

CỔ ĐÔNG LỚN VÀ TÍNH THÔNG TIN CỦA GIÁ CỔ PHIẾU

Nguyễn Mạnh Toàn

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: nm_toan@due.edu.vn

Đặng Tùng Lâm

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: dangtlam@due.edu.vn

Phan Thị Đỗ Quyên

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: quyenptd@due.edu.vn

Ngày nhận: 15/8/2016

Ngày nhận bản sửa: 23/11/2016

Ngày duyệt đăng: 25/11/2016

Tóm tắt:

Bài báo nghiên cứu ảnh hưởng của cổ đông lớn đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Dựa trên dữ liệu 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 giai đoạn 2007-2014, kết quả nghiên cứu cho thấy cổ đông lớn có tác động tích cực đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với giả thuyết rằng cổ đông lớn có lợi thế trong việc thu thập và xử lý thông tin liên quan đến giá trị công ty, cũng như cải thiện vấn đề quản trị công ty và chất lượng công bố thông tin. Do vậy, cổ đông lớn góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu. Nghiên cứu có ý nghĩa quan trọng đối với nhà quản trị công ty, nhà đầu tư và các cơ quan quản lý Nhà nước.

Từ khoá: Cổ đông lớn; Tính thông tin của giá cổ phiếu; Thông tin liên quan đến giá trị

Large ownership and stock price informativeness

Abstract:

This paper examines the effect of large shareholders on stock price informativeness. Using a data set of firms listed on HoChiMinh Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange in the period of 2007-2014, the authors find that large shareholders have positive effect on stock price informativeness. This result is consistent with the hypothesis that large shareholders have advantages in collecting and processing value-relevant information, as well as improving corporate governance and the disclosure quality of invested firms. Therefore, large shareholders contribute to enhancing stock price informativeness. The study provides important implications for firm managers, investors and regulators.

Keywords: Large shareholders; stock price informativeness; value-relevant information.

1. Giới thiệu

Chức năng của thị trường chứng khoán là kênh dẫn vốn từ nhà đầu tư đến doanh nghiệp. Một thị trường chứng khoán được xem là hiệu quả chức năng nếu nó đảm bảo các nguồn vốn đầu tư được đưa đến nơi sử dụng có hiệu quả nhất (Tobin, 1984),

từ đó góp phần thúc đẩy sự phát triển và tăng trưởng của nền kinh tế. Hiệu quả chức năng của thị trường chứng khoán lại phụ thuộc phần lớn vào hiệu quả thông tin của thị trường, theo đó, giá cổ phiếu phải phản ánh các thông tin liên quan đến giá trị của doanh nghiệp (Được gọi là tính thông tin của giá cổ

phiếu - *Stock price informativeness*).

Các nghiên cứu trước đây trên thế giới cho thấy cổ đông lớn trong các công ty góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu (Brockman & Yan, 2009; Gul, Kim & Qiu, 2010; He & cộng sự, 2013; Boubaker, Mansali & Rjiba, 2014). Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng cho thấy rằng quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu phụ thuộc vào môi trường thể chế của quốc gia tại đó công ty đang hoạt động (He & cộng sự, 2013). Điều này có thể dẫn đến sự khác biệt trong kết quả nghiên cứu tại các quốc gia khác nhau. Phần lớn các nghiên cứu trước đây được thực hiện ở các nước phát triển, ngoại trừ Gul, Kim & Qiu (2010) là nghiên cứu duy nhất được thực hiện ở Trung Quốc, một nước đang phát triển.

