

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

Phan Trong Nghia*

Faculty of Finance, Banking and Business Administration, Quy Nhon University, Viet Nam

Received: 09/04/2021; Accepted: 22/06/2021

ABSTRACT

The volatility of stock prices is influenced by general macro information of the whole market and specific information of the listed companies. When the stock price reflects most of the general market information but little of the business information, the stock price easily synchronizes with the market and creates the stock price synchronicity. The research uses the multivariate regression method to estimate array data set of all listed companies on Vietnam stock market in the period of 2007 - 2017. The research findings have shown that stock price volatility in Vietnam is mainly caused by general information of the whole market. In addition, they indicate an inverse relationship between the ownership of major shareholders, the ownership of foreign investors and the stock price volatility, and there exists a positive relationship between state ownership and the stock price synchronicity. The research findings have indicated more clearly the phenomenon of stock price synchronicity in a particular developing country and offered several important implications for corporate executives to limit the synchronicity and enhance the informativeness in the company's stock price.

Keywords: *Stock price synchronicity, ownership structure, emerging market.*

*Corresponding author:

Email: phantrongnghia@qnu.edu.vn

Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Phan Trọng Nghĩa*

Khoa Tài chính - Ngân hàng & Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Quy Nhơn

Ngày nhận bài: 09/04/2021; Ngày nhận đăng: 22/06/2021

TÓM TẮT

Biến động giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi các thông tin vĩ mô chung toàn thị trường và các thông tin thuộc về đặc thù của công ty niêm yết. Khi giá cổ phiếu phản ánh phần lớn các thông tin chung của thị trường mà ít phản ánh các thông tin thuộc về chính bản thân công ty, khi đó giá cổ phiếu dễ biến động đồng bộ với thị trường và tạo nên hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy đa biến để ước lượng bộ dữ liệu mảng bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2007 - 2017. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tại Việt Nam biến động giá cổ phiếu chủ yếu do các thông tin chung toàn thị trường gây ra. Ngoài ra, bài viết chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu cổ đông lớn, sở hữu nhà đầu tư nước ngoài với đồng biến động giá cổ phiếu; tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa sở hữu nhà nước và đồng biến động giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy rõ nét hơn về hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu tại một quốc gia đang phát triển và đưa ra một số hàm ý quan trọng đối với các nhà quản trị công ty nhằm hạn chế đồng biến động và tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu của công ty.

Từ khóa: Đồng biến động giá cổ phiếu, cấu trúc sở hữu, thị trường mới nổi.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Sự hiệu quả của thị trường chứng khoán (TTCK) phụ thuộc phần lớn “hiệu quả thông tin” (Informational efficiency) của thị trường, theo đó giá cổ phiếu phải phản ánh đúng các thông tin liên quan, hay giá cổ phiếu phải mang tính thông tin cao (Informativeness). Các nghiên cứu cho thấy rằng đồng vốn được phân bổ hiệu quả hơn trong nền kinh tế khi giá cổ phiếu mang tính thông tin cao.^{1,2} Khi giá cổ phiếu ít phản ánh đúng các thông tin liên quan đến công ty, mà phản ánh phần lớn các thông tin chung của thị trường thì sẽ có xu hướng biến động đồng bộ với nhau và tạo nên xu hướng đồng biến động trên

TTCK.³⁻⁵ Tại Việt Nam, tỷ suất sinh lời cổ phiếu của các công ty niêm yết biến động đồng bộ với nhau khi thị trường có những thay đổi của yếu tố vĩ mô như: lãi suất, lạm phát, tỷ giá, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế,... Đó chính là những biểu hiện của hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu. Các nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến đồng biến động giá cổ phiếu phụ thuộc vào đặc thù của từng quốc gia và có rất ít nghiên cứu tại các nước đang phát triển thực hiện nghiên cứu ở góc độ vi mô của các nhân tố đặc thù thuộc về công ty niêm yết. Vì vậy, nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến sự đồng biến động giá cổ phiếu tại các nước

*Tác giả liên hệ chính.

Email: phantrongnghia@qnu.edu.vn

đang phát triển là việc làm rất cần thiết. Kết quả rút ra từ nghiên cứu sẽ làm rõ ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến đồng biến động giá cổ phiếu và đưa ra các khuyến nghị nhằm tăng tính thông tin trong giá cổ phiếu và thúc đẩy sự phát triển của TTCK.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán

Biến động giá cổ phiếu phụ thuộc các thông tin chung của toàn thị trường và các thông tin của công ty niêm yết. Khi giá cổ phiếu ít phản ánh những thông tin thuộc về yếu tố đặc thù của công ty mà lại phản ánh phần lớn 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 hướng biến động đồng bộ với nhau và tạo nên hiện tượng đồng biến động chung của thị trường.³⁻⁵ 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).

