu của Gul & cộng sự (2010) cho thấy rằng các quy định liên quan đến công bố thông tin và bảo vệ nhà đầu tư ảnh hưởng đến môi trường thông tin, đặc biệt trong môi trường thông tin không minh bạch và tồn tại hiện tượng bất cân xứng thông tin sẽ làm giảm tính thông tin giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu khẳng định sự hiện diện của các nhà đầu tư nước ngoài giúp cải thiện môi trường thông tin, giúp cho việc chuyển hóa các thông tin cụ thể của công ty vào giá cổ phiếu và làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu.

Nghiên cứu của He & cộng sự (2013) cho rằng các cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài có thể cải thiện tính thông tin trong giá cổ phiếu thông qua hai cơ chế sau: Đầu tiên, cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài có thể cải thiện tính thông tin giá cổ phiếu thông qua giao dịch dựa trên thông tin của họ. Thứ hai, cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài có thể tăng cường tính thông tin giá cổ phiếu bằng cách cải thiện

quản trị doanh nghiệp và chất lượng công bố thông tin của các doanh nghiệp có vốn đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu của He & Shen (2014) cho thấy rằng sự gia tăng/giảm các hoạt động giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong một năm sẽ dự đoán một sự gia tăng/suy giảm trong hiệu quả giá cả trong năm tới.

Như vậy, các nghiên cứu cho thấy rằng sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến tính thông tin giá cổ phiếu. Việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài giúp làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu có thể được giải thích thông qua 2 cơ chế như sau:

Một là, sở hữu nước ngoài tác động đến tính thông tin thông qua cơ chế cải thiện quản trị công ty. Thông qua sở hữu nước ngoài sẽ giúp cải thiện hiệu quả giá gián tiếp thông qua nâng cao quản trị doanh nghiệp, có thể giúp cho các công ty quản trị tốt hơn (tăng hiệu quả hoạt động, minh bạch trong việc công bố thông tin) làm tăng chất lượng và số lượng thông tin công ty cụ thể công bố cho các nhà đầu tư bên ngoài. Nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là những người từ các nước có bảo vệ cổ đông mạnh mẽ, có thể thúc đẩy các hoạt động quản trị doanh nghiệp tại các công ty có vốn của nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả là, các nhà đầu tư có thể xây dựng các quyết định định giá và đầu tư dựa trên các thông tin công ty cụ thể thay vì thông tin chung của toàn thị trường. Nói cách khác, biến động tỷ suất sinh lời của các công ty ít có khả năng là do các yếu tố có tính hệ thống của toàn thị trường gây ra. Như vậy, quản trị công ty tốt hơn giúp chuyển hóa các thông tin đặc thù của công ty vào trong giá cổ phiếu và làm tăng tính thông tin trong giá. Với cơ chế này, thì ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu sẽ mạnh hơn đối với các công ty có quản trị công ty tốt hơn.

Hai là, sở hữu nước ngoài sẽ góp phần cải thiện môi trường thông tin. Thông qua sở hữu nước ngoài góp phần giảm chi phí trong việc thu thập thông tin đặc thù của công ty và khuyến khích các nhà đầu tư giao dịch dựa trên các thông tin mà họ thu thập được. Cải thiện môi trường thông tin sẽ giúp cho việc chuyển hóa các thông tin cụ thể của công ty vào giá cổ phiếu dễ dàng hơn, qua đó làm gia tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu trên thị trường. Với cơ chế này, thì ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu sẽ mạnh hơn (rõ ràng

hơn) đối với các công ty minh bạch hơn.

Các nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu chủ yếu tại các thị trường phát triển. Nghiên cứu về chủ đề này tại thị trường chưa phát triển và mới nổi vẫn hạn chế. Điển hình như nghiên cứu của Gul & cộng sự (2010) xem xét ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến đồng biến động giá cổ phiếu tại Thị trường chứng khoán Trung Quốc. Trong một nghiên cứu gần đây, Bae & cộng sự (2012) cho thấy tại các thị trường mới nổi giá cổ phiếu phản ứng một cách kịp thời hơn với các thông tin toàn cầu khi các nhà đầu tư nước ngoài sở hữu và đầu tư. Kết quả của họ cho thấy rằng các nhà đầu tư nước ngoài tạo điều kiện cho việc truyền tải thông tin toàn cầu lên sự biến động các cổ phiếu tại các thị trường mới nổi. Sự khác nhau giữa thị trường phát triển và thị trường mới nổi về: Môi trường thể chế, qui định liên quan đến công bố thông tin và bảo vệ nhà đầu tư sẽ ảnh hưởng đến môi trường thông tin và qua đó sẽ ảnh hưởng đến tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết.