Tại Việt Nam, chưa có nhiều nghiên cứu trực tiếp về chủ đề này, ngoại trừ một nghiên cứu có liên quan gần là của Đặng Tùng Lâm (2016). Đặng Tùng Lâm (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự biến động đồng bộ giá cổ phiếu, sử dụng mẫu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tác giả bài viết thấy rằng tỷ lệ sở hữu cao của cổ đông lớn trong một công ty đưa đến sự biến động đồng bộ thấp của giá cổ phiếu. Nghiên cứu này khác với bài của Đặng Tùng Lâm (2016) ở hai điểm. Thứ nhất, Đặng Tùng Lâm xem xét biến động đồng bộ giá cổ phiếu (*Synchronicity*), trong khi nghiên cứu của bài viết này tập trung đi sâu vào tính thông tin của giá cổ phiếu (*Informativeness*). Mặc dù một số nghiên cứu trên thế giới cho thấy rằng biến động đồng bộ giá cổ phiếu phụ thuộc vào lượng thông tin đặc thù công ty được chuyển hóa vào giá cổ phiếu, biến động đồng bộ có phản ánh tính thông tin của giá cổ phiếu hay không vẫn là một vấn đề học thuật còn gây tranh cãi trong hơn hai thập niên qua¹. Thứ hai, mẫu nghiên cứu của chúng tôi bao gồm toàn bộ 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 khi Đặng Tùng Lâm (2016) chỉ sử dụng mẫu các công ty trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Sự khác nhau về quy mô và cấu trúc vi mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch có thể dẫn đến kết quả nghiên cứu không hoàn toàn thống nhất với nhau. Bên cạnh đó, hàm ý chính sách có thể sẽ có nhiều ý nghĩa nếu kết quả nghiên cứu mang tính phổ quát hơn trên toàn bộ thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mục tiêu của bài báo này là kiểm định tác động của sở hữu cổ đông lớn đến tính thông tin của giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm bổ sung cơ sở lý luận về vấn đề này gắn với bối cảnh một nước đang phát triển. Ngoài ra, về mặt thực tiễn, nghiên cứu có ý nghĩa đối với các nhà quản trị trong quản lý doanh nghiệp, nhà đầu tư trong việc phân tích và xây dựng danh mục đầu tư, và các cơ quan quản lý Nhà nước trong việc ổn định và giảm rủi ro hệ thống của thị trường.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Nhân tố ảnh hưởng đến tính thông tin của giá cổ phiếu

Các nhà kinh tế học tài chính chứng minh rằng giá cổ phiếu chỉ thay đổi khi có những thông tin mới liên quan đến giá trị công ty được công bố đến thị trường (Fama, 1965; Fama & Blume, 1966). Tuy nhiên, Roll (1988) thấy rằng chỉ một phần nhỏ biến động giá cổ phiếu là do thông tin mới được công bố chính thức đến thị trường, và tiên đoán rằng giao dịch dựa trên những thông tin riêng của nhà đầu tư có thể tác động đến sự biến động của giá. Kể từ nghiên cứu của Roll (1988), nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến tính thông tin của giá cổ phiếu đã thu hút sự quan tâm đáng kể của những người nghiên cứu học thuật trên cả góc độ vĩ mô và góc độ công ty.

Cụ thể, sử dụng cách tiếp cận tương tự như Roll (1988)², các nghiên cứu ở góc độ vĩ mô thấy rằng giá cổ phiếu có tính thông tin thấp ở các nước đang phát triển, ở các nước có môi trường thông tin không minh bạch hoặc môi trường thể chế yếu, hoặc ở các nước có sự hội nhập thấp về mặt kinh tế, tài chính vào nền kinh tế thế giới (Morck, Yeung & Yu, 2000; Jin & Myers, 2006; Fernandes & Ferreira, 2009; Li & cộng sự, 2004; Dang, Moshirian & Zhang, 2015). Ở góc độ công ty, các yếu tố liên quan đến vấn đề quản trị công ty và môi trường thông tin đóng vai trò quan trọng trong việc tăng hay giảm tính thông tin của giá cổ phiếu (Hutton, Marcus & Tehranian, 2009; Gul, Kim & Qiu, 2010; Kim & Shi, 2012).

