

Hoạt động tài trợ vốn cổ phần và hiệu ứng giá trị - Bằng chứng tại Việt Nam

TRẦN THỊ HẢI LÝ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – hailyth@ueh.edu.vn

PHAN VƯƠNG NHẬT

Ngân hàng TMCP Kiên Long – phanvuongnhat@gmail.com

Ngày nhận:

28/03/2017

Ngày nhận lại:

28/04/2017

Ngày duyệt đăng:

28/04/2017

Mã số:

0317-G21-V11

Nghiên cứu xem xét nguồn gốc của tỉ suất sinh lợi vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng là do phần bù rủi ro hay do nhà đầu tư định giá sai. Mẫu nghiên cứu là tất cả các công ty phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội có xảy ra hoạt động tài trợ vốn cổ phần trong giai đoạn từ tháng 07/2009 đến tháng 06/2016. Bằng phương pháp tiếp cận cho cả cấp độ danh mục và cấp độ công ty, tác giả tìm thấy tỉ suất sinh lợi vượt trội phụ thuộc vào tín hiệu trong hoạt động tài trợ của công ty. Nói cách khác, hoạt động tài trợ của công ty có khả năng phóng đại hoặc thu nhỏ tỉ suất sinh lợi vượt trội. Khi xem xét yếu tố kì vọng sai lệch của thị trường, cổ phiếu giá trị có chỉ số cơ bản tốt bị định giá thấp và cổ phiếu tăng trưởng có chỉ số cơ bản yếu bị định giá cao. Nghĩa là, tỉ suất sinh lợi vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng có hoạt động tài trợ vốn cổ phần trên thị trường chứng khoán VN không thể giải thích bằng quan điểm rủi ro, mà là do tồn tại sự định giá sai lệch của thị trường.

Abstract

This paper investigates whether the source of value-growth returns is due to risk premium or misvaluation. The sample includes all non-financial companies listed on Hochiminh Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX) during the period from July 2009 to June 2016. By examining the case at both portfolio and company levels, we find evidence that Vietnamese value-growth returns are strongly dependent on the valuation signals in firm's equity financing activities. In other words, firm's financing activities can magnify or reduce excess returns. When market expectation errors are taken into account, value firms with strong fundamentals are undervalued, whereas growth firms with weak fundamentals are overvalued. This result indicates that the large difference in the stock returns between value purchasers and growth issuers cannot be explained by common risk factors, but can be partly attributed to mispricing.

Từ khóa:

Công ty giá trị; Công ty tăng trưởng; Phát hành cổ phần; Mua lại cổ phần; Hiệu ứng giá trị.

Keywords:

Value stock; Growth stock; Stock issues; Stock repurchases; Risk premium.

1. Giới thiệu

Hiệu ứng giá trị (Value Effect) cho biết các công ty có tỉ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (tỉ số B/M) cao (công ty giá trị) có tỉ suất sinh lợi (TSSL) trung bình cao hơn những công ty có tỉ số B/M thấp (công ty tăng trưởng), tạo nên TSSL vượt trội của nhóm cổ phiếu giá trị so với nhóm cổ phiếu tăng trưởng. Hiệu ứng này được chứng minh trong các nghiên cứu của Fama và French (1992), và Fama và French (1993) qua các cổ phiếu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Mỹ (Nasdaq, Nyse, và Amex). Năm 1998, Fama và French tiếp tục củng cố cho sự tồn tại của hiệu ứng này ở 13 thị trường chứng khoán quốc tế.

Các nghiên cứu chủ yếu cho thấy TSSL vượt trội dương, tuy vậy, điều gì lí giải cho sự tồn tại của hiệu ứng giá trị vẫn là một thách thức đối với các học giả, bởi vì tính đến nay, các lập luận lí thuyết cho hiệu ứng giá trị vẫn không có sự thống nhất. Tựu chung lại, có hai luồng quan điểm về sự tồn tại của hiệu ứng giá trị: (1) Quan điểm thứ nhất, gọi là quan điểm dựa trên rủi ro, cho rằng cổ phiếu giá trị có TSSL cao hơn cổ phiếu tăng trưởng là do rủi ro đi kèm với cổ phiếu giá trị là cao hơn (Fama & French, 1993; Liew & Vassalou, 2000; Zhang, 2005); và (2) quan điểm thứ hai, gọi là quan điểm dựa trên việc định giá sai, cho rằng TSSL vượt trội của các cổ phiếu giá trị bắt nguồn từ việc định giá sai của thị trường (Lakonishok & cộng sự, 1994; Chan & cộng sự, 2003; Piotroski & So, 2012).

Ở góc độ tài trợ doanh nghiệp, lí thuyết định thời điểm thị trường (Market Timing) cho rằng các công ty sẽ phát hành cổ phần khi thị trường đang định giá cao cổ phiếu của họ và sẽ tiến hành mua lại khi chúng bị định giá thấp, qua đó khai thác việc định giá sai tạm thời (Loughran & Ritter, 1995; Baker & Wurgler, 2000; Brav & cộng sự, 2005). Do vậy, ở một mức độ nào đó, hành động tài trợ vốn cổ phần của công ty có thể giúp xác định việc định giá sai đối với công ty giá trị và công ty tăng trưởng. Nói cách khác, việc mua lại hay phát hành cổ phần mới có thể cung cấp tín hiệu định giá quá cao hay quá thấp cổ phần của công ty dựa trên đánh giá của bản thân nhà quản lí về giá trị nội tại so với giá trị thị trường.

Nghiên cứu này sử dụng hoạt động phát hành cổ phần mới hoặc mua lại cổ phần đang lưu hành của công ty để rút ra tín hiệu định giá sai của thị trường đối với cổ phiếu của công ty, từ đó xem xét hiệu ứng giá trị có phải có nguồn gốc từ các nhân tố rủi ro chung hay là do việc định giá sai của thị trường đối với cổ phiếu của công ty tăng trưởng và công ty giá trị. Theo hiểu biết chủ quan của tác giả thì đây là chủ đề nghiên cứu mới, và

hiện chưa có nghiên cứu nào cung cấp các bằng chứng về vấn đề này tại thị trường VN.

2. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết thị trường vốn, mà tâm điểm là mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model - CAPM) được đề xuất bởi Sharpe (1964) cho rằng TSSL vượt trội của một tài sản (hay mở rộng ra là một danh mục) hoàn toàn là do phần bù cho rủi ro thị trường của tài sản đó. Kể từ khi CAPM ra đời, các học giả đã không ngừng báo cáo các kiểm định để xem liệu TSSL vượt trội có thật sự được giải thích bởi duy nhất yếu tố rủi ro thị trường. Fama và French (1993) đã cung cấp bằng chứng TSSL vượt trội là phần bù cho rủi ro cao của các cổ phiếu giá trị so với các cổ phiếu tăng trưởng, đồng thời giới thiệu nhân tố giá trị (HML) để giải thích cho TSSL vượt trội này.

