

CÁC RÀO CẢN CỦA ĐẦU TƯ DANH MỤC QUỐC TẾ VÀ TÁC ĐỘNG ĐẾN SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Sỹ Long

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: longps@neu.edu.vn

Trịnh Mai Vân

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: trinhmaivan@neu.edu.vn

Trần Hoài Nam

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: namth@neu.edu.vn

Ngày nhận: 03/11/2019

Ngày nhận bản sửa: 26/12/2019

Ngày duyệt đăng: 05/01/2020

Tóm tắt:

Bài viết này tìm hiểu tác động của các đặc điểm doanh nghiệp tới sở hữu nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009 đến 2018 dựa trên giả định rằng các rào cản đầu tư danh mục quốc tế tạo ra thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu cho thấy sở hữu nước ngoài bị tác động bởi các biến đặc điểm doanh nghiệp là đại diện cho rào cản đầu tư danh mục quốc tế như thông tin bất cân xứng và thanh khoản. Nghiên cứu chỉ ra các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ với tỷ trọng nhiều vào các cổ phiếu doanh nghiệp có vốn hoá thị trường lớn, tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao, đòn bẩy tài chính thấp, tỷ lệ thanh toán hiện hành cao và vòng quay cổ phiếu thấp. Kết quả này là tương đồng với các nghiên cứu thực nghiệm về thiên vị đầu tư cục bộ trước đây và giải thích được dựa trên thực trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu.

Từ khóa: đầu tư danh mục, sở hữu nước ngoài, rào cản đầu tư, thiên vị đầu tư cục bộ

Mã JEL: G11, G15

Barriers to international portfolio and impacts on foreign ownership on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This research investigates the impact of firm characteristics on foreign ownership in Vietnam's stock market from 2009 to 2018 based on the hypothesis that barriers to international portfolio investment create home-bias to foreign investors. The study shows the relationship between foreign ownership and firm characteristic variables that represent barriers to international portfolio investment such as asymmetric information and liquidity. The results indicate that foreign investors hold disproportionately more shares of large firms, firms with high book-to-market ratio, low financial leverage, high current ratio, and low turnover rate. These results are consistent with the existing firm-level empirical studies on home-bias and supported by the actual situation of Vietnam's stock market during the study period.

Keywords: Portfolio investment, foreign ownership, barriers to investment, home-bias.

JEL Code: G11, G15

1. Giới thiệu

Sau hơn 20 năm đi vào hoạt động, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những đóng góp đáng ghi nhận đối với nền kinh tế, giữ vai trò quan trọng của thị trường vốn, là kênh huy động vốn hiệu quả cho Nhà nước và các tổ chức kinh tế. Sự tăng trưởng về quy mô của thị trường chứng khoán Việt Nam có sự đóng góp đáng kể của các nhà đầu tư nước ngoài. Trước năm 2006, với quy mô khiêm tốn, các nhà đầu tư nước ngoài chưa thể hiện vai trò quan trọng trên thị trường chứng khoán. Từ năm 2006 trở lại đây, với quy mô tăng trưởng đáng kể, đầu tư nước ngoài đã trở thành một phần không thể thiếu của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tuy đã có nhiều phát triển, nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn là một thị trường non trẻ và còn nhiều hạn chế. Hiện nay theo MSCI (công ty uy tín trong lĩnh vực cung cấp các chỉ số tham chiếu cho các nhà đầu tư danh mục quốc tế, trong đó có chỉ số thị trường mới nổi - MSCI EM Index), thị trường chứng khoán Việt Nam mới chỉ được xếp loại là thị trường cận biên – mức thấp hơn thị trường mới nổi.

Chính phủ đã đưa ra các thay đổi về pháp lý, thể chế và chính sách để mở cửa cho dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam nhằm đáp ứng được những yêu cầu về tham gia thị trường của tiêu chí cho thị trường mới nổi. Quyết tâm của chính phủ đã rõ ràng, cách chính sách và giải pháp mở cửa thị trường để thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài đã được ban hành, vấn đề đặt ra là các nhà đầu tư nước ngoài đang nhìn nhận thị trường chứng khoán Việt Nam như thế nào? Những rào cản của đầu tư danh mục quốc tế, bao gồm thông tin bất cân xứng và thanh khoản tác động như thế nào đến việc các nhà đầu tư nước ngoài lựa chọn danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam?

Mục tiêu của nghiên cứu này là tìm hiểu và giải thích mối quan hệ giữa quyết định lựa chọn đầu tư thiên vị của các nhà đầu tư nước ngoài và các đặc điểm doanh nghiệp đại diện cho rào cản đầu tư danh mục quốc tế. Nghiên cứu tập trung: (i) tìm ra những đặc điểm của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn đầu tư thiên vị của các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam dựa trên mô hình nghiên cứu kế thừa từ các nghiên cứu về thiên vị đầu tư cục bộ cấp doanh nghiệp trước đây và (ii) giải thích kết quả nghiên cứu dựa trên cơ sở lý thuyết về thiên vị đầu tư cục bộ và các

rào cản tạo ra thiên vị này, cũng như thực trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết

Đầu tư danh mục quốc tế ngày càng phổ biến do quá trình toàn cầu hóa của thị trường tài chính thế giới. Trong vài thập kỷ gần đây, phần lớn các quốc gia trên thế giới đã tự do hóa và bỏ các quy định hạn chế của thị trường vốn và thị trường ngoại hối. Quan trọng hơn, hiện nay các nhà đầu tư đều ý thức được những lợi ích của đầu tư danh mục quốc tế. Tuy nhiên, không phải lúc nào các nhà đầu tư cũng hiện thực hoá những lợi ích có thể của đầu tư danh mục quốc tế. Thực tế cho thấy những rào cản đầu tư danh mục quốc tế thường tạo ra thiên vị đầu tư cục bộ (home-bias) – hiện tượng các nhà đầu tư có xu hướng nắm giữ những tài sản ‘cục bộ’ mà không nắm giữ danh mục đầu tư được đa dạng hóa tốt (các tài sản ‘tổng thể’).

2.1. Lợi ích của đầu tư danh mục quốc tế

Lợi ích quan trọng nhất của đầu tư danh mục quốc tế là đa dạng hoá đầu tư. Quy luật cơ bản của đa dạng hóa là “đa dạng hóa càng rộng, lợi nhuận càng ổn định và rủi ro càng phân tán” (Shapiro 1999). Solnik (1974) nhận định rằng động lực cơ bản của việc nắm giữ danh mục đầu tư đa dạng hóa là để giảm rủi ro và danh mục đầu tư quốc tế có thể đem lại rủi ro thấp hơn nhiều so với danh mục đầu tư quốc nội. Các nghiên cứu của Grubel (1968), Levy & Sarnat (1970) và Solnik (1974) cho thấy lợi ích của đa dạng hóa đầu tư quốc tế là tăng thu nhập mong đợi và giảm biến động của thu nhập mong đợi cho danh mục đầu tư do giảm được tương quan giữa thu nhập của các chứng khoán quốc tế và các chứng khoán quốc nội.

Lợi ích quan trọng khác của đầu tư danh mục quốc tế là khả năng tham gia đầu tư vào các nền kinh tế tăng trưởng cao tại các quốc gia mới nổi. Không những có thể đạt được lợi nhuận đầu tư cao trong những giai đoạn thị trường tăng trưởng mạnh tại các quốc gia mới nổi, lợi ích đa dạng hóa đầu tư cũng đạt được do mối tương quan thấp giữa các quốc gia mới nổi và các quốc gia đã phát triển. Errunza (1997) nhận định rằng các quốc gia đang phát triển, với sự biến động của kinh tế cũng như chính trị, thường đem lại lợi ích đa dạng hóa đầu tư ở mức độ lớn nhất và thu nhập mong đợi cao nhất.

2.2. Rào cản của đầu tư danh mục quốc tế

Các rào cản của đầu tư danh mục quốc tế thường được coi là nguyên nhân chính dẫn đến hiện tượng các nhà đầu tư không hiện thực hoá lợi ích đầu tư danh mục quốc tế. Các rào cản đối với đầu tư danh mục quốc tế có thể được phân loại thành các rào cản hiện và các rào cản ẩn.

Rào cản hiện của đầu tư quốc tế được định nghĩa là những rào cản có thể nhận biết trực tiếp và định lượng được. Các rào cản hiện thường là những rào cản thể chế do các chính phủ của các quốc gia đặt ra vì các lý do chủ quan và khách quan khác nhau. Thị trường thiếu hoàn hảo, các quy định hạn chế sở hữu nước ngoài và các loại phí, thuế là những vấn đề nghiêm trọng cản trở đầu tư quốc tế.

Rào cản ẩn của đầu tư quốc tế được định nghĩa là những rào cản không nhận biết trực tiếp được. Những rào cản ẩn cơ bản bao gồm: (i) thông bất cân xứng là rào cản do các chính phủ không có các quy định đủ mạnh để ngăn ngừa giao dịch nội bộ hoặc các quy định về công bố thông tin chưa theo chuẩn quốc tế về thời gian, tính đầy đủ, minh bạch và chính xác của các nội dung; (ii) thanh khoản là rủi ro thiếu thị trường để giao dịch chứng khoán kịp thời nhằm hạn chế hoặc giảm thiểu rủi ro đầu tư.

Thông tin bất cân xứng trong đầu tư quốc tế phát sinh khi các nhà đầu tư nước ngoài có ít thông tin cần cho đầu tư tại nước sở tại hơn các nhà đầu tư bản địa. Thông tin bất cân xứng dẫn đến việc các nhà đầu tư nước ngoài sẽ đầu tư ít hơn vì rủi ro liên quan đến thông tin bất cân xứng của họ cao hơn. Vì thông tin bất cân xứng là rào cản ẩn, hầu hết các nghiên cứu về thiên vị đầu tư cục bộ phải đưa ra một số giả định về thông tin bất cân xứng cho mô hình nghiên cứu. Kang & Stulz (1997) sử dụng quy mô doanh nghiệp, xuất khẩu và niềm yết quốc tế làm đại diện cho thông tin bất cân xứng. Các tác giả lập luận rằng do thông tin của các doanh nghiệp lớn là đầy đủ hơn nên vấn đề thông tin bất cân xứng sẽ ít hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Vì vậy, quy mô doanh nghiệp có thể là đại diện trực tiếp của thông tin bất cân xứng. Ngoài ra, các tác giả cũng cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài có nhiều khả năng biết về các doanh nghiệp lớn hơn – khi đó quy mô doanh nghiệp là đại diện gián tiếp của thông tin bất cân xứng. Các tỷ lệ tài chính sử dụng các số liệu kế toán luôn sẵn và thông tin giao dịch cơ bản có như đòn bẩy tài chính, tỷ lệ thanh toán hiện hành, thu nhập cổ tức, tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, thu nhập trên