2.1.2. Cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu

Cổ đông lớn có thể tác động đến tính thông tin của giá cổ phiếu qua hai cách thức sau:

Thứ nhất, so với cổ đông nhỏ, cổ đông lớn có động cơ lớn hơn và nguồn lực tốt hơn để thực hiện việc thu thập và phân tích thông tin liên quan đến

giá trị công ty. Giao dịch cổ phiếu dựa trên thông tin được thực hiện bởi các cổ đông lớn sẽ thúc đẩy việc chuyển hoá thông tin liên quan đến giá trị của công ty vào trong giá cổ phiếu, và do vậy, gia tăng tính thông tin của giá (Admati & Pfleiderer, 2009; Edmans, 2009; Edmans & Manso, 2011).

Thứ hai, cổ đông lớn có thể góp phần cải thiện vấn đề quản trị công ty cũng như gia tăng chất lượng công bố thông tin của các công ty mà các nhà đầu tư này đang nắm giữ cổ phiếu. Bởi vì quyền lợi đáng kể của các 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 (Shleifer & Vishny, 1986). Điều này giúp gia tăng sự minh bạch của công ty và góp phần hạn chế vấn đề người đại diện (*Agency problems*). Hệ quả, lượng thông tin được công bố đến thị trường sẽ đáng tin cậy, kịp thời hơn, và giúp cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu.

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện trên thế giới, giả thuyết nghiên cứu trong bài này là cổ đông lớn góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Nguồn dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu kế toán trên các báo cáo tài chính và dữ liệu giá cổ phiếu của các công ty niêm yết được cung cấp bởi StoxPlus. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ 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 2007-2014.

2.2.2. Đo lường các biến

- Tính thông tin của giá cổ phiếu

Tính thông tin của giá cổ phiếu là một biến không thể quan sát trực tiếp mà phải được ước lượng. Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng hai đo lường sau:

Thứ nhất, tương tự như cách tiếp cận của Roll (1988), Morck, Yeung & Yu (2000) và Jin & Myers (2006), tính thông tin của giá cổ phiếu của mỗi công ty được đo lường cho mỗi năm dựa trên giá trị R^2 từ hồi quy mô hình thị trường sau:

$$r_{i,t} = \alpha + \beta r_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

$r_{i,t}$: Tỷ suất lợi tức của cổ phiếu i tại tuần t của mỗi năm.

$r_{M,t}$: Tỷ suất lợi tức của danh mục thị trường tại tuần t của mỗi năm.

R^2 từ mô hình (1) là giá trị đo lường mức độ biến động của tỷ suất lợi tức cổ phiếu i (r_i) được gây ra bởi biến động chung của thị trường (r_M) và là một đo lường trực tiếp sự biến động đồng bộ giá cổ phiếu (Roll, 1988). Một giá trị R^2 thấp, hay giá trị $(1-R^2)$ cao nghĩa là biến động tỷ suất lợi tức của cổ phiếu công ty được giải thích phần lớn bởi thông tin đặc thù của công ty và ít do thông tin chung của thị trường, và hàm ý giá cổ phiếu của công ty mang tính thông tin cao (Morck, Yeung & Yu, 2000; Jin & Myers, 2006).³

Bởi vì giá trị R^2 bị giới hạn giữa 0 và 1, R^2 được biến đổi logarit để sử dụng trong các phân tích hồi quy như là một biến đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu như sau:

$$\varphi_i = \log((1-R^2)/R^2) \quad (2)$$

Một giá trị cao của φ thể hiện giá cổ phiếu mang tính thông tin cao và ngược lại.

