

Nghiên cứu này hướng tới mục tiêu khám phá các yếu tố ảnh hưởng tới P/E tại sàn HOSE. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập cho ba năm từ năm 2006 tới năm 2008. Kết quả hồi qui tổng quát đã cho thấy rằng mối tương quan giữa P/E với beta là nghịch biến, với vốn hóa là đồng biến. Như vậy P/E có chứa đựng thông tin về rủi ro, và cổ phiếu lớn (có giá trị vốn hóa lớn) thường có chỉ số P/E cao hơn các cổ phiếu nhỏ. Kết quả phân tích hồi quy cho từng phân nhóm cổ phiếu cho thấy đối với nhóm cổ phiếu thuần giá trị tỷ lệ trả cổ tức D/EPS có ảnh hưởng đồng biến lên P/E, như vậy với cổ phiếu thuần giá trị thì lý thuyết tín hiệu của cổ tức có hiệu lực. Ngược lại, đối với cổ phiếu thuần tăng trưởng thì nhà đầu tư không quan tâm nhiều tới tỷ lệ cổ tức. Lúc này, tỷ lệ chi trả cổ tức không ảnh hưởng tới P/E và lý thuyết tín hiệu cổ tức tỏ ra không có hiệu lực. Cuối cùng thì phân tích yếu tố ngành và yếu tố thời đoạn cho thấy rằng các nhóm ngành có P/E thấp nhất sẽ là vật liệu cơ bản, dịch vụ công cộng và cao nhất sẽ là viễn thông và dầu khí. Ngoài ra P/E có xu hướng giảm dần qua các thời đoạn từ năm 2006 tới 2008.

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG LÊN CHỈ SỐ P/E TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

VŨ PHÚC THỊNH & TS. NGUYỄN THU HIỀN

1. Giới thiệu

Trong việc định giá một tài sản nói chung và tài sản tài chính nói riêng, lý thuyết tài chính cung cấp cho người định giá nhiều công cụ hữu dụng như: phương pháp chiết khấu dòng tiền ròng, phương pháp định giá tài sản thanh lý và phương pháp so sánh. Trong các phương pháp định giá, phương pháp định giá so sánh sử dụng P/E là một công cụ đơn giản và thông dụng nhất mà các nhà đầu tư này sử dụng để ra quyết định.

Các nghiên cứu tài chính về các yếu tố tác động lên chỉ số P/E có thể nói xuất phát từ mô hình các yếu tố cơ bản của P/E được Gordon xây dựng (1962), trong đó ông chỉ ra rằng tỷ số P/E được quyết định bởi tỷ lệ chi trả cổ tức, mức độ rủi ro của cổ phiếu và tiềm năng tăng trưởng của công ty. Mô hình này sau đó được phát triển tiếp bởi Campbell và Shiller năm 1989 thành mô hình hồi qui log(P/E) cũng với các yếu tố cơ bản này làm biến giải thích cho tỷ số P/E. Năm 1996, Fama và French kiểm chứng mối liên hệ giữa E/P với rủi ro, giữa tăng trưởng (tỷ số BE/ME) và kích thước của công ty, hai ông kết luận rằng các yếu tố này

có vai trò giải thích tỷ số E/P. Từ sự quan sát và tìm kiếm thông tin của tác giả, chưa có một nghiên cứu chính thức và hoàn chỉnh nào về các yếu tố ảnh hưởng tới chỉ số P/E tại thị trường VN. Trước những thực trạng này, đề tài được xây dựng nhằm khảo sát các yếu tố ảnh hưởng lên chỉ số P/E của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM cho giai đoạn từ tháng 1/2006 đến tháng 12/2008.

Mục tiêu của nghiên cứu này là nhận diện các yếu tố ảnh hưởng tới chỉ số P/E trên thị trường HOSE. Mặc dù có nhiều yếu tố tiềm năng khác có thể ảnh hưởng tới P/E như tâm lý thị trường, kinh tế vĩ mô v.v. nghiên cứu này sẽ chỉ tập trung vào các yếu tố thuộc đặc thù công ty và đặc thù ngành. Đối tượng nghiên cứu của đề tài là các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM. Thời đoạn nghiên cứu là từ năm 2006 cho đến hết năm 2008.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1 Các yếu tố cơ bản ảnh hưởng lên chỉ số P/E

Lý thuyết định giá cổ phiếu dựa vào dòng cổ

tốc tăng trưởng đã được xây dựng bởi Myron Gordon năm 1962. Từ mô hình này (được gọi là Mô hình Gordon), các yếu tố cơ bản tác động lên chỉ số P/E có thể được nhận diện rõ ràng. Mô hình gốc được xây dựng như sau:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} = \frac{EPS_0 \cdot (1 + g) - PBR \cdot g}{r - g}$$

$$\left(P_0/E_0 = \frac{1 + g - PBR \cdot g}{r - g} \right)$$

$$\left(P_0/E_1 = \frac{(1 - PBR)}{r - g} = \frac{\text{Payout Ratio}}{r - g} \right)$$

Trong đó, P_0 là giá cổ phiếu ở thời điểm đầu thời kỳ định giá, D_1 là mức chi trả cổ tức cuối kỳ định giá, E_0 hay EPS_0 là lợi nhuận mỗi cổ phiếu đầu kỳ định giá, g là tốc độ tăng trưởng lợi nhuận, r là suất sinh lợi yêu cầu và PBR là tỉ lệ tái đầu tư vốn (cũng bằng với 1-Tỷ lệ chi trả cổ tức).

