



CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU NIÊM YẾT

TS. LÊ TẤN PHƯỚC - Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Bài nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX). Thông qua đó, bài viết cũng giúp các nhà đầu tư có thêm thông tin, có cái nhìn chiến lược hơn khi phân tích, dự báo cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp, làm cơ sở để phân bổ danh mục đầu tư hiệu quả, từ đó nâng cao giá trị của công ty thông qua giá cả cổ phiếu của chính công ty đó.

• Từ khóa: Chứng khoán, thị trường chứng khoán, doanh nghiệp, cổ phiếu, HSX.

Mô hình nghiên cứu

Mô hình ước lượng của nghiên cứu này dựa trên mô hình của các tác giả AL Tamimi và ctv. (2007)

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + u_t$$

Trong đó:

Y_t (biến phụ thuộc) là sự thay đổi giá (tỷ suất sinh lời) của các cổ phiếu trong danh mục và được tính như sau:

$$Y_t = R_t = \log(p_t) - \log(p_{t-1}) = \log(p_t/p_{t-1})$$

P_t : Chỉ số giá của danh mục ở quý thứ t ; P_{t-1} : Chỉ số giá của danh mục ở quý thứ $t-1$.

Phương trình có biến phụ thuộc là biến Y_t , X_1 , X_2 , X_3 , X_4 , X_5 , X_6 là các biến độc lập

Trong đó:

X_1 : EPS

X_2 : tỷ lệ lạm phát CPI

X_3 : GDP

X_4 : Giá vàng

X_5 : Lãi suất (log)

X_6 : tỷ giá usd/vnd.

Xây dựng giả thuyết

Giả thuyết H1: Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) tăng thì giá cổ phiếu tăng.

Giả thuyết H2: Tỷ lệ lạm phát tăng thì giá cổ phiếu giảm.

Giả thuyết H3: Tổng sản phẩm nội địa (GDP) tăng thì giá cổ phiếu tăng.

Giả thuyết H4: Giá vàng trong nước tăng thì giá cổ phiếu tăng.

Giả thuyết H5: Lãi suất cho vay ngắn hạn tăng thì giá cổ phiếu giảm.

Giả thuyết H6: Tỷ giá USD/VND tăng thì giá cổ phiếu tăng.

Bài nghiên cứu kỳ vọng về mối quan hệ các biến độc lập đối với giá chứng khoán. Dựa vào những kết quả nghiên cứu trước đây, đặc biệt là của tác giả AL Tamimi và ctv (2007), với mẫu dữ liệu là các công ty niêm yết trên HSX, kỳ vọng nghiên cứu đạt được một số kết quả như: Có một tác động đồng biến đáng kể của EPS, GDP, giá vàng, tỷ giá VND/USD lên giá chứng khoán của doanh nghiệp; kỳ vọng có tác động nghịch biến lên giá chứng khoán...

Ma trận tương quan

BẢNG 1. MA TRẬN TƯƠNG QUAN CỦA CÁC BIẾN							
	P	LCPI	LGDP	INTEREST	LGOLD	LUUSD/VND	LEPS
P	1						
LCPI	-0,1519	1					
LGDP	0,1008	0,583	1				
INTEREST	-0,1557	-0,3352	-0,2655	1			
LGOLD	0,1501	-0,1357	-0,2666	0,2642	1		
LUUSD/VND	-0,1378	0,9695	0,5788	-0,2982	-0,1494	1	
LEPS	0,0314	0,596	0,3511	-0,1063	-0,0531	0,5911	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bài nghiên cứu tiến hành lập ma trận tương quan của các biến độc lập trong phương trình, để kiểm tra xem có xuất hiện hiện tượng tương quan giữa các biến hay không. Do các biến vĩ mô ở dạng dãy liên tục nên khi phân tích mối quan hệ tác giả tiến hành đưa về dạng logarit nepe nhằm phù hợp với ý nghĩa vĩ

BẢNG 2. KẾT QUẢ HỒI QUY

Dependent Variable	Pooling		Random Effect		Fixed effect	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
Constant	-0,86949	0,4725	-0,86958	0,473	-0,82124	0,503
	(-0,71)		(-0,72)		(-0,67)	
LCPI	0,1446	0,057	-0,14476	0,058	-0,14864	0,054
	(-1,85)		(-1,9)		(-1,93)	
LGDP	0,00322	0,667	0,003216	0,665	0,003172	0,672
	(0,435)		(0,43)		(0,42)	
INTEREST	0,00271	0,060	0,002705	0,055	0,002645	0,064
	(1,89)		(1,92)		(1,85)	
LGOLD	0,004137	0,0031	0,004136	0,003	0,004128	0,003
	(3,012)		(3,01)		(2,97)	
LUUSD/VND	0,14133	0,371	0,14134	0,371	0,138106	0,386
	(0,89)		(0,9)		(0,87)	
LEPS	0,002650	0,121	0,002645	0,120	0,003296	0,085
	(1,56)		(1,55)		(1,73)	

Nguồn: Tính toán của tác giả bằng phần mềm stata 12

mô. Kết quả nhận được thể hiện ở bảng 1 như sau:

Hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Hệ số tương quan càng lớn cho thấy mối quan hệ giữa hai biến càng chặt và ngược lại khi hệ số tương quan thấp diễn tả mối quan hệ giữa hai biến không chặt. Đồng thời với hệ số dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy quan hệ ngược chiều giữa hai biến.

