

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

ĐẶNG TÙNG LÂM

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng - dangtclam@due.edu.vn

Ngày nhận:

09/03/2016

Ngày nhận lại:

09/05/2016

Ngày duyệt đăng:

12/05/2016

Mã số:

0316-G19-V02

Tóm tắt

Nghiên cứu này nhằm đánh giá ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2007 đến 2014 và phân tích hồi quy dựa trên dữ liệu bảng. Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu cổ đông lớn có ảnh hưởng nghịch chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với lập luận cổ đông lớn góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu và giảm mức độ đồng biến động của giá cổ phiếu.

Abstract

This study aims to investigate the effect of large shareholders on stock price synchronicity. By using a comprehensive data set for all stocks listed on Hochiminh Stock Exchange (HOSE) from 2007 to 2014 and panel regression analyses, the results suggest that large shareholders have negative impact on stock price synchronicity, which is consistent with the argument that large shareholders contribute to improving the informativeness of stock prices and thus reducing the extent to which stock prices co-move.

Từ khóa:

Đồng biến động giá cổ phiếu, tính thông tin của giá cổ phiếu, sở hữu cổ đông lớn.

Keywords:

Stock price synchronicity, stock price informativeness, large shareholders.

1. Giới thiệu

Quá trình thu thập, phân tích thông tin đặc thù công ty có liên quan đến giá trị (Firm-Specific Value-Relevant Information) và mua, bán cổ phiếu của công ty dựa trên các thông tin đó được gọi là quá trình chuyển hóa thông tin vào giá cổ phiếu; do vậy làm cho giá cổ phiếu mang tính thông tin (Informativeness) (Grossman, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). Khi giá cổ phiếu ít (hoặc không) phản ánh các thông tin liên quan đến giá trị công ty, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng đồng biến động với nhau (Synchronicity) và tạo nên xu hướng đồng biến động chung của thị trường (Roll, 1988; Morck, Yeung & Yu, 2000; Jin & Myers, 2006)¹.

Nghiên cứu này nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) VN². Mặc dù các nghiên cứu trên thế giới cho thấy có mối quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn trong một công ty và sự đồng biến động giá cổ phiếu (Brockman & Yan, 2009; Gul, Kim & Qiu, 2010; He & cộng sự, 2013; Boubaker, Mansali & Rjiba, 2014), sự khác nhau về môi trường thể chế và môi trường thông tin giữa các quốc gia có thể dẫn đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và sự đồng biến động giá cổ phiếu cũng khác nhau, thậm chí không tồn tại, trên các quốc gia khác nhau. Cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào về vấn đề này được ghi nhận tại VN.

Nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng cả về mặt học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, về mặt học thuật, nghiên cứu làm rõ thêm mối quan hệ giữa sở hữu của cổ đông lớn và sự đồng biến động giá cổ phiếu ở một nước đang phát triển là VN. Cho đến nay, đây vẫn là chủ đề chưa được nghiên cứu nhiều ở các nước đang phát triển. Thứ hai, về mặt thực tiễn, nghiên cứu này có ý nghĩa nhằm cung cấp những hàm ý quan trọng cho các doanh nghiệp trong vấn đề quản trị công ty, các cơ quan quản lý nhà nước về hoạt động của TTCK trong việc gia tăng hiệu quả của thị trường, và nhà đầu tư trong việc phân tích đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Môi trường vĩ mô, nhân tố đặc thù công ty và sự đồng biến động giá cổ phiếu

Kể từ khi Roll (1988) chứng minh sự đồng biến động giá cổ phiếu chịu tác động bởi thông tin liên quan đến giá trị công ty, nghiên cứu đồng biến động giá cổ phiếu đã thu hút sự quan tâm đáng kể của những nhà nghiên cứu học thuật trên thế giới trên nhiều

khía cạnh khác nhau. Ở góc độ vĩ mô, nghiên cứu của Morck, Yeung và Yu (2000) cho thấy giá cổ phiếu có xu hướng đồng biến động cao ở các nước đang phát triển, ở những nước có môi trường thể chế yếu hoặc thiếu sự bảo vệ cho quyền lợi của nhà đầu tư. Jin và Myers (2006) nhận xét giá cổ phiếu đồng biến động cao ở các nước có môi trường thông tin không minh bạch. Li và cộng sự (2004) ghi nhận có sự đồng biến động giá cổ phiếu lớn đáng kể ở các nước hội nhập thấp về mặt kinh tế hoặc tài chính vào nền kinh tế thế giới.