Trên cơ sở tổng quan từ các lý thuyết và phân tích một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới và trong nước, giả thuyết chính của nghiên cứu này là: *Sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết 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 hàng năm đã được kiểm toán của các công ty niêm yết và dữ liệu về giá cổ phiếu của các công ty niêm yết từ hai sàn giao dịch. 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 Non_syn*: đo lường tính thông tin giá cổ phiếu

Tính thông tin 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 qui 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.

R^2 từ mô hình (1) cho biết biến động tỷ suất lợi tức của cổ phiếu i (r_i) được gây ra bởi biến động chung của thị trường (r_M). Giá trị R^2 của mô hình được luận giải: khi R^2 thấp hay giá trị $(1-R^2)$ cao, tức là biến động của tỷ suất lợi tức của cổ phiếu doanh nghiệp được giải thích bởi các thông tin thuộc về đặc thù của doanh nghiệp và ít chịu tác động bởi các thông tin chung của thị trường, điều này hàm ý tính thông tin trong giá cổ phiếu cao. 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), Jin & Myers (2006), logarit giá trị R^2 được dùng để đo lường tính thông tin giá cổ phiếu như sau:

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

Giá trị của φ cao cho thấy rằng giá cổ phiếu mang tính thông tin cao và ngược lại.

(ii) *Biến sở hữu nước ngoài (FO)*

Là biến sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong công ty. Tương tự như nghiên cứu của He & Shen (2014), Đặng Tùng Lâm & cộng sự (2016) biến sở hữu nước ngoài được xác định bằng tỷ lệ số cổ phiếu của công ty được nắm giữ bởi nhà đầu tư nước ngoài trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính. Khi thông tin về sở hữu của mỗi nhóm cổ đông bị bỏ trống, tác giả ấn định giá trị 0 cho biến sở hữu của nhóm cổ đông đó (Ferreira & Matos, 2008).

(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 nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu, 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:

- Qui 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 trị thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu 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 tỉ suất lợi tức hàng tuần của cổ phiếu trong năm được tính.

- Tỉ suất lợi tức năm của cổ phiếu (Ret12): 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.

2.2.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên tổng quan nghiên cứu và giả thuyết của nghiên cứu, tác giả thực hiện phân tích để xem xét ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến thông tin giá cổ phiếu dựa trên mô hình hồi qui với dữ liệu bảng như sau:

$$\begin{aligned} Non_syn_{i,t} = & a + \beta_1 FO_{i,t-1} + \\ & + \sum_j \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

Trong đó, Non_syn_i là biến tính thông tin giá cổ phiếu của công ty i được đo lường bởi Φ như được trình bày trong mục (i); FO là biến sở hữu nước ngoài 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 nước ngoài đến tính

thông tin giá cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ nhằm hạn chế ảnh hưởng ngược của tính thông tin giá cổ phiếu đến sở hữu nước ngoài.

Sai số chuẩn Robust được sử dụng để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo cụm mỗi công ty (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 tính thông tin giá cổ phiếu, biến sở hữu nước ngoài và các biến kiểm soát trong mô hình. Tính thông tin giá cổ phiếu có giá trị trung bình là 1,99 điều này cho thấy giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam ít phản ánh các thông tin đặc thù của công ty và chịu ảnh hưởng nhiều bởi các thông tin chung của thị trường. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài trung bình là 5,1% trong khi đó tỷ lệ sở hữu trong nước trung bình là 66,4%. Điều này cho thấy rằng sở hữu nước ngoài vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty so với tỷ lệ sở hữu trong nước.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình. Biến sở hữu nước ngoài (FO) và biến sở hữu trong nước (DO) có mối tương quan ngược chiều với nhau và mức độ tương quan tương đối thấp. Ngoài ra, tương quan giữa biến độc lập và các biến kiểm soát trong mô hình tương đối thấp, nên có thể loại bỏ khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong phân tích hồi qui. Đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng nếu hệ số tương quan giữa hai biến độc lập nhỏ hơn 0,8 (Gujarati, 2003).