Như vậy, theo công thức trên ta nhận thấy có sự liên hệ giữa chỉ số P/E với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận, chính sách chi trả cổ tức, cũng như mức tái đầu tư vốn của doanh nghiệp. Ngoài ra P/E còn bị ảnh hưởng bởi tỷ suất sinh lợi yêu cầu r .

Trong một nghiên cứu liên quan tới việc đánh giá tỷ lệ chi trả cổ tức, Campbell và Shiller (1988) đã đề ra mô hình logarithm hóa chỉ số E/P nhằm khảo sát các yếu tố tiềm năng ảnh hưởng lên P/E. Đây thực sự là một mô hình hữu dụng trong việc phân tích tuyến tính mà hầu hết các tác giả đi sau sử dụng cho các nghiên cứu liên quan tới chỉ số P/E. Cụ thể Campbell và Shiller đã xây dựng mô hình sau.

$$\log E_t/P_t = E_t \sum_{j=1}^3 t^{j-1} r_{t+j} - E_t \sum_{j=1}^3 t^{j-1} g_{t+j} - a U_{t+j} + k^*$$

Trong đó, E_t/P_t là chỉ số E/P tại thời điểm t ; r_{t+j} là trị logarithm của suất sinh lợi trong giai đoạn $t+j$; g_{t+j} là tốc độ tăng trưởng của công ty, được tính bằng thay đổi trong $\log(EPS)$ từ giai đoạn t đến giai đoạn j ; và U_{t+j} là thông tin về chính sách chi trả cổ tức, được tính bằng $\log(D/EPS)$ trong giai đoạn $t+j$.

Ý nghĩa của mô hình hồi qui trên một lần nữa chỉ ra rằng chỉ số E/P được quyết định bởi mức độ rủi ro của cổ phiếu, thể hiện thông qua suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư r , bởi tốc độ phát triển của công ty và bởi thông tin về chính sách cổ tức D/EPS. Trong các loại thông tin này, thông tin về

chính sách cổ tức được xem là một loại thông tin nằm trong tầm kiểm soát của ban quản trị công ty, với ý nghĩa rằng họ có thể “đánh tiếng” với thị trường về tình hình tài chính của công ty thông qua mức chi trả cổ tức mà họ định đoạt, và bằng cách này ban quản trị công ty có thể tác động được lên mức giá thị trường của cổ phiếu. Liên quan chặt chẽ đến vấn đề chi trả cổ tức cũng như thông tin tín hiệu của chính sách cổ tức là lý thuyết tín hiệu của cổ tức (Signaling theory of dividends).

2.2 Lý thuyết tín hiệu cổ tức

Lý thuyết tín hiệu cổ tức gợi ý rằng thông tin công bố của công ty về sự gia tăng trong mức trả cổ tức sẽ là một tín hiệu thông tin cho thấy công ty đang có một viễn cảnh tương lai đầy hứa hẹn về khả năng sinh lợi có thể cho phép công ty gia tăng mức cổ tức hiện tại. Lý thuyết tín hiệu của cổ tức cho rằng sự gia tăng cổ tức sẽ giúp tăng giá của cổ phiếu. Giả thuyết này đã được kiểm chứng bởi nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới, tuy nhiên lại không luôn nhận được sự khẳng định đồng nhất. Cụ thể các nhà nghiên cứu như DeAngelo, DeAngelo và Skinner (1999), Lundstrum (2005) tìm ra bằng chứng khẳng định lý thuyết tín hiệu cổ tức, trong khi các nghiên cứu của Grullon và đồng nghiệp (2003), của Chang, Kumar và Sivaramakrishnan (2006) và của Savov (2006) không tìm ra sự tác động có ý nghĩa của tín hiệu cổ tức tới sự tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.

Trên thực tế, chúng ta cũng nhận thấy rằng khi công ty có khả năng tăng trưởng tốt thì thông thường họ cần nhiều vốn hơn để tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức cho cổ đông. Một bằng chứng là Microsoft đã không chi trả cổ tức trong một thời gian dài mà tái đầu tư và vẫn được đánh giá tốt trên thị trường. Như vậy ta có thể nhận xét rằng với những công ty có khả năng tăng trưởng tốt thì cổ tức không phải là thước đo để định giá cổ phiếu. Đối với những công ty đã hoạt động ở trạng thái ổn định không tăng trưởng hoặc bị giảm lợi nhuận, nhà đầu tư rất có thể sẽ quan tâm nhiều hơn tới chính sách chi trả cổ tức của công ty. Và lúc này, cổ tức là một yếu tố được chú trọng trong việc định giá cổ phiếu. Như vậy ở mỗi mức tốc độ tăng trưởng của công ty thì tỉ lệ chi trả cổ tức D/EPS sẽ có sự tác động khác nhau lên P/E. Vì vậy, việc phân tích vai trò của chính sách cổ tức lên chỉ số P/E cần cân nhắc đến ảnh hưởng gián tiếp của tốc độ tăng trưởng của công ty. Tốc độ tăng trưởng công ty trong thực tế là một yếu tố

tạo sự khác biệt khá rõ nét giữa các công ty. Cụ thể, lý thuyết tài chính đã chỉ ra các đặc điểm có tính đặc thù của các nhóm cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cao và nhóm cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng thấp, mà tiên phong cho cách phân tách này là hai nhà nghiên cứu tài chính Fama và French. Theo đó, các cổ phiếu tăng trưởng cao (gọi là cổ phiếu tăng trưởng – growth stocks) có suất sinh lợi thấp hơn, có giá giảm nhiều hơn, và chịu ảnh hưởng lớn hơn đối với tin xấu so với cổ phiếu tăng trưởng thấp (gọi là cổ phiếu giá trị - value stocks).