Cho dù sự hiện diện của hiệu ứng giá trị là khá phổ biến trên thị trường chứng khoán quốc tế, việc lý giải nguồn gốc của nó lại chưa rõ ràng. Nói cách khác, nguồn gốc của hiệu ứng này bắt nguồn từ đâu là một câu hỏi đang thách thức các học giả tài chính. Cho đến hiện tại, có hai luồng quan điểm giải thích cho sự tồn tại của phần bù giá trị, đó là quan điểm dựa trên rủi ro và quan điểm dựa trên việc định giá sai.

Theo quan điểm rủi ro, tỉ số B/M cao là chỉ báo cho TSSL cao, ngược lại, tỉ số B/M thấp là chỉ báo cho TSSL thấp trong tương lai (Fama & French, 1995). Cụ thể hơn, các công ty giá trị có TSSL trung bình cao hơn so với các công ty tăng trưởng là do các chỉ số cơ bản của công ty giá trị phản ánh rủi ro cao hơn. Fama và French (1993) giải thích từ góc độ rủi ro đằng sau hiệu ứng giá trị, theo đó, TSSL vượt trội của các cổ phiếu giá trị là do rủi ro kiệt quệ tương đối cao của các cổ phiếu có tỉ số B/M cao so với cổ phiếu có tỉ số B/M thấp. Fama và French (1995) tìm thấy các công ty có tỉ số B/M cao là những công ty có kết quả hoạt động không tốt kéo dài, trong khi các công ty có tỉ số B/M thấp lại có kết quả hoạt động tốt kéo dài. Một số nghiên cứu khác cho rằng TSSL vượt trội liên quan đến dòng tiền và rủi ro kinh tế vĩ mô, như: Liew và Vassalou (2000) tranh luận rằng hiệu ứng giá trị tồn tại có thể gắn liền với các khía cạnh của rủi ro thuộc về chu kỳ kinh doanh, theo đó TSSL của các danh mục mô phỏng cho nhân tố giá trị có vẻ như dự báo trước tình trạng tăng trưởng kinh tế, vì vậy có thể chứa đựng các khía cạnh rủi ro kinh tế vĩ mô; Zhang (2005) lập luận rằng hoạt động đầu tư của doanh nghiệp có tính chất không thể đảo ngược, các công ty được xếp vào nhóm các công ty giá trị (có tỉ số B/M cao) thường là công ty có tổng tài sản hữu hình cao và do tính chất không thể đảo ngược của các quyết định đầu tư đặt các công ty này vào tình trạng rủi ro cao hơn, bởi

vì khi nền kinh tế suy giảm, các công ty này phải gánh chịu sự dư thừa trong năng lực sản xuất mà không thể linh hoạt cắt giảm đầu tư trong khi các công ty tăng trưởng có khả năng chống chịu tốt hơn khi nền kinh tế suy giảm bằng việc trì hoãn đầu tư. Petkova và Zhang (2005), Da và Warachka (2009), Campbell và cộng sự (2010) báo cáo phần bù giá trị đi kèm với rủi ro, ủng hộ cho lập luận rủi ro cao hơn của các cổ phiếu giá trị.

Quan điểm còn lại cho rằng nguồn gốc của hiệu ứng giá trị là do việc định giá sai. Các học giả thường dẫn ra những bằng chứng cho thấy sự định giá sai của thị trường, trong đó, hiệu ứng giá trị là một trong những hiệu ứng tồn tại khá dai dẳng về mặt thực nghiệm. Nghiên cứu của Lakonishok và cộng sự (1994) là một trong những nghiên cứu tiêu biểu đưa ra lập luận về sự định giá sai này. Tác giả này cho rằng, sai lệch kì vọng của một bộ phận các nhà đầu tư có thể giải thích cho sự chênh lệch trong TSSL của cổ phiếu giá trị so với cổ phiếu tăng trưởng. Kì vọng tăng trưởng tương lai của nhà đầu tư phụ thuộc quá mức vào tăng trưởng trong quá khứ, nghĩa là họ kì vọng các công ty tăng trưởng trong quá khứ tiếp tục tăng trưởng cao trong tương lai so với các công ty giá trị, nhưng sự thật là tăng trưởng trong tương lai lại có tính chất trở về trung bình (nghĩa là những công ty có tăng trưởng thu nhập cao trong quá khứ sẽ có xu hướng giảm tăng trưởng thu nhập trong tương lai). Bởi vì hành vi của các nhà đầu tư có xu hướng ngoại suy quá mức (Overextrapolate) thành quả của công ty trong quá khứ, nên dẫn đến sự phản ứng chậm với những thay đổi trong các yếu tố cơ bản. Do đó, TSSL vượt trội của cổ phiếu là kết quả của việc sai lệch trong kì vọng của thị trường đối với yếu tố cơ bản trong tương lai. Porta và cộng sự (1997) đã hỗ trợ cho quan điểm định giá sai lệch trên cơ sở cho rằng nguồn gốc của TSSL vượt trội là do các công ty giá trị có thu nhập tương lai tăng bất ngờ, trong khi các công ty tăng trưởng thì có thu nhập tương lai giảm bất ngờ. Piotroski và So (2012) cho rằng kì vọng của nhà đầu tư được phản ánh trong tỉ số B/M không tương ứng với khả năng sinh lợi kì vọng trong tương lai. Đặc biệt, các công ty tăng trưởng có các chỉ số cơ bản yếu, trong khi đó, các công ty giá trị lại có các chỉ số cơ bản mạnh hơn.