Ở góc độ công ty, một số nghiên cứu thực nghiệm cho thấy những nhân tố liên quan đến môi trường thông tin của công ty đóng vai trò quan trọng trong việc tăng hay giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu so với sự biến động chung của thị trường. Cụ thể, nghiên cứu của Hutton, Marcus và Tehranian (2009); Kim và Shi (2012) cho thấy trong những công ty với môi trường thông tin minh bạch, nhà đầu tư bên ngoài có thể dễ dàng tiếp cận những thông tin liên quan đến giá trị cổ phiếu và tiến hành giao dịch cổ phiếu của công ty dựa trên những thông tin đó. Điều này dẫn đến giá cổ phiếu của công ty mang tính thông tin cao và ít có xu hướng đồng biến động với thị trường.

2.1.2. Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu

Các nghiên cứu trước đây cho thấy cổ đông lớn có thể làm tăng tính thông tin của giá cổ phiếu và giảm đi sự đồng biến động, thông qua hai cơ chế sau:

Thứ nhất, cổ đông lớn có thể góp phần làm tăng chất lượng công bố thông tin của các công ty họ đang nắm giữ cổ phiếu. Jin và Myers (2006) phát triển mô hình lý thuyết và chứng minh môi trường thông tin kém minh bạch sẽ làm giá cổ phiếu có xu hướng đồng biến động cao với thị trường. Điều này là do những người điều hành công ty thường có xu hướng tư lợi dựa trên tài sản chung của những cổ đông khác (Shleifer & Vishny, 1989; Morck, 1996). Để che đậy những hành động mang tính tư lợi của mình, những người điều hành công ty thường có động cơ thao túng thông tin trên các BCTC và có xu hướng chỉ công bố ra thị trường những thông tin có lợi cho họ. Điều này sẽ làm cho giá cổ phiếu ít có tính thông tin và có xu hướng đồng biến động cao với thị trường.

Vấn đề trên có thể được giải quyết thông qua vai trò của cổ đông lớn. Do quyền lợi đáng kể của cổ đông lớn trong công ty, cổ đông lớn có động lực và điều kiện để theo dõi, giám sát ban điều hành và hoạt động của công ty. Điều này giúp gia tăng sự minh bạch của công ty và lượng thông tin được công bố đến thị trường sẽ đáng tin cậy và kịp thời hơn, giúp làm giảm đồng biến động giá cổ phiếu.

Thứ hai, cổ đông lớn có thể cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu thông qua các giao dịch dựa trên thông tin của họ. So với các nhà đầu tư nhỏ, cổ đông lớn thường có điều kiện và khả năng tốt hơn để thu thập, xử lý thông tin liên quan đến giá trị cổ phiếu. Do vậy, giao dịch cổ phiếu dựa trên thông tin của các nhà đầu tư lớn sẽ làm cho quá trình

chuyển hóa thông tin vào giá cổ phiếu diễn ra nhanh chóng và dễ dàng. Do đó, giá cổ phiếu ít có xu hướng đồng biến động với thị trường (Admati & Pfleiderer, 2009; Edmans, 2009; Edmans & Manso, 2011).

Một số nghiên cứu trên thế giới đã cung cấp những minh chứng liên quan đến ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Brockman và Yan (2009) dựa trên mẫu các công ty ở Mỹ cho thấy sở hữu của cổ đông lớn trong công ty làm cho giá cổ phiếu ít đồng biến động với thị trường. Sử dụng dữ liệu của các công ty ở Pháp, Boubaker, Mansali và Rjiba (2014) lập luận đồng biến động giá cổ phiếu có xu hướng giảm khi cổ đông lớn của công ty nắm giữ phần lớn quyền kiểm soát dòng tiền. Nghiên cứu của Gul, Kim và Qiu (2010) là phân tích duy nhất về quan hệ giữa sở hữu của cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu ở một nước đang phát triển là Trung Quốc. Các tác giả này giải thích đồng biến động giá cổ phiếu là một hàm phi tuyến tính dạng lồi của sở hữu cổ đông lớn. He và cộng sự (2013) sử dụng mẫu gồm 3.189 công ty từ 40 quốc gia. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ nghịch chiều giữa sở hữu cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu.