Về bản chất, đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu được xác định theo công thức (2) là một đo lường ngược của biến động đồng bộ giá cổ phiếu (Morck, Yeung & Yu, 2000; Jin & Myers, 2006).⁴ Biến động đồng bộ giá cổ phiếu có phản ánh tính thông tin của giá hay không cho đến nay vẫn là một vấn đề học thuật còn gây tranh cãi.⁵ Do vậy, chúng tôi sử dụng thêm một đo lường thứ hai của tính thông tin của giá cổ phiếu được xác định dựa trên giá trị phần dư $\varepsilon_{i,t}$ từ chính mô hình (1). Như được trình bày ở trên, biến động giá cổ phiếu được gây ra bởi cả biến động chung của thị trường và thông tin đặc thù công ty. Trong đó, phần biến động chung của thị trường có tác động đến giá cổ phiếu được phản ánh qua biến động của $\beta r_{M,t}$ của mô hình (1), và biến động giá cổ phiếu do thông tin đặc thù công ty được thể hiện qua biến động của $(\alpha + \varepsilon_{i,t})$.⁶ Cụ thể, chúng tôi sử dụng độ lệch chuẩn của phần dư $\varepsilon_{i,t}$ của mô hình (1) (kí hiệu *IVol*) trong mỗi năm như là biến đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu theo cách tiếp cận của Brockman & Yan (2009). Một giá trị cao của *IVol* thể hiện giá cổ phiếu chứa đựng nhiều thông tin đặc thù công ty, và do vậy, mang tính thông tin cao và ngược lại.⁷

- Sở hữu cổ đông lớn (CDL)

Tương tự như Heflin & Shaw (2000) và Brockman, Chung & Yan (2009), chúng tôi định nghĩa cổ đông lớn (CDL) là những cổ đông nắm giữ từ 5% trở lên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty. Ngược lại, cổ đông nhỏ (CDN) là những cổ đông nắm giữ tỷ lệ cổ phiếu ít hơn 5% tổng số cổ phiếu đang lưu

hành của công ty.

- *Biến kiểm soát*

Dựa trên các nghiên cứu trước đây như Piotroski & Roulstone (2004), Chan & Hameed (2006), Fernandes & Ferreira (2008), nghiên cứu này kiểm soát trong mô hình hồi quy các biến đặc thù công ty có thể có ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu. Các biến kiểm soát được mô tả trong Bảng 1.

2.2.3. *Mô hình phân tích*

Để xem xét tác động của sở hữu cổ đông lớn đến tính thông tin của giá cổ phiếu, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với dạng tổng quát như sau:

$$Infor_{i,t} = \gamma + \delta CDL_{i,t-1} + \eta Controls_{i,t-1} + \zeta_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

Infor_{i,t}: Tính thông tin giá cổ phiếu được đo lường bởi ϕ hoặc *IVol*.

CDL_{i,t}: Sở hữu cổ đông lớn.

Controls_{i,t}: Các biến kiểm soát.

Định nghĩa các biến được trình bày ở mục 2.2.2. Các biến độc lập được đưa vào mô hình hồi quy với giá trị trễ nhằm hạn chế ảnh hưởng ngược từ tính thông tin của giá cổ phiếu đến sở hữu cổ đông lớn. Mô hình hồi quy cũng bao gồm các ảnh hưởng cố định ngành và ảnh hưởng cố định năm. Sai số chuẩn

robust được sử dụng để giải quyết vấn đề phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo cụm mỗi công ty dựa trên phương pháp của Petersen (2009).

3. **Kết quả nghiên cứu**

3.1. *Thống kê mô tả và ma trận tương quan*

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của biến tính thông tin của giá cổ phiếu, sở hữu cổ đông lớn và các biến kiểm soát. Tính thông tin của giá cổ phiếu trung bình là 1,99 trong khoảng thời gian mẫu như được đo lường bởi ϕ . Kết quả này cho thấy rằng giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam chứa đựng ít thông tin đặc thù của công ty, phù hợp với các kết quả nghiên cứu trước đây trên thế giới (ví dụ, He & cộng sự, 2013).⁸ Cổ đông lớn sở hữu 9,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty niêm yết tính trung bình, trong khi cổ đông nhỏ sở hữu 26,9%. Điều này cho thấy các chủ thể tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam chủ yếu là các nhà đầu tư nhỏ.