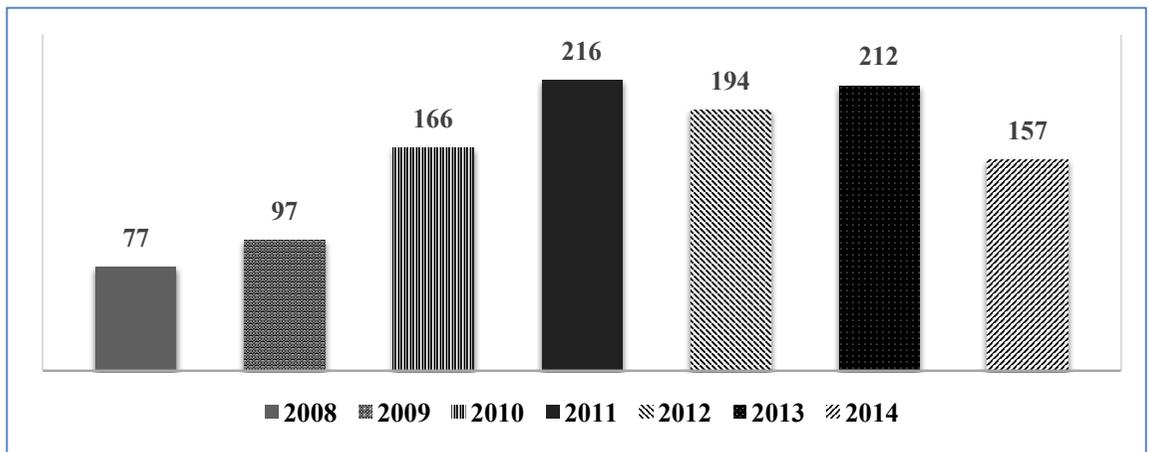
Tóm lại, các tranh luận về nguồn gốc của hiệu ứng giá trị phân tán vào hai nhóm quan điểm trên. Cho đến hiện tại, các học giả vẫn thể hiện sự nghi ngờ về nguồn gốc rủi ro của TSSL vượt trội của các công ty giá trị. Ở VN, hiệu ứng giá trị có thể được giải thích bằng quan điểm rủi ro hay từ kì vọng sai lệch của thị trường? Câu hỏi nghiên cứu này cho đến hiện tại (theo hiểu biết chủ quan của tác giả) là chưa có câu trả lời. Do vậy, cần có những nghiên cứu bổ sung để làm sáng tỏ thêm về nguồn gốc của TSSL vượt trội ở các công ty giá trị so với các công ty tăng trưởng, đặc biệt trong một thị trường mới nổi

như VN, có thể kì vọng sai lệch là khá phổ biến.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dựa trên lí thuyết định thời điểm thị trường trong hoạt động tài trợ của doanh nghiệp, khả năng định giá sai của thị trường đối với các công ty giá trị và công ty tăng trưởng có thể được hàm ý trong hoạt động phát hành cổ phần mới hoặc mua lại cổ phần của công ty. Do vậy, mẫu dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội có phát hành hoặc mua lại ròng trong khoảng thời gian từ tháng 07/2009 đến tháng 06/2016. Việc chọn thời gian từ tháng 07/2009 là nhằm tránh các ảnh hưởng có thể có từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu kéo dài cho đến nửa đầu năm 2009. Để đảm bảo thông tin từ báo cáo tài chính được công bố trước khi TSSL cổ phiếu và danh mục được tính toán, thông tin từ báo cáo tài chính của năm $t-1$ được sử dụng, và TSSL cổ phiếu được tính từ tháng 7 năm t đến tháng 6 năm $t+1$. Các công ty có giá trị sổ sách của vốn cổ phần âm được loại bỏ nhằm giảm tác động của các công ty có thông tin tài chính bất thường (Fama và French, 1992). Số lượng các công ty trong mẫu qua các năm được trình bày trong Hình 1.



Hình 1. Số lượng các công ty có hoạt động tài trợ vốn cổ phần trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Ba phương pháp tiếp cận khác nhau sẽ được sử dụng để xem xét TSSL vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng có phù hợp với quan điểm rủi ro hay do quan điểm định giá sai: (1) Tiếp cận hồi quy chuỗi thời gian ở cấp độ danh mục thông qua hồi quy mô hình định giá tài sản một nhân tố CAPM (Sharpe, 1964), mô hình ba nhân tố (Fama & French, 1993), và mô hình bốn nhân tố (Carhart, 1997); (2) tiếp cận TSSL vượt trội cấp độ công ty bằng phương pháp hồi quy chéo theo tháng (Fama & MacBeth, 1973); và (3) phương pháp phân tích dựa trên yếu tố sai lệch trong kì vọng của thị trường (Piotroski & So, 2012).

Tỉ suất sinh lợi cổ phiếu: Chỉ số tổng sinh lợi của cổ phiếu (Total Return Index - RI) (từ nguồn Datastream) từ tháng 07/2009 đến tháng 06/2016 được sử dụng để xác định TSSL của cổ phiếu (Walkshäusl, 2015; Liang & Wei, 2012). Chỉ số tổng sinh lời cổ phiếu giả định toàn bộ cổ tức sẽ được tái đầu tư nên phản ánh toàn bộ TSSL từ việc nắm giữ cổ phiếu. TSSL của cổ phiếu được xác định bằng công thức sau:

$$R_t = \frac{RI_t - RI_{t-1}}{RI_{t-1}}$$

3.2.1. Thiết lập danh mục cổ phiếu

Hai danh mục cổ phiếu tăng trưởng và cổ phiếu giá trị sẽ được thiết lập vào cuối tháng 6 năm t dựa vào tỉ số B/M cuối năm tài chính $t-1$. Bằng cách chia các cổ phiếu theo tỉ số B/M thành ba nhóm (nhóm 30% cổ phiếu có tỉ số B/M cao nhất, nhóm 40% cổ phiếu có tỉ số B/M trung bình, và cuối cùng là nhóm 30% cổ phiếu có tỉ số B/M thấp nhất). Từ đó, danh mục cổ phiếu có tỉ số B/M cao nhất (gọi là danh mục cổ phiếu giá trị - danh mục V) và danh mục cổ phiếu có tỉ số B/M thấp nhất (gọi là danh mục cổ phiếu tăng trưởng - danh mục G). Tỉ số B/M cung cấp một chỉ báo về kì vọng của thị trường đối với tương lai của công ty. Tỉ số B/M cao cho thấy sự kì vọng có phần bi quan của thị trường đối với triển vọng của công ty. Ngược lại, tỉ số B/M thấp cho thấy sự kì vọng lạc quan của thị trường đối với tương lai của công ty.

Tại tháng 6 năm t , các cổ phiếu cũng đồng thời được xếp vào một trong hai danh mục có phát hành ròng hoặc mua lại ròng, dựa vào chỉ số phát hành/mua lại ròng cổ phần của năm tài chính $t-1$. Chỉ số phát hành/mua lại ròng cổ phần (Net Issue - NI) được tính bằng chênh lệch giữa số tiền thu được từ phát hành cổ phần và số tiền mua lại cổ phần trên tổng tài sản. Hai danh mục phân loại theo tiêu chí phát hành/mua lại ròng lần

lượt là: Danh mục I (các công ty có hoạt động phát hành ròng cổ phần, $NI > 0$); danh mục P (các công ty có hoạt động mua lại ròng cổ phần, $NI < 0$).

TSSL của từng danh mục được tính bằng trung bình TSSL các công ty trong danh mục đó. Để so sánh TSSL của các cổ phiếu giá trị với các cổ phiếu tăng trưởng và cổ phiếu có phát hành ròng với cổ phiếu mua lại ròng, tác giả lần lượt xem xét hai chiến lược đầu tư:

Danh mục V–G: Chiến lược mua các công ty giá trị và bán các công ty tăng trưởng, TSSL được tính bằng TSSL của danh mục V trừ danh mục G.

