



TÁC ĐỘNG CỦA TỶ LỆ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI VÀ THÔNG TIN KẾ TOÁN ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU

ThS. CHU THỊ THU THỦY - Đại học Thăng Long

Thực tế trên thị trường chứng khoán cho thấy, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và thông tin kế toán có tác động tích cực đến giá chứng khoán của các công ty cổ phần niêm yết. Qua việc sử dụng số liệu của 712 công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2014, kết quả nghiên cứu cũng đã chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu nước ngoài và thông tin kế toán có tác động tích cực đến giá chứng khoán của các công ty này. Nghiên cứu này một lần nữa khẳng định ý nghĩa đúng đắn của việc nói "room" cho nhà đầu tư ngoại mới đây của Chính phủ và Bộ Tài chính.

Kinh nghiệm quốc tế

Ảnh hưởng của thông tin kế toán đối với giá cổ phiếu

Trong những năm qua, trên thế giới, có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm xem xét tác động của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên các thị trường chứng khoán (TTCK). Các nghiên cứu này đều chỉ ra rằng, giá trị của thông tin kế toán đối với giá cổ phiếu rất quan trọng và ngày càng có xu hướng tác động mạnh hơn. Đặc biệt, trong bối cảnh hệ thống chuẩn mực kế toán quốc tế nói chung và hệ thống chuẩn mực kế toán của các quốc gia nói riêng ngày càng được cải tiến và thống nhất với nhau làm cho thông tin kế toán ngày càng minh bạch, đáng tin cậy và dễ tiếp cận hơn.

Ngoài ra, thông tin kế toán cũng giúp các nhà đầu tư (NĐT) đánh giá tình hình tài chính, dự đoán dòng tiền, dòng lợi nhuận trong tương lai mà các công ty niêm yết trên TTCK đem lại chính xác hơn. Trên cơ sở đó, các NĐT đưa ra quyết định đúng đắn về việc mua hay bán cổ phiếu đang nắm giữ, vì vậy tác động trực tiếp đến cung - cầu về cổ phiếu, dẫn đến sự thay đổi trong giá của cổ phiếu trên thị trường. Những nghiên cứu chứng minh cho quan điểm này có thể kể đến như nghiên cứu của Collins, Maydew và Weiss (1997), Barth, Beaver và Landsman (1998), Keener (2011)...

Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với giá cổ phiếu

Sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, có rất nhiều nghiên cứu xem xét sự tác động của tỷ lệ

sở hữu của NĐT nước ngoài đến giá cổ phiếu như các nghiên cứu Bekaert và Harvey (2000), Kim và Singal (2000), Pavabutr và Yan (2007)... Thực tế cho thấy, lợi ích của dòng vốn đầu tư nước ngoài đối với TTCK ngày càng tăng, đặc biệt là sự cải thiện rõ rệt trong xu hướng về giá cổ phiếu của các công ty có dòng vốn nước ngoài. Nghiên cứu của Bohn và Tesar (1996), nghiên cứu của Froot, O'Connell và Seasholes (2001)... cũng đều chỉ ra tác động dương (+) của dòng vốn nước ngoài đến xu hướng giá chứng khoán. Hơn nữa, các nghiên cứu của Wang (2007), Yan (2007) với mẫu nghiên cứu là các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Thái Lan và Indonesia cho thấy, tỷ lệ sở hữu nước ngoài có tác động đến xu hướng của giá chứng khoán. Thêm vào đó, các nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng, trong thời kỳ khủng hoảng (1997) thì chính dòng vốn đầu tư nước ngoài giúp TTCK Thái Lan và Indonesia ổn định hơn.

Phương pháp và mô hình nghiên cứu tại Việt Nam

Nhằm nghiên cứu những ảnh hưởng của thông tin kế toán và tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu sử dụng mẫu 712 công ty cổ phần niêm yết năm 2014. Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập từ trang web của các công ty niêm yết, Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và các công ty chứng khoán. Phương pháp nghiên cứu được sử dụng là phương pháp tỷ số, thống kê mô tả và phương pháp hồi quy bội.

Theo đó, mô hình và các biến nghiên cứu như sau:

$$\text{LnP} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{EPS/BV} + \beta_2 \cdot \text{FO} + \beta_3 \cdot \text{SIZE} + \text{Ui}$$

BẢNG 1: THỐNG KÊ MÔ TẢ

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FO	712	.0000	.4904	.046558	.0964051
P	712	600.00	191000.00	15208.7535	15903.86784
EPS_BV	712	-42.78	1.61	-.0089	1.67350
SIZE	712	9.53	20.31	13.0637	1.58170

Nguồn: Tính toán từ phần mềm SPSS 20

Trong đó:

$\ln P$ là loga tự nhiên của giá cổ phiếu trên thị trường. Giá cổ phiếu trên thị trường được tính bằng trung bình của giá giao dịch cao nhất và thấp nhất trong năm.