2.3 Cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng (Value & Growth Stocks)

Mặc dù không có một định nghĩa rõ ràng về cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng (theo Sharpe, 1999), các khái niệm này chỉ là tương đối dựa trên các tiêu chí so sánh. Tuy nhiên, cũng có nhiều tác giả đã đưa ra một số phương pháp phân loại cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng dựa trên các tiêu chí khác nhau. Fama và French (1997) đã sử dụng ba chỉ tiêu là P/B (thị giá trên giá trị bút toán), E/P (lợi nhuận trên giá) và C/P (ngân lưu trên giá); Sabharwal và Crack (2005) sử dụng bốn chỉ tiêu B/P, E/P, D/P (cổ tức trên giá) và C/P để phân nhóm cổ phiếu. Một số nghiên cứu khác thì chỉ sử dụng hai chỉ tiêu là P/E và P/B như trong các nghiên cứu của Sharpe (1999) và Anders, Rikard và Jakob (2005), Chahine và Choudhry (2003) sử dụng P/E và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận (earning growth rate) để phân nhóm cổ phiếu.

Theo Ibbotson và Riepe (1997), nhà đầu tư theo hướng tăng trưởng thường có xu hướng đầu tư vào những công ty có lịch sử tăng trưởng nhanh về lợi nhuận, doanh thu hoặc ROE. Những công ty như vậy có xu hướng P/E cao và P/B cao. Nhà đầu tư theo hướng giá trị thì ngược lại tìm kiếm những cổ phiếu ít nổi bật hơn (cổ phiếu của những ngành được xem như đã bão hòa, với viễn cảnh tăng trưởng khiêm tốn) và những công ty vừa thoát khỏi khủng hoảng (là cổ phiếu của những công ty có vấn đề trong quá khứ nhưng được kỳ vọng là sẽ hồi phục). Những cổ phiếu giá trị loại này thường có P/B thấp, P/E thấp, P/C thấp và D/P thì thường là cao.

Tóm lại, chúng ta thấy rằng nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán có những xu hướng đầu tư khác nhau đối với những nhóm cổ phiếu. Vì vậy,

trong phạm vi nghiên cứu này, chúng ta sẽ tìm hiểu ảnh hưởng của các yếu tố cơ bản lên giá cổ phiếu và chỉ số P/E đối với từng loại cổ phiếu giá trị và tăng trưởng. Để làm được điều này, chúng ta sẽ sử dụng hai chỉ tiêu là P/E và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận để phân loại cổ phiếu.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu phân tích được thu thập từ thông tin giao dịch chứng khoán và thông tin tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM (HOSE) cho các năm 2006 đến 2008. Dữ liệu quan sát có dạng bảng với các quan sát công ty - năm được thu thập cho tất cả các công ty có niêm yết trên sàn trong giai đoạn nghiên cứu. Bộ dữ liệu chứa đựng tổng cộng là 251 quan sát (năm 2006 có 31 quan sát, 2007 có 93 quan sát và 2008 có 127 quan sát) được dùng cho phân tích hồi qui cắt lớp (cross-section regression).

Dựa vào các cơ sở lý thuyết về các yếu tố tiềm năng có vai trò ảnh hưởng lên chỉ số P/E, phương pháp nghiên cứu được chọn lựa là khảo sát các yếu tố sử dụng mô hình hồi qui đa biến với số biến độc lập nhất có thể (thực tế là nhiều hơn các biến đề nghị trong mô hình của Campbell và Shiller năm 1988) nhằm bao trùm tất cả các yếu tố tiềm năng có ảnh hưởng lên P/E với mục đích là phản ánh đúng và đầy đủ tính đặc thù riêng có (nếu có) của thị trường chứng khoán VN. Cụ thể mô hình hồi qui đa biến được đề nghị như sau.

Trong đó, Beta là hệ số beta trong mô hình CAPM và MV là vốn hoá công ty, hai biến trên

$$\ln(P/E) = a + b_1 \text{Beta} + b_2 \ln MV + b_3 \ln(D/EPS) + b_4 \ln(P/B) + b_5 \Delta \ln EPS + b_6 ROA + b_7 \text{Industry} D(i) + b_8 \text{Time} D(t)$$

đại diện cho nhân tố rủi ro; D/EPS là tỷ lệ chi trả cổ tức (Payout Ratio); P/B tỷ số giá trên giá trị bút toán của cổ phiếu; $\Delta \ln EPS$ là tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và ROA là khả năng sinh lợi của tài sản; D(i) và D(t) là các biến giả đại diện cho các ngành và các thời đoạn.