tài sản và thu nhập từ giá cũng được giả định là đại diện gián tiếp cho thông tin bất cân xứng. Mô hình nghiên cứu Kang & Stulz (1997) đã được áp dụng trong hầu hết các nghiên cứu tiếp nối.

Thanh khoản là một đặc tính quan trọng của mọi thị trường trong đó có thị trường chứng khoán. Kang & Stulz (1997) sử dụng quy mô doanh nghiệp và vòng quay cổ phiếu làm đại diện cho tính thanh khoản. Các tác giả đã giải thích một trong những lý do các nhà đầu tư nước ngoài thích lựa chọn các doanh nghiệp lớn là do cổ phiếu các doanh nghiệp này có tính thanh khoản cao. Nghiên cứu này cũng cho thấy rằng các doanh nghiệp có hệ số vòng quay cổ phiếu thấp là các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài thấp. Trong những nghiên cứu tiếp nối, quy mô doanh nghiệp và vòng quay cổ phiếu thường được sử dụng như là đại diện cho tính thanh khoản.

2.3. Thiên vị đầu tư cục bộ

Thiên vị đầu tư cục bộ là hiện tượng có tính toàn cầu khi các nhà đầu tư không tận dụng cơ hội gia tăng thu nhập hoặc giảm bớt rủi ro đầu tư thông qua đầu tư danh mục quốc tế. Định nghĩa thông dụng và cổ điển của thiên vị đầu tư cục bộ là: “khuynh hướng nắm giữ nhiều tài sản quốc nội hơn trong danh mục đầu tư” (Shapiro, 1999).

Dựa trên hệ quả của Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại là danh mục đầu tư cần được đa dạng hóa và danh mục tối ưu là danh mục thị trường, thiên vị đầu tư cục bộ có thể được định nghĩa rộng hơn là sự vi phạm hệ quả của lý thuyết này. Nghiên cứu về thiên vị đầu tư cục bộ chính là việc tìm hiểu sự thiên vị vào những tài sản ‘cục bộ’ và các nhân tố nào ảnh hưởng đến sự thiên vị vào các tài sản ‘cục bộ’ đó.

Đối với các nghiên cứu cấp doanh nghiệp, sự thiên vị thể hiện ở việc phân bổ vốn đầu tư cho các doanh nghiệp tại một quốc gia nhất định không tuân theo danh mục thị trường của quốc gia đó mà tập trung vào các tài sản ‘cục bộ’ là cổ phiếu của các doanh nghiệp có đặc điểm nhất định. Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thiên vị đầu tư cục bộ này là các đặc điểm doanh nghiệp mà các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích khi phân bổ vốn đầu tư giữa các doanh nghiệp cho danh mục đầu tư tại một quốc gia.

Kang & Stulz (1997) nghiên cứu về thiên vị đầu tư cục bộ trên thị trường chứng khoán Nhật Bản từ 1975 đến 1991. Đây là một trong những nghiên cứu đầu tiên về thiên vị đầu tư cục bộ ở cấp độ doanh nghiệp. Các tác giả ghi nhận các nhà đầu tư nước

ngoài trên thị trường Nhật Bản nắm giữ một tỷ trọng không cân bằng và thiên vị cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp sản xuất, các doanh nghiệp lớn, các doanh nghiệp có kết quả kế toán quá khứ tốt, các doanh nghiệp có rủi ro phi hệ thống thấp và có đòn bẩy tài chính thấp; nếu kiểm soát biến quy mô doanh nghiệp, nhà đầu tư nước ngoài ưa thích các doanh nghiệp có tỷ lệ xuất khẩu cao, có doanh thu cao và được niêm yết ở nước ngoài.

Dahlquis & Robertsson (2001) ghi nhận hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ tại thị trường chứng khoán Thụy Điển trong giai đoạn 1991-1997. Nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích các doanh nghiệp lớn, các doanh nghiệp chia cổ tức thấp, có nhiều tiền mặt, có tỷ lệ xuất khẩu cao, và có cổ phiếu niêm yết quốc tế. Các nhà đầu tư không thích các doanh nghiệp có cổ đông lớn chi phối.

Lin & Shiu (2003) nghiên cứu về sở hữu nước ngoài trên thị trường chứng khoán Đài Loan từ 1996 đến 2000. Các tác giả cho thấy rằng các nhà đầu tư nước ngoài có sở thích cao đối với các doanh nghiệp lớn và có tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường thấp do tác động của thông tin bất cân xứng. Các nhà đầu tư nước ngoài cũng ưa thích các doanh nghiệp có tỷ lệ xuất khẩu cao do các doanh nghiệp này thường quen thuộc với họ hơn.