2.1.2. Cấu trúc sở hữu của các công ty niêm yết

Cấu trúc sở hữu (CTSH) của công ty ảnh hưởng đến môi trường thông tin cũng như hiệu quả quản trị của công ty và khi xem xét trên góc độ vi mô thì CTSH là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến SYNCH. Cấu trúc sở hữu giúp cải thiện tính thông tin trong giá cổ phiếu; nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp và tăng chất lượng các thông tin của doanh nghiệp công bố;^{6,7} giúp giải quyết vấn đề người đại diện trong hoạt động của các công ty niêm yết và hạn chế vấn đề bất cân xứng thông tin trên TTCK;^{8,9} giúp giảm thiểu chi

phí thu thập thông tin, giảm chi phí giao dịch cho các nhà đầu tư;^{10,11} CTSH có thể giải thích các mức độ khác nhau của biến động đồng bộ giá cổ phiếu.¹² Ngoài ra, mối quan hệ giữa CTSH và SYNCH chịu tác động bởi sự khác nhau của môi trường thể chế, môi trường thông tin và sự bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư và có thể tạo ra sự khác biệt trong mối quan hệ giữa CTSH và SYNCH giữa các quốc gia khác nhau.

Có nhiều cách tiếp cận về CTSH của công ty. Theo cách tiếp cận sở hữu và kiểm soát công ty thì CTSH bao gồm: tỷ lệ vốn chủ sở hữu được sở hữu và nắm giữ bởi các thành viên nội bộ và nhà đầu tư bên ngoài công ty. Nếu theo cách tiếp cận mức độ tập trung vốn chủ sở hữu thì CTSH gồm: tỷ lệ vốn chủ sở hữu được nắm giữ bởi các cổ đông lớn và cổ đông nhỏ phân tán của công ty.¹³ Ngoài ra cấu trúc sở hữu còn được tiếp cận theo các khía cạnh khác như: Theo đặc điểm của nhà đầu tư, xuất xứ của nhà đầu tư thì CTSH gồm: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư trong nước; Theo hình thức tổ chức thì CTSH gồm: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư cá nhân; Theo mức độ nắm giữ của Nhà nước thì CTSH gồm: tỷ lệ sở hữu nhà nước và tỷ lệ sở hữu của tư nhân. Trong nghiên cứu này, CTSH được tác giả tiếp cận và phân loại thành: sở hữu cổ đông lớn, sở hữu nhà nước và sở hữu nhà đầu tư nước ngoài.

2.1.3. Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến đồng biến động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết

Ảnh hưởng của CTSH đến SYNCH của các công ty niêm yết được xem xét trên các khía cạnh sau:

➤ Ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến SYNCH

Nghiên cứu Brockman và Yan¹⁴ cho thấy rằng sở hữu cổ đông lớn làm gia tăng tính thanh khoản và qua đó làm giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Kết quả nghiên cứu phù hợp với phát hiện của nghiên cứu Morck và cộng sự⁴ và ủng hộ quan điểm cho rằng sở hữu cổ đông lớn đóng một vai trò quan trọng trong việc hình thành môi trường thông tin của công ty. Tuy nhiên, theo kết quả nghiên cứu của Gul và cộng

sự⁹ thì thông tin đặc thù của các công ty có sự tập trung quyền sở hữu cao sẽ ít được phản ánh vào giá cổ phiếu hay đồng biến động giá cổ phiếu sẽ cao hơn. Khi các yếu tố khác là không đổi, tập trung quyền sở hữu sẽ làm gia tăng SYNCH.

Nghiên cứu của Fernandes và Ferreira¹¹ cho thấy rằng nguyên nhân dẫn đến sự đồng biến động cao hơn ở các thị trường mới nổi so với các thị trường phát triển là do các công ty tại thị trường mới nổi thường được sở hữu tập trung bởi các thành viên của gia đình hoặc là được sở hữu bởi chính phủ. Khi môi trường thông tin không minh bạch, các cổ đông lớn nắm quyền kiểm soát thường cố tình che giấu các thông tin bất lợi trong hoạt động của công ty (hoặc công bố một cách hạn chế các thông tin đối với các nhà đầu tư bên ngoài) nhằm phục vụ cho lợi ích của họ.^{15,16} Kết quả là sở hữu của các cổ đông lớn làm gia tăng SYNCH trên thị trường.

