
ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU VÀ HÀNH VI ĐIỀU CHỈNH LỢI NHUẬN ĐẾN ĐỒNG BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phan Trọng Nghĩa

Trường Đại học Quy Nhơn

Email: phantrongnghia@qnu.edu.vn

Trần Thanh Phong

Trường Đại học Quy Nhơn

Email: tranthanhhong@qnu.edu.vn

Mã bài: JED - 638

Ngày nhận bài: 22/04/2022

Ngày nhận bài sửa: 09/06/2022

Ngày duyệt đăng: 05/07/2022

Tóm tắt

Hành vi điều chỉnh lợi nhuận là việc nhà quản lý của công ty tác động và làm thay đổi các báo cáo tài chính nhằm điều chỉnh thông tin đặc thù mà công ty cung cấp và qua đó nhằm ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy tác động cố định nhằm xem xét ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận và cấu trúc sở hữu đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của công ty trên bộ dữ liệu bảng với mẫu bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ 2007-2017. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng hành vi điều chỉnh lợi nhuận của nhà quản trị công ty sẽ làm tăng đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Ngoài ra, ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến đồng biến động giá cổ phiếu sẽ tăng lên (giảm xuống) theo tỷ lệ sở hữu nhà nước (sở hữu nhà đầu tư nước ngoài) trong cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết.

Từ khóa: Cấu trúc sở hữu, hành vi điều chỉnh lợi nhuận, đồng biến động giá cổ phiếu.

Mã JEL: O16

Impacts of ownership structure and earnings management on stock price synchronicity of listed companies on Vietnam stock market

Abstract

Earnings adjustment is the act of influencing and altering the financial statements by a company's managers to adjust the specific information provided by the company and thereby affect the company's stock price volatility in the market. This study uses a fixed-effects regression model to examine the influence of earnings management behavior and ownership structure on the stock price synchronicity on a panel dataset. The sample includes all companies listed on the Vietnam Stock Exchange from 2007 to 2017. The research results show that the earnings management behavior of corporate managers will increase the stock price synchronicity in the market. In addition, the effect of earnings management on stock price synchronicity will increase (decrease) with the proportion of state ownership (foreign investor ownership) in the ownership structure of the listed company.

Keywords: Ownership structure, Earnings management, stock price synchronicity.

JEL Code: O16

1. Đặt vấn đề

Sự hiệu quả về chức năng của thị trường chứng khoán phụ thuộc phần lớn hiệu quả thông tin của thị trường, theo đó giá cổ phiếu phải phản ánh đúng những thông tin liên quan. Khi giá các cổ phiếu ít (hoặc không) phản ánh đúng các thông tin liên quan đến công ty, giá các cổ phiếu sẽ có xu hướng đồng biến động với nhau và tạo nên xu hướng đồng biến động chung của thị trường (Roll, 1988; Morck & cộng sự, 2000; Jin & Myers, 2006). Các nghiên cứu cho thấy, hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường phụ thuộc vào những thay đổi của môi trường thể chế, môi trường thông tin, đặc điểm kinh tế vĩ mô (Morck & cộng sự, 2000; Jin & Myers, 2006) và các nhân tố đặc thù thuộc về công ty niêm yết như: nhân tố cấu trúc sở hữu (Brockman & Yan, 2009; Gul & cộng sự, 2010; Hamdi & Cosset, 2014) và các nhân tố liên quan đến môi trường thông tin, quản trị công ty cũng có ảnh hưởng đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của công ty (Piotroski & Roulstone, 2004; Chan & Hameed, 2006; Hutton & cộng sự, 2009; Kim & Shi, 2012).

Cấu trúc sở hữu là nhân tố quan trọng và có ảnh hưởng đến mức độ đồng biến động giá cổ phiếu của công ty so với biến động chung của toàn thị trường (Morck & cộng sự, 2000; Brockman & Yan, 2009; Gul & cộng sự, 2010; An & Zhang, 2013; He & Shen, 2014; Hamdi & Cosset, 2014). Ngoài ra dưới ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu thì các nhà quản trị công ty có thể thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận để tác động đến tính chính xác, chất lượng và tính minh bạch của thông tin công bố và qua đó ảnh hưởng đến đồng biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Với đặc thù của nền kinh tế chuyển đổi, thị trường chứng khoán đang ở dạng cận biên và đã tồn tại hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu. Do đó, nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu và hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến sự đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam là rất cần thiết và từ kết quả nghiên cứu này sẽ góp phần bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm nghiên cứu về hiện tượng đồng biến động và làm rõ ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu và hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến đồng biến động giá cổ phiếu tại một nước đang phát triển.