Với các biến giả, mô hình này cho ta khả năng kiểm tra thêm được sự tác động của yếu tố ngành – lĩnh vực hoạt động thông qua biến giả cho ngành D(i), cũng như sự tác động của các nhân tố môi trường mà chúng ta không thể đo lường được

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

thông qua yếu tố thời đoạn đại diện bằng biến giả cho năm D(t).

4. Kết quả nghiên cứu dữ liệu

4.1 Kết quả hồi qui tổng quát

Thực tế cho thấy, mặc dù niên độ kế toán chủ yếu tại các công ty VN kết thúc vào ngày 31/12 hàng năm và theo quy định thì thời điểm cuối quý I năm sau là hạn công bố thông tin tài chính, nhưng thông tin tài chính có thể được tiết lộ chính thức hoặc không chính thức ra thị trường trong suốt giai đoạn của quý I năm tài chính tiếp theo. Vì vậy để giảm sự tác động của thời điểm công bố thông tin tài chính, tác giả tính toán P/E theo giá trung bình cho từng tháng của quý I năm sau, bao gồm P/E của tháng 1, 2, 3 và dùng P/E của ba thời điểm này cho mô hình hồi qui đa biến cần kiểm chứng. Kết quả hồi qui như sau:

Bảng 1: Kết quả hồi qui tổng quát

Ghi chú: Biến phụ thuộc là $\ln(P/E)$. R^2_{adj} là hệ số phù hợp hiệu chỉnh; Constant là hằng số của

hồi qui. Các biến độc lập như: beta, ROA, $\Delta \ln EPS$, $\ln(D/EPS)$, $\ln MV$ và $\ln(P/B)$ được giải thích như trên phương trình hồi qui lựa chọn. Các biến giả D1 tới D9 là các biến giả cho ngành (bao gồm 10 nhóm ngành) và các biến giả D2008, D2007 đại diện cho các năm quan sát (3 năm quan sát). Giá trị p-value của hệ số hồi qui được báo cáo bằng số trong ngoặc đặt ngay dưới hệ số tương ứng.

Trong bảng kết quả chạy hồi qui tổng quát của mô hình bên trên, mô hình giá tháng 1 có mức độ giải thích kém nhất trong ba mô hình, do không thể hiện được tác động của beta lên $\ln PE$ với mức ý nghĩa là $6,4\% > 5\%$. Ngoài ra mô hình giá tháng 2 cũng cho mức giải thích tốt hơn mô hình giá tháng 3 vì mức ý nghĩa đạt được trong việc xác định mức ảnh hưởng của beta lên $\ln PE$ tốt hơn ($1,9\% < 3,8\%$). Ngoài ra nếu xét tới hệ số R^2 hiệu chỉnh thì mô hình giá tháng 2 cũng tốt hơn so với mô hình giá tháng 3 ($0,774 > 0,749$). Như vậy, từ đây chúng ta sẽ chọn P/E tháng 2 cho việc khảo sát các yếu tố tiềm năng.

4.2 Các yếu tố tác động tới P/E

Từ kết quả hồi qui tổng quát sử dụng chỉ số P/E tháng 2 (Bảng 1), có thể thấy rằng hệ số beta có tương quan nghịch biến chặt với $\ln P/E$. Mức vốn hóa ($\ln MV$) và tỷ lệ $\ln P/B$ có tác động đồng biến với P/E. Những kết quả này đúng như kỳ vọng của chúng ta khi phân tích từ cơ sở lý thuyết từ mô hình định giá của Gordon (1962) cũng như mô hình CAPM. Tuy nhiên, kết quả hồi qui lại cho thấy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận $\Delta \ln EPS$ có tác động nghịch biến lên P/E, điều này trái với giả thiết ban đầu. Ngoài ra, tỷ lệ trả cổ tức lại không có tác động lên $\ln P/E$, điều này nói lên rằng lý thuyết tín hiệu cổ tức đã không có hiệu lực. Khả năng sinh lợi của tài sản ROA có tác động nghịch biến lên P/E, kết

Tính cho P _{tb}	Tháng 1		Tháng 2		Tháng 3	
R^2_{adj}	0.774		0.774		0.749	
		P value		P value		P value
(Constant)	2.523	0	2.837	0	3.138	0
beta	-0.113	-0.064	-0.146	-0.019	-0.133	-0.038
ROA	-0.034	0	-0.031	0	-0.032	0
$\Delta \ln EPS$	-0.479	0	-0.457	0	-0.45	0
$\ln(D/EPS)$	0.022	-0.221	0.023	-0.218	0.025	-0.181
$\ln MV$	0.087	0	0.077	-0.001	0.071	-0.003
$\ln(P/B)$	0.508	0	0.469	0	0.428	0
D1	-0.354	-0.082	-0.376	-0.072	-0.422	-0.049
D2	-0.143	-0.376	-0.179	-0.278	-0.207	-0.224
D3	0.205	-0.36	0.217	-0.342	0.166	-0.481
D4	-0.359	-0.064	-0.335	-0.092	-0.31	-0.129
D5	0.266	-0.153	0.232	-0.222	0.228	-0.245
D6	-0.187	-0.247	-0.238	-0.151	-0.242	-0.155
D7	-0.312	-0.093	-0.345	-0.07	-0.335	-0.087
D8	-0.177	-0.299	-0.241	-0.168	-0.273	-0.129
D9	-0.064	-0.81	0.029	-0.915	-0.049	-0.861
D2008	-0.472	0	-0.797	0	-1.03	0
D2007	-0.072	-0.375	-0.364	0	-0.829	0

quả này phù hợp với kỳ vọng ban đầu của chúng ta. Khi phân tích tương quan, chúng ta thấy rằng ROA có tương quan đồng biến với cả EPS lẫn giá của cổ phiếu. Như vậy, khi ROA thay đổi sẽ làm EPS và giá cùng thay đổi nhưng EPS sẽ thay đổi với tỷ lệ lớn hơn giá, tác động đồng thời này tạo ra mối liên hệ nghịch biến giữa ROA và tỷ số P/E.