Kết quả trong bảng tương quan cho thấy, các biến có quan hệ cùng chiều (hệ số tương quan +) và quan hệ ngược chiều (hệ số tương quan -), cùng với đó là mức độ tương quan giữa các biến độc lập là thấp và hầu như nhỏ hơn 0,5. Như vậy, vấn đề đa cộng tuyến trong đầu tư có thể được loại trừ.

Biến lạm phát (LCPI) có tương quan âm với giá chứng khoán (hệ số tương quan là -0,1519), điều này phù hợp với các lý thuyết nền tảng. Theo thuyết quy ước về giá cổ phiếu thì lạm phát tăng luôn là dấu hiệu cho thấy rằng sự tăng trưởng của nền kinh tế sẽ không bền vững, lãi suất sẽ tăng lên, khả năng thu lợi nhuận của doanh nghiệp bị hạ thấp làm cho giá cổ phiếu giảm.

Biến GDP có tương quan dương với giá chứng khoán (hệ số tương quan là 0,1008). Tương tự đối với biến giá vàng (LGOLD) và biến lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (LEPS) (có hệ số tương quan lần lượt là 0,1501 và 0,0314). Theo thuyết quy ước về giá cổ phiếu thì giá cổ phiếu có chiều hướng đi lên khi nền kinh tế tốt lên và có chiều hướng đi xuống khi nền kinh tế xấu đi.

Theo giả thuyết thị trường hiệu quả thì thị trường chứng khoán phản ánh đầy đủ mọi thông tin đã biết, hay nói cách khác, phản ánh đầy đủ kỳ vọng của các nhà đầu tư. Do đó không thể kiếm được lợi nhuận bằng cách căn cứ vào các thông tin đã biết hay những hình thái biến động của giá cả trong quá khứ. Như vậy, giá cổ phiếu phụ thuộc vào lợi nhuận sau thuế, giá vàng và GDP.

Kết quả cho thấy, biến giá chứng khoán tương quan mạnh nhất với biến INTEREST (0.1557) và tương quan yếu nhất với LEPS (0.0314). Tuy nhiên, để đánh giá tác động của các yếu tố lên tỷ suất lợi nhuận tác giả tiến hành phân tích hồi quy.

Kết quả nghiên cứu

Sau khi đã phân tích thống kê các biến trong mô hình, bài nghiên cứu tiến hành hồi quy dữ liệu theo phương trình hồi quy. Bài nghiên cứu sử dụng 3 phương pháp hồi quy: Pooling regression, Random effect và Fixed effect. Sau đó tác giả sẽ sử dụng kiểm định Lagrangian Multiplier (LM) (Breusch and Pagan, 1980) và Hausman (Hausman, 1978) để tìm ra mô hình hồi quy phù hợp theo công thức sau:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + \beta_6 X_{6t} + u_t$$

Kiểm định Lagrangian Multiplier (LM) (Breusch and Pagan, 1980) kiểm tra xem mô hình hồi quy với tác động ngẫu nhiên cho ra kết quả tốt hơn mô hình hồi quy Pooling regression với giả thiết sau:

Ho: tác động riêng lẻ không quan sát được $u_{it} = 0$, Pooling regression có hiệu quả.



H1: tác động riêng lẻ không quan sát được $uit \neq 0$, Pooling regression không còn hiệu quả.

Kiểm định Hausman (Hausman, 1978) kiểm tra xem mô hình hồi quy với Fixed effect cho ra kết quả tốt hơn mô hình Random effect với giả thiết như sau:

H0: tác động riêng lẻ không quan sát được uit không tương quan với các biến độc lập, mô hình hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên có hiệu quả hơn.

H1: tác động riêng lẻ không quan sát được uit có tương quan với các biến độc lập, mô hình hồi quy hiệu ứng cố định có hiệu quả hơn.