Danh mục P–I: Chiến lược mua các công ty có hoạt động mua lại ròng cổ phần và bán các công ty có hoạt động phát hành ròng cổ phần, TSSL được tính bằng TSSL của danh mục P trừ danh mục I.

Chênh lệch TSSL của danh mục V–G cho thấy có tồn tại hiệu ứng giá trị ở thị trường VN hay không; chênh lệch TSSL của danh mục P–I cho thấy hoạt động tài trợ vốn cổ phần có tạo ra TSSL vượt trội hay không.

Tỉ số B/M và các quyết định mua lại hay phát hành cổ phần nếu xét riêng lẻ có thể là những tín hiệu nhiễu về việc định giá sai (Bali & cộng sự, 2010), do đó, nên kết hợp lại để tạo ra chỉ báo tốt hơn cho việc định giá sai. Khi hai chỉ báo cùng xác nhận, xác suất cho việc định giá sai được xem là cao. Nếu hai chỉ báo không cùng xác nhận thì khả năng dự báo việc định giá sai là thấp, đồng nghĩa với các chỉ báo chủ yếu là các tín hiệu nhiễu. Do đó, tác giả thiết lập các danh mục bằng cách kết hợp cả tỉ số B/M và giá trị phát hành ròng. Các danh mục được thiết lập như sau:

Danh mục VP–GI: Chiến lược mua các công ty giá trị có hoạt động mua lại ròng (danh mục VP) và bán các công ty tăng trưởng có hoạt động phát hành ròng cổ phần (danh mục GI). TSSL của danh mục VP–GI là chênh lệch TSSL của danh mục VP và danh mục GI.

Danh mục VI–GP: Chiến lược mua các công ty giá trị có phát hành cổ phần (danh mục VI) và bán các công ty tăng trưởng có mua lại cổ phần (danh mục GP). TSSL của danh mục VI–GP là chênh lệch TSSL của danh mục VI và danh mục GP.

Xây dựng các nhân tố rủi ro chung

Xem xét từ quan điểm rủi ro, mô hình định giá tài sản vốn (Sharpe, 1964) đề xuất nhân tố thị trường - MKT là nhân tố duy nhất giải thích cho TSSL. Gần 30 năm sau đó, Fama và French (1993) thông qua nghiên cứu nổi tiếng của mình, đã bổ sung thêm hai

nhân tố (nhân tố quy mô - SMB, và nhân tố giá trị - HML). Carhart (1997) thêm vào nhân tố thứ tư - nhân tố quán tính giá - WML (Momentum). Các nhân tố rủi ro chung này sẽ được xác định theo phương pháp của Fama và French (1993) để xem liệu chúng có thể là nguồn gốc của chênh lệch TSSL trong các chiến lược danh mục đề cập ở trên hay không.

3.2.2. Các phương pháp kiểm định chính thức

Hồi quy chuỗi thời gian (Time Series Regression).

TSSL vượt trội của danh mục giá trị và tăng trưởng sẽ được hồi quy lần lượt với một nhân tố (MKT), ba nhân tố (MKT, SMB, HML), và bốn nhân tố (MKT, SMB, HML và WML) theo phương pháp của Fama và French (1993).

Hồi quy chéo (Cross-Sectional Regression)

Phương pháp thiết lập danh mục là phương pháp hữu dụng để xem xét sự khác nhau trong TSSL trung bình của từng nhóm công ty. Tuy nhiên, việc gộp chung các công ty sẽ làm mất các thông tin ảnh hưởng của từng công ty. Hơn nữa, việc thiết lập danh mục theo hai chỉ tiêu cùng lúc sẽ kết hợp thông tin từ hai chỉ tiêu, dẫn đến khó khăn trong việc giải thích TSSL vượt trội. Ví dụ, danh mục VI-GP có TSSL âm, điều này có thể là vì đặc tính giá trị mang lại TSSL cao nhưng đặc tính phát hành cổ phần mang lại TSSL âm.

Để hạn chế việc mất các thông tin gây ra bởi phương pháp thiết lập danh mục ở trên, phương pháp hồi quy Fama và MacBeth (1973) sẽ được thực hiện. Theo đó, TSSL từng tháng của các công ty (trên toàn mẫu hoặc các công ty được phân vào các nhóm danh mục khác nhau) sẽ được hồi quy với các biến độc lập là tỉ số B/M, NI, SZ (quy mô công ty) và MOM (quán tính giá) (kí hiệu như vậy để tránh trùng lặp với các nhân tố chung trong hồi quy chuỗi thời gian ở phần trên). Mỗi hồi quy theo tháng rút ra được một giá trị của mỗi hệ số hồi quy. Thực hiện hồi quy cho từng tháng như vậy cho tất cả các tháng trong thời kì nghiên cứu, tác giả đạt được các chuỗi thời gian của mỗi hệ số hồi quy. Từ đó, giá trị trung bình của mỗi hệ số hồi quy sẽ được kiểm định. Dữ liệu TSSL cổ phiếu và MOM được cập nhật hàng tháng, trong khi dữ liệu các biến tỉ số B/M, NI, SZ của từng công ty được cập nhật hàng năm.

$$r_{it} = a_i + b_i BM_t + n_i NI_t + s_i SZ_t + m_i MOM_t + e_{it}$$

Trong đó,

BM: Tỉ số B/M của công ty i tại tháng t ;

NI: Chênh lệch giữa số tiền thu được từ phát hành cổ phần và số tiền mua lại cổ phần trên tổng tài sản của công ty i tại tháng t ;

SZ: Quy mô công ty i (quy mô công ty được cập nhật tại thời điểm thiết lập danh mục vào cuối tháng 6 hàng năm);

MOM: Quán tính giá của từng công ty tại tháng t , được tính bằng TSSL tích lũy trong 11 tháng trước đó.

Xác định yếu tố cơ bản

Để xem xét quan điểm liệu có tồn tại sự định giá sai là nguồn gốc đưa đến TSSL vượt trội của các danh mục hay không, tác giả sử dụng phương pháp đánh giá kì vọng sai lệch của thị trường (Piotroski & So, 2012), dựa trên sự tác động qua lại giữa tỉ số B/M và chỉ số F-SCORE được đề xuất bởi Piotroski (2000). Chỉ số F-SCORE cung cấp một chỉ báo độc lập về sức mạnh các chỉ số cơ bản của công ty dựa trên những thay đổi tích cực hoặc tiêu cực trong các chỉ số tài chính. Theo đó, một công ty được xác định là có chỉ số cơ bản yếu nếu chỉ số F-SCORE nằm trong khoảng từ 0 đến 4 và có chỉ số cơ bản tốt nếu chỉ số F-SCORE từ 5 đến 9 (chỉ số F-SCORE được thiết lập dựa trên 9 thành phần với giá trị quy ước cho mỗi thành phần là 1, vì thế, giá trị cao nhất của F-SCORE là 9 và giá trị thấp nhất là 0). Theo đó, danh mục VP-GI và danh mục VI-GP sẽ được chia thành hai nhóm danh mục:

- Danh mục tồn tại sai lệch kì vọng của thị trường, bao gồm: Các cổ phiếu giá trị có chỉ số cơ bản tốt và các cổ phiếu tăng trưởng có chỉ số cơ bản yếu, TSSL của danh mục là chênh lệch TSSL của hai loại cổ phiếu này.