2. Cơ sở lý thuyết và phát triển giả thuyết nghiên cứu

Sự biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết phụ thuộc vào các thông tin chung của toàn thị trường và các thông tin thuộc về đặc thù của công ty niêm yết. Khi giá cổ phiếu ít (hoặc không) phản ánh đúng những thông tin thuộc về yếu tố đặc thù của công ty mà phụ thuộc phần lớn vào các thông tin chung của thị trường, điều này làm cho giá cổ phiếu tăng hay giảm lại phụ thuộc vào cổ phiếu của các công ty khác trên thị trường. Khi đó giá cổ phiếu của các công ty sẽ có xu thế biến động đồng bộ với nhau và tạo nên xu thế đồng biến động chung của thị trường (Roll, 1988; Morck & cộng sự, 2000; Jin & Myers, 2006). Như vậy, đồng biến động giá cổ phiếu là một chỉ tiêu dùng để phản ánh khả năng chuyển hóa các thông tin thuộc về đặc thù của công ty vào giá cổ phiếu. Khi giá cổ phiếu ít (hoặc không) phản ánh các thông tin liên quan đến giá trị công ty và việc tăng (giảm) giá phụ thuộc rất lớn vào các thông tin chung của toàn thị trường, điều này dẫn đến hiện tượng giá cổ phiếu của các công ty trên thị trường có thể cùng tăng (hoặc cùng giảm) và hiện tượng này được gọi là đồng biến động giá cổ phiếu - Stock Price Synchronicity (SYNCH).

Cơ sở lý thuyết để giải thích hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường là lý thuyết thị trường hiệu quả, trong đó thị trường hiệu quả là thị trường mà tại đó giá cả của các chứng khoán phản ánh đầy đủ mọi thông tin có liên quan, thông tin liên quan đến sự biến động giá cổ phiếu bao gồm thông tin vĩ mô chung của toàn thị trường và các thông tin đặc thù của các công ty niêm yết. Đối với thị trường có sự đồng biến động giá cổ phiếu cao thì khi có những tín hiệu tích cực từ cả thông tin vĩ mô của thị trường và các công ty niêm yết thì sẽ làm cho giá cổ phiếu tăng mạnh, ngược lại khi thông tin vĩ mô của thị trường là tiêu cực thì giá cổ phiếu có sự giảm sâu mặc dù có thể thông tin thuộc về công ty niêm yết là tích cực. Ngoài ra, trên thị trường luôn tồn tại hiện tượng bất cân xứng thông tin dẫn đến một nhóm đối tượng (các nhà quản lý, các cổ đông nội bộ) được tiếp cận thông tin nhanh và chính xác hơn và sẽ thu được lợi ích từ lợi thế về mặt thông tin có được so với các nhà đầu tư khác trên thị trường từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả của thị trường.

2.1. Sở hữu Nhà nước và SYNCH

Kết quả nghiên cứu của Gul & cộng sự (2010) và Hou & cộng sự (2012) cho thấy mức độ đồng biến động là cao hơn khi các cổ đông lớn nhất liên quan đến chính phủ. Điều này phù hợp với quan điểm rằng các quyền sở hữu của chính phủ dẫn đến hạn chế trong việc bảo vệ lợi ích của các cổ đông thiểu số và công bố các báo cáo tài chính không rõ ràng. Theo nghiên cứu của Hamdi & Cosset (2014), khi sở hữu nhà nước cao, kết hợp với môi trường thông tin kém minh bạch sẽ làm gia tăng SYNCH. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng

sở hữu nhà nước có mối quan hệ thuận chiều với sự kém minh bạch thông tin cung cấp cho nhà đầu tư, không khuyến khích các nhà đầu tư giao dịch dựa trên các thông tin về hoạt động của công ty mà họ thu thập được. Lin & cộng sự (2015) nghiên cứu về mối quan hệ giữa chính sách quản lý của chính phủ với môi trường thông tin và SYNCH. Một chính sách quản lý kém có thể làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu, đặc biệt tại các công ty có sở hữu nhà nước. Do đó, giả thuyết được kỳ vọng trong nghiên cứu là:

H1: Sở hữu Nhà nước làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu

2.2. Sở hữu nước ngoài và SYNCH

Kết quả nghiên cứu của Jiang & Kim (2004) phù hợp với nghiên cứu của Kang & Stulz (1997), tức là các nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng nắm giữ cổ phiếu trong các công ty quy mô lớn và có chuẩn mực kế toán tốt hơn, các nhà đầu tư nước ngoài có khả năng tốt hơn trong việc thu thập và xử lý các thông tin và chuyển hóa các thông tin đó vào giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Jiang & Kim (2004) cho thấy rằng sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có mối quan hệ ngược chiều với sự bất cân xứng thông tin, giúp cải thiện chất lượng thông tin trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu của Gul & cộng sự (2010) cho thấy rằng sự hiện diện của các nhà đầu tư nước ngoài cải thiện môi trường thông tin, giúp cho việc chuyển hóa các thông tin đặc thù của công ty vào giá cổ phiếu, qua đó giúp làm giảm SYNCH. Nghiên cứu của He & cộng sự (2013) cho rằng các cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài có thể hạn chế đồng biến động giá cổ phiếu thông qua giao dịch dựa trên lợi thế thông tin của họ. Ngoài ra, các nhà đầu tư nước ngoài có thể giúp cho việc giám sát ban quản lý công ty có hiệu quả hơn so với các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là tại những thị trường có quản trị công ty kém và môi trường thông tin không minh bạch từ đó làm giảm đồng biến động giá cổ phiếu (Kho & cộng sự, 2009).

H2: Sở hữu nước ngoài giúp làm giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu

2.3. Hành vi điều chỉnh lợi nhuận và SYNCH

Theo Healy & Wahlen (1999), Hành vi điều chỉnh lợi nhuận là việc nhà quản lý sử dụng các đánh giá chủ quan của mình trong quá trình lập báo cáo tài chính và trong quá trình thực hiện các nghiệp vụ kinh tế để thay đổi báo cáo tài chính nhằm làm cho các bên có liên quan đánh giá không chính xác về hiệu quả kinh tế hoặc nhằm ảnh hưởng đến kết quả của các hợp đồng dựa trên số liệu kế toán báo cáo. Hành vi điều chỉnh lợi nhuận tác động đến sự minh bạch môi trường thông tin của doanh nghiệp, tạo ra lợi thế về mặt thông tin cho các cổ đông quản lý và ảnh hưởng đến đồng biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

Hành vi điều chỉnh lợi nhuận ảnh hưởng đến đồng biến động giá cổ phiếu thông qua tác động đến sự minh bạch của thông tin mà công ty công bố, nhà quản trị công ty thông qua việc vận dụng các chính sách kế toán và công bố thông tin về lợi nhuận có thể ảnh hưởng đến tính minh bạch môi trường thông tin doanh nghiệp thông qua số lượng và chất lượng thông tin công bố (O'Hara, 2003; Easley & O'Hara, 2004). Khi nhà quản trị thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận, điều này giúp cho các cổ đông nội bộ có lợi thế thông tin hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài, qua đó họ giao dịch cổ phiếu dựa trên lợi thế hơn về thông tin, chuyển hóa các thông tin đó vào giá cổ phiếu và giúp làm giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường (Piotroski & Roulstone, 2004; Brockman & Yan, 2009). Trong điều kiện môi trường thông tin đang hoàn thiện, các quy định về bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư chưa đầy đủ thì hoạt động thao túng thông tin, giao dịch nội gián và các cổ đông là người điều hành công ty sẽ có động cơ hơn để thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận và tạo ra lợi thế thông tin hơn so với các cổ đông khác của công ty. Khi môi trường thông tin kém minh bạch và các thông tin mà công ty công bố không đủ tin cậy, điều này thúc đẩy các nhà đầu tư định giá cổ phiếu cổ phiếu của công ty dựa chủ yếu vào các thông tin chung của toàn thị trường hơn và ít dựa vào các thông tin thuộc về đặc thù của công ty niêm yết. Kết quả làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Do đó, giả thuyết được kỳ vọng trong nghiên cứu là:

H3: Mức độ điều chỉnh lợi nhuận của nhà quản trị công ty càng lớn thì đồng biến động giá cổ phiếu của công ty càng cao.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm các báo cáo tài chính và dữ liệu về giá cổ phiếu của các công ty niêm yết và được cung cấp bởi FiinGroup. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong

giai đoạn từ 2007-2017.

3.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình

3.2.1. Biến Synchron: đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu

Đồng biến động giá cổ phiếu của mỗi công ty thường được đo lường bằng R^2 của mô hình thị trường hoặc được đo bằng R^2 đã điều chỉnh. Dựa trên phương pháp của Roll (1988), Morck & cộng sự (2000), Jin & Myers (2006). Cụ thể trong nghiên cứu này tác giả sử dụng R^2 từ hồi quy mô hình thị trường sau đây:

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

Trong đó:

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

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

Theo cách tiếp cận về phân tích đồng biến động trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây như: Morck & cộng sự (2000), Jin & Myers (2006), Fernandes & Ferreira (2008), tác giả tiến hành biến đổi logarit giá trị R^2 để đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu:

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

3.2.2. Biến hành vi điều chỉnh lợi nhuận (DA_ABS)

Bài viết vận dụng mô hình định lượng biến dồn tích Jones điều chỉnh (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995) để đo lường hành vi điều chỉnh lợi nhuận.