➤ Ảnh hưởng của sở hữu Nhà nước đến SYNCH

Kết quả nghiên cứu của Gul & cộng sự;^{9,17} 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 và Cosset,¹⁸ khi sở hữu nhà nước cao, kết hợp với môi trường thông tin kém minh bạch sẽ làm gia tăng SYNCH trên thị trường. 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. Nghiên cứu Lin và cộng sự¹⁹ xem xét 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 biến động đồng bộ giá cổ phiếu, đặc biệt tại các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước.

➤ Ảnh hưởng của sở hữu nước ngoài đến SYNCH

Nghiên cứu của Jiang và Kim²⁰ cho thấy

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 với đòn bẩy tài chính thấp, 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. Ngoài ra, sở hữu nước ngoài giúp cải thiện chất lượng thông tin trên thị trường chứng khoán trong môi trường quản trị công ty tốt, và do đó làm giảm đáng kể chi phí giao dịch và rủi ro.²¹ Như vậy gia tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài giúp giảm sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Nghiên cứu của Gul và cộng sự⁹ cho thấy rằng sự hiện diện của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ góp phần 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 sự đồng biến động giá cổ phiếu. Nghiên cứu của He và cộng sự⁶ 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 SYNCH.²²

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Dữ liệu phân tích

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. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ 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 từ 2007 - 2017. Dữ liệu được cung cấp bởi Công ty StoxPlus - công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính tại Việt Nam.

2.2.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình

(i) Biến Synch: 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 nghiên cứu.³⁻⁵ 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 trên TTCK.

Giá trị R^2 của mô hình hồi quy (1) đo lường mức độ biến động của tỷ suất lợi tức của cổ phiếu i (R_i) do biến động tỷ suất lợi tức của thị trường (R_M). Theo cách giải thích này thì khi giá trị R^2 thấp thì biến động tỷ suất lợi tức của cổ phiếu ít chịu ảnh hưởng của biến động thị trường mà chịu ảnh hưởng bởi các thông tin thuộc về đặc thù của công ty. Giá trị của R^2 nằm trong khoảng biến động từ 0 - 1. Theo cách tiếp cận về phân tích đồng biến động trong các nghiên cứu,^{4,5,23} tác giả tiến hành biến đổi logarit giá trị R^2 để đo lường sự đồng biến động giá cổ phiếu:

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

(ii) Biến cấu trúc sở hữu

+ Biến sở hữu nhà nước (SHNN): Tương tự nghiên cứu của Hamdi và Cosset,¹⁸ SHNN 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 tại thời điểm cuối năm tài chính.

+ Biến sở hữu cổ đông lớn (CĐL): Tiếp cận theo cách đo lường sở hữu CĐL theo các nghiên cứu,^{14,24,25} cổ đông lớn được định nghĩa là những cổ đông nắm giữ tỷ lệ số lượng cổ phiếu từ 5% trở lên trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty tại thời điểm cuối năm tài chính.

+ Biến sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN): Tiếp cận theo cách đo lường sở hữu NĐTNN theo các nghiên cứu của He và Shen,⁷ 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 tại thời điểm cuối năm tài chính.

(iii) Các biến kiểm soát

Để loại bỏ khả năng ảnh hưởng của những biến đặc thù của công ty đến mối quan hệ giữa CTSH và SYNCH, 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 CTSH đến SYNCH, 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^{18,23,26-28} bao gồm:

+ *Sở hữu cổ đông nhỏ (CĐN)*: là những cổ đông nắm giữ tỷ lệ số lượng cổ phiếu nhỏ hơn 5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty tại thời điểm cuối năm tài chính.

+ *Sở hữu nhà đầu tư trong nước (NĐTNN)*: là tỷ lệ số lượng cổ phiếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước so với tổng số cổ phiếu lưu hành của công ty tại thời điểm cuối năm tài chính.

+ *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 vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ *Hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MB)*: được xác định bằng cách lấy logarit của tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ *Hệ số đòn bẩy (LEV)*: được tính bằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm được tính;

+ *Lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty (ROA)*: được tính bằng lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản của công ty vào thời điểm cuối năm của năm 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 được tính;

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

+ *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.

Trong đó, $Synch_i$ là biến đồng biến động giá cổ phiếu của công ty i được đo lường bởi Ψ được trình bày trong mục (i); $CTSH$ là biến cấu trúc sở hữu được định nghĩa ở mục (ii); $Controls_i$ là các biến kiểm soát đặc thù của 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 năm lên ảnh hưởng của CTSH đến SYNCH. Tất cả các biến độc lập được đưa vào mô hình với giá trị trễ (lagged) nhằm hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại của biến SYNCH đến biến CTSH.

3. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 3.1. 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	5.679	-2,688022	2,452311	-21,74169	2,322745
SHNN	6.993	0,2586079	0,2594817	0	1
NĐTNN	6.589	0,0829705	0,1332755	0	1
NĐTTN	6.774	0,6598669	0,27518	0	1
CĐL	3.477	0,205	1,228	0	0,53
CĐN	3.394	0,589	2,992	0	1
MV	7.269	-1,675651	1,822857	-8,873868	5,81881
MB	7.266	-0,140657	0,7688079	-2,79004	3,855742
LEV	6.423	0,1105879	0,1469604	0	0,9669347
ROA	7.046	0,0609912	0,0851152	-0,9960087	0,7836993
Turnover	5.888	0,0787735	0,1232393	0	1,285799
StdRet	5.815	0,137464	0,0757619	0,000568	0,7268426
Ret12	5.450	0,008385	0,440838	-0,9995214	2,208623

Nguồn: Tính toán dựa trên Stata

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.

2.2.3. 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.^{6,7,9,14,18-20,25} Tác giả thực hiện phân tích để xem xét ảnh hưởng của nhân tố CTSH đến SYNCH dựa trên mô hình hồi quy với dữ liệu bảng như sau:

$$Synch_{i,t} = a + \lambda CTSH_{i,t-1} + \sum \gamma_j Controls_{i,t-1}^j + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

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 (Petersen²⁹). 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.²⁹

Bảng 3.1 cho thấy trong 6.993 quan sát của mẫu nghiên cứu thì trung bình tỷ lệ sở hữu nhà nước dưới mọi hình thức có giá trị là: 0,2586. Như vậy trung bình tỷ lệ sở hữu nhà nước chiếm khoảng 25,86% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty. Tỷ lệ sở hữu lớn nhất của cổ đông lớn là 52,48% và trung bình của tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn chiếm 20,47% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty niêm yết. Giá

trị trung bình tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhỏ là 58,99% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của các công ty trong mẫu nghiên cứu. Giá trị trung bình sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là 8,29% và trung bình tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư trong nước là 65,99% 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 nhà đầu tư trong nước tại TTCK Việt Nam.

Bảng 3.2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Biến	SYNCH	SHNN	NĐTNN	NĐTTN	CĐL	CĐN	MV	MB	LEV	ROA	Turnover	StdRet	Ret12
SYNCH	1,0000												
SHNN	0,0358	1,0000											
NĐTNN	0,0359	-0,2284	1,0000										
NĐTTN	-0,0562	-0,8509	-0,3046	1,0000									
CĐL	-0,0749	-0,1314	0,0459	0,1035	1,0000								
CĐN	0,0312	-0,0863	-0,0174	0,0932	-0,0103	1,0000							
MV	0,1076	-0,0678	0,5252	-0,2129	0,0705	-0,0120	1,0000						
MB	-0,2014	0,0928	0,2260	-0,2083	0,0557	-0,0290	0,5380	1,0000					
LEV	0,0858	0,1174	-0,0325	-0,0981	-0,0126	-0,0299	0,1768	-0,0204	1,0000				
ROA	-0,0486	0,1198	0,2117	-0,2289	-0,0253	-0,0133	0,1990	0,3205	-0,2034	1,0000			
Turnover	0,3882	-0,2265	-0,0826	0,2641	-0,0410	0,1670	-0,0642	-0,2319	-0,0523	-0,0335	1,0000		
StdRet	0,2043	-0,0099	-0,1214	0,0734	-0,0241	0,0089	-0,2298	-0,1636	-0,0112	-0,0335	0,2822	1,0000	
Ret12	-0,1782	-0,0116	0,0228	0,0006	0,0163	0,0078	0,0403	0,1011	0,0000	0,1647	0,1426	-0,0756	1,0000

Nguồn: Tính toán dựa trên Stata

Bảng 3.2 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, biến SHNN và biến NĐTTN có tương quan cao với nhau (-0,85), nhà đầu tư trong nước bao gồm cả sở hữu của nhà nước nên 2 biến này có tương quan cao với nhau. Tương quan giữa các biến độc lập còn lại đại diện cho cấu trúc sở hữu (SHNN, NĐTNN, CĐL, CĐN) là thấp 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 (0,538); 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 NĐTNN và biến giá trị vốn hóa thị trường của công ty (MV) có tương quan tương đối cao (0,525); 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 (Gujarati³⁰).