Cho đến nay chưa có một nghiên cứu nào về chủ đề này được ghi nhận ở VN. Việc nghiên cứu cụ thể đối với các công ty niêm yết trên TTCK VN cho phép tác giả kiểm soát nhân tố môi trường thể chế và xác định có tồn tại hay không và theo chiều hướng như thế nào về ảnh hưởng của cổ đông lớn đến đồng biến động giá cổ phiếu. Dựa trên cơ sở lý thuyết và một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới được trình bày ở trên, giả thuyết nghiên cứu chính trong nghiên cứu là sở hữu cổ đông lớn góp phần làm giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm cả dữ liệu kế toán trên các BCTC và dữ liệu giá cổ phiếu của các công ty. Dữ liệu được cung cấp bởi StoxPlus, một công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các công ty ở VN³. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong khoảng thời gian 2007–2014.

2.2.2. Xây dựng các biến

(i) Đồng biến động giá cổ phiếu

Trong nghiên cứu này, tác giả dựa trên phương pháp của các nghiên cứu trước đây như Roll (1988), Morck, Yeung và Yu (2000) để đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu của

mỗi công ty cho mỗi năm. Cụ thể, tác giả sử dụng giá trị 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 bao gồm toàn bộ cổ phiếu niêm yết.

R^2 của mô hình (1) có thể được hiểu theo 2 nghĩa: (1) R^2 đơn thuần chỉ là một giá trị đo lường độ thích hợp (the Goodness of Fit) của mô hình hồi quy trong kinh tế lượng. Một giá trị R^2 thấp thể hiện mô hình “yếu”; và (2) R^2 là giá trị đo lường mức độ biến động của tỉ suất lợi tức cổ phiếu i được gây ra bởi biến động chung của thị trường. Theo nghĩa này, một giá trị R^2 thấp cho thấy biến động giá cổ phiếu là do phần lớn bởi thông tin đặc thù công ty và ít chịu ảnh hưởng của thị trường. Nói cách khác, R^2 thấp hàm ý giá cổ phiếu ít đồng biến động theo xu hướng chung của thị trường.

Bởi vì giá trị R^2 bị giới hạn giữa 0 và 1, dựa trên cách tiếp cận trong phân tích đồng biến động giá cổ phiếu của Morck, Yeung và Yu (2000), tác giả biến đổi logarit giá trị R^2 để tạo ra một đo lường thích hợp trong phân tích hồi quy như sau:

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

(ii) *Sở hữu cổ đông lớn*

Tương tự như nghiên cứu của Heflin và Shaw (2000); Brockman, Chung và Yan (2009), cổ đông lớn (Block) được định nghĩa là những cổ đông nắm giữ từ 5% trở lên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty. Ngoài ra, tác giả cũng chia cổ đông lớn thành 2 nhóm cổ đông: Cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài (Block_FO), và cổ đông lớn là nhà đầu tư trong nước (Block_DO) nhằm phân tích thêm ảnh hưởng của mỗi nhóm cổ đông. Cổ đông nhỏ (NonBlock) được xác định là những cổ đông nắm giữ ít hơn 5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty. Khi thông tin về sở hữu của mỗi nhóm cổ đông bị bỏ trống, tác giả dựa theo nghiên cứu của Ferreira và Matos (2008) ấn định giá trị 0 cho biến sở hữu của nhóm cổ đông đó.

(iii) *Biến kiểm soát*

Để loại bỏ khả năng tác động chi phối của những biến đặc thù công ty đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu, tác giả kiểm soát trong mô hình hồi quy những biến đặc thù công ty nhằm tách rời ảnh hưởng ròng của biến sở hữu cổ đông lớn đến đồng biến động giá cổ phiếu. Các biến kiểm soát đặc thù công ty được xác định dựa trên các

nguyên 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 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 thị trường của toàn bộ số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính;

- Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (MB), được xác định bằng Logarit tự nhiên của tỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính;

- Đòn bẩy (LEV), được xác định bằng tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang được tính;

- Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty (ROA), được xác định bằng tỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm đang 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 đang được tính;

- Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu (StdRet), được xác định bằng độ lệch chuẩn của tỉ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trong năm đang được tính;

- Tỉ 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 đang 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 hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (Outliers), tác giả biến đổi (Winsorizing) các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến, hoặc thay thế bằng những giá trị thích hợp.