Bảng 3 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Nhìn chung, tương quan giữa các biến độc lập là ở mức độ vừa, do đó loại bỏ khả năng xảy ra đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.⁹

3.2. *Kết quả hồi quy*

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy của mô hình

Bảng 1: Đo lường biến kiểm soát

Biến	Ký hiệu	Mô tả biến	Nguồn dữ liệu
Quy mô công ty	<i>MV</i>	Logarit tự nhiên của giá trị vốn hóa thị trường của công ty trong năm t-1.	StoxPlus
Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu	<i>MB</i>	Logarit tự nhiên của tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu công ty trong năm t-1.	StoxPlus
Đòn bẩy	<i>LEV</i>	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty trong năm t-1.	StoxPlus
Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty	<i>ROA</i>	Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty trong năm t-1.	StoxPlus
Giao dịch cổ phiếu	<i>Turnover</i>	Khối lượng giao dịch cổ phiếu trung bình hàng tháng chia cho tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty trong năm t-1.	StoxPlus
Tính bất ổn định của lợi tức cổ phiếu	<i>StdRet</i>	Độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi tức tuần của cổ phiếu trong năm t-1.	StoxPlus
Lợi tức năm của cổ phiếu	<i>Ret12</i>	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	StoxPlus

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát công ty-năm	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 90%	Giá trị trung vị	Phân vị 10%
φ	3.620	1,990	2,259	4,930	1,429	-0,258
<i>IVol</i>	3.620	0,055	0,020	0,081	0,053	0,033
<i>CĐL</i>	5.416	0,095	0,179	0,350	0,000	0,000
<i>CĐN</i>	5.416	0,269	0,287	0,677	0,222	0,000
<i>MV</i>	4.735	-2,000	1,753	0,196	-2,060	-4,216
<i>MB</i>	4.734	-0,175	0,755	0,777	-0,147	-1,178
<i>LEV</i>	4.115	0,115	0,149	0,339	0,050	0,001
<i>ROA</i>	4.624	0,067	0,085	0,160	0,052	0,003
<i>Turnover</i>	3.304	0,083	0,113	0,224	0,040	0,004
<i>StdRet</i>	3.139	0,153	0,076	0,249	0,139	0,072
<i>Ret12</i>	2.883	-0,027	0,475	0,566	-0,032	-0,667

Nguồn: Tính toán của tác giả

(3). Trong cột (1) và cột (3) của Bảng 4, mô hình chỉ bao gồm biến sở hữu cổ đông lớn và các biến kiểm soát. Kết quả cho thấy sở hữu cổ đông lớn có ảnh hưởng thuận chiều đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Ảnh hưởng là nhất quán trên cả hai đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu, φ hoặc *IVol*. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến sở hữu cổ đông lớn là 1,015 (*t*-statistic=3,34) cho đo lường φ , và 0,007 (*t*-statistic=3,23) cho đo lường *IVol* với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết rằng cổ đông lớn trong một công ty góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu. Đồng thời, kết quả này cũng thống nhất với các nghiên cứu trước đây trên thế giới như Brockman & Yan (2009), He & cộng sự (2013). Trên các biến kiểm soát, ước lượng hệ số của các biến cho thấy rằng các công ty có quy mô

lớn (*MV*), thanh khoản cổ phiếu cao (*Turnover*) thì tính thông tin của giá cổ phiếu càng thấp. Ngược lại, cổ phiếu có hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (*MB*) cao có giá mang tính thông tin cao.

Trong cột (2) và cột (4) của Bảng 4, chúng tôi kiểm soát thêm biến sở hữu cổ đông nhỏ trong mô hình hồi quy nhằm cô lập ảnh hưởng, nếu có, của biến sở hữu cổ đông nhỏ đến quan hệ giữa biến sở hữu của cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu. Kết quả cho thấy rằng ảnh hưởng của cổ đông lớn vẫn nhất quán như kết quả ở cột (1) và cột (3). Đáng chú ý, sở hữu cổ đông nhỏ có tác động ngược chiều đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Cụ thể, ước lượng hệ số của biến *CĐN* là âm ý nghĩa trên cả hai đo lường φ hoặc *IVol*. Kết quả này thể hiện rằng các nhà đầu tư nhỏ dường như không có nhiều