3.2. Kết quả nghiên cứu

Mô hình hồi qui xem xét ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu (CĐL, SHNN và NĐTNN) đến đồng biến động giá cổ phiếu được thực hiện theo 4 cách thức khác nhau nhằm kiểm tra tính bền vững của kết quả nghiên cứu. Cụ thể:

Mô hình (1) tác giả hồi quy bình thường các biến độc lập và các biến kiểm soát trong mô hình.

Mô hình (2) tác giả tiến hành kiểm soát thêm một số biến nhằm cô lập ảnh hưởng (nếu có) của các biến được kiểm soát đến mối quan hệ giữa biến độc lập (SHNN, CĐL, NĐTNN) và SYNCH. Việc kiểm soát thêm các biến vào mô hình nhằm xác định ảnh hưởng ròng của biến độc lập đến biến phụ thuộc trong mô hình.

Mô hình (3) tác giả đưa thêm biến trễ của biến phụ thuộc vào mô hình nhằm để giải quyết

khả năng quan hệ nội sinh có thể xuất hiện giữa biến SYNCH và biến CTSH.

Mô hình (4) tác giả xem xét đồng thời ảnh hưởng của biến trễ biến phụ thuộc và kiểm soát thêm một số biến nhằm cô lập ảnh hưởng (nếu có) của các biến được kiểm soát đến mối quan hệ giữa biến độc lập (SHNN, CĐL, NĐTNN) và biến SYNCH.

3.2.1. Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến đồng biến động giá cổ phiếu

Bảng 3.3. Sở hữu nhà nước và đồng biến động giá cổ phiếu

Biến	Biến phụ thuộc: SYNCH			
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
SHNN	0,334*	0,847***	0,285**	0,727***
	(1,95)	(2,68)	(2,04)	(2,81)
NĐTNN		0,526*		0,449*
		(1,73)		(1,79)
MV	0,499***	0,536***	0,397***	0,421***
	(17,71)	(16,79)	(15,29)	(15,10)
MB	-0,729***	-0,756***	-0,586***	-0,592***
	(-11,43)	(-11,75)	(-10,27)	(-10,39)
LEV	-0,063	-0,119	-0,067	-0,139
	(-0,23)	(-0,43)	(-0,29)	(-0,59)
ROA	-0,522	-0,414	0,183	0,245
	(-0,99)	(-0,79)	(0,40)	(0,53)
Turnover	4,594***	4,496***	3,455***	3,405***
	(8,44)	(8,07)	(6,90)	(6,63)
StdRet	0,917*	0,941*	1,874***	1,849***
	(1,71)	(1,71)	(3,57)	(3,46)
Ret12	-0,239***	-0,232***	-0,220**	-0,239***
	(-2,79)	(-2,66)	(-2,52)	(-2,73)
Lagged_SYNCH			0,256***	0,254***
			(10,60)	(10,39)
Constant	-0,823***	-1,161***	0,342*	-1,408***
	(-2,91)	(-3,50)	(1,81)	(-4,68)
Fixed effects	IY	IY	IY	IY
Số quan sát	4.187	4.056	4.029	3.946
Adjusted R-squared	0,3764	0,3787	0,4120	0,4136

Robust t-statistics in parentheses

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

Nguồn: Tính toán dựa trên phần mềm Stata

Kết quả phân tích thực nghiệm cho thấy SHNN có ảnh hưởng cùng chiều đến SYNCH với mức ý nghĩa 10%. Giá trị ước lượng hệ số của biến SHNN là 0,334 (t-stat = 1,95). Kết quả này phù hợp với lập luận rằng một doanh nghiệp mà SHNN càng cao thì tính thông tin

trong giá cổ phiếu càng thấp và làm gia tăng mức độ đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của một số nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của SHNN đến sự đồng biến động giá cổ phiếu trên thế giới.^{9,17,19}

3.2.2. Ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn đến đồng biến động giá cổ phiếu