Mô hình Jones điều chỉnh:

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

Trong đó:

$NDA_{i,t}$: biến dồn tích không tùy ý của công ty i năm t

$A_{i,t-1}$: Tổng tài sản cuối năm $t-1$ của công ty i

$\Delta REV_{i,t}$ = Doanh thu thuần it - Doanh thu thuần $it-1$

$\Delta REC_{i,t}$: Phải thu khách hàng thuần t - Phải thu khách hàng thuần $t-1$

$PPE_{i,t}$: Nguyên giá ở thời điểm cuối năm t của tài sản cố định hữu hình, tài sản cố định thuê tài chính, bất động sản đầu tư.

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: các tham số của từng công ty

Các tham số $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ được ước lượng thông qua mô hình:

$$\frac{TA_{i,p}}{A_{i,p-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{i,p-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,p}}{A_{i,p-1}} \right) + a_3 \left(\frac{PPE_{i,p}}{A_{i,p-1}} \right)$$

$TA_{i,p}$: Tổng biến dồn tích năm p của công ty i

p : kì thực hiện ước tính phần không điều chỉnh NDA

a_1, a_2, a_3 : là kết quả ước tính $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ thông qua ước tính OLS (phương pháp bình phương nhỏ nhất)

ε : là sai số ước tính, tương đương với phần biến dồn tích tùy ý của các kì ước tính. Giá trị ε càng nhỏ thì các tham số ước tính được càng chính xác. Hay nói cách khác, phần biến dồn tích không tùy ý qua các năm là gần tương đương nhau.

Sau khi tính phần biến dồn tích không tùy ý ($NDA_{i,t}$), tính toán biến dồn tích tùy ý để đánh giá hành vi

điều chỉnh lợi nhuận theo công thức:

$$DA_{i,t}/A_{i,t-1} = TA_{i,t}/A_{i,t-1} - NDA_{i,t}/A_{i,t-1}$$

$DA_{i,t}$: biến dồn tích tùy ý năm t của công ty i

$TA_{i,t}$: tổng biến dồn tích năm t của công ty i

$A_{i,t-1}$: Tổng tài sản cuối năm t-1 của công ty i

Giá trị tuyệt đối của $DA_{i,t}/A_{i,t-1}$ (ký hiệu là DA_ABS): phản ánh mức độ điều chỉnh lợi nhuận trên tổng tài sản đầu năm t của công ty i.

3.2.3. Biến cấu trúc sở hữu

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

+ Biến Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (FO): Tiếp cận theo nghiên cứu của He & Shen (2014), sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài là tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài so với tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

3.2.4. Các biến kiểm soát

Để loại bỏ khả năng ảnh hưởng chi phối của những biến đặc thù của công ty đến mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu, hành vi điều chỉnh lợi nhuận và đồng biến động giá cổ phiếu, tác giả đã kiểm soát các biến đặc thù của công ty trong mô hình hồi quy. Việc kiểm soát các biến thuộc về đặc thù công ty nhằm xem xét ảnh hưởng ròng của biến cấu trúc sở hữu và hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến đồng biến động giá cổ phiếu, ngoài ra nếu không kiểm soát các biến thuộc về đặc thù công ty sẽ có thể gặp phải vấn đề kiểm soát biến không đầy đủ khi xây dựng mô hình. Các biến kiểm soát được xác định dựa trên các nghiên cứu trước (Piotroski & Roulstone, 2004; Chan & Hameed, 2006; Ferreira & Laux, 2007; Fernandes & Ferreira, 2008; Hamdi & Cosset, 2014; Dang & cộng sự, 2015) bao gồm:

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

+ Hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB): được xác định bằng cách lấy logarit của tỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu của công ty;

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

+ Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty (ROA): được tính bằng lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản của công ty;

+ 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;

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

+ Tỷ suất lợi tức năm của cổ phiếu (Ret12): được xác định bằng chênh lệch giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm được tính so với giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước chia cho giá cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng của năm trước.