Liljenlom & Loflund (2005) cũng ghi nhận hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ trong nghiên cứu về các nhân tố quyết định sự lựa chọn đầu tư của đầu danh mục tư nước ngoài tại Phần Lan trong giai đoạn 1993-1998. Nghiên cứu cho thấy sở hữu nước ngoài có quan hệ đáng kể đối với các rào cản đầu tư (được lấy đại diện bởi tỷ lệ cổ tức, thanh khoản và quy mô doanh nghiệp) và các biến có liên quan đến lợi nhuận-rủi ro.

Kim & Yoo (2008) nghiên cứu tác động của tự do thị trường vốn tại Hàn Quốc đối với lựa chọn danh mục đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài thường xuyên đầu tư với tỷ trọng cao hơn so với tỷ trọng của danh mục thị trường vào các doanh nghiệp vốn hoá thị trường lớn, các doanh nghiệp tăng trưởng, và các doanh nghiệp có cổ phiếu niêm yết tại nước ngoài; đầu tư với tỷ trọng thấp hơn so với tỷ trọng của danh mục thị trường vào các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu gia đình cao.

Diyarbakirlioglu (2011) nghiên cứu thiên vị đầu tư

cục bộ và thông tin bất cân xứng của các nhà đầu tư nước ngoài trên sàn giao dịch chứng khoán Istanbul (Thổ Nhĩ Kỳ) trong giai đoạn 1997-2008. Tác giả nhận thấy rằng các nhà đầu tư nước ngoài không đầu tư theo danh mục thị trường như Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại gợi ý. Quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận kỳ vọng là các yếu tố quyết định chính cho việc lựa chọn danh mục đầu tư của họ.

Batten & Vo (2015) nghiên cứu sở hữu nước ngoài trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2007 đến năm 2012. Các tác giả thấy rằng các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích các doanh nghiệp lớn, các doanh nghiệp có giá trị và các doanh nghiệp sử dụng phương pháp quản lý tài chính thận trọng.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Kế thừa các mô hình nghiên cứu của Kang & Stulz (1997) và Dahquis & Robertsson (2001), nghiên cứu xây dựng Mô hình hồi quy LSDV (Least Squares Dummy Variable - Mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất sử dụng biến giả) sau:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta'x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Với:

$y_{it} = \frac{w_{it}^F}{w_{it}^M} - 1$ là biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy, dùng để đo lường thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài. Với w_{it}^F và w_{it}^M lần lượt là tỷ trọng vốn hoá thị trường của doanh nghiệp i tại năm t trong danh mục đầu tư của tất cả các nhà đầu tư nước ngoài (F) và trong danh mục thị trường (M). Chênh lệch giữa w_{it}^F và w_{it}^M được thể hiện trên y_{it} và cho thấy thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài. Tỷ lệ y_{it} dương (âm) cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư tập trung nhiều (ít) hơn vào doanh nghiệp i so với danh mục thị trường.

- x_{it} là vector của các biến đặc điểm doanh nghiệp i tại năm t ;

- β' là vector của tham số;

- ε_{it} là phần sai số của doanh nghiệp i tại năm t ;

- α_i là hằng số, bao gồm tác động cố định năm;

Nghiên cứu kiểm định mô hình hồi quy tác động cố định năm với các biến giả năm (Pooled LSDV). Mô hình Pooled LSDV bản chất là mô hình OLS, xem xét tất cả các mẫu quan sát doanh nghiệp-năm (mẫu quan sát được gom chung lại mà không quan tâm đến sự khác biệt giữa các doanh nghiệp) với giả định doanh nghiệp là đồng nhất.

Nghiên cứu sử dụng những phương pháp sau để đánh giá mức độ tin cậy và kiểm duyệt thống kê của mô hình nghiên cứu:

- Kiểm định White để phát hiện phương sai sai số thay đổi;

- Kiểm định Dublin Watson để kiểm định tự tương quan;

- Kiểm định Collinearity để kiểm định đa cộng tuyến.

Các biến đặc điểm doanh nghiệp là biến độc lập sử dụng trong mô hình hồi quy là:

i. Quy mô doanh nghiệp (Size): Quy mô doanh nghiệp được xác định bằng logarit của vốn hoá thị trường của doanh nghiệp tại cuối năm tài chính. Vốn hoá thị trường của doanh nghiệp được tính tại cuối năm và bằng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp nhân với giá thị trường đóng cửa của cổ phiếu doanh nghiệp tại cuối năm tài chính.

ii. Vòng quay cổ phiếu (TR): Hệ số vòng quay cổ phiếu được xác định bằng tổng khối lượng giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp trong một năm chia cho số lượng cổ phiếu lưu hành của doanh nghiệp tại cuối năm tài chính. Nếu doanh nghiệp được niêm yết trong năm, vòng quay cổ phiếu tại năm niêm yết sẽ để trống.