Để kiểm tra sự tác động của các nhân tố tới P/E theo các phân loại cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng, tác giả tiến hành phân loại các công ty với hai nhân tố phân loại là P/E và $\Delta \ln \text{EPS}$, tạo thành bốn loại cổ phiếu (Bảng 2). Theo đó, cổ phiếu thuộc nhóm (I) là cổ phiếu có chỉ số P/E thấp và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp (lưu ý là đối với mẫu thu thập, thì nhóm này không chỉ có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp, mà còn âm, có nghĩa là các cổ phiếu trong nhóm này có lợi nhuận giảm), được gọi là cổ phiếu giá trị thuần. Cổ phiếu thuộc nhóm (II) có chỉ số P/E thấp và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao, được gọi là cổ phiếu được định giá thấp. Cổ phiếu thuộc nhóm (III) có chỉ số P/E cao và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp (cũng với lưu ý trên, các cổ phiếu trong nhóm này có lợi nhuận giảm), được gọi là cổ phiếu được định giá cao. Và cổ phiếu thuộc nhóm (IV) có chỉ số P/E và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đều cao, được gọi là cổ phiếu tăng trưởng thuần. Mô hình hồi qui khảo sát tác động của các nhân tố được áp dụng cho các cổ phiếu thuộc bốn nhóm trên với kết quả được thống kê trong Bảng 3.

Bảng 2: Phương pháp phân loại cổ phiếu

Chúng ta sẽ xem xét kết quả phân tích trên

Phân loại nhóm	Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận $\Delta \ln \text{EPS}$	
Chỉ số P/E	Thấp (1)	Cao (2)
Thấp (1)	Cổ phiếu thuần giá trị (Purely value) (I)	Cổ phiếu được định giá thấp (Undervalued) (II)
Cao (2)	Cổ phiếu được định giá cao (Overvalued) (III)	Cổ phiếu thuần tăng trưởng (Purely Growth) (IV)

đối với từng phân lớp cổ phiếu. Chúng ta thấy rằng, với cổ phiếu thuần giá trị (I), tại phân lớp này giá cổ phiếu khá thấp, thông tin về rủi ro (beta) cũng như khả năng tạo lợi nhuận (ROA) không tác động có ý nghĩa lên P/E nữa như kết quả hồi qui tổng quát. Tuy nhiên, tại phân lớp cổ

Bảng 3: Kết quả phân tích trên mỗi loại cổ phiếu

Phân loại nhóm	Biến	Hệ số	p-value	Tác động
(I)	Beta	-0,058	0,52	Không
	ROA	-0,009	0,19	Không
	$\Delta \ln \text{EPS}$	-0,486	0,00	Nghịch biến
	$\ln D/\text{EPS}$	0,096	0,02	Đồng biến
	$\ln \text{MV}$	0,081	0,02	Đồng biến
	$\ln P/B$	0,045	0,65	Không
(II)	Beta	-0,346	0,00	Nghịch biến
	ROA	-0,012	0,03	Nghịch biến
	$\Delta \ln \text{EPS}$	-0,059	0,55	Không
	$\ln D/\text{EPS}$	-0,001	0,95	Không
	$\ln \text{MV}$	0,075	0,04	Đồng biến
	$\ln P/B$	0,256	0,05	Đồng biến
(III)	Beta	0,037	0,77	Không
	ROA	-0,023	0,11	Không
	$\Delta \ln \text{EPS}$	-0,413	0,00	Nghịch biến
	$\ln D/\text{EPS}$	0,007	0,82	Không
	$\ln \text{MV}$	0,053	0,32	Không
	$\ln P/B$	0,39	0,03	Đồng biến
(IV)	Beta	0,139	0,46	Không
	ROA	-0,051	0,01	Nghịch biến
	$\Delta \ln \text{EPS}$	0,448	0,05	Đồng biến
	$\ln D/\text{EPS}$	0,053	0,38	Không
	$\ln \text{MV}$	0,041	0,40	Không
	$\ln P/B$	0,543	0,01	Đồng biến

phiếu này, tỷ lệ chi trả cổ tức đã được chú trọng hơn, D/EPS có tác động đồng biến có ý nghĩa lên P/E. Như vậy, tại phân lớp cổ phiếu thuần giá trị, lý thuyết tín hiệu cổ tức đã có hiệu lực. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ($\Delta \ln \text{EPS}$) có tác động nghịch biến lên P/E. Theo như đặc thù mẫu, tại phân lớp này có tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận âm. Như vậy, với tín hiệu lợi nhuận bị giảm, giá sẽ không giảm với tỷ lệ tương ứng làm cho P/E tăng lên. Điều này tạo ra mối quan hệ nghịch biến giữa $\Delta \ln \text{EPS}$ và P/E.