2.2.3. Mô hình phân tích

Tác giả thực hiện phân tích ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$\text{Synch}_{i,t} = \alpha + \beta \text{Block}_{i,t-1} + \sum \gamma_j \text{Controls}_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó, Synch_i là đồng biến động giá cổ phiếu của công ty i được đo lường bởi Ψ như được trình bày ở Mục (i); Block_i là biến sở hữu cổ đông lớn được định nghĩa ở Mục (ii); Control_i là các biến kiểm soát đặc thù 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 nắm lên ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ (lagged)⁴.

Thông thường đối với dữ liệu tài chính dạng bảng, luôn có khả năng tồn tại cả 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 nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả của biến đồng biến động giá cổ phiếu, biến sở hữu cổ đông lớn và các biến kiểm soát. Đồng biến động giá cổ phiếu trung bình của các công ty trong khoảng thời gian mẫu là 0,254 như được đo lường bằng giá trị R^2 từ hồi quy mô hình thị trường (1). Điều này cho thấy giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN có xu hướng đồng biến động cao với thị trường, nhất quán với phát hiện trong nghiên cứu trước đây trên thế giới (Morck, Yeung & Yu, 2000). Trung bình, cổ đông lớn sở hữu 13,1% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty niêm yết, và phần lớn cổ phiếu này được nắm giữ bởi cổ đông lớn là nhà đầu tư trong nước (10,5%).

Bảng 1

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Phân vị 75%	Phân vị 25%	Giá trị nhỏ nhất
R^2	1.691	0,254	0,204	0,856	0,418	0,063	0,000
Block	2.480	0,131	0,212	1,000	0,191	0,000	0,000
Block_FO	2.480	0,027	0,079	0,684	0,000	0,000	0,000
Block_DO	2.480	0,105	0,193	1,000	0,126	0,000	0,000
NonBlock	2.480	0,278	0,282	1,000	0,490	0,000	0,000
MV	2.239	-1,146	1,644	4,609	-0,304	-2,128	-8,413
MB	2.239	-0,074	0,791	2,605	0,454	-0,624	-2,591
LEV	2.022	0,122	0,153	0,967	0,177	0,009	0,000
ROA	2.179	0,077	0,086	0,717	0,110	0,024	-0,646

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Phân vị 75%	Phân vị 25%	Giá trị nhỏ nhất
Turnover	1.556	0,075	0,100	1,204	0,095	0,013	0,000
StdRet	1.484	0,142	0,069	0,503	0,180	0,092	0,023
ARet	1.379	-0,026	0,459	1,983	0,262	-0,326	-0,998

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Bảng 2 cho thấy cả 3 biến đo lường sở hữu cổ đông lớn (Block), cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài (Block_FO), và cổ đông lớn là nhà đầu tư trong nước (Block_DO) đều có tương quan nghịch với biến đồng biến động giá cổ phiếu. Ngược lại, biến sở hữu của cổ đông nhỏ (NonBlock) có tương quan thuận với biến đồng biến động giá cổ phiếu. Các kết quả này ủng hộ giả thuyết về quan hệ giữa các biến sở hữu và đồng biến động giá cổ phiếu. Nhìn chung, tương quan giữa các biến là thấp, và do vậy loại bỏ khả năng đa cộng tuyến trong các phân tích hồi quy⁵.

Bảng 2

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	Ψ	Block	Block_FO	Block_DO	NonBlock	MV	MB	LEV	ROA	Turnover	StdRet	ARet
Ψ	1,000											
Block	-0,109	1,000										
Block_FO	-0,029	0,409	1,000									
Block_DO	-0,110	0,930	0,054	1,000								
NonBlock	0,158	0,245	0,118	0,219	1,000							
MV	-0,016	0,111	0,187	0,046	0,063	1,000						
MB	-0,171	-0,045	0,056	-0,073	-0,075	0,537	1,000					
LEV	0,029	0,032	-0,025	0,047	-0,024	0,169	0,014	1,000				
ROA	-0,048	-0,104	0,002	-0,115	-0,054	0,207	0,315	-0,253	1,000			
Turnover	0,311	-0,144	-0,099	-0,115	0,203	-0,214	-0,246	-0,070	-0,072	1,000		
StdRet	0,281	-0,012	-0,042	0,003	0,091	-0,178	-0,151	-0,016	-0,041	0,335	1,000	
ARet	-0,028	-0,031	0,045	-0,049	-0,014	0,018	0,089	-0,039	0,162	0,177	0,142	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