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

3.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu, các biến nghiên cứu được xác định dựa trên các nghiên cứu trước (Jiang & Kim, 2004; Brockman & Yan, 2009; Hutton & cộng sự, 2009; Gul & cộng sự, 2010; Hasan & cộng sự, 2013; He & cộng sự, 2013; He & Shen, 2014; Hamdi & Cosset, 2014; Lin & cộng sự, 2015). Tác giả thực hiện phân tích để xem xét ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận và cấu trúc sở hữu đến SYNCH dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$Synch_{i,t} = c + \beta.DA_ABS_{i,t} + \vartheta.CTSH_{i,t} + \sum_{j=1}^J \gamma_j Controls_{i,t}^j + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó: i đại diện cho doanh nghiệp niêm yết, t đại diện cho năm, c là hằng số, $\varepsilon_{i,t}$ là sai số của đối tượng i tại thời điểm t , $Synch_{i,t}$ là biến đồng biến động giá cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t được đo lường bởi Ψ được trình bày trong mục (i); là biến hành vi điều chỉnh lợi nhuận của doanh nghiệp i tại thời điểm t được định nghĩa ở mục (ii); là biến cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp i tại thời điểm t được định nghĩa ở mục (iii); là các biến kiểm soát đặc thù của doanh nghiệp được trình bày ở mục (iv).

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

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SYNCH	5.672	-2,669	2,365	-10,319	1,017
DA_ABS	5.372	0,179	0,317	0,0015	2,374
STATE	6.986	0,258	0,257	0	0,863
FO	6.582	0,081	0,126	0	0,49
MV	7.262	-1,675	1,774	-5,339	3,810
MB	7.259	-0,143	0,752	-1,910	1,795
LEV	6.416	0,110	0,144	0	0,611
ROA	7.039	0,061	0,073	-0,169	0,320
Turnover	5.881	0,077	0,114	0,0003	0,597
StdRet	5.808	0,137	0,073	0,034	0,395
Ret12	5.443	0,006	0,432	-0,945	1,192

Nguồn: Tính toán dựa trên Stata.

Bảng 1 cho thấy trung bình tỷ lệ sở hữu nhà nước dưới mọi hình thức có giá trị là: 0,258. Như vậy trung bình tỷ lệ sở hữu nhà nước chiếm khoảng 25,8% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty. Trung bình của tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là 8,1% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty niêm yết. Như vậy có sự chênh lệch lớn giữa tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và sở hữu nhà nước tại Việt Nam. Ngoài ra, giá trị trung bình của biến hành vi điều chỉnh lợi nhuận là 0,179 cho thấy hầu hết các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đều thực hiện hành vi điều chỉnh lợi nhuận trong báo cáo tài chính của mình.

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

Biến	SYNCH	DA_ABS	STATE	FO	MV	MB	LEV	ROA	Turnover	StdRet	Ret12	VIF
SYNCH	1,0000											
DA_ABS	0,1069	1,0000										1,06
STATE	0,0159	-0,0035	1,0000									1,16
FO	0,0222	-0,0689	-0,1361	1,0000								1,41
MV	0,0963	-0,1218	0,0554	0,4364	1,0000							2,06
MB	-0,1650	-0,0622	0,1301	0,2100	0,5587	1,0000						1,84
LEV	0,1038	-0,0139	0,1142	-0,0305	0,1943	0,0321	1,0000					1,17
ROA	-0,0434	0,0541	0,1095	0,1766	0,2281	0,3694	-0,2063	1,0000				1,37
Turnover	0,3350	0,1026	-0,2757	-0,1065	-0,0988	-0,2665	-0,0639	-0,0673	1,0000			1,35
StdRet	0,1721	0,0907	-0,0974	-0,1542	-0,2442	-0,1749	-0,0096	-0,0860	0,3506	1,0000		1,22
Ret12	-0,0527	-0,1030	0,0228	0,0487	0,0611	0,1631	-0,0124	0,1455	0,0687	0,1376	1,0000	1,08

Nguồn: Tính toán dựa trên Stata.

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan Pearson giữa các biến trong nghiên cứu. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến cho thấy tương quan giữa biến độc lập trong mô hình là thấp, đồng thời hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 10 nên có thể loại bỏ khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong phân tích hồi quy. Tương quan giữa các biến kiểm soát trong mô hình thì biến giá trị vốn hóa thị trường của công ty và biến giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có tương quan tương đối cao (0,5587); các biến kiểm soát còn lại nhìn chung có tương quan thấp với nhau. Tương quan giữa biến độc lập và biến kiểm soát thì biến FO và biến giá trị vốn hóa thị trường của công ty (MV) có tương quan tương đối cao (0,4364); tương quan giữa biến độc lập và các biến kiểm soát còn lại tương đối thấp. 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 (Gujarati, 2003).