Với cổ phiếu định giá thấp (II), hầu hết chiều tác động của các biến độc lập đều tương tự so với kết quả hồi qui tổng quát trừ việc tốc độ tăng

trưởng lợi nhuận (ΔLnEPS) không tác động lên P/E. Theo như đặc thù mẫu tại phân lớp này có tăng trưởng về lợi nhuận. Như vậy, với thông tin lợi nhuận tăng, giá sẽ tăng tương ứng với tỷ lệ tăng lợi nhuận làm cho P/E sẽ không thay đổi nhiều.

Với cổ phiếu định giá cao (III), theo kết quả phân tích trên, biến beta và vốn hoá không tác động có ý nghĩa lên P/E, như vậy phân lớp cổ phiếu dạng này không nhạy cảm với rủi ro. Ngoài ra, phân tích trên cũng chỉ ra tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có tác động nghịch biến lên P/E. Theo đặc thù mẫu, phân lớp này có tăng trưởng lợi nhuận âm. Như vậy, với tín hiệu lợi nhuận bị giảm, giá của cổ phiếu sẽ không giảm với tỷ lệ tương ứng so với lợi nhuận. Điều này tạo ra mối liên hệ nghịch biến giữa ΔLnEPS với P/E. Sở dĩ cổ phiếu loại này được định giá cao như vậy phần nhiều là do tâm lý nhà đầu tư kỳ vọng quá cao vào các cổ phiếu này, dẫn tới họ định giá chúng cao bất chấp thông tin về rủi ro cũng như thông tin về lợi nhuận giảm. Những cổ phiếu dạng này có thể mang lại lợi nhuận cho nhà đầu tư ngắn hạn. Tuy nhiên, trong dài hạn, nếu không cải thiện được mức tăng trưởng lợi nhuận, cổ phiếu dạng này sẽ mang lại nhiều rủi ro cho nhà đầu tư nắm giữ chúng.

Với cổ phiếu thuần tăng trưởng (IV), có thể nói đây là những cổ phiếu “hot” trên thị trường. Chúng là những cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận dương (theo đặc thù mẫu) và được nhà đầu tư định giá cao (P/E cao). Kết quả phân tích chỉ ra rằng các biến beta và vốn hoá không tác động lên P/E. Như vậy, yếu tố rủi ro không tác động tới việc định giá cổ phiếu dạng này. Ngoài ra, chúng ta thấy rằng, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có tác động đồng biến lên P/E. Như vậy, với tín hiệu lợi nhuận tăng, giá sẽ tăng lên nhưng với tỷ lệ lớn hơn tỷ lệ tăng lợi nhuận làm tăng P/E. Tác động này tạo ra mối liên hệ đồng biến giữa tốc độ tăng trưởng với P/E.

4.3 Tác động của yếu tố nhóm ngành và yếu tố thời đoạn quan sát

Kiểm định phương sai đa nhân tố về sự tác động của yếu tố ngành và thời đoạn quan sát với biến phụ thuộc là LnP/E được thực hiện và cho kết quả như sau.

Bảng 4: Kiểm định MANOVA nhóm ngành và thời gian quan sát

Biến	p-value
Year	0,000
Industrial	0,010
Year*Industrial	0,067

Ghi chú: Year là nhân tố năm quan sát; Industrial là nhân tố nhóm ngành; Year*Industrial là nhân tố cộng tính của nhóm ngành với năm quan sát.

Ta thấy rằng có sự khác biệt về giá trị P/E giữa các năm quan sát cũng như giữa các nhóm ngành với mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%. Điều này có nghĩa là chỉ số P/E được quyết định bởi đặc thù các ngành nghề. Thực tế cho thấy điều này là hợp lý, vì mỗi ngành nghề có mức độ rủi ro khác nhau, cũng như tiềm năng tăng trưởng khác nhau. Các yếu tố này tác động trực tiếp lên khả năng sinh lợi của các công ty trong ngành, và tác động lên chỉ số P/E. Bảng 4 cho thấy yếu tố thời điểm (biến Year) có vai trò tác động lên chỉ số P/E, có nghĩa rằng tại mỗi thời điểm khác nhau, môi trường vĩ mô của nền kinh tế rất khác nhau, từ đó ảnh hưởng lên kết quả kinh doanh của các công ty cũng như yếu tố tâm lý của thị trường, vì vậy tác động lên chỉ số P/E. Tác động cộng tính giữa hai nhân tố (Year*Industrial) có mức ý nghĩa là 6,7% < 10%. Như vậy, với mức ý nghĩa cho phép là 10%, ta thấy có sự tác động cộng tính của hai nhân tố thời điểm, đại diện cho sự tác động của các biến vĩ mô của nền kinh tế và nhóm ngành đến chỉ số P/E.

Theo kết quả hồi qui tổng quát với biến giả cho nhân tố năm quan sát chúng ta thấy rằng, P/E sẽ giảm theo thời gian: cao nhất là năm 2006 và thấp nhất là năm 2008.