3.2. Kết quả thực nghiệm

3.2.1. Sở hữu cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy của mô hình (3). Trong cột (1) của bảng, tác giả chỉ bao gồm biến sở hữu cổ đông lớn (*Block*) và các biến kiểm soát. Kết quả cho thấy sở hữu cổ đông lớn có ảnh hưởng nghịch đến đồng biến động giá cổ phiếu với mức ý nghĩa 1%. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến sở hữu cổ đông lớn ở Bảng 3 là -1,059 (t -stat=-2,68). Kết quả này phù hợp với lập luận sở hữu cổ đông lớn trong một công ty góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu, do vậy giảm đi sự đồng biến động giá cổ phiếu của công ty. Kết quả này cũng nhất quán với các phát hiện của một số nghiên cứu trên thế giới về ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu như Brockman và Yan (2009), Gul, Kim và Qiu (2010), Boubaker, Mansali và Rjiba (2014).

Ước lượng hệ số trên các biến kiểm soát cũng thống nhất với các kết quả được ghi nhận trong các nghiên cứu trên thế giới. Cụ thể, cổ phiếu của các công ty với vốn hóa thị trường lớn (*MV*), với thanh khoản cổ phiếu cao (*Turnover*) có xu hướng đồng biến động cao với thị trường. Trái lại, cổ phiếu tăng trưởng (*MB*) ít có xu hướng đồng biến động với thị trường. Ngoài ra, giá trị R^2 của các mô hình hồi quy đều tương đối cao (~35%), cho thấy rằng các biến được lựa chọn cùng với các ảnh hưởng cố định trong mô hình giải thích một phần đáng kể thay đổi của biến phụ thuộc trong hồi quy.

Bảng 3

Cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu

Biến độc lập	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
Block	-1,059*** (-2,68)	-1,122*** (-2,90)		
Block_FO			-1,15 (-1,31)	-1,124 (-1,27)
Block_DO			-1,058** (-2,59)	-1,135*** (-2,85)
NonBlock		0,455* (1,75)		0,451* (1,73)
MV	0,466*** (7,31)	0,454*** (7,20)	0,467*** (7,29)	0,453*** (7,16)

Biến độc lập	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
MB	-0,723*** (-6,21)	-0,719*** (-6,17)	-0,724*** (-6,18)	-0,719*** (-6,13)
LEV	-0,406 (-0,80)	-0,344 (-0,69)	-0,407 (-0,80)	-0,34 (-0,68)
ROA	-0,723 (-0,74)	-0,642 (-0,66)	-0,725 (-0,74)	-0,643 (-0,66)
Turnover	6,409*** (5,82)	6,037*** (5,65)	6,398*** (5,81)	6,032*** (5,65)
StdRet	0,93 (0,92)	1,04 (1,04)	0,919 (0,90)	1,035 (1,03)
ARet	-0,656*** (-4,73)	-0,651*** (-4,69)	-0,652*** (-4,68)	-0,649*** (-4,65)
Constant	-1,160*** (-3,49)	-1,155*** (-3,49)	-1,161*** (-3,49)	-1,157*** (-3,49)
Fixed effects	IY	IY	IY	IY
NObs	1203	1203	1203	1203
Adj. R2	34,7%	34,9%	34,6%	34,8%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: Biến phụ thuộc: $\Psi = \log(R2/(1-R2))$