- Danh mục không tồn tại sai lệch kì vọng của thị trường, bao gồm: Các cổ phiếu giá trị có chỉ số cơ bản yếu và các cổ phiếu tăng trưởng có chỉ số cơ bản tốt, TSSL của danh mục là chênh lệch TSSL của hai loại cổ phiếu này.

TSSL giữa các danh mục được so sánh để kiểm tra sự tồn tại của kì vọng sai lệch tại thị trường. Sau đó, hồi quy dữ liệu chéo (Fama & MacBeth, 1973) ở cấp độ công ty theo từng tháng để xem xét việc định giá sai.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Sự khác biệt trong tỉ suất sinh lợi của các danh mục

Phần A, Bảng 1 trình bày các thông kê cơ bản của TSSL ở cấp độ danh mục. Danh mục các cổ phiếu giá trị V (nhóm có tỉ số B/M cao) có TSSL trung bình cao hơn

0,90%/tháng so với danh mục G (nhóm có tỉ số B/M thấp). Kết quả cũng cho thấy danh mục P (danh mục có mua lại ròng) có TSSL trung bình cao hơn 1,06%/tháng so với danh mục I (danh mục phát hành ròng). Những khác biệt này có ý nghĩa thống kê. Như vậy, xét từng cặp danh mục riêng cho thấy có sự tồn tại TSSL vượt trội giữa danh mục giá trị và danh mục tăng trưởng; giữa danh mục mua lại ròng và danh mục phát hành ròng.

Tuy nhiên, như đã đề cập trước đó, các chỉ báo dựa vào tỉ số B/M hoặc mua lại ròng/phát hành ròng riêng lẻ có thể đưa ra các tín hiệu sai, do vậy, việc phân tích thành quả của danh mục kết hợp là cần thiết để giúp hạn chế tín hiệu nhiễu có thể có từ các chỉ báo riêng lẻ này. Phần B của Bảng 1 trình bày TSSL của danh mục kết hợp hai tiêu chí: Giá trị so với tăng trưởng, kết hợp mua lại ròng so với phát hành ròng. Danh mục VP–GI có TSSL vượt trội trung bình là 1,8%/tháng (với mức ý nghĩa 1%). Ngược lại, danh mục VI–GP có TSSL vượt trội trung bình âm và không có ý nghĩa thống kê. Hơn nữa, TSSL của các danh mục được phóng đại hoặc thu nhỏ khi kết hợp yếu tố giá trị (tỉ số B/M) và yếu tố giá trị phát hành/mua lại ròng. Cụ thể, TSSL trung bình của danh mục V là 1,58%/tháng, trong đó danh mục VP có TSSL trung bình là 2,20%/tháng và danh mục VI có TSSL trung bình là 1,33%/tháng. Đối với nhóm các công ty tăng trưởng, TSSL trung bình của danh mục G là 0,68%/tháng, trong đó, danh mục GP có TSSL trung bình là 1,95%/tháng và danh mục GI có TSSL trung bình là 0,39%/tháng. Như vậy, yếu tố tỉ lệ phát hành/mua lại ròng cổ phần có ảnh hưởng lên cả nhóm công ty tăng trưởng và công ty giá trị.

Bảng 1

Tỉ suất sinh lợi các danh mục được thiết lập dựa trên tỉ số B/M hoặc giá trị phát hành cổ phần ròng.

Phần A: TSSL các danh mục được thiết lập dựa trên tỉ số B/M hoặc giá trị phát hành ròng cổ phần						
Danh mục	V	G	V–G	I	P	P–I
Trung bình	0,0158	0,0068	0,0090	0,0097	0,0203	0,0106
Độ lệch chuẩn	0,0813	0,0621	0,0416	0,0736	0,0653	0,0278
p-value	0,0779	0,3180	0,0495	0,2314	0,0055	0,0007
Phần B: TSSL các danh mục được thiết lập dựa trên tỉ số B/M và giá trị phát hành ròng						
Danh mục	VP	VI	GP	GI	VP–GI	VI–GP
Trung bình	0,0220	0,0133	0,0195	0,0039	0,0181	–0,0062

Độ lệch chuẩn	0,0841	0,0844	0,0644	0,065	0,0482	0,0585
p-value	0,0188	0,587	0,0067	0,5870	0,0009	0,3273

4.2. Tỷ suất sinh lợi vượt trội dài hạn

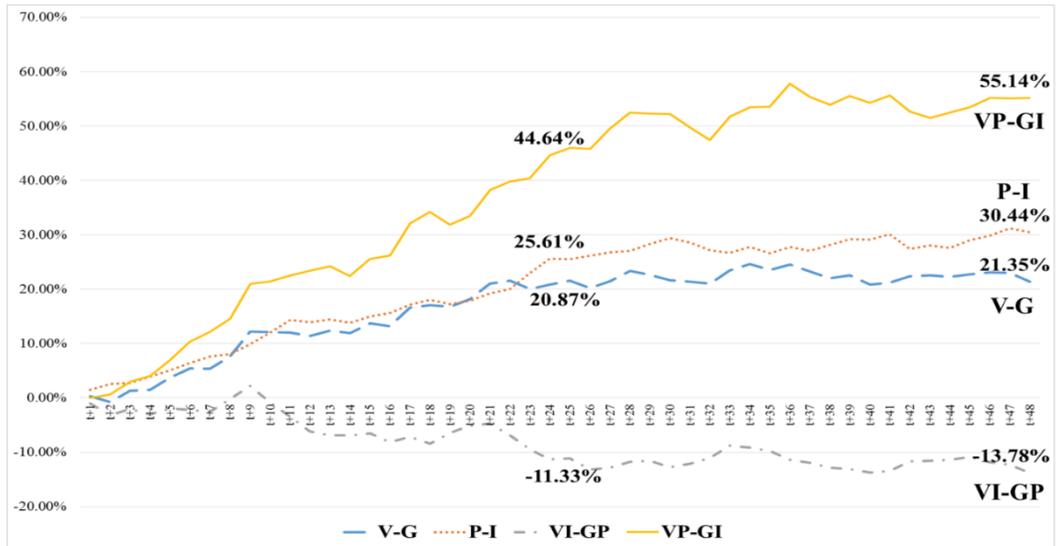
Để xem xét liệu thành quả của các danh mục có duy trì trong dài hạn hay không, tác giả tính toán TSSL mua và giữ (Buy-and-Hold) sau 48 tháng tính từ khi các danh mục được thiết lập.