iii. Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR): Tỷ lệ thanh toán hiện hành được tính bằng tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn của doanh nghiệp tại cuối năm tài chính.

iv. Đòn bẩy tài chính (Lev): Đòn bẩy tài chính được tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp tại cuối năm tài chính.

v. Tỷ lệ thu nhập cổ tức (DY): Tỷ lệ thu nhập cổ tức được tính bằng tổng giá trị cổ tức trả trong năm trên giá thị trường đóng cửa của cổ phiếu doanh nghiệp tại cuối năm tài chính.

vi. Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BtM): Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường được tính bằng giá sổ sách trên giá thị trường đóng cửa của cổ phiếu doanh nghiệp tại cuối năm tài chính.

vii. Tỷ lệ thu nhập từ giá (R): Tỷ lệ thu nhập từ giá theo năm của cổ phiếu được xác định bằng (giá đóng cửa điều chỉnh tại cuối năm – giá đóng cửa điều chỉnh tại đầu năm)/giá đóng cửa điều chỉnh tại đầu năm. Nếu doanh nghiệp được niêm yết trong năm, tỷ lệ này tại năm niêm yết sẽ để trống.

viii. Thu nhập trên tài sản (ROA): Thu nhập trên

tài sản được tính bằng thu nhập sau thuế trên tổng tài sản của doanh nghiệp tại cuối năm tài chính.

ix. Hệ số Beta (Beta): Hệ số Beta (Beta) được tính theo phương pháp mô hình thị trường.

3.2. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng cơ sở dữ liệu về sở hữu nước ngoài và các đặc điểm của doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) từ 2009 đến 2018. Các doanh nghiệp lấy mẫu là các doanh nghiệp đang niêm yết trên HOSE và HNX tính tại thời điểm 31/12/2018, các doanh nghiệp đã bị huỷ niêm yết không bao gồm trong mẫu nghiên cứu. Dữ liệu của nghiên cứu được thu thập từ các nguồn khác nhau: dữ liệu doanh nghiệp lấy từ cơ sở dữ liệu của *FiinPro Platform*, dữ liệu về hệ số Beta được lấy từ nguồn *Bloomberg*.

Do các ngân hàng thương mại Việt Nam có hạn chế riêng về tỷ lệ sở hữu cổ phần nước ngoài (tối đa là 30%), và thấp hơn đáng kể so với các loại hình doanh nghiệp khác. Vì vậy, để bảo đảm tính khách quan của kiểm định thống kê, nghiên cứu loại bỏ các ngân hàng thương mại niêm yết ra khỏi mẫu nghiên cứu.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Thống kê mô tả các biến độc lập của mô hình hồi quy được trình bày tại Bảng 1. Nhìn chung, do các doanh nghiệp niêm yết quan sát khá nhiều, trải dài trong 10 năm và các doanh nghiệp này có sự khác nhau về quy mô và loại hình hoạt động nên các biến có mức độ biến thiên khá nhiều (độ lệch chuẩn cao), giá trị thấp nhất và giá trị cao nhất chênh lệch khá lớn.

Bảng 2 trình bày quan hệ tương quan giữa các biến nghiên cứu trong giai đoạn nghiên cứu 2009-2018. Chênh lệch tỷ trọng sở hữu nước ngoài trong danh mục của các nhà đầu tư nước ngoài và danh mục thị trường (biến phụ thuộc y) có tương quan mạnh với Quy mô doanh nghiệp (Size, +), Đòn bẩy tài chính (Lev, -), Thu nhập trên tài sản (ROA, +). Ngoài ra, tương quan Quy mô doanh nghiệp (Size) và Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BtM, -); Vòng quay cổ phiếu (TR) và Hệ số Beta (Beta, +); Tỷ lệ thu nhập cổ tức (DY) và Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BtM,+) cũng đáng kể.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến độc lập

Biến	Số quan sát	Giá trị thấp nhất	Giá trị cao nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
Size	4698	21.0084	33.3746	27.9822	29.9455
TR	4698	0.0002	11.4474	0.7703	1.2632
CR	4698	0.0159	4.9965	1.7101	0.9092
Lev	4698	0.0264	0.9929	0.5220	0.1997
DY	4698	0.0000	3.2581	0.1214	0.1751
R	4698	-0.9100	14.3744	0.1982	0.6774
ROA	4698	-0.9960	0.7837	0.0548	0.0766
BtM	4698	0.0793	30.9739	2.4065	2.0513
Beta	4698	-0.2900	1.7800	0.7110	0.3374

Nguồn: nghiên cứu của tác giả.

4.2. Kết quả kiểm định mô hình

Kết quả kiểm định hồi quy được trình bày ở Bảng 3, với hằng số và các tác động cố định theo năm được lược bỏ. Với mỗi biến, cột đầu ghi nhận hệ số hồi quy, cột thứ hai ghi nhận giá trị t-statistics và cột thứ ba ghi nhận mức xác suất p-value của t-test.

Kết quả của hồi quy theo phương pháp Pooled LSDV đã được hiệu chỉnh phương sai sai số thay đổi theo phương pháp của White, sau khi kiểm định White cho thấy có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Các kiểm định F và Wald đều có ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng các biến sử dụng là hợp lý. Kiểm định đa cộng tuyến với các hệ số VIF đều nhỏ hơn 3 nên không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kiểm định tự tương quan Durbin Watson cũng cho thấy mô

hình không có vấn đề về tự tương quan.