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

Trong cột (2) của Bảng 3, tác giả kiểm soát thêm biến sở hữu của cổ đông nhỏ (NonBlock) trong mô hình hồi quy. Dựa vào kết quả ở cột (1) có thể bị tác động chi phối bởi ảnh hưởng của sở hữu cổ đông nhỏ, việc kiểm soát thêm biến NonBlock trong mô hình hồi quy cho phép tác giả cô lập ảnh hưởng (nếu có) của biến NonBlock đến quan hệ giữa biến sở hữu của cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu. Như có thể thấy, ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu vẫn tương tự như được thể hiện trong cột (1) thậm chí sau khi biến sở hữu của cổ đông nhỏ (NonBlock) được kiểm soát trong mô hình. Các ước lượng hệ số của biến Block vẫn âm và ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Đáng chú ý, sở hữu của cổ đông nhỏ ảnh hưởng thuận đến sự đồng biến động của giá cổ phiếu. Cụ thể, ước lượng hệ số của NonBlock dương và ý

nghĩa thống kê ở mức 10%, cho thấy giao dịch cổ phiếu của những nhà đầu tư này dường như chủ yếu dựa trên thông tin chung của thị trường.

Ở cột (3) và (4) của Bảng 3, tác giả chia sở hữu của cổ đông lớn thành hai nhóm: Cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài (*Block_FO*) và cổ đông lớn là nhà đầu tư trong nước (*Block_DO*). Đồng biến động giá cổ phiếu gắn liền với mỗi nhóm nhà đầu tư sẽ phụ thuộc vào giá trị thông tin, và do vậy giao dịch dựa trên thông tin của nhóm nhà đầu tư đó.

Kết quả từ cột (3) và (4) của Bảng 3 cho thấy chỉ nhóm cổ đông lớn là nhà đầu tư trong nước có ảnh hưởng nghịch chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Cụ thể, hệ số ước lượng trên biến *Block_DO* âm và ý nghĩa thống kê ở mức 1%, chỉ ra nhóm nhà đầu tư này dường như có những lợi thế thông tin hơn.

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

Phân tích trên cho thấy tồn tại quan hệ nghịch chiều giữa sở hữu cổ đông lớn và sự đồng biến động giá cổ phiếu sau khi đã kiểm soát những biến đặc thù công ty và các ảnh hưởng cố định ngành, năm có thể tác động chi phối đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, tác giả nhận thấy hai vấn đề nội sinh (Endogeneity) có thể ảnh hưởng đến các kết quả:

Thứ nhất, có thể có tác động theo chiều ngược lại từ đồng biến động giá cổ phiếu đến sở hữu của cổ đông lớn. Điều này có thể xảy ra nếu như những nhà đầu tư lớn “chủ ý” lựa chọn đầu tư vào những cổ phiếu mang tính thông tin cao, và do vậy giá cổ phiếu ít đồng biến động với thị trường. Trong phần phân tích trước, tác giả đã cố gắng hạn chế khả năng này bằng cách sử dụng giá trị trễ của biến độc lập trong mô hình hồi quy. Tuy nhiên, nếu như biến phụ thuộc có sự tương quan lớn theo thời gian, khả năng quan hệ nội sinh giữa đồng biến động giá cổ phiếu và sở hữu của cổ đông lớn vẫn có thể tồn tại. Tác giả giải quyết vấn đề này bằng cách kiểm soát thêm biến trễ đồng biến động giá cổ phiếu trong mô hình hồi quy. Kết quả cho thấy các ước lượng hệ số trên các biến sở hữu cổ đông lớn vẫn âm và có ý nghĩa thống kê⁶.

Thứ hai, có khả năng một nhân tố nào đó thuộc đặc thù công ty không thay đổi theo thời gian nhưng không thể quan sát tác động chi phối đến quan hệ giữa sở hữu của cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu. Tác giả giải quyết vấn đề này bằng cách kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định công ty trong mô hình hồi quy (3). Kết quả từ phân tích thêm này cho thấy sở hữu cổ đông lớn vẫn tác động nghịch đến đồng biến động giá cổ phiếu mặc dù ý nghĩa thống kê yếu. Một khả năng giải thích cho kết quả này khi tác giả

kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định công ty là rằng thời gian mẫu của tác giả ngắn (2007 đến 2014) và biến sở hữu cổ đông lớn ít có sự biến động theo thời gian. Các yếu tố này có thể có ảnh hưởng đáng kể đến sức mạnh của kiểm định khi tác giả đưa ảnh hưởng cố định công ty vào mô hình hồi quy.