4.2. Kết quả nghiên cứu về Ảnh hưởng sở hữu nhà nước, sở hữu nhà đầu tư nước ngoài và hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến đồng biến động giá cổ phiếu

Để đánh giá tác động của cấu trúc sở hữu và hành vi điều chỉnh lợi nhuận lên đồng biến động giá cổ phiếu, nhóm nghiên cứu lần xem xét các mối quan hệ này thông qua các mô hình hồi quy Pooled OLS (1), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (RE) (2), mô hình hồi quy tác động cố định (FE) (3). Kế đến, nhóm tác giả sử dụng kiểm định F để lựa chọn giữa mô hình hồi quy Pooled OLS với mô hình hồi quy tác động cố định (FE); kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (RE) với mô hình hồi quy tác động cố định (FE). Kết quả các kiểm định trên được trình bày trong Bảng 3 cho thấy mô hình hồi quy tác động cố định (FE) là mô hình phù hợp nhất. Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi dẫn tới việc các hệ số ước lượng bị chệch, nhóm tác giả tiếp tục xem xét các mối quan hệ trong mô hình hồi quy tác động cố định (FE) với sai số chuẩn mạnh (Robust Standard Errors), kết quả cụ thể thể hiện trong mô hình (4). Cuối cùng, để xem xét tác động của sự tương tác giữa cấu trúc sở hữu với hành vi điều chỉnh lợi nhuận lên đồng biến động giá cổ phiếu, nhóm tác giả thực hiện mô hình hồi quy (5).

Bảng 3: Kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp

Loại kiểm định	Mục đích kiểm định	Giá trị kiểm định		Quyết định
F – Test	Lựa chọn giữa Pooled OLS và FE	F = 2,24	Prob. = 0,000	Chọn FE
Hausman test	Lựa chọn giữa FE và RE	Chi 2 (10) = 337,78	Prob. = 0,000	Chọn FE

Nguồn: Tính toán dựa trên phần mềm Stata

Kết quả mô hình (1), (2), (3) cho thấy hành vi điều chỉnh lợi nhuận ảnh hưởng cùng chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu với mức ý nghĩa dưới 1% và mô hình (4) cho kết quả tương tự với mức ý nghĩa dưới 5%. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng khi một công ty tiến hành điều chỉnh lợi nhuận thì sẽ ảnh hưởng đến số lượng, chất lượng và tính minh bạch của thông tin công bố qua đó làm cho nhà đầu tư không có động lực để thu thập và xử lý các thông tin liên quan đến giá trị công ty và biến động trong giá cổ phiếu của công ty sẽ phụ thuộc phần lớn vào thông tin vĩ mô chung của toàn thị trường, từ đó làm gia tăng hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường.

Kết quả phân tích thực nghiệm cho thấy ở tất cả các mô hình, sở hữu nhà nước có ảnh hưởng cùng chiều đến sự đồng biến động giá cổ phiếu với mức ý nghĩa dưới 1%. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng một doanh nghiệp mà sở hữu nhà nước càng cao thì quản trị công ty kém hiệu quả, môi trường thông tin không minh bạch và do đó làm gia tăng mức độ đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường.

Kết quả mô hình (3) và (4) cho thấy sở hữu nhà đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng ngược chiều đến đồng biến động giá cổ phiếu với mức ý nghĩa dưới 5%. Kết quả này phù hợp với lập luận rằng với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài trong việc thu thập các thông tin đặc thù của công ty và kinh nghiệm trong quản trị công ty; Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài giúp nâng cao quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin, giúp cho công ty trở nên minh bạch hơn nên sở hữu nhà đầu tư nước ngoài có tác động tích cực và giúp làm giảm SYNCH.

Ngoài ra, khi xem xét ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận tại các công ty có sở hữu nhà nước đến sự đồng biến động giá cổ phiếu thông qua biến tương tác giữa DA_ABS * STATE thì kết quả cho thấy tồn tại ảnh hưởng thuận chiều giữa biến DA_ABS * STATE và biến SYNCH với mức ý nghĩa dưới 10%,

Bảng 4: Ảnh hưởng sở hữu nhà nước, sở hữu nhà đầu tư nước ngoài và hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến đồng biến động giá cổ phiếu