Bảng 3.4. Sở hữu cổ đông lớn và đồng biến động giá cổ phiếu

Biến	Biến phụ thuộc: SYNCH			
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
CĐL	-1,015***	-1,084***	-0,708**	-0,759***
	(-3,34)	(-3,62)	(-2,56)	(-2,78)
CĐN		0,543***		0,361**
		(3,22)		(2,54)
MV	0,536***	0,524***	0,422***	0,417***
	(15,61)	(15,02)	(11,85)	(11,54)
MB	-0,876***	-0,866***	-0,711***	-0,709***
	(-9,96)	(-9,85)	(-8,45)	(-8,44)
LEV	-0,043	-0,031	-0,016	-0,007
	(-0,13)	(-0,09)	(-0,06)	(-0,03)
ROA	-0,181	-0,143	0,774	0,788
	(-0,25)	(-0,20)	(1,28)	(1,30)
Turnover	6,066***	5,911***	4,635***	4,547***
	(11,80)	(11,72)	(11,34)	(10,97)
StdRet	1,133*	1,167*	1,817***	1,837***
	(1,83)	(1,90)	(2,90)	(2,93)
Ret12	-0,409***	-0,408***	-0,378***	-0,376***
	(-4,12)	(-4,13)	(-3,55)	(-3,53)
Lagged_SYNCH			0,311***	0,306***
			(7,39)	(7,39)
Constant	-0,840***	-0,837***	-0,968***	-1,082***
	(-2,71)	(-2,73)	(-3,59)	(-3,96)
Fixed effects	IY	IY	IY	IY
Số quan sát	2.410	2.410	2.272	2.272
Adjusted R-squared	0,3904	0,3939	0,4461	0,4475

Nguồn: Tính toán dựa trên phần mềm Stata

Kết quả hồi quy với hệ số ước lượng của biến sở hữu CĐL là -1,015 (t-stat = -3,34) với mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu CĐL và SYNCH. Kết quả này ủng hộ lập luận rằng, cổ đông lớn với lợi thế hơn về mặt thông tin so với các nhóm cổ đông khác và giao dịch dựa trên lợi thế về mặt thông tin của

cổ đông lớn sẽ giúp làm giảm SYNCH. Ngoài ra, thông qua sở hữu của cổ đông lớn sẽ giúp nâng cao quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin của công ty và qua đó làm tăng tính thông tin và hạn chế đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của một số nghiên cứu về ảnh hưởng của CĐL đến SYNCH trên thế giới.^{4,5,9,14,25,31}

3.2.3. Ảnh hưởng của sở hữu nhà đầu tư nước ngoài đến đồng biến động giá cổ phiếu

Bảng 3.5. Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài và SYNCH

Biến	Biến phụ thuộc: SYNCH			
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
NĐTNN	-0,590**	-0,862***	-0,544**	-0,737***
	(-2,00)	(-2,68)	(-2,21)	(-2,80)
NĐTTN		-0,322*		-0,279*
		(-1,81)		(-1,90)
MV	0,523***	0,536***	0,420***	0,422***
	(17,02)	(16,76)	(15,28)	(15,08)
MB	-0,741***	-0,756***	-0,598***	-0,592***
	(-11,58)	(-11,75)	(-10,49)	(-10,39)
LEV	-0,067	-0,118	-0,076	-0,139
	(-0,24)	(-0,43)	(-0,33)	(-0,59)
ROA	-0,359	-0,412	0,335	0,246
	(-0,69)	(-0,78)	(0,72)	(0,53)
Turnover	4,383***	4,497***	3,266***	3,405***
	(8,51)	(8,07)	(6,82)	(6,63)
StdRet	0,799	0,934*	1,782***	1,845***
	(1,47)	(1,70)	(3,39)	(3,46)
Ret12	-0,233***	-0,232***	-0,216**	-0,239***
	(-2,75)	(-2,66)	(-2,49)	(-2,73)
Lagged SYNCH			0,256***	0,254***
			(10,57)	(10,40)
Constant	-0,772***	-0,310	0,561***	-0,678***
	(-2,69)	(-1,18)	(2,92)	(-2,78)
Fixed effects	IY	IY	IY	IY
Số quan sát	4.187	4.056	4.029	3.946
Adjusted R-squared	0,3763	0,3787	0,4120	0,4137

Nguồn: Tính toán dựa trên phần mềm Stata

Kết quả phân tích thực nghiệm cho thấy sở hữu NĐTNN có ảnh hưởng ngược chiều đến SYNCH với mức ý nghĩa 10%. Giá trị ước lượng hệ số của biến sở hữu NĐTNN ở Bảng 3.5 là -0,59 (t-stat = -2,0). 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 NĐTNN 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 NĐTNN có tác động tích cực và giúp làm tăng tính thông tin và qua đó làm giảm SYNCH của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu phù hợp với một số nghiên cứu thực nghiệm

trên thế giới về ảnh hưởng của sở hữu NĐTNN đến SYNCH.^{6,7,9,20}

4. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý NGHIÊN CỨU

4.1. Kết luận

Như vậy, thông qua đo lường mức độ đồng biến động giá cổ phiếu, cho thấy rằng tồn tại hiện tượng đồng biến động giá cổ phiếu tại TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến động tỷ suất lợi tức cổ phiếu chịu ảnh hưởng lớn bởi các thông tin vĩ mô toàn thị trường hay giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam có mức độ đồng biến động cao với biến động của thị trường.