Tóm lại, phân tích thêm về tính bền vững của kết quả cho thấy quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu không chịu ảnh hưởng của vấn đề nội sinh. Các kết quả này minh chứng cho giả thuyết sở hữu cổ đông lớn làm giảm đi sự đồng biến động giá cổ phiếu.

4. Kết luận và các hàm ý

4.1. Kết luận

Tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ 2007–2014, tác giả phát hiện sở hữu cổ đông lớn có ảnh hưởng nghịch chiều đến đồng biến động giá cổ phiếu. Kết quả từ nghiên cứu cũng cho thấy cả 2 nhóm cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước đều có ảnh hưởng tương tự đến sự đồng biến động giá cổ phiếu. Các kết quả này phù hợp với lập luận cổ đông lớn có nhiều ưu thế hơn so với các nhà đầu tư nhỏ trong việc thu thập và xử lý thông tin công ty, cũng như cổ đông lớn có thể góp phần cải thiện sự minh bạch trong các công ty mà họ đầu tư, cổ đông lớn góp phần làm gia tăng tính thông tin của giá cổ phiếu, và do vậy giảm đi sự đồng biến động giá cổ phiếu với thị trường.

4.2. Hàm ý quản trị và chính sách

Nghiên cứu của tác giả có các hàm ý đối với những công ty, nhà hoạch định chính sách và nhà đầu tư.

- **Đối với các công ty:**

Tính thông tin của giá cổ phiếu là một chỉ dấu giúp các nhà quản trị công ty nhận biết phản ứng của thị trường về những quyết định của nhà quản trị, và do vậy giúp họ đưa ra những quyết định đầu tư tốt hơn nhằm hướng đến làm tăng giá trị công ty (Durnev, Morck & Yeung, 2004; Chen, Goldstein & Jiang, 2007). Ngoài ra, tính thông tin cao của giá cổ phiếu, được thể hiện qua sự đồng biến động thấp của giá, cũng góp phần làm giảm đi rủi ro thông tin cho những người tham gia giao dịch trên thị trường và dẫn đến chi phí vốn cổ phần của công ty sẽ thấp hơn (Fernandes & Ferreira, 2009). Do vậy, hướng đến

gia tăng tính thông tin của giá cổ phiếu là một trong những quan tâm lớn của nhà quản trị công ty.

Kết quả từ nghiên cứu của tác giả hàm ý gia tăng mức độ tập trung sở hữu trong công ty thông qua hình thức sở hữu của cổ đông lớn có thể góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu, và do vậy giảm đi sự đồng biến động giá cổ phiếu. Tuy nhiên, một số nghiên cứu trước đây như Heflin và Shaw (2000), Brockman, Chung và Yan, (2009) cũng cho thấy sở hữu cổ đông lớn trong công ty có tác động bất lợi đến thanh khoản cổ phiếu của công ty. Do vậy, đánh đổi giữa cải thiện thanh khoản cổ phiếu và giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu là một vấn đề cần cân nhắc khi xác định cấu trúc sở hữu theo tiêu chí mức độ tập trung. Một giải pháp hợp lý sẽ là lựa chọn một cấu trúc sở hữu với mức độ sở hữu cổ đông lớn thích hợp, cho phép cân bằng cả tác động tích cực và tiêu cực của nó đến thanh khoản và đồng biến động giá cổ phiếu.

- Đối với những nhà hoạch định chính sách:

Một chức năng quan trọng của thị trường tài chính là đảm bảo phân bổ vốn trong nền kinh tế một cách hiệu quả (hiệu quả chức năng). Chức năng này chỉ có thể được thực hiện tốt khi giá cổ phiếu phản ánh chính xác và kịp thời những thông tin liên quan đến giá trị của công ty. Nói cách khác, giá cổ phiếu phải mang tính thông tin cao, và do vậy ít có sự đồng biến động với thị trường (hiệu quả thông tin). Để đảm bảo thị trường chứng khoán đạt được cả “hiệu quả chức năng” và “hiệu quả thông tin”, cải thiện sự minh bạch là một yêu cầu cần thiết không chỉ ở cấp độ công ty mà còn ở cả cấp độ quốc gia. Do vậy, bên cạnh việc hoàn thiện môi trường thể chế và cải thiện môi trường thông tin để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư và doanh nghiệp, cần chú trọng đến việc xây dựng các chính sách nhằm khuyến khích và phát triển hình thức đầu tư thông qua các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp. Điều này cho phép dễ dàng thực hiện việc gia tăng sở hữu trong các công ty dưới hình thức cổ đông lớn dựa vào mức độ tập trung vốn lớn của các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp.