Biến	Biến phụ thuộc: SYNCH				
	(1) OLS	(2) RE	(3) FE	(4) FE (robust)	(5) FE(robust)
DA_ABS	0,640 *** (0,115)	0,575*** (0,111)	0,355*** (0,114)	0,240** (0,106)	0,164 (0,194)
STATE	1,216*** (0,147)	1,436*** (0,196)	1,981*** (0,410)	1,806*** (0,431)	1,669*** (0,436)
FO	0,520* (0,305)	0,175 (0,385)	-1,266** (0,567)	-1,304** (0,608)	-0,840 (0,695)
DA_ABS* STATE					1,275* (0,740)
DA_ABS* FO					-4,018* (2,308)
MV	0,356*** (0,029)	0,223*** (0,039)	-0,884*** (0,096)	-0,725*** (0,112)	-0,731*** (0,113)
MB	-0,775*** (0,064)	-0,593*** (0,079)	0,453*** (0,137)	0,350** (0,155)	0,356** (0,155)
LEV	1,085*** (0,254)	1,389*** (0,318)	0,928** (0,460)	0,731 (0,519)	0,685 (0,517)
ROA	1,581** (0,562)	2,204** (0,621)	3,207*** (0,779)	2,014** (0,830)	2,022** (0,834)
Turnover	7,323*** (0,360)	7,460*** (0,389)	8,445*** (0,475)	7,578*** (0,515)	7,556*** (0,514)
StdRet	2,999*** (0,555)	3,487* (0,561)	1,917*** (0,621)	1,642** (0,732)	1,633** (0,730)
Ret12	-0,374*** (0,079)	-0,449*** (0,076)	-0,527*** (0,079)	-0,417*** (0,080)	-0,412*** (0,080)
Lagged_SYNCH				0,204*** (0,020)	0,203*** (0,020)
Constant	-3,929*** (0,119)	-4,384*** (0,139)	-5,682*** (0,193)	-4,696*** (0,230)	-4,697*** (0,238)
Số quan sát	3.724	3.724	3.724	3.252	3.252
Adjusted R-squared	0,2271	0,1729	0,2209	0,2453	0,2466

***: p<0,01, **: p<0,05, *: p<0,1

Nguồn: Tính toán dựa trên phần mềm Stata.

điều này cho thấy ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến SYNCH sẽ tăng lên theo tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các công ty niêm yết. Ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận tại các công ty có sở hữu nhà đầu tư nước ngoài đến SYNCH thông qua biến tương tác giữa DA_ABS * FO thì kết quả cho thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa biến DA_ABS * FO và biến SYNCH với mức ý nghĩa dưới 10%, điều này cho thấy ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến SYNCH sẽ giảm xuống theo tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty niêm yết.

5. Kết luận và hàm ý nghiên cứu

5.1. Kết luận

Như vậy, thông qua mô hình hồi quy tác động cố định (FE) đối với bộ dữ liệu bảng của các công ty niêm yết tại Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2007-2017, tác giả phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa sở hữu nhà nước và SYNCH. Tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu nhà đầu tư nước ngoài và SYNCH.

Ngoài ra, thông qua hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các nhà quản lý của công ty đã ảnh hưởng đến số lượng, chất lượng và tính minh bạch của thông tin công bố của công ty niêm yết và qua đó làm gia tăng sự đồng biến động giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Ảnh hưởng của hành vi điều chỉnh lợi nhuận đến hiện tượng đồng biến động sẽ mạnh hơn đối với các công ty có sở hữu vốn của Nhà nước và ảnh hưởng này sẽ giảm đi đối với các công ty có sở hữu vốn của nhà đầu tư nước ngoài.

5.2. Hàm ý nghiên cứu

Thứ nhất, với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài, sở hữu nhà đầu tư nước ngoài sẽ giúp cải thiện tính thông tin và làm giảm đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp (nâng cao quản trị rủi ro, tăng hiệu quả hoạt động, minh bạch trong việc công bố thông tin). Như vậy cần có các chính sách khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài và sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài phải được đảm bảo bởi các quy định pháp lý của nhà nước liên quan đến sở hữu nước ngoài nhằm giúp cho sự phát triển của thị trường chứng khoán trong dài hạn.

Thứ hai, đối với các công ty có sở hữu vốn của nhà nước cần phải cải thiện môi trường thông tin, tăng tính minh bạch trong công bố thông tin của công ty để qua đó hạn chế đồng biến động giá cổ phiếu. Việc giảm dần tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp thông qua lộ trình thoái vốn của nhà nước và nâng cao quản trị công ty tại các doanh nghiệp nhà nước sẽ giúp làm giảm đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường.