3.2. Kết quả hồi qui

3.2.1. Sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu

Áp dụng kỹ thuật hồi qui dữ liệu bảng bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) với bộ dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2007 đến năm 2014 để phân tích mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu. Kết quả hồi qui mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu được trình bày ở Bảng 3. Trong mô hình (1) ở Bảng 3, nhóm tác giả chỉ xem xét ảnh hưởng của biến sở hữu nước ngoài (FO) và các biến kiểm soát đến tính thông tin giá cổ phiếu.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 75%	Giá trị trung vị	Phân vị 25%
<i>Non_syn</i>	3620	1,990	2,259	3,056	1,429	0,386
<i>FO</i>	5416	0,051	0,110	0,038	0,001	0,000
<i>DO</i>	4134	0,664	0,265	0,940	0,655	0,468
<i>MV</i>	4735	-2,000	1,753	-1,006	-2,060	-3,089
<i>MB</i>	4734	-0,175	0,755	0,312	-0,147	-0,674
<i>ROA</i>	4624	0,067	0,085	0,100	0,052	0,021
<i>Turnover</i>	3304	0,083	0,113	0,106	0,040	0,012
<i>StdRet</i>	3139	0,153	0,076	0,192	0,139	0,099
<i>Ret12</i>	2883	-0,027	0,475	0,273	-0,032	-0,338

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

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

Biến	<i>Non_syn</i>	<i>MV</i>	<i>MB</i>	<i>ROA</i>	<i>Turnover</i>	<i>Stdret</i>	<i>Ret12</i>	<i>FO</i>	<i>DO</i>
<i>Non_syn</i>	1								
<i>MV</i>	-0,08508	1							
<i>MB</i>	0,17368	0,51512	1						
<i>ROA</i>	0,02664	0,17438	0,29634	1					
<i>Turnover</i>	-0,34793	-0,13432	-0,23876	-0,06925	1				
<i>Stdret</i>	-0,27143	-0,22911	-0,17572	-0,06969	0,33397	1			
<i>Ret12</i>	-0,01127	-0,00394	0,06002	0,13168	0,14118	0,17707	1		
<i>FO</i>	-0,01481	0,36026	0,10156	0,10777	-0,10004	-0,08634	0,03431	1	
<i>DO</i>	0,01453	-0,31734	-0,22139	-0,15508	0,29344	0,10562	-0,06644	-0,35689	1

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Kết quả phân tích thực nghiệm cho thấy sở hữu nước ngoài có ảnh hưởng thuận chiều đến tính thông tin giá cổ phiếu với mức ý nghĩa 5%. Giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nước ngoài ở Bảng 3 là 0,846 (t-stat = 2,41). Kết quả này phù hợp với lập luận rằng với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài, thì sở hữu nước ngoài giúp nâng cao quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin, sở hữu nước ngoài có tác động tích cực và giúp làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu phù hợp với một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu như: Jiang & Kim (2004), Gul & cộng sự (2010), He & cộng sự (2013), He & Shen (2014). Giá trị ước lượng hệ số của các biến kiểm soát MB và Ret12 với mức ý nghĩa 1% cho thấy cổ phiếu có hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách cao (MB) và tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu cao (Ret12) thì tính thông tin giá cổ phiếu cao. Ngược lại, hệ số ước lượng của các biến kiểm soát MV và