Thông qua phương pháp hồi quy đối với bộ dữ liệu bảng của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2007 - 2017, tác giả phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa SHNN và SYNCH. *Kết quả nghiên cứu này phù hợp với lập luận SHNN càng cao thì sự minh bạch trong thông tin cung cấp cho nhà đầu tư càng kém và làm gia tăng SYNCH trên thị trường.*

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu NĐTNN và SYNCH của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. *Kết quả nghiên cứu ủng hộ lập luận, với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài về thu thập thông tin đặc thù của công ty và kỹ năng 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 và qua đó làm giảm SYNCH.*

Ngoài ra, trong mối quan hệ giữa sở hữu CĐL và SYNCH thì tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa sở hữu CĐL và SYNCH. *Kết quả này ủng hộ lập luận rằng, cổ đông lớn với lợi thế hơn về mặt thông tin so với các nhóm cổ đông khác và giao dịch dựa trên lợi thế về mặt thông tin của cổ đông lớn sẽ giúp làm giảm SYNCH.* Ngoài ra, thông qua sở hữu của cổ đông lớn sẽ giúp nâng cao hiệu quả quản trị công ty, cải thiện môi trường thông tin của công ty và giúp hạn chế SYNCH.

4.2. Hàm ý nghiên cứu

Thứ nhất, với các lợi thế của nhà đầu tư nước ngoài, sở hữu NĐTNN sẽ giúp cải thiện tính thông tin và làm giảm SYNCH của các công ty niêm yết trên TTCK 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). Từ đó, các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định đầu tư dựa trên các thông tin đặc thù của công ty thay vì phụ thuộc lớn vào các thông tin chung của toàn thị trường. Như vậy cần có các chính sách khuyến khích sự tham gia của NĐTNN (đặc biệt là nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư chiến lược) đầu tư vào TTCK Việt Nam. Sự tham gia của nhà

đầu tư nước ngoài cần được đảm bảo bởi các quy định pháp lý của nhà nước và thông qua sở hữu của NĐTNN giúp giảm SYNCH, tăng tính thanh khoản của thị trường, nâng cao quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết, hoàn thiện các quy định pháp lý liên quan đến sở hữu NĐTNN và giúp cho sự phát triển của TTCK trong dài hạn.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa SHNN và SYNCH. Vì vậy, đối với các công ty có sở hữu vốn của nhà nước cần phải cải thiện môi trường thông tin của công ty, tăng tính minh bạch trong công bố thông tin của công ty để qua đó hạn chế biến động đồng bộ giá cổ phiếu, cũng như phụ thuộc vào biến động chung của thị trường. Ngoài ra, cần giảm tỷ lệ sở hữu của nhà nước tại các doanh nghiệp thông qua lộ trình thoái vốn của nhà nước tại các tập đoàn, các doanh nghiệp nhà nước. Thông qua việc giảm dần tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp và nâng cao quản trị công ty tại các doanh nghiệp nhà nước sẽ giúp làm giảm SYNCH trên thị trường.

Thứ ba, tại thị trường Việt Nam sở hữu của các cổ đông lớn có tác động tích cực là làm tăng tính thông tin giá cổ phiếu và hạn chế biến động đồng bộ giá cổ phiếu so với biến động chung của toàn thị trường. Ngoài ra, chưa xuất hiện ảnh hưởng tiêu cực trong mối quan hệ giữa sở hữu CĐL và SYNCH khi tăng tỷ lệ sở hữu CĐL nên việc khuyến khích gia tăng tỷ lệ sở hữu CĐL là cần thiết tại Việt Nam hiện nay.

Thứ tư, ảnh hưởng của các biến thuộc về đặc thù công ty đối với SYNCH là một chỉ dấu quan trọng giúp nhà quản trị trong điều hành hoạt động của công ty để tận dụng ảnh hưởng của các thông tin tích cực thị trường hay hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của thông tin chung thị trường và tăng việc phản ánh các thông tin tích cực của công ty vào trong giá nhằm gia tăng tính thông tin giá cổ phiếu của công ty trên thị trường.