Bảng 2

TSSL vượt trội trung bình của danh mục V–G, P–I, VP–GI và VI–GP sau 48 tháng nắm giữ kể từ khi thiết lập danh mục

	Danh mục V–G		Danh mục P–I		Danh mục VP–GI		Danh mục VI–GP	
	TSSL	p-value	TSSL	p-value	TSSL	p-value	TSSL	p-value
R _{12T}	0,1138	0,1242	0,1391	0,0509	0,2336	0,0103	–0,0620	0,5513
R _{24T}	0,2087	0,0712	0,2561	0,0395	0,4464	0,0075	–0,1133	0,5171
R _{36T}	0,2456	0,0414	0,2779	0,0535	0,5781	0,0053	–0,1139	0,5362
R _{48T}	0,2135	0,0668	0,3044	0,0953	0,5514	0,0089	–0,1378	0,4554
R _{trung bình}	0,1954	0,0550	0,2444	0,0445	0,4524	0,0039	–0,1068	0,4995

TSSL vượt trội của danh mục VP–GI sau 48 tháng nắm giữ là 55,14%, trong khi đối với danh mục V–G là 21,35% và đối với danh mục VI–GP là –13,78%. Điều này cho thấy một sự phân tán đáng kể trong thành quả dài hạn của các danh mục. Như vậy, một chiến lược đầu tư cổ phiếu giá trị có mua lại ròng có thể tạo ra TSSL cao hơn đáng kể so với việc đầu tư danh mục cổ phiếu tăng trưởng có phát hành ròng.



Hình 2. Tỷ suất sinh lợi vượt trội trung bình của danh mục V-G, P-I, VP-GI và VI-GP sau 48 tháng nắm giữ kể từ khi thiết lập danh mục

4.3. Giải thích tỷ suất sinh lợi vượt trội từ quan điểm rủi ro

4.3.1. Kết quả hồi quy chuỗi thời gian

Bảng 3

Kết quả hồi quy theo các nhân tố rủi ro chung của thị trường

Nhân tố	Mô hình CAPM		Mô hình ba nhân tố		Mô hình bốn nhân tố	
	VP-GI	VI-GP	VP-GI	VI-GP	VP-GI	VI-GP
MKT	0,0700	0,1814	-0,0455	0,1168	-0,0457	0,1167
p-value	0,4190	0,0740	0,5970	0,2530	0,5920	0,2630
SMB			0,0072	0,4789	0,0179	0,4874
p-value			0,9650	0,0040	0,9120	0,0030
HML			0,5275	0,7324	0,4766	0,6922
p-value			0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
WML					-0,0882	-0,0698
p-value					0,4170	0,5540
Alpha	0,0113	-0,0134	0,0115	-0,0169	0,0117	-0,0167

Nhân tố	Mô hình CAPM		Mô hình ba nhân tố		Mô hình bốn nhân tố	
	VP-GI	VI-GP	VP-GI	VI-GP	VP-GI	VI-GP
p-value	0,0310	0,0380	0,0090	0,0000	0,0070	0,0010
R ² có hiệu chỉnh	0,0083	0,0369	0,3005	0,5466	0,3066	0,5492

Thành quả các danh mục kết hợp hai tiêu chí trình bày trên đây cho thấy có sự phân tán đáng kể, nhưng sự khác biệt này có thể là do các danh mục có TSSL vượt trội cao là do rủi ro cao. Vì thế, phân tích hồi quy chuỗi thời gian trong phần này nhằm trả lời cho câu hỏi liệu rủi ro có phải là nguồn gốc của sự khác biệt trong TSSL giữa các danh mục hay không.

Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 3. Nhân tố thị trường (MKT) không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích cho TSSL vượt trội của danh mục VP-GI ở cả ba mô hình, nhưng hệ số Alpha trong mô hình thị trường là dương. Điều này cho thấy nhân tố thị trường không giải thích được sự tồn tại của TSSL vượt trội của danh mục cổ phiếu VP-GI. Đối với danh mục VI-GP, nhân tố thị trường có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong mô hình một nhân tố và không có ý nghĩa trong các mô hình ba và bốn nhân tố. Tuy vậy, hệ số Alpha trong cả ba mô hình đều âm đối với danh mục VI-GP.

Nhân tố quán tính giá (WML) không có ý nghĩa thống kê cho cả hai danh mục, trong khi hệ số nhân tố quy mô (SMB) chỉ có ý nghĩa thống kê đối với danh mục VI-GP. Nhân tố giá trị thể hiện tầm quan trọng trong TSSL của các danh mục khi tất cả bốn trường hợp đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, xét về độ lớn của các hệ số nhân tố, danh mục VP-GI có TSSL vượt trội cao hơn nhưng hệ số của nhân tố giá trị lại luôn thấp hơn danh mục VI-GP. Kết quả này không ủng hộ cho lập luận dựa trên quan điểm rủi ro để giải thích cho TSSL vượt trội. Nói cách khác, các nhân tố rủi ro chung không thể giải thích cho TSSL vượt trội giữa danh mục giá trị và danh mục tăng trưởng.

4.3.2. Kết quả hồi quy chéo hàng tháng theo phương pháp Fama và MacBeth (1973)

Bảng 4

Giá trị trung bình các hệ số từ hồi quy chéo hàng tháng

Nội dung	Toàn bộ mẫu	Cổ phiếu thuộc danh mục	
		VP-GI	VI-GP
BM	0,0043	0,0091	-0,0071
p-value	0,1650	0,0260	0,1750

Nội dung	Toàn bộ mẫu	Cổ phiếu thuộc danh mục	
		VP-GI	VI-GP
NI	-0,0558	-0,0730	-0,0547
p-value	0,0000	0,0050	0,0340
SZ	-0,0015	0,0002	-0,0030
p-value	0,3340	0,8890	0,2720
MOM	0,0105	0,0136	0,0129
p-value	0,1170	0,0800	0,2320

Bảng 4 thể hiện kết quả giá trị trung bình của các hệ số hồi quy từ các hồi quy chéo theo tháng giữa tỉ suất sinh lợi ở cấp độ cổ phiếu với các yếu tố BM, NI, SZ, và MOM của từng công ty. Đối với cổ phiếu thuộc danh mục VP-GI, hệ số hồi quy trung bình của yếu tố BM là dương 0,0091 và có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, hệ số này là âm và không có ý nghĩa thống kê đối với cổ phiếu thuộc danh mục VI-GP. Kết quả này thể hiện sự không phù hợp với quan điểm rủi ro.

Hệ số hồi quy trung bình của nhân tố NI đối với cổ phiếu thuộc danh mục VP-GI và VI-GP lần lượt là $-0,073$ và $-0,0547$ và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy hoạt động tài trợ của công ty cung cấp tín hiệu định giá sai mạnh hơn so với tín hiệu định giá sai của tỉ số B/M và các công ty có giá trị mua lại ròng càng lớn thì TSSL cổ phiếu càng cao.