Bài nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết trên HSX giai đoạn 2007 – 2015 có ý nghĩa thống kê với các biến CPI và GOAL ở mức 5% (p-value nhỏ hơn 0,05) và biến INTEREST ở mức 10%. Trong đó, lạm phát có tác động ngược chiều lên giá chứng khoán (hệ số beta âm). Điều này cho thấy khi tỷ lệ lạm phát tăng sẽ làm cho giá chứng khoán có xu hướng giảm xuống và ngược lại nếu lạm phát giảm sẽ kéo giá chứng khoán tăng lên. Biến giá vàng và lãi suất có tác động tích cực tới giá chứng khoán (hệ số beta dương). Kết quả này chỉ ra việc giá vàng và lãi suất tăng sẽ làm cho giá chứng khoán tăng theo và ngược lại. Kết quả nghiên cứu của tác giả phù hợp với kết quả nghiên cứu của Al – Tamimi và ctv (2007).

Kết luận và khuyến nghị

Đối với Chính phủ

Trong thời gian tới, để TTCK hoạt động một cách lành mạnh, ổn định, vững chắc thực sự trở thành một kênh dẫn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, cần chú ý các giải pháp trọng tâm sau:

Một là, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô. Thực tế TTCK Việt Nam cho thấy, sự biến động đồng giá cổ phiếu có nguyên nhân rất nhiều từ ổn định kinh tế vĩ mô. Do đó, Chính phủ cần chú trọng cải thiện chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế, bảo đảm phát triển bền vững; Điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt, hiệu quả, bảo đảm ổn định thị trường tiền tệ, tỷ giá phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa; Tiếp tục đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, thoái vốn đầu tư ngoài ngành theo kế hoạch được duyệt...

Hai là, tiếp tục tái cấu trúc TTCK. Để tiếp tục nâng cao vai trò của TTCK, phấn đấu đến năm 2020 đưa TTCK trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo, tiếp tục đẩy mạnh tái cấu trúc TTCK, Bộ Tài chính cần tập trung hoàn thiện hệ thống văn bản pháp luật; Tiếp tục tái cấu trúc cơ sở hàng hóa theo

hướng nâng cao chất lượng; Hoàn thiện hệ thống giao dịch, gắn cổ phần hóa với giao dịch trên thị trường tổ chức; Triển khai giải pháp nhằm nâng hạng TTCK Việt Nam...

Ba là, cần nâng tiêu chuẩn niêm yết trên sàn nhằm nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết, tránh ảnh hưởng đến uy tín chung của thị trường...

Đối với doanh nghiệp

Mức độ ảnh hưởng của lạm phát đến lợi nhuận của công ty lớn hay nhỏ phụ thuộc vào hai yếu tố. Một là khả năng hạn chế sự tăng giá từ phía nhà cung cấp. Hai là khả năng định giá sản phẩm cao hơn mà khách hàng vẫn chấp nhận. Vì vậy, công ty cần chắc chắn rằng chi phí đầu vào tăng chậm hơn mức tăng của giá bán ra.

Trong khi đó, tỷ giá, giá vàng luôn biến động linh hoạt theo thị trường, vì vậy để tồn tại và phát triển tốt, doanh nghiệp cần phải phân tích, dự báo, nhận dạng đúng và đưa ra các giải pháp linh hoạt để ứng phó với những biến đổi của thị trường.

Đối với Ngân hàng Nhà nước

Lạm phát nhạy cảm với tỷ giá nên NHNN cần thận trọng đối với mỗi quyết định phá giá; đặc biệt trong điều kiện lạm phát cao thì NHNN không nên phá giá. Tỷ giá không phải là nguyên nhân gây thâm hụt thương mại nên phá giá không phải là một biện pháp cần thiết trong giai đoạn này. Tình trạng đô la hóa của Việt Nam chịu ảnh hưởng mạnh từ yếu tố tỷ giá nên duy trì tỷ giá ổn định sẽ góp phần giảm hiện tượng đô la hóa.

Để duy trì tỷ giá ổn định, nghiên cứu đưa ra 3 nhóm giải pháp khuyến nghị đối với NHNN bao gồm các nội dung: Lựa chọn cơ chế và các công cụ điều hành chính sách tỷ giá; Ngăn chặn tình trạng đô la hóa nền kinh tế; Điều hành chính sách tỷ giá nhằm gia tăng niềm tin của người dân đối với giá trị VND.

Do các biến số kinh tế vĩ mô đều có ảnh hưởng đến sự biến động của tỷ giá và ngược lại nên các chính sách của NHNN cần thực hiện một cách đồng bộ, nhất quán và linh hoạt nhằm đảm bảo các mục tiêu đặt ra ban đầu.

Tài liệu tham khảo:

1. Al-Qenae, Rashid, Carmen Li và Bob Wearing (2002), "The information content of earnings on stock price: The Kuwait Stock Exchange", *Multinational Finance Journal*, 6(3);
2. Eita, Joel Hinaunye (2012), "Modelling macroeconomic determinants of stock market prices: Evidence from Namibia", *The Journal of Applied Business Research*, 28(5).