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

Biến	φ	<i>IVol</i>	<i>CĐL</i>	<i>CĐN</i>	<i>MV</i>	<i>MB</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>Turnover</i>	<i>StdRet</i>	<i>Ret12</i>
φ	1,000										
<i>IVol</i>	0,207	1,000									
<i>CĐL</i>	0,071	-0,042	1,000								
<i>CĐN</i>	-0,121	-0,132	0,225	1,000							
<i>MV</i>	-0,085	-0,423	0,211	0,093	1,000						
<i>MB</i>	0,174	-0,128	0,021	-0,054	0,515	1,000					
<i>LEV</i>	-0,054	-0,031	0,026	0,005	0,171	0,032	1,000				
<i>ROA</i>	0,027	-0,143	-0,046	-0,048	0,174	0,296	-0,216	1,000			
<i>Turnover</i>	-0,348	-0,083	-0,137	0,109	-0,134	-0,239	-0,085	-0,069	1,000		
<i>StdRet</i>	-0,271	0,238	-0,054	0,054	-0,229	-0,176	-0,017	-0,070	0,334	1,000	
<i>Ret12</i>	-0,011	0,000	-0,014	0,000	-0,004	0,060	-0,029	0,132	0,141	0,177	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4: Cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu

Biến	Panel A: ϕ		Panel B: $IVol$	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
<i>CDL</i>	1,015*** (3,34)	1,084*** (3,62)	0,007*** (3,23)	0,007*** (3,47)
<i>CDN</i>		-0,543*** (-3,22)		-0,004** (-2,58)
<i>MV</i>	-0,536*** (-15,61)	-0,524*** (-15,02)	-0,006*** (-15,61)	-0,006*** (-15,10)
<i>MB</i>	0,876*** (9,96)	0,866*** (9,85)	0,004*** (5,02)	0,004*** (4,89)
<i>LEV</i>	0,043 (0,13)	0,031 (0,09)	0,005 (1,62)	0,005 (1,61)
<i>ROA</i>	0,181 (0,25)	0,143 (0,20)	-0,022*** (-3,48)	-0,022*** (-3,48)
<i>Turnover</i>	-6,066*** (-11,80)	-5,911*** (-11,72)	-0,025*** (-5,86)	-0,024*** (-5,64)
<i>StdRet</i>	-1,133* (-1,83)	-1,167* (-1,90)	0,035*** (6,19)	0,035*** (6,21)
<i>Ret12</i>	0,409*** (4,12)	0,408*** (4,13)	0,001 (1,56)	0,001 (1,57)
<i>Constant</i>	0,840*** (2,71)	0,837*** (2,73)	0,046*** (16,53)	0,046*** (16,47)
Fixed effects	IY	IY	IY	IY
NObs	2.410	2.410	2.410	2.410
Adj. R2	39,0%	39,4%	25,1%	25,4%

Nguồn: Tính toán của tác giả

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

lợi thế thông tin đặc thù công ty, và do vậy chủ yếu dựa vào thông tin chung của thị trường khi giao dịch cổ phiếu.

Kiểm định sự bền vững

Phần này thực hiện một số phân tích thêm nhằm đánh giá độ tin cậy của các kết quả được ghi nhận ở phần trước.

Phân tích trong phần trên cung cấp minh chứng phù hợp với giả thuyết về ảnh hưởng của cổ đông lớn đến tính thông tin của giá cổ phiếu sau khi đã kiểm soát những biến đặc thù công ty và các ảnh hưởng cố định ngành, ảnh hưởng cố định năm. Chúng tôi diễn giải kết quả này như là một minh chứng ủng hộ cho lập luận rằng cổ đông lớn có tác động tích cực đối với vấn đề quản trị công ty, cũng như những lợi thế về thông tin liên quan đến giá trị công ty và thực hiện giao dịch cổ phiếu dựa trên những thông tin đó. Điều này giúp cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi ý thức rằng các kết quả trên có thể chịu ảnh hưởng bởi hai vấn đề nội sinh tiềm tàng.