Lời cảm ơn: *Nghiên cứu này được thực hiện trong khuôn khổ đề tài khoa học công nghệ cấp cơ sở của Trường Đại học Quy Nhơn với mã số T2020.686.34.*

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. A. Durnev, R. Morck, B. Yeung. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation, *Journal of Finance*, **2004**, 59, 65-105.
2. J. Wurgler. Financial markets and the allocation of capital, *Journal of Financial Economics*, **2000**, 58, 187-214.
3. R. Roll. R^2 , *Journal of Finance*, **1998**, 43, 541-566.
4. R. Morck, B. Yeung, W. Yu. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movement?, *Journal of Financial Economics*, **2000**, 58, 215-260.
5. L. Jin, S. C. Myers. R^2 around the world: New theory and new tests, *Journal of Financial Economics*, **2006**, 79, 257-292.
6. W. He, D. Li, J. Shen, B. Zhang. Large foreign ownership and stock price informativeness around the world, *Journal of International Money and Finance*, **2013**, 36, 211-230.
7. W. He, J. Shen. Do foreign investors improve informational efficiency of stock prices? Evidence from Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*, **2014**, 27, 32-48.
8. J. K. Kang, R. Stulz. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, *Journal of Financial Economics*, **1997**, 46, 3-28.
9. F. A. Gul, J. B. Kim, A. A. Qiu. Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality and stock price synchronicity: evidence from China, *Journal of Financial Economics*, **2010**, 95, 425-442.
10. P. Henry. Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity, *Journal of Finance*, **2000**, 55, 529-564.
11. N. Fernandes, M. A. Ferreira. Insider trading laws and stock price informativeness, *Review of Financial Studies*, **2009**, 22, 1845-1887.
12. R. Ding, W. Hou, J. M. Kuo, E. Lee. Fund ownership and stock price informativeness of Chinese listed firms, *Journal of Multinational Financial Management*, **2013**, 23, 166-185.
13. A. Shleifer, R. Vishny. A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, **1997**, 52, 737-783.
14. P. Brockman, X. Yan. Block ownership and firm-specific information, *Journal of Banking and Finance*, **2009**, 33, 308-316.
15. J. Fan, T. J. Wong. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia, *Journal of Accounting Research*, **2005**, 43, 35-72.
16. J. B. Kim, C. H. Yi. Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: evidence from Korea, *Contemporary Accounting Research*, **2006**, 23, 427-464.
17. W. Hou, J. M. Kuo, E. Lee. The impact of state ownership on share price informativeness: the case of the split share structure reform in China, *The British Accounting Review*, **2012**, 44, 248-261.
18. Hamdi, B.N., Cosset, J. C. State ownership, political institutions, and stock price informativeness: Evidence from privatization, *Journal of Corporate Finance*, **2014**, 29, 179-199.
19. K. J. Lin, K. E. Karim, C. Carter. Why does China's stock market have highly synchronous stock price movement? An information supply perspective, *Advances in International Accounting*, **2015**, 31, 68-79.
20. Jiang, Li., J. B. Kim. Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan, *Journal of International Financial Management & Accounting*, **2004**, 15, 185-211.
21. D. Li, Q. N. Nguyen, P. K. Pham, S. X. Wei. Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **2011**, 46(4), 1127-1155.
22. B. Kho, R. Stulz, F. Warnock. Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias, *Journal of Accounting Research*, **2009**, 47, 597-635.
23. N. Fernandes, M. A. Ferreira. Does international cross-listing improve the information

- environment, *Journal of Financial Economics*, **2008**, 88, 216-244.
24. F. Heflin, K.W. Shaw. Blockholder ownership and market liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **2000**, 35, 621-633.
25. Đặng Tùng Lâm. 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*, **2016**, 27(5), 63-77.
26. J. D. Piotroski, D. T. Roulstone. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices, *The Accounting Review*, **2004**, 79, 1119-1151.
27. K. Chan, A. Hameed. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets, *Journal of Financial Economics*, **2006**, 80, 115-147.
28. T.L. Dang, F. Moshirian, B. Zhang. Commonality in news around the world, *Journal of Financial Economics*, **2015**, 116, 82-110.
29. M. A. Petersen. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches, *Review of Financial Studies*, **2009**, 22, 435-480.
30. D. N. Gujarati. *Basic econometrics*, 4th edition, Mc Graw-Hill, 2003.
31. S. Boubaker, H. Mansali, H. Rjiba. Large controlling shareholders and stock price synchronicity, *Journal of Banking & Finance*, **2014**, 40, 80-96.