Như vậy, kết quả phân tích TSSL ở cấp độ danh mục qua hồi quy chuỗi thời gian lần TSSL ở cấp độ công ty thông qua hồi quy chéo đều cho thấy TSSL vượt trội của công ty giá trị so với công ty tăng trưởng không thể giải thích bằng quan điểm rủi ro mà phù hợp hơn với quan điểm định giá sai.

4.4. Giải thích tỉ suất sinh lợi từ quan điểm định giá sai

Sau khi tìm thấy bằng chứng cho thấy TSSL vượt trội của danh mục VP-GI không thể giải thích bởi các nhân tố rủi ro chung và kết quả từ hồi quy dữ liệu chéo theo từng tháng ở cấp độ công ty cho thấy TSSL vượt trội có thể là do việc định giá sai. Trong phần này, nghiên cứu sẽ xem xét câu hỏi thứ hai là liệu nguồn gốc của sự khác biệt trong TSSL vượt trội của công ty giá trị có hoạt động mua lại cổ phần và công ty tăng trưởng có hoạt động phát hành cổ phần có thật sự là do định giá sai. Để đại diện cho việc định giá sai, phương pháp kì vọng sai lệch được sử dụng dựa trên tỉ số B/M và chỉ số F-Score.

Đầu tiên, xem xét kì vọng sai lệch của thị trường có tồn tại ở VN hay không bằng cách so sánh TSSL vượt trội của danh mục V–G khi có tồn tại kì vọng sai lệch và không tồn tại kì vọng sai lệch của thị trường.

Bảng 5 cho thấy TSSL trung bình theo từng tháng của các danh mục được thiết lập dựa theo tỉ số B/M, hoặc hệ số F-Score, và kết hợp cả hai. Danh mục S gồm các cổ phiếu có chỉ số cơ bản tốt. Danh mục W gồm các cổ phiếu có chỉ số cơ bản yếu. TSSL của danh mục V–G là chênh lệch TSSL của công ty giá trị (tỉ số B/M cao) và công ty tăng trưởng (tỉ số B/M thấp). TSSL của danh mục S–W là chênh lệch TSSL của công ty có chỉ số cơ bản tốt và công ty có chỉ số cơ bản yếu. Danh mục VW bao gồm công ty giá trị có chỉ số cơ bản yếu, danh mục VS bao gồm công ty giá trị có chỉ số cơ bản tốt, danh mục GS bao gồm công ty tăng trưởng có chỉ số cơ bản tốt, và danh mục GW bao gồm công ty tăng trưởng có chỉ số cơ bản yếu.

Bảng 5

Tỉ suất sinh lợi các danh mục có xem xét sự tồn tại kì vọng sai lệch

	G	V	V–G
S	0,0090	0,0196	0,0106
p-value	0,1332	0,0270	0,0346
W	0,0064	0,0068	0,0004
p-value	0,4317	0,4803	0,9439
S–W	0,0026	0,0128	
p-value	0,5383	0,0012	
Danh mục tồn tại kì vọng sai lệch của thị trường (VS–GW)			0,0132
p-value			0,0103
Danh mục không tồn tại kì vọng sai lệch của thị trường (VW–GS)			–0,0022
p-value			0,7209

Khi xem xét chỉ riêng tỉ số B/M, TSSL vượt trội của danh mục V–G (xét cho các công ty có chỉ số cơ bản tốt -S) là 1,06%/tháng và có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, TSSL vượt trội của danh mục V–G (xét cho các công ty có chỉ số cơ bản yếu -W) là 0,04%/tháng và không có ý nghĩa thống kê. Tương tự, xét riêng tác động của chỉ số cơ bản, TSSL vượt trội của danh mục S–W của các công ty giá trị là 1,28%/tháng và có ý

ngĩa thống kê. Ngược lại, TSSL vượt trội của danh mục S–W của các công ty tăng trưởng là 0,26%/tháng nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Đúng như kì vọng, tín hiệu của chỉ báo bị nhiễu khi xem xét riêng tác động của từng chỉ báo lên TSSL vượt trội. Tuy nhiên, khi kết hợp cả tỉ số B/M và chỉ số cơ bản, kết quả cho thấy TSSL vượt trội của danh mục tồn tại kì vọng sai lệch (chênh lệch TSSL của các cổ phiếu giá trị có chỉ số cơ bản tốt và của các cổ phiếu tăng trưởng có chỉ số cơ bản yếu) là 1,32%/tháng và có ý nghĩa thống kê mạnh mẽ hơn (1%). TSSL của danh mục không tồn tại kì vọng sai lệch (chênh lệch TSSL cổ phiếu giá trị có chỉ số cơ bản yếu và của các cổ phiếu tăng trưởng có chỉ số cơ bản tốt) là –0,22%/tháng và không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 6

Giá trị trung bình các hệ số từ hồi quy chéo hàng tháng có yếu tố kì vọng sai lệch

Biến giải thích	Các cổ phiếu thuộc danh mục VP–GI		Các cổ phiếu thuộc danh mục VP–GI	
	Tồn tại kì vọng sai lệch	Không tồn tại kì vọng sai lệch	Tồn tại kì vọng sai lệch	Không tồn tại kì vọng sai lệch
BM	0,0122	0,0004	0,0042	–0,0079
p-value	0,0370	0,9600	0,7170	0,1830
NI	–0,0802	–0,0362	–0,0121	–0,0466
p-value	0,1730	0,2590	0,7160	0,4300
SZ	–0,0007	0,0000	–0,0050	–0,0011
p-value	0,7810	0,9880	0,1670	0,7440
MOM	0,0178	0,9383	0,0170	0,0165
p-value	0,1420	0,3570	0,1780	0,2460

Kết quả phân tích hồi quy chéo TSSL của các cổ phiếu thuộc danh mục có tồn tại kì vọng sai lệch và không tồn tại kì vọng sai lệch với các nhân tố BM, NI, SZ và MOM được trình bày trong Bảng 6 cho thấy hệ số trung bình của nhân tố BM có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với nhóm tồn tại kì vọng sai lệch của các cổ phiếu thuộc danh mục VP–GI. Đối với nhóm không tồn tại kì vọng sai lệch của danh mục VP–GI, nhân tố BM không thể hiện khả năng giải thích nào đối với TSSL danh mục. Đối với nhóm tồn tại kì vọng sai lệch, BM cũng không thể hiện khả năng giải thích cho TSSL vượt trội của các cổ phiếu thuộc danh mục VP–GI. Do đó, TSSL vượt trội của nhóm VP–GI là do yếu tố

định giá thấp đối với công ty giá trị có chỉ số cơ bản tốt và định giá cao đối với công ty tăng trưởng có chỉ số cơ bản yếu. Hơn nữa, kết quả cho thấy hoạt động tài trợ vốn cổ phần của công ty không còn khả năng dự báo đối với TSSL vượt trội khi xem xét đến yếu tố kì vọng sai lệch của thị trường.