- Đối với nhà đầu tư:

Đồng biến động giá cổ phiếu là dấu hiệu phản ánh tính thông tin của giá cổ phiếu. Tính thông tin của giá cổ phiếu cho phép các nhà đầu tư trên thị trường nhận diện chất lượng các quyết định của những nhà quản trị công ty và lựa chọn công ty cho mục đích đầu tư. Do vậy, quyết định đầu tư cổ phiếu chỉ trở nên hiệu quả hơn khi giá cổ phiếu mang tính thông tin cao, được thể hiện qua sự đồng biến động thấp của giá cổ phiếu. Kết quả từ nghiên cứu của tác giả hàm ý rằng mức độ tập trung sở hữu trong công ty dưới hình thức cổ đông lớn là một nhân tố có thể giúp các nhà đầu tư đánh giá tính thông tin của giá cổ phiếu; từ đó, cho phép sự phân tích chính xác hơn trong việc đầu tư■

Chú thích

¹ Giá cổ phiếu phản ánh cả thông tin vĩ mô và thông tin đặc thù công ty. Thông tin vĩ mô ảnh hưởng đến toàn bộ các cổ phiếu, trong khi đó thông tin đặc thù công ty chỉ ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của công ty. Biến động đồng bộ giá cổ phiếu hàm ý rằng giá cổ phiếu chứa đựng nhiều thông tin vĩ mô và ít thông tin đặc thù công ty (Roll, 1988).

² Để thuận tiện cho việc trình bày, tác giả sử dụng thuật ngữ “đồng biến động giá cổ phiếu” và “biến động đồng bộ giá cổ phiếu” thay thế cho nhau trong bài viết.

³ <http://www.stoxplus.com/>

⁴ Sử dụng giá trị trễ (lagged) của biến độc lập cho phép hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại từ biến động đồng bộ giá cổ phiếu đến sở hữu cổ đông lớn.

⁵ 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).

⁶ Do yêu cầu giới hạn số từ của bài báo, các kết quả kiểm định tính bền vững không được lập bảng trong phần này, tuy nhiên sẽ được cung cấp theo yêu cầu.

Tài liệu tham khảo

- Admati, A. R., Pfleiderer, P., (2009). The “wall street walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22, 2645-2485.
- Boubaker, S., Mansali, H., Rjiba, H., (2014). Large controlling shareholders and stock price synchronicity. *Journal of Banking and Finance*, 40, 80-96.
- Brockman, P., Chung, D.Y., Yan, X., (2009). Block ownership, trading activity, and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 1403-1426.
- Brockman, P., Yan, X., (2009). Block ownership and firm-specific information. *Journal of Banking and Finance*, 33, 308-316.
- 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.
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., (2004). Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation. *Journal of Finance*, 59, 65-105.
- Edmans, A., (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *Journal of Finance* 64, 2481-2513.
- Edmans, A., Manso, G., (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24, 2395-2428.
- 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, 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.
- Grossman, S., (1976). On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. *Journal of Finance*, 31, 573-585.
- Gujarati, D.N., (2003). *Basic econometrics*. 4th Ed., McGRAW-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 ownership and stock price informativeness around the world. *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- Heflin, F., Shaw, K.W., (2000). Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621-633.
- Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H., (2009). Opaque financial reports, R-square, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jin, L., Myers, S., (2006). R² around the world: New theory and new tests. *Journal of Finance*, 79, 257-292.
- Kim, J-B., Shi, H., (2012). IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: International evidence. *Review of Accounting Studies* 17, 474-517.
- 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.
- Morck, R., (1996). On the economics of concentrated ownership. *Canadian Business Law Journal*, 26, 63-75.
- Morck, R., Yeung, B., Yu, W., (2000). The information content of stock market: why do emerging markets have synchronous stock price movements?. *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., Roulstone, D., (2004). The influence of analyst, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *Accounting Review*, 79, 1119-1151.
- Roll, R., (1988). R². *Journal of Finance*, 43, 541-566.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A., Vishny, R., (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52, 35-55