Để xem xét sự tác động của nhân tố nhóm ngành lên chỉ số P/E chúng ta sẽ kiểm tra tính thuần nhất thông qua kiểm định phương sai một lối với mức ý nghĩa cho phép là 5% theo tiêu chuẩn Duncan. Kết quả như sau:

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

Bảng 5: Kiểm định tính thuần nhất của giá trị $\ln(P/E)$ nhóm ngành.

Ngành	N	Subset for alpha = 0,05	
		1	2
Vật liệu cơ bản	32	2,21402	
Dịch vụ công cộng	10	2,26029	
Hàng tiêu dùng	74	2,41133	2,41133
Tài chính	12	2,41154	2,41154
Công nghiệp	83	2,42487	2,42487
Công nghệ	8	2,61403	2,61403
Dịch vụ tiêu dùng	16	2,92409	2,92409
Y tế	6	2,97511	2,97511
Viễn thông	3		3,13826
Dầu khí	5		3,13851
Significant		0,086	0,102

Như vậy, các nhóm ngành với P/E cao nhất có ý nghĩa sẽ là viễn thông và dầu khí, và các nhóm ngành với P/E thấp nhất có ý nghĩa là vật liệu cơ bản và dịch vụ công cộng. Các nhóm ngành còn lại không thực sự có ý nghĩa khác biệt về giá trị P/E so với nhóm ngành khác. Phân tích trên cho thấy các nhóm ngành có P/E thấp nhất sẽ là vật liệu cơ bản, dịch vụ công cộng và cao nhất sẽ là viễn thông và dầu khí.

5. Bàn luận và kết luận

5.1 Bàn luận

Thứ nhất, nghiên cứu này nhằm đến tìm hiểu cơ chế định giá cổ phiếu của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán nhằm lý giải phần nào mặt bằng giá cổ phiếu. Phần kết quả nghiên cứu dữ liệu đã cho thấy một số kết quả đáng lưu ý. Thứ nhất là vì thời điểm công bố thông tin tài chính của doanh nghiệp không đồng nhất, rải rác trong các tháng của quý I năm sau, tuy nhiên kết quả chạy hồi qui giá của các tháng 1, 2 và 3 cho thấy giá tháng 2 thể hiện sát thực nhất kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Bằng chứng này có thể cho phép kết luận là tháng 2 là tháng mà thông tin được thị trường tiếp nhận và phản ánh vào giá chứng khoán.

Thứ hai, cơ sở định giá của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN khá xác đáng. Cụ thể giá cổ phiếu thể hiện được rủi ro của cổ phiếu (kết quả thực nghiệm cho thấy hệ số beta đo rủi ro có tương quan nghịch với tỉ số P/E). Thứ hai là mặt

bằng giá cổ phiếu phụ thuộc vào đặc thù ngành nghề và lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp. Nhóm ngành có giá cao (P/E cao) là các ngành viễn thông, dầu khí, trong khi đó nhóm ngành có giá thấp (P/E thấp) là các ngành vật liệu cơ bản và dịch vụ công cộng. Điều này là hợp lý khi mà giá cổ phiếu đã thể hiện được tiềm năng tăng trưởng của các lĩnh vực, ngành nghề kinh doanh. Yếu tố thời điểm có vai trò ảnh hưởng lên tỉ số P/E cho thấy mặt bằng giá cổ phiếu phụ thuộc vào điều kiện vĩ mô của nền kinh tế tại từng thời điểm. Cụ thể P/E của năm 2006 cao hơn năm 2008 do năm 2006 là năm thị trường chứng khoán tăng trưởng tốt trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng cao và ổn định, trong khi đó năm 2008 là năm thị trường tài chính VN chịu 2 ảnh hưởng: một là quá trình điều chỉnh giá sau giai đoạn phát triển nóng cuối 2006 - đầu 2007, hai là ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính thế giới.

Thứ ba, các kết quả thực nghiệm sâu hơn về các khía cạnh khác trong định giá sử dụng P/E. Cụ thể nghiên cứu tìm thấy tăng trưởng lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (đo bằng $\Delta \ln EPS$) tác động nghịch lên P/E, điều này khác với kỳ vọng là giá cổ phiếu thường cao đối với các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng cao. Tuy nhiên chính kết quả dường như khó giải thích này lại hợp lý khi mà các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu được phân thành các nhóm cổ phiếu có tính chất khác nhau, bao gồm hai thái cực là: (1) cổ phiếu thuần giá trị và (2) cổ phiếu thuần tăng trưởng. Đối với nhóm cổ phiếu thuần giá trị, kết quả nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu lại không giảm với tỉ lệ giảm tương ứng của EPS nên đã làm P/E tăng lên. Điều này cho thấy nhà đầu tư tại thị trường chứng khoán VN có thái độ lạc quan trong đầu tư. Đối với nhóm cổ phiếu thuần tăng trưởng, hay thường gọi là cổ phiếu “hot” trên thị trường thì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có tác động đồng biến lên P/E. Như vậy với mỗi mức gia tăng lợi nhuận, giá sẽ tăng lên với tỉ lệ lớn hơn tỉ lệ tăng lợi nhuận. Thái độ lạc quan trong đầu tư của nhà đầu tư VN lại được xác nhận thông qua bằng chứng này. Kết quả phân tích cho chúng ta thấy rằng, đối với cổ phiếu có P/E cao, nhà đầu tư không nhạy cảm nhiều với thông tin xấu như là lợi nhuận giảm, nhưng sẽ phản ứng mạnh trước thông tin tốt như lợi nhuận tăng. Khi P/E thấp, cổ phiếu được định giá khá thấp, giá cổ phiếu có xu hướng không đổi hoặc sẽ tăng khi lợi nhuận tăng.