- Thông tin kế toán: Hai thước đo phổ biến được sử dụng để xem xét tác động của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu bao gồm thu nhập trên một cổ phiếu thường (EPS = Lợi nhuận sau thuế/số lượng cổ phiếu đang lưu hành) và giá trị sổ sách của một cổ phiếu (BV = Tổng giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu/Số lượng cổ phiếu đang lưu hành). Các thước đo này được sử dụng trong các nghiên cứu của Collins, Maydew và Weiss (1997), Hirschey và các cộng sự (2001), Graham và các cộng sự (2002)... Để giảm sai số chuẩn, tác giả sử dụng thước đo EPS/BV để đo lường thông tin kế toán. Tỷ số EPS/BV thể hiện một đồng giá trị vốn chủ sở hữu tạo ra bao nhiêu đồng thu nhập. Như vậy, về lý thuyết, tỷ số EPS/BV càng cao thì giá cổ phiếu càng cao hay cặp giả thuyết cần kiểm định là:

H₀: EPS/BV không có tác động đến giá cổ phiếu

H₁: EPS/BV có tác động cùng chiều (+) đến giá cổ phiếu

Trong khi đó, tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FO) = Số lượng cổ phiếu NĐT nước ngoài sở hữu/tổng số cổ phiếu. Các nghiên cứu trước (Bohn và Tesar (1996), Froot, O'Connell và Seasholes (2001)... đã minh chứng cho lợi ích của dòng vốn đầu tư nước ngoài đến biến động của giá chứng khoán. Do đó, cặp giả thuyết mà nghiên cứu đưa ra là:

H₀: FO không có tác động đến giá cổ phiếu

H₁: FO có tác động cùng chiều (+) đến giá cổ phiếu

- Biến kiểm soát: Quy mô công ty là một trong nhân tố quan trọng tác động đến giá của chứng khoán, vì vậy tác giả đưa biến quy mô công ty (SIZE) là biến kiểm soát. SIZE được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

Kết quả nghiên cứu

Thống kê mô tả

Qua bảng 1 cho thấy, tỷ lệ sở hữu nước ngoài trung bình là 4,7% với độ phân tán của giá trị trung bình là 9,6%. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài thấp nhất là

0% với số liệu thống kê khoảng 246/712 công ty cổ phần. Trong số này, có tới 183/246 công ty cổ phần (74,4%) có giá chứng khoán thấp hơn giá trung bình.

Mặt khác, tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao nhất là 49,04% của Công ty Cổ phần Chứng khoán TP. Hồ

Chí Minh (mã HCM). HCM có hiệu quả tài chính tương đối cao với tỷ lệ EPS-BV là 15,9% tương ứng với giá chứng khoán 32.450 đồng/cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy, giá trung bình của cổ phiếu là 15.208 đồng/cổ phiếu, trong đó giá thấp nhất 600 đồng/cổ phiếu là của Công ty Cổ phần Phát triển Điện nông thôn Trà Vinh (DTV) tương ứng với FO là 0% và tỷ số EPS-BV là 7,5%. Giá cổ phiếu cao nhất là 191.000 đồng/cổ phiếu là của Công ty cổ phần Vinacafé Biên Hòa (VCF). Tuy giá cổ phiếu và tỷ số EPS-BV (27,35%) cao nhưng VCF chưa thực sự hấp dẫn các NĐT nước ngoài (cụ thể FO=1,79%).

Tỷ số EPS-BV của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam năm 2014 ở mức thấp với tỷ lệ trung bình là -0,89%. Tỷ số EPS-BV thấp nhất là -42,78 lần thuộc Công ty Cổ phần Vận tải biển Hải Âu (SSG) do trong năm 2014 Công ty làm ăn kém hiệu quả (lỗ hơn 10.000 tỷ đồng), khiến giá cổ phiếu thấp hơn rất nhiều so với mệnh giá (giá SSG là 1800 đồng/cổ phiếu) và FO là 0%. Tỷ số EPS-BV cao nhất là 1,61 lần của Công ty cổ phần Sông Đà 1 (SD1). Mặc dù tỷ lệ EPS-BV là cao nhất nhưng không phải do Công ty có hiệu quả tài chính cao mà thực chất với việc lỗ liên tục trong 3 năm (hơn 30.000 tỷ đồng/năm) khiến cho vốn chủ sở hữu của Công ty âm (mất hết vốn chủ sở hữu). Kết quả là SD1 cũng có giá chứng khoán thấp hơn mệnh giá (giá trung bình là 4.100 đồng/cổ phiếu) và FO = 0%.