Tóm lại, tỉ số B/M chỉ có khả năng dự báo yếu cho TSSL đối với nhóm tồn tại kì vọng sai lệch của các cổ phiếu thuộc danh mục VP–GI, còn hoạt động tài trợ của công ty thậm chí không thể hiện khả năng dự báo khi yếu tố định giá sai được xem xét.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này tìm thấy TSSL vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng phụ thuộc vào tín hiệu trong hoạt động tài trợ của công ty. Trong đó, công ty có hoạt động mua lại cổ phần ròng được cho là định giá thấp và công ty có hoạt động phát hành cổ phần ròng được cho là định giá cao. TSSL cao của công ty giá trị là do hoạt động mua lại cổ phần và TSSL thấp của công ty tăng trưởng là do hoạt động phát hành cổ phần.

Khi kết hợp tín hiệu chỉ báo của tỉ số B/M và hoạt động tài trợ của công ty, TSSL vượt trội giữa công ty giá trị có hoạt động mua lại cổ phần ròng và công ty tăng trưởng có hoạt động phát hành cổ phần ròng lớn hơn TSSL vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng. Ngược lại, TSSL vượt trội giữa công ty giá trị có hoạt động phát hành cổ phần ròng và công ty tăng trưởng có hoạt động mua lại cổ phần ròng thì nhỏ hơn TSSL vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng. Các TSSL vượt trội này được duy trì trong dài hạn. Do vậy, hoạt động tài trợ ròng vốn cổ phần của công ty có khả năng phóng đại hoặc thu nhỏ hiệu ứng giá trị.

Tuy nhiên, khi xem xét sai lệch của thị trường đối với yếu tố cơ bản của công ty dựa trên chỉ số F-Score, TSSL vượt trội giữa công ty giá trị có hoạt động mua lại cổ phần ròng và công ty tăng trưởng có hoạt động phát hành cổ phần ròng thể hiện rõ nguồn gốc là do định giá sai. Cụ thể, công ty giá trị có chỉ số cơ bản tốt bị định giá thấp và công ty tăng trưởng có chỉ số cơ bản yếu bị định giá cao.

Tóm lại, TSSL vượt trội giữa công ty giá trị và công ty tăng trưởng có hoạt động tài trợ vốn cổ phần trên thị trường chứng khoán VN không thể giải thích bằng quan điểm rủi ro, mà là do tồn tại sự định giá sai lệch của thị trường.

5.2. Hàm ý

Với những kết quả tìm thấy, nghiên cứu này củng cố cho quan điểm định giá sai đưa đến sự khác biệt trong TSSL của các cổ phiếu giá trị so với các cổ phiếu tăng trưởng khi công ty có tài trợ vốn cổ phần ròng. Đối với các nhà đầu tư, nghiên cứu này có thể gợi ý các chiến lược đầu tư cổ phiếu. Tín hiệu từ tài trợ vốn cổ phần ròng cần được kết hợp để xây dựng các danh mục đầu tư có TSSL vượt trội. Trong đó, công ty có hoạt động mua lại cổ phần ròng được cho là định giá thấp và công ty có hoạt động phát hành cổ phần ròng được cho là định giá cao. TSSL cao của công ty giá trị là do hoạt động mua lại cổ phần và TSSL thấp của công ty tăng trưởng là do hoạt động phát hành cổ phần.

Trên thị trường VN, nguồn gốc TSSL vượt trội là do thị trường định giá sai các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp. Điều này chỉ ra thực trạng về việc sử dụng thông tin trong định giá của các nhà đầu tư: Các thông tin nội tại của doanh nghiệp có vẻ như chưa được các nhà đầu tư đánh giá một cách hợp lý, khi đó, các doanh nghiệp có yếu tố cơ bản tốt bị định giá thấp và các doanh nghiệp có yếu tố cơ bản yếu bị định giá cao. Việc làm sao để giúp thị trường định giá chính xác hơn các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp là công việc không ít khó khăn vì việc định giá sai có khả năng xuất phát từ các yếu tố tâm lý. Tuy vậy, doanh nghiệp đưa ra thông tin minh bạch cũng sẽ góp phần hạn chế kì vọng sai lệch từ thị trường. Thông qua đó, các doanh nghiệp có yếu tố cơ bản tốt có thể sử dụng thị trường chứng khoán như một kênh huy động vốn ít tổn kém hơn■

Tài liệu tham khảo

- Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of Finance*, 55(5), 2219–2257.
- Bali, T. G., Demirtas, K. O., & Hovakimian, A. (2010). Corporate financing activities and contrarian investment. *Review of Finance*, 14(3), 543–584. doi: 10.1093/rof/rfp012
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.07.004
- Campbell, J. Y., Polk, C., & Vuolteenaho, T. (2010). Growth or glamour? Fundamentals and systematic risk in stock returns. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 305–344. doi: 10.1093/rfs/hhp029

- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82.
- Chan, L. K. C., Karceski, J., & Lakonishok, J. (2003). The level and persistence of growth rates. *The Journal of Finance*, 58(2), 643–684.
- Da, Z., & Warachka, M. C. (2009). Cashflow risk, systematic earnings revisions, and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 94(3), 448–468. doi: 10.1016/j.jfineco.2008.12.008
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. doi: 10.1016/0304-405X(93)90023-5
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131–155.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). American finance association value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Liang, S. X., & Wei, J. K. C. (2012). Liquidity risk and stock returns around the world. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), 3274–3288. doi: 10.1016/j.jbankfin.2012.07.021
- Liew, J., & Vassalou, M. (2000). Can book-to-market, size and momentum be risk factors that predict economic growth? *Journal of Financial Economics*, 57(2), 221–245. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00056-8
- Loughran, T., & Ritter, J. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50(1), 23–51.
- Petkova, R., & Zhang, L. (2005). Is value riskier than growth? *Journal of Financial Economics*, 78(1), 187–202. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.12.001
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal Accounting Research*, 38, 1–41.
- Piotroski, J. D., & So, E. C. (2012). Identifying expectation errors in value/glamour strategies: A fundamental analysis approach. *Review of Financial Studies*, 25(9), 2841–2875. doi: 10.1093/rfs/hhs061
- Porta, R. L., Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *The Journal of Finance*, 52(2), 859–874.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Walkshäusl, C. (2015). Equity financing activities and European value-growth returns. *Journal of Banking and Finance*, 57, 27–40. doi: 10.1016/j.jbankfin.2015.04.008

Zhang, L. (2005). The value premium. *Journal of Finance*, 60(4), 1713–1757.