Thứ nhất, mặc dù trong phân tích ở phần trước chúng tôi sử dụng giá trị trễ của biến sở hữu cổ đông lớn trong mô hình hồi quy để hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại từ tính thông tin của giá cổ phiếu đến sở hữu cổ đông lớn, khả năng tác động ngược chiều vẫn có thể tồn tại nếu như biến phụ thuộc có sự tự tương quan cao. Để giải quyết vấn đề này, chúng tôi kiểm soát thêm biến trễ tính thông tin của giá cổ phiếu trong mô hình hồi quy. Kết quả cho thấy ước lượng hệ số trên biến sở hữu cổ đông lớn vẫn dương và ý nghĩa thống kê.¹⁰

Thứ hai, 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 Hà Nội. Sự khác nhau về quy mô, điều kiện niêm yết, cấu trúc vi mô thị trường của mỗi Sở Giao dịch có thể cũng ảnh hưởng chi phối đến quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu. Để giải quyết vấn đề này, chúng tôi kiểm soát thêm trong mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định Sở Giao dịch. Kết quả vẫn nhất quán với các phát hiện trong phần phân tích chính.

Tóm lại, phân tích thêm về tính bền vững của kết quả nghiên cứu cho thấy độ tin cậy về quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và tính thông tin của giá cổ phiếu. Các kết quả này minh chứng cho giả thuyết rằng sở hữu cổ đông lớn trong công ty góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu.

4. Kết luận và hàm ý chính sách

4.1. Kết luận

Sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội trong khoảng thời gian từ 2007-2014, nghiên cứu chứng minh sở hữu cổ đông lớn có ảnh hưởng thuận chiều đến tính thông tin của giá cổ phiếu. Kết quả này phù hợp với giả thuyết rằng cổ đông lớn có lợi thế trong việc thu thập và phân tích các thông tin liên quan đến giá trị công ty, giúp gia tăng sự minh bạch của công ty và lượng thông tin được công bố ra thị trường sẽ đáng tin cậy và kịp thời hơn, góp phần cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu.

4.2. Hàm ý chính sách và quản trị

Hiệu quả của thị trường chứng khoán có ý nghĩa quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của một quốc gia. Để đạt được hiệu quả chức năng, thị trường chứng khoán phải đạt được hiệu quả thông tin, nghĩa là tất cả các thông tin sẵn có phải được chuyển hóa vào trong giá cổ phiếu. Ở cấp độ vĩ mô, thị trường chứng khoán hiệu quả cải thiện sự phân bổ vốn của quốc gia bằng cách đưa nguồn vốn đến nơi sử dụng có hiệu quả cao nhất. Chức năng này chỉ có thể được thực hiện khi giá cổ phiếu mang tính thông tin cao (Wurgler, 2000; Durnev, Morck & Yeung, 2004). Để

gia tăng hiệu quả của thị trường chứng khoán, việc cải thiện vấn đề quản trị là một yêu cầu cần thiết không chỉ ở cấp độ vi mô chính bản thân công ty niêm yết mà còn ở cả cấp độ vĩ mô của cả nền kinh tế. Bên cạnh việc hoàn thiện môi trường thể chế và gia tăng sự minh bạch của môi trường thông tin, cần xem xét đến việc xây dựng các chính sách khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp để gia tăng mức độ sở hữu cổ đông lớn trong các công ty.