Kết quả kiểm định hồi quy cho thấy thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài có quan hệ có ý nghĩa thống kê với các biến đặc điểm doanh nghiệp sau:

- Quy mô thị trường (Size): tác động dương có ý nghĩa thống kê rất cao (1%);
- Vòng quay cổ phiếu (TR): tác động âm có ý nghĩa thống kê cao (1%);
- Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR): tác động dương có ý nghĩa thống kê cao (1%);
- Đòn bẩy tài chính (Lev): tác động âm có ý nghĩa thống kê cao (1%);
- Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BtM): tác

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan

	W^F/W^M-1	Size	TR	CR	Lev	DY	R	ROA	BtM	Beta
W^F/W^M-1	1.0000									
Size	0.4258	1.0000								
TR	-0.0439	0.0410	1.0000							
CR	0.0204	0.0098	0.0392	1.0000						
Lev	-0.1839	-0.0589	-0.0612	-0.3466	1.0000					
DY	-0.0444	0.2841	-0.0966	-0.0538	0.0581	1.0000				
R	0.0337	0.0955	0.0726	-0.0304	0.0078	-0.0391	1.0000			
ROA	0.1884	0.1815	-0.0911	0.0278	-0.3432	0.2679	0.2199	1.0000		
BtM	-0.1624	0.4937	0.0274	-0.0226	0.1116	0.4621	0.2374	-0.1837	1.0000	
Beta	0.0938	0.2114	0.5214	0.0016	0.0548	0.0319	0.0001	-0.0779	0.1335	1.0000

Nguồn: nghiên cứu của tác giả.

Bảng 3: Kết quả hồi quy

Biến	Mô hình Pooled LSDV hiệu chỉnh			Hệ số VIF
	Hệ số tương quan	Giá trị t-Stat.	Mức xác suất P-value	
Size	0.1645	25.1497	0.0000	1.8393
TR	-0.0355	-6.0036	0.0000	1.6382
CR	0.0445	3.8660	0.0001	1.6241
Lev	-0.3457	-6.7324	0.0000	2.1996
DY	0.0884	1.8010	0.0718	2.1345
R	-0.0182	-1.3996	0.1617	1.5189
ROA	0.2888	1.5757	0.1152	2.4697
BtM	0.0219	5.3151	0.0000	1.9561
Beta	0.0042	0.1215	0.9033	2.8599
<i>R bình phương</i>	<i>0.2586</i>			
<i>R bình phương điều chỉnh</i>	<i>0.2557</i>			
<i>Kiểm định F</i>	<i>90.6663</i>		<i>0.0000</i>	
<i>Kiểm định Wald F</i>	<i>60.2194</i>		<i>0.0000</i>	
<i>Kiểm định Durbin Watson</i>	<i>0.4793</i>			

Nguồn: nghiên cứu của tác giả.

động dương có ý nghĩa thống kê cao (1%).

Kết quả nghiên cứu cho thấy trong khoảng thời gian nghiên cứu, các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam có quyết định đầu tư thiên vị vào các doanh nghiệp có vốn hoá thị trường lớn, có rủi ro kế toán thấp (thể hiện ở tương quan dương với CR và tương quan âm Lev) và được định giá thấp (tương quan dương với BtM). Ngoài ra, các nhà đầu tư nước ngoài còn lựa chọn các cổ phiếu có Vòng quay cổ phiếu thấp.

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Quan hệ giữa thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài và quy mô doanh nghiệp là quan hệ được thể hiện rõ ràng nhất. Kết quả này là tương đồng với kết quả các nghiên cứu của Kang & Stulz (1997), Dahlquist & Robertsson (2001), Lin & Shiu (2003), Liljenlom & Loflund (2005), Kim & Yoo (2008), Diyarbakirlioglu, và Batten & Vo (2015). Có thể lý giải cho hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ vào các doanh nghiệp có vốn hoá cao của các nhà đầu tư nước ngoài dựa trên cơ sở lý luận của rào cản đầu tư danh mục quốc tế. Thứ nhất, hiện tượng này là do rào cản về thông tin bất cân xứng. Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài gặp phải khó khăn đáng kể trong việc tìm kiếm thông tin công bố bằng tiếng Anh của

các doanh nghiệp niêm yết. Sự thiếu đầy đủ và chưa kịp thời của thông tin thị trường và doanh nghiệp bằng tiếng Anh chính là một yếu điểm chưa được khắc phục của thị trường Việt Nam trong thời gian qua. Các doanh nghiệp có chất lượng công bố thông tin tốt lại là các doanh nghiệp có vốn hoá cao. Thứ hai, các doanh nghiệp có vốn hoá lớn là các doanh nghiệp có khả năng được các nhà đầu tư nước ngoài biết đến nhiều hơn. Tại Việt Nam, các doanh nghiệp có vốn hoá lớn thường là các doanh nghiệp có phạm vi kinh doanh rộng và bao gồm các hoạt động kinh doanh, đầu tư và huy động vốn quốc tế. Thứ ba, các doanh nghiệp có vốn hoá cao có thể có khối lượng cổ phiếu sẵn sàng giao dịch cao, giao dịch lớn nên đảm bảo được tính thanh khoản cho nhà đầu tư ngoại. Tại Việt Nam, các cổ phiếu có vốn hoá lớn thường là các cổ phiếu bluechip có khối lượng giao dịch cao và có thanh khoản tốt.