Thứ ba, tại thị trường Việt Nam tồn tại hành vi điều chỉnh lợi nhuận của các công ty niêm yết để qua đó tác động đến tính chính xác và minh bạch của các thông tin mà công ty công bố cho nhà đầu tư. Do đó các cơ quan quản lý Nhà nước cần phải có các quy định để hoàn thiện các chuẩn mực kế toán, tăng cường sự tuân thủ các chính sách kế toán đối với các công ty nhằm hạn chế hành vi điều chỉnh lợi nhuận và tăng độ tin cậy, chính xác của thông tin mà công ty công bố. Thực hiện tốt điều này sẽ giúp hạn chế hiện tượng bất cân xứng thông tin giữa các cổ đông nội bộ với các cổ đông bên ngoài công ty, cải thiện môi trường thông tin và gia tăng sự phản ánh của các thông tin đặc thù thuộc về công ty vào trong sự biến động giá cổ phiếu trên thị trường.

Nghiên cứu được thực hiện trên bộ dữ liệu trong giai đoạn từ 2007-2017, đây là một hạn chế và các nghiên cứu tiếp theo nhóm tác giả sẽ cập nhật thêm dữ liệu đến thời điểm gần nhất để kết quả rút ra từ nghiên cứu ngoài phản ánh được các mối quan hệ mang tính bản chất, quy luật thì còn có ý nghĩa cập nhật thực tiễn của thị trường.

Tài liệu tham khảo

- An, H. & Zhang, T. (2013), 'Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors', *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
- Brockman, P. & Yan, X. (2009), 'Block ownership and firm-specific information', *Journal of Banking and Finance*, 33(2), 308-316.
- Chan, K. & Hameed, A. (2006), 'Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets', *Journal of Financial Economics*, 80(1), 115-147.
- Dang, T.L., Moshirian, F. & Zhang, B. (2015), 'Commonality in news around the world', *Journal of Financial Economics*, 116(1), 82-110.
- Easley, D. & O'Hara, M. (2004), 'Information and the cost of capital', *Journal of Finance*, 69, 1553-1583.
- Fernandes, N. & Ferreira, M.A. (2008), 'Does international cross-listing improve the information environment', *Journal of Financial Economics*, 88(2), 216-244.
- Ferreira, M.A. & Laux, P.A. (2007), 'Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow', *Journal of Finance*, 62(2), 951-989.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic econometrics* (4th ed.), Mc Graw-Hill.

-
- Gul, F.A., Kim, J.B. & Qiu, A.A. (2010), 'Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality and stock price synchronicity: evidence from China', *Journal of Financial Economics*, 95(3), 425-442.
- Hamdi, B.N. & Cosset, J.C. (2014), 'State ownership, political institutions, and stock price informativeness: Evidence from Privatization', *Journal of Corporate Finance*, 29, 179-199.
- Hasan, I., Song, L. & Wachtel, P. (2014), 'Institutional development and stock price synchronicity: Evidence from China', *Journal of Comparative Economics*, 42(1), 92-108.
- He, W., Li, D., Shen, J. & Zhang, B. (2013), 'Large foreign ownership and stock price informativeness around the world', *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- He, W. & Shen, J. (2014), 'Do foreign investors improve informational efficiency of stock prices? Evidence from Japan', *Pacific-Basin Finance Journal*, 27, 32-48.
- Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999), 'A review of the earnings management: Literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hou, W., Kuo, J.M. & Lee, E. (2012), 'The impact of state ownership on share price informativeness: the case of the split share structure reform in China', *The British Accounting Review*, 44(4), 248-261.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J. & Tehranian, H. (2009), 'Opaque financial report, R^2 , and crash risk', *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jiang, Li. & Kim, J.B. (2004), 'Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(3), 185-211.
- Jin, L. & Myers, S.C. (2006), ' R^2 around the world: New theory and new tests', *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kang, J.K. & Stulz, R. (1997), 'Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan', *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28.
- Kho, B., Stulz, R. & Warnock, F. (2009), 'Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias', *Journal of Accounting Research*, 47(2), 597-635.
- Kim, J.B. & Shi, H. (2012), 'IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: International evidence', *Review of Accounting Studies*, 17, 474-517.
- Lin, K.J., Karim, K.E. & Carter, C. (2015), 'Why does China's stock market have highly synchronous stock price movement? An information supply perspective', *Advances in International Accounting*, 31(1), 68-79.
- Morck, R., Yeung, B. & Yu, W. (2000), 'The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movement?', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 215-260.
- O'Hara, M. (2003), 'Presidential address: liquidity and price discovery', *Journal of Finance*, 58, 1335-1354.
- Petersen, M.A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches', *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Piotroski, J.D. & Roulstone, D.T. (2004), 'The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices', *The Accounting Review*, 79(4), 1119-1151.
- Roll, R. (1988), ' R^2 ', *Journal of Finance*, 43(3), 541-566.