Cuối cùng là nghiên cứu cũng chỉ ra được rằng cổ tức đóng vai trò quan trọng đối với nhóm cổ phiếu thuần giá trị (tốc độ tăng trưởng thấp), và cổ tức không quan trọng đối với nhóm cổ phiếu thuần tăng trưởng. Điều này là hợp lý khi mà các nhà đầu tư đã chọn mua cổ phiếu tăng trưởng thì mục tiêu họ kỳ vọng nhận được là tăng trưởng giá cổ phiếu hơn là cổ tức trên mỗi cổ phiếu.

5.2 Kết luận

Nghiên cứu này là nghiên cứu đầu tiên tại VN đặt nền tảng cho việc dùng phương pháp nghiên cứu dữ liệu để khám phá các cách thức và cơ sở định giá trong đầu tư chứng khoán. Vì là nghiên cứu đầu tiên về khía cạnh định giá, nghiên cứu này cũng có một vài hạn chế nhất định. Lớn nhất là hạn chế trong việc giả định rằng giá cổ phiếu thể hiện các thông tin trong quá khứ. Thứ hai là giả định rằng tăng trưởng trong quá khứ là ước lượng đáng tin cậy của tăng trưởng trong tương lai. Ngoài các hạn chế này, nghiên cứu này đã có các đóng góp nhất định về khoa học và thực tiễn. Quá trình ra quyết định đầu tư là quá trình kín và phức tạp. Phương thức thông qua dữ liệu để mở hộp kín của quá trình ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư là một phương pháp mới. Nghiên cứu này giúp cho nhà đầu tư hình dung những nét chung trong định giá tại thị trường chứng khoán VN, nhận diện được các yếu tố chính được các nhà đầu tư cân nhắc trong định giá. Ngoài ra, nghiên cứu còn chỉ ra được cho nhà quản lý thị trường về vấn đề công bố thông tin. Cụ thể mặc dù hạn định công bố thông tin tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN hiện nay là cuối tháng 3 năm tài chính kế tiếp, nhưng thực tế cho thấy thông tin đã được các doanh nghiệp công bố hầu hết vào tháng 2, và thị trường đã tiếp nhận và phản ánh thông tin này tức thời và đầy đủ nhất vào giá tháng 2. Cuối cùng thì kết quả nghiên cứu cũng đóng góp nhất định cho việc quản lý tài chính đối với các nhà quản trị doanh nghiệp. Đó là đối với các nhóm cổ đông có kỳ vọng khác nhau, chính sách cổ tức và tăng trưởng có vai trò khác nhau nhất định. Hay nói cách khác, việc trả cổ tức cao không phải lúc nào cũng hấp dẫn nhà đầu tư, ngay cả khi mà cổ tức này chưa bị đánh thuế thu nhập (trong giai đoạn mà nghiên cứu này được thực hiện với dữ liệu nghiên cứu từ năm 2006 đến 2008)■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Anders, Carlström, Karlström Rikard, and Sellgren Jakob (2005), *Value vs. Growth: A Study of Portfolio Returns on the Stockholm Stock Exchange Based on the P/B- and P/E ratios* (<http://www.essays.se/about/Sweden>), Bachelor Thesis.
2. Brealey-Meyers (2003), *Principles of Corporate Finance*. The McGrawHill.
3. Cambell, John Y., and Robert J. Shiller. (1989), "The D/P Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factor", *Review of financial studies* 1989 (<http://ideas.repec.org>) 1, no. 3 : 195-228.
4. Chahine, Salim, and Taufiq Choudhry (2003), "Price-to-Earning Growth Ratio and Value Vs. Growth Based Strategies: Some European Evidences", *Social Science Research Network*.
5. Chang, Chun-Chia, Praveen Kumar, and K. Sivaramakrishnan (2006), "Dividend Changes, Cash Flow Predictability, and Signaling of Future Cash Flows", *Social Science Research Network*.
6. DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner (1999), "Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, 1999: 149-175.
7. Dhillon, Upinder S., Kartik Raman, and Gabriel G. Ramirez (2003), "Analysts' Dividend Forecasts and Dividend Signaling", *Social Science Research Network*.
8. Fama, E. F., and K. R. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics* 60, 2001: 3-43.
9. Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1997), "Value Versus Growth: He International Evidence", *Social Science Research Network* (<http://www.ssrn.com>).
10. Grullon, Gustavo, Roni Michaely, Sholomo Benartzi, and Richard H. Thaler (2003), "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability", *Social Science Research Network*.
11. Lundberg, Filip, and Karl Johan Kulling (2007), *A Quantitative Study of the P/E Ratio on the Swedish Market*, Master thesis in Business and Finance and Economics.
12. Sabharwal, Satneet, and Timothy Falcon Crack (2005), "Growth Beats Value on the Bombay Stock Exchange", *Social Science Research Network*.
13. Savov, Sava (2006), "Dividend Changes, Signaling, and Stock Price Performance", *Social Science Research Network*.