Turnover với mức ý nghĩa 1% cho thấy cổ phiếu các công ty có giá trị vốn hóa trên thị trường lớn (MV) và tính thanh khoản cao (Turnover) thì tính thông tin giá cổ phiếu thấp. Giá trị R² của mô hình hồi qui tương đối cao (39,1%), 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, tác giả kiểm soát thêm biến nhà đầu tư trong nước (DO) nhằm cô lập ảnh hưởng (nếu có) của biến sở hữu trong nước đến mối quan hệ giữa biến sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu. Kết quả hồi qui từ mô hình (2) tương tự như mô hình (1), điều này khẳng định rằng sau khi kiểm soát thêm ảnh hưởng của biến sở hữu trong nước thì sở hữu nước ngoài vẫn có tác động tích cực và góp phần làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Hơn nữa, giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nước ngoài bằng 1,245 (t-stat

Bảng 3: Sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu

Biến	Mô hình	Mô hình
	(1)	(2)
FO	0,846** (2,41)	1,245*** (3,18)
DO		0,546** (2,50)
MV	-0,526*** (-15,11)	-0,542*** (-14,56)
MB	0,847*** (10,24)	0,872*** (10,49)
ROA	0,313 (0,53)	0,283 (0,47)
Turnover	-6,210*** (-13,87)	-6,500*** (-12,78)
Stdret	-0,874 (-1,55)	-1,078* (-1,87)
Ret12	0,431*** (4,62)	0,451*** (4,67)
Constant	0,809*** (2,73)	-0,802*** (-3,12)
Số quan sát	2,698	2,540
Adjusted R-squared	39,1%	40,3%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

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

Biến phụ thuộc $\Phi = \log((1-R^2)/R^2)$.

= 3,18) cao hơn so với kết quả hồi qui của mô hình (1). Kết quả này cho thấy rằng khi kiểm soát thêm biến sở hữu trong nước vào mô hình hồi qui sẽ làm đậm nét hơn ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến tính thông tin giá cổ phiếu. Các giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu nước ngoài ở mô hình (1) và mô hình (2) đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%, điều này càng củng cố thêm khẳng định về mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu. Như vậy, kết quả rút ra từ nghiên cứu cho thấy *sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam*.

3.2.2. Nghiên cứu bổ sung nhằm khẳng định kết quả nghiên cứu

Quá trình phân tích ở trên cho thấy tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu hay sở hữu nước ngoài có tác động tích cực và góp phần làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu trên cơ sở kiểm soát các biến thuộc về đặc thù của công ty, kiểm soát ảnh hưởng của biến sở hữu trong nước và các ảnh hưởng cố

định ngành, cố định năm có thể ảnh hưởng chi phối đến mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu ủng hộ cho lập luận với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài sẽ giúp cải thiện quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin và làm tăng tính thông tin trong 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. Phân tích cho kết quả tương tự, điều này cho thấy rằng các nghiên cứu bổ sung đã khẳng định thêm kết quả nghiên cứu.

4. Kết luận và Hàm ý nghiên cứu

4.1. Kết luận

Thông qua phương pháp hồi qui 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, cho thấy rằng có tồn tại mối quan hệ

thuận chiều giữa sở hữu nước ngoài và tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu ủng hộ lập luận, với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài, sở hữu nước ngoài giúp nâng cao quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin và giúp làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu.

4.2. Hàm ý nghiên cứu

Với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài, sở hữu nước ngoài sẽ giúp cải thiện tính thông tin giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp (nâng cao quản trị rủi ro, tăng hiệu quả hoạt động, minh bạch trong việc công bố thông tin). Từ đó, các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định đầu tư dựa trên các thông tin đặc thù của công ty thay vì biến động chung của toàn thị trường. Như vậy, việc cải thiện chất lượng quản trị các công ty niêm yết không còn là yêu cầu cấp thiết đối với chính bản thân công ty niêm yết mà còn là yêu cầu đối với cả thị trường nhằm làm gia tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu và hạn chế các rủi ro mang tính hệ thống trên thị trường chứng khoán. Bên cạnh việc nâng cao quản trị công ty thì cần phải hoàn thiện môi trường thể chế, cải thiện môi trường thông tin, minh bạch hóa trong hoạt động công bố thông tin của các công ty niêm yết và cần có các chính sách khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài (đặc biệt là nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư chiến lược, cổ đông lớn) tham gia đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ kết quả của nghiên cứu, nhóm tác giả diễn giải một số hàm ý đối với doanh nghiệp (đặc biệt là các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài), đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán và đối với nhà đầu tư như sau:

- Đối với các doanh nghiệp:

Khi có sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài

giúp quản trị công ty tốt hơn, các công ty niêm yết cần có chính sách thu hút vốn đầu tư của các cổ đông chiến lược, nhà đầu tư tổ chức và cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài. Các nhà quản trị doanh nghiệp cần xác định một cấu trúc sở hữu để phát huy mặt tích cực của sở hữu nước ngoài đó là cải thiện quản trị doanh nghiệp, làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu và tăng chất lượng thông tin công bố của công ty. Ngoài ra, cải thiện môi trường thông tin là một yêu cầu đặt ra đối với các nhà quản trị công ty nhằm làm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu của công ty.

- Đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán:

Cơ quan quản lý thị trường cần phải đưa ra những qui định nhằm khuyến khích tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty niêm yết. Bên cạnh đó cần phải có các qui định nhằm làm tăng tính minh bạch trong việc công bố thông tin đối với các công ty niêm yết trên thị trường, 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.

- Đối với nhà đầu tư:

Kết quả rút ra từ nghiên cứu 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 hàm ý cho các nhà đầu tư cần quan tâm đến tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán khi phân tích và lựa chọn cổ phiếu để đầu tư.

Tài liệu tham khảo:

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M. & Matos, P. (2011), 'Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors', *Journal of Financial Economics*, 100, 154-181.
- Bae, K., Ozoguz, A., Tan, H. & Wirjanto, T. (2012), 'Do foreigners facilitate information transmission in emerging markets?', *Journal of Financial Economics*, 105, 209-227.
- Bekaert, G., Harvey, C. & Lundblad, C. (2005), 'Does financial liberalization spur growth?', *Journal of Financial Economics*, 77, 3-56.
- Bekaert, G., Harvey, C. & Lundblad, C. (2011), 'Financial openness and productivity', *World Development*, 39, 1-19.
- Chan, K. & Hameed, A. (2006), 'Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets', *Journal of*

- Financial Economics*, 80, 115-147.
- Dang, T.L., Moshirian, F. & Zhang, B. (2015), 'Commonality in news around the world', *Journal of Financial Economics*, 116(1), 82-110.
- Đặng Tùng Lâm, Hoàng Dương Việt Anh & Dương Nguyễn Minh Huy (2016), 'Ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài đến biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, 9(460), 38-43.
- 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(2), 951-989.
- Ferreira, M.A. & Matos, P. (2008), 'The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world', *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic econometrics*, 4th edition, 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.
- He, W., Li, D., Shen, J. & Zhang, B. (2013), 'Large foreign ownership and stock price informativeness around the world', *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- He, W. & Shen, J. (2014), 'Do foreign investors improve informational efficiency of stock prices? Evidence from Japan', *Pacific-Basin Finance Journal*, 27, 32-48.
- Henry, P. (2000), 'Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity', *Journal of Finance*, 55, 529-564.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J. & Tehranian, H. (2009), 'Opaque financial report, R², and crash risk', *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jiang, Li. & Kim, J.B. (2004), 'Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15, 185-211.
- Jin, L. & Myers, S.C. (2006), 'R² around the world: New theory and new tests', *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Kang, J.K. & Stulz, R. (1997), 'Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan', *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.
- Kim, J.B. & Shi, H. (2012), 'IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: International evidence', *Review of Accounting Studies*, 17, 474-517.
- Kim, J.B. & Yi, C.H. (2009), *Foreign versus domestic institutional investors: who contribute more to stock price informativeness? Korean evidence*, unpublished working paper, City University of Hong Kong and The Hong Kong Polytechnic University.
- Li, D., Nguyen, Q.N., Pham, P.K. & Wei, S.X. (2011), 'Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 1127-1155.
- Li, K., Morck, R., Yang, F. & Yeung, B. (2004), 'Firm-specific variation and openness in emerging markets', *Review of Economics and Statistics*, 86(3), 658-669.
- 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.
- Nguyễn Mạnh Toàn, Đặng Tùng Lâm & Phan Thị Đỗ Quyên (2016), 'Cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 234(1), 40-48.
- 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.