Ở cấp độ vi mô, tính thông tin của giá cổ phiếu cao có thể giúp nhà quản trị ra quyết định tốt hơn trong đầu tư vốn, kết quả là việc đầu tư của doanh nghiệp và phân bổ nguồn vốn có hiệu quả cao hơn (Wurgler, 2000; Durnev, Morck & Yeung, 2004; Chen, Goldstein & Jiang, 2007). Ngoài ra, giá cổ phiếu mang tính thông tin có thể giảm rủi ro cho nhà đầu tư không có thông tin và do đó giảm chi phí vốn cho công ty (Fernandes & Ferreira, 2009). Do vậy, việc cải thiện tính thông tin của giá cổ phiếu là một trong những vấn đề quan tâm của các nhà quản trị. Kết quả từ nghiên cứu này cho thấy rằng tăng sở hữu cổ đông lớn trong công ty đưa đến gia tăng tính thông tin của giá cổ phiếu.

Đối với nhà đầu tư, tính thông tin của giá cổ phiếu cho phép nhà đầu tư trên thị trường lựa chọn công ty đầu tư, từ đó xây dựng và quản lý có hiệu quả danh mục 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. Kết quả từ nghiên cứu này chỉ ra tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn cũng là một nhân tố giúp cho các nhà đầu tư đánh giá tính thông tin của giá cổ phiếu, góp phần làm tăng tính chính xác trong quyết định đầu tư.

Ghi chú:

1. Xem Dang, Moshirian & Zhang (2015) về tổng thuật đầy đủ các nghiên cứu tranh luận học thuật giữa biến động đồng bộ giá cổ phiếu và tính thông tin của giá.
2. Roll (1988) sử dụng một đo lường biến động đồng bộ giá cổ phiếu dựa trên R^2 của mô hình hồi quy thị trường. Các nghiên cứu sau Roll (1988) sử dụng đo lường ngược với biến động đồng bộ như là một biến đo lường tính thông tin của giá cổ phiếu. Đo lường này sẽ được trình bày ở mục 2.2 của bài báo.
3. 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 trên thị trường, trong khi đó thông tin đặc thù công ty chỉ ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của công ty. Giá trị R^2 thấp hàm ý rằng giá cổ phiếu chứa đựng nhiều thông tin đặc thù công ty và ít thông tin vĩ mô, và ngược lại.
4. Đo lường sự biến động đồng bộ giá cổ phiếu được xác định như sau: $\Psi_i = \log(R^2/(1-R^2))$.
5. Xem Dang, Moshirian & Zhang (2015).
6. Vì α là một hằng số, do vậy, biến động của $(\alpha + \varepsilon_{i,t})$ cũng chính là biến động của phần dư $\varepsilon_{i,t}$.

7. Một đo lường thứ ba của tính thông tin giá cổ phiếu được sử dụng trong một số nghiên cứu trước đây trên thế giới là xác suất giao dịch thông tin (Easley, Hvidkjaer & O'Hara, 2002). Tuy nhiên, đo lường này đòi hỏi phải sử dụng dữ liệu giao dịch theo thời gian thực, hiện tại chưa sẵn có ở Việt Nam.
8. He & cộng sự (2013) thấy rằng giá trị trung bình của ϕ ở các nước phát triển là 2,36 và ở các nước đang phát triển là 1,50.
9. 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).
10. Do giới hạn số từ của bài báo, các kết quả kiểm định tính bền vững không được trình bày trong phần này. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ 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.
- Dang, T.L., Moshirian, F. & Zhang, B. (2015), 'Commonality in news around the world', *Journal of Financial Economics*, 116, 82-110.
- Durnev, A., Morck R. & Yeung, B. (2004), 'Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation', *Journal of Finance*, 59, 65-105.
- Đặng Tùng Lâm, (2016), 'Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(5), 63-77.
- 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.
- Fama, E.F. (1965), 'The behavior of stock market prices', *Journal of Business*, 38, 34-105.
- Fama, E.F. & Blume, M.E. (1966), 'Filter rules and stock market trading', *Journal of Business*, 39, 226-241.
- 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.
- 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.
- 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 flow, and institutional environment: 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., 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.
- Tobin, J. (1984), 'On the efficiency of the financial system', *Lloyds Bank Review*, 153, 1- 15.
- Wurgler, J. (2000), 'Financial markets and the allocation of capital', *Journal of Financial Economics*, 58, 187-214.