Quan hệ âm giữa thiên vị đầu tư cục bộ của nhà đầu tư nước ngoài và đòn bẩy tài chính (Lev) là có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu là tương đồng với kết quả nghiên cứu của Kang & Stulz (1997), Dahlquist & Robertsson (2001) và Batten & Vo (2015) và ngược với kết quả của Kim & Yoo (2008) và Diyarbakirlioglu (2011). Có thể lý giải cho mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và đòn bẩy tài chính

dựa trên cơ sở lý luận của thông tin bất cân xứng. Đòn bẩy tài chính cho biết mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp theo số liệu của bảng cân đối kế toán, là đại diện cho tình trạng tài chính dài hạn của doanh nghiệp. Nếu các nhà đầu tư nước ngoài có ít thông tin hơn các nhà đầu tư trong nước, chỉ tiêu này có thể được họ sử dụng như là thước đo quan trọng, trong một số trường hợp tỷ lệ này có thể là công cụ có sẵn duy nhất cho họ để đo lường mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Vòng quay cổ phiếu tác động âm tới thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài hàm ý rằng các nhà đầu tư này có quyết định lựa chọn đầu tư thiên vị vào cổ phiếu các doanh nghiệp có vòng quay cổ phiếu thấp. Mối quan hệ giữa thiên vị đầu tư cục bộ (hay sở hữu) của các nhà đầu tư nước ngoài và vòng quay cổ phiếu đã được chứng thực tại các nghiên cứu thực nghiệm của Dahlquist & Robertsson (2001), Liljenlom & Loflund (2005), Kim & Yoo (2008) và Batten & Vo (2015). Tại Việt Nam khi hạn mức tối đa của sở hữu nước ngoài còn tồn tại, tác động âm giữa vòng quay cổ phiếu và thiên vị đầu tư cục bộ có thể xảy ra nếu những doanh nghiệp được các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích không có lượng cổ phiếu sẵn sàng giao dịch cao hoặc hạn mức cho nhà đầu tư nước ngoài đã đạt cực đại và các doanh nghiệp này có khối lượng cổ phiếu niêm yết lớn.

Quan hệ dương giữa thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR) là có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu là tương đồng với kết quả nghiên cứu của Dahlquist & Robertsson (2001), Kim & Yoo (2008) và Diyarbakirlioglu (2011). Có thể lý giải cho mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và tỷ lệ thanh toán hiện hành dựa trên cơ sở lý luận của thông tin bất cân xứng. Nếu các nhà đầu tư nước ngoài có ít thông tin hơn các nhà đầu tư trong nước, chỉ tiêu này có thể được họ sử dụng như là thước đo quan trọng cho rủi ro tài chính ngắn hạn của doanh nghiệp.

Quan hệ dương giữa thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BtM) là có ý nghĩa thống kê. Quan hệ này được tìm thấy trong hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, tuy nhiên đa số các nghiên cứu trước đây đều có kết quả tác động trái chiều với kết quả của nghiên cứu. Fama & French (1992) cho thấy rằng doanh nghiệp có tỷ lệ giá trị

sổ sách trên giá trị thị trường thấp (doanh nghiệp ‘tăng trưởng’) thường xuyên có kết quả hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp có tỷ lệ này cao. Ngược lại, các doanh nghiệp có tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao (doanh nghiệp ‘giá trị’) thường có cổ phiếu được định giá thấp. Vì vậy, việc tìm thấy quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa giá trị sổ sách trên giá trị thị trường và thiên vị đầu tư cục bộ ủng hộ giả thuyết về thông tin bất cân xứng, còn dấu của tương quan thể hiện quyết định lựa chọn đầu tư theo thu nhập – rủi ro của các nhà đầu tư nước ngoài.

4.3. Kết luận và các gợi ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy các đặc điểm doanh nghiệp như Quy mô doanh nghiệp, Đòn bẩy tài chính, Vòng quay cổ phiếu, Tỷ lệ thanh toán hiện hành và Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường có tác động có ý nghĩa thống kê tới thiên vị đầu tư cục bộ các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo đó, các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư với tỷ trọng cao hơn so với tỷ trọng của danh mục thị trường vào các doanh nghiệp có quy mô lớn, có rủi ro kế toán thấp và được định giá thấp.