Hồi quy bội

Kiểm định Anova (bảng 2) về sự phù hợp của mô hình cho thấy, với $F = 22,715$ và hệ số Sig (P-value) = 0.000 < 5% mô hình có ý nghĩa về mặt thống kê hay mô hình thích hợp để giải thích sự biến thiên của giá cổ phiếu trong thực tế. Với hệ số R-square = 0.088 tức là các biến số trong mô hình giải thích được 8,8% sự khác biệt của giá cổ phiếu các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy, các biến độc lập (FO, tỷ lệ EPS/BV) và biến kiểm soát (Size) đều có tác động đến giá cổ phiếu tại mức ý nghĩa 5% (Sig < 5%), cụ thể:

Thông tin kế toán về EPS và BV có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Khi thông tin kế toán có chiều hướng tốt, thu nhập kế toán nhận được trên giá trị



BẢNG 2: KẾT QUẢ HỒI QUY

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8.350	.236		35.390	.000
	FO	1.918	.295	.234	6.501	.000
	EPS_BV	.042	.017	.090	2.492	.013
	SIZE	.066	.018	.133	3.687	.000
F = 22.715		Sig = 0.000		R-Square = 0.088		
a. Dependent Variable: LnP						

Nguồn: Tính toán từ phần mềm SPSS 20

số sách kế toán tăng 1% thì giá của cổ phiếu tăng 0,042% ($\beta_1 = 0,042$). Trên thực tế, khi các công ty có tỷ số EPS/BV cao là các công ty có định hướng đầu tư tốt, năng lực kinh doanh mạnh, hiệu quả tài chính cao, triển vọng tăng trưởng tốt, phát triển bền vững, do đó dòng tiền trong tương lai đem lại cho NĐT ổn định dẫn đến tăng niềm tin của cổ đông và kéo theo giá cổ phiếu tăng. Như vậy, có thể thấy rằng, thông tin kế toán của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam có vai trò quan trọng đối với sự thay đổi trong giá cổ phiếu. Điều này, hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu thực nghiệm của các tác giả Collins, Maydew và Weiss (1997), Hirschey và các cộng sự (2001), Graham và các cộng sự (2002)...

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài lại có tác động cùng chiều (+) đến giá cổ phiếu với hệ số $\beta_2 = 1,198$ hay nói cách khác dòng vốn đầu tư nước ngoài có tác động tích cực đến tính thanh khoản của cổ phiếu. Các công ty cổ phần có tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FO) cao thì có nguồn vốn ổn định và vững mạnh. Mặt khác, cùng với FO cao, các công ty niêm yết này còn nâng cao được kỹ năng quản trị, được chuyển giao các công nghệ mới, tăng cường hơn tính minh bạch của thông tin... từ đó, tác động trực tiếp đến giá cổ phiếu trên thị trường.

Kết quả hồi quy cũng cho thấy, các công ty có quy mô tổng tài sản cao thì giá cổ phiếu cũng cao. Điều này hoàn toàn phù hợp về lý thuyết, các công ty có quy mô lớn là những công ty có thời gian hoạt động dài, có lợi thế về mặt quy mô, uy tín tài chính cao, khả năng quản lý vốn, đầu tư và dòng tiền tốt, hiệu quả tài chính cao. Do đó, các công ty này hấp dẫn các NĐT và tất nhiên sẽ khiến giá cổ phiếu cao.

Kết luận

Nghiên cứu này minh chứng rằng, NĐT nước ngoài đóng góp một phần không nhỏ đến sự ổn định của TTCK (tác động đến sự tăng trưởng của giá cổ phiếu). Điều này hoàn toàn phù hợp với lý

thuyết về thông tin bất cân xứng. Những NĐT nước ngoài đặc biệt là những cổ đông chi phối có quyền tham dự các cuộc họp quản lý cấp cao và do đó có những thông tin "vượt trội" về công ty. Với những thông tin vượt trội này, các NĐT nước ngoài có thể có những hành động ổn định giá cổ phiếu, đặc biệt khi giá cổ phiếu chệch khỏi giá trị thực.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các thông tin kế toán là một trong những nhân tố tác động đến sự hình thành giá của cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Ngoài ra, những công ty có quy mô lớn cũng là những công ty có giá chứng khoán cao do uy tín và khả năng quản lý tài chính tốt hơn. Đây cũng là những công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao.

Mới đây, Chính phủ cũng vừa ban hành Nghị định 60/2015/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 58/2012/NĐ-CP quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, trong đó bổ sung thêm về tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên TTCK Việt Nam. Thông qua nghiên cứu này, phần nào chứng minh được sự đúng đắn của chủ trương nói room cho NĐT nước ngoài, qua đó góp phần giúp TTCK Việt Nam tăng trưởng bền vững.

Tài liệu tham khảo:

1. Luật Chứng khoán;
2. Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26/6/2015 của Chính phủ;
3. Barth, M.E., Beaver, W.H., & Landsman, W.R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting & Economics*;
4. Bekaert, G & Harvey, C 1997, 'Emerging equity market volatility', *Journal of Financial Economics*;
5. Wang, J 2007, 'Foreign equity trading and emerging market volatility: Evidence from Indonesia and Thailand', *Journal of Development Economics*;
6. Collins, D.W., Maydew E.L., & Weiss I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*.