Quan hệ giữa các đặc điểm doanh nghiệp và quyết định đầu tư thiên vị của các nhà đầu tư nước ngoài được nghiên cứu lý giải dựa trên cơ sở lý thuyết về rào cản của đầu tư danh mục quốc tế. Việc tìm thấy được ảnh hưởng của các đặc điểm doanh nghiệp tới quyết định đầu tư thiên vị của các nhà đầu tư nước ngoài cho thấy các rào cản đầu tư như thông tin bất cân xứng và thanh khoản là hiện hữu và có tác động đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thông tin và thanh khoản là những yếu tố then chốt đối với thu hút hoặc cản trở đầu tư danh mục quốc tế. Các doanh nghiệp có mức độ thông tin bất cân xứng cao sẽ kém hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài do thiếu thông tin làm tăng rủi ro nhận thức. Rủi ro thanh khoản là rào cản khác mà các nhà đầu tư nước ngoài gặp phải khi đầu tư vào cổ phiếu các doanh nghiệp Việt Nam do phần lớn các doanh nghiệp có quy mô niêm yết thấp và có hạn chế sở hữu nước ngoài. Vì vậy, một số gợi ý chính sách có thể được đưa ra dựa trên kết quả nghiên cứu như sau:

(i) Cơ quan quản lý nhà nước cần có các thay đổi chính sách để tăng cường sự minh bạch, chính xác và kịp thời của thông tin doanh nghiệp niêm yết như: hoàn thiện chuẩn mực kế toán theo chuẩn mực

kế toán quốc tế, tăng cường giám sát công bố thông tin và tăng mức sử phạt đối với vi phạm về công bố thông tin. Để nâng cao thanh khoản, những hạn chế về sở hữu nước ngoài nên được loại bỏ hoặc giảm bớt đối với các ngành không trọng yếu, bao gồm cả việc giảm bớt danh sách các ngành trọng yếu. Ngoài ra, để mở cửa cho dòng vốn ngoại đối với các doanh nghiệp trong nước chưa sẵn sàng xoá bỏ hoàn toàn hạn chế sở hữu nước ngoài vì các lý do khác nhau, chính phủ có thể cân nhắc một số sản phẩm đầu tư chuyên cho các nhà đầu tư nước ngoài như cổ phiếu hay chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết theo kinh nghiệm của các nước có điều kiện tương đồng.

(ii) Các doanh nghiệp cần nâng cao tính tự tuân thủ và tự giác trong công bố thông tin. Ngoài ra, để thu hút dòng vốn ngoại tốt hơn, các doanh nghiệp có thể chủ động nâng cao chất lượng công bố thông

tin theo chuẩn quốc tế và có phiên bản công bố bằng tiếng Anh. Việc chủ động tăng trần và tiến tới xoá bỏ hạn mức tối đa của sở hữu nước ngoài cũng cần được các doanh nghiệp cân nhắc thực hiện nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh tự do hoá và mở cửa thị trường hiện nay.

Trong khoảng thời gian nghiên cứu từ 2009 đến 2018, thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều thay đổi, nhiều chính sách mở cửa và thu hút đầu tư danh mục nước ngoài quan trọng đã được ban hành và đưa vào thực hiện. Hạn chế của nghiên cứu này là chưa cho thấy được những thay đổi của mối quan hệ giữa các đặc điểm doanh nghiệp và thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà đầu tư nước ngoài theo thời gian để đánh giá sự phát triển của thị trường và sự hiệu quả của các chính sách mở cửa. Hạn chế này được xác định làm mục tiêu định hướng của nghiên cứu tiếp theo.

Lời thừa nhận/Cảm ơn: Nội dung bài viết có một phần nghiên cứu do đề tài Độc lập cấp Nhà nước mã số: ĐTĐL.XH-04/19 tài trợ.

Tài liệu tham khảo

- Batten, J. & Vo, V. (2015), 'Foreign ownership in emerging stock market', *Journal of Multinational Financial Management*, 32-33, 15-24.
- Dahlquist, M. & Robertsson, G. (2001), 'Direct foreign ownership, institution investors, and firm characteristics', *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440.
- Diyarbakirlioglu, E. (2011), 'Foreign equity flows and the "Size Bias": Evidence from an emerging stock market', *Emerging Markets Review*, 12, 485-509.
- Errunza, V.R. (1997), 'Gain from Portfolio Diversification into Less Developed Countries', *Journal of International Business Studies*, 8(2), 83-99.
- Fama, E. & French, K.R. (1992), 'The cross-section of expected returns', *Journal of Finance*, 47, 427-466.
- Grubel, H.G. (1968), 'Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows', *American Economic Review*, 58, 1299-1314.
- Kang, J. – K. & Stulz, R.M. (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. & Yoo, S.S. (2008), 'Market liberalization and foreign equity portfolio selection in Korea', *Journal of Multinational Financial Management*, 19, 206-220.
- Liljenlom, E. & Loflund, A. (2005), 'Determinants of international portfolio investment flows to a small market: Empirical evidence', *Journal of Multinational Financial Management*, 15, 211-233.
- Lin, C. & Shiu, C. (2003), 'Foreign ownership in the Taiwan stock market – an empirical analysis', *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 19-41.
- Levy, H. & Sarnat, M. (1970), 'International Diversification of Investment Portfolios', *American Economic Review*, 60, 668-675.
- Shapiro, A.C. (1999), *Multination financial management*, Willey, 6th ed.
- Solnik, B.H. (1974), 'Why Not Diversify Internationally rather than Domestically?', *Financial Analyst Journal*, 30(4), 48-54.