

# GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG, GIÁ TRỊ SỔ SÁCH VÀ SUẤT SINH LỢI CỔ PHIẾU:

## BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

### THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Võ Hồng Đức\*, Tô Ngọc Phương Thùy\*\*

*Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định mối quan hệ giữa tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách và suất sinh lợi cổ phiếu. Mẫu nghiên cứu bao gồm 78 công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE) giai đoạn 2006-2012. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng và mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường (OLS) với mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model).*

*Kết quả nghiên cứu cho thấy, tỷ suất cổ tức; tỷ số thu giá trên thị giá; tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu cũng cho kết quả là hệ số giá trên thu nhập, qui mô công ty tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu chưa tìm được mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời trên doanh thu và suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn 2006-2012.*

**Từ khóa:** Tỷ số giá trị thị trường; Tỷ số giá trị sổ sách; Suất sinh lợi cổ phiếu.

#### 1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang từng bước phát triển và mở rộng, ngày càng có nhiều công ty tham gia niêm yết trên các sàn giao dịch tập trung. Với tình hình kinh tế hiện nay có nhiều biến động, các nhà phân tích không thể nào dự báo trước được. Bất kỳ một diễn biến nào của các yếu tố vĩ mô hay một cú sốc về cung - cầu, một tin xấu hay tin tốt cho nền kinh tế thì việc ảnh hưởng trước tiên đó chính là giá cổ phiếu.

Biến động giá cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu, và đây là một trong những vấn đề được quan tâm rất lớn đối với nhà quản trị tài chính công ty, cổ đông, cũng như các nhà đầu tư chứng khoán. Câu hỏi được đặt ra là khi nào giá cổ phiếu tăng và khi nào giá cổ phiếu giảm? Đồng thời, cách thức để gia tăng độ tin cậy khi dự báo biến động giá cổ phiếu sẽ được thực hiện như thế nào?

Xuất phát từ những vấn đề trên, nghiên cứu được thực hiện với mục đích giúp cho nhà đầu tư có thể dự đoán được tình hình biến động giá cổ phiếu, thông qua việc tập trung phân tích yếu tố giá trị thị

trường và giá trị sổ sách để xác định mối liên hệ với suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu cũng giúp cho nhà quản trị biết được tầm quan trọng và sự ảnh hưởng của các nhóm tỷ số này lên suất sinh lợi cổ phiếu, để có thể điều chỉnh thích hợp, đem lại lợi ích cho công ty.

#### 2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Phần này sẽ trình bày tổng quan các lý thuyết tài chính gồm: lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết tài chính hành vi và lý thuyết cơ cấu vốn. Theo nghiên cứu của Timmermann và Granger (2004); Bhattacharya (2012); Modigliani và Miller (1958), các lý thuyết tài chính này là nền tảng và là cơ sở để giải thích sự tác động của các tỷ số tài chính lên suất sinh lợi cổ phiếu.

##### *Lý thuyết thị trường hiệu quả*

Những luận điểm cơ bản của các trường phái tài chính cổ điển luôn tin rằng các quyết định của nhà đầu tư trên thị trường luôn dựa trên tính duy lý. Nói cách khác, họ luôn tin rằng tồn tại một cơ chế điều chỉnh thị trường về trạng thái hiệu quả. Đây là cơ chế kinh doanh chênh lệch giá của hàng hóa trên thị

trường tài chính. Các nhà đầu tư nhận thấy có cơ hội kiếm lợi nhuận từ sự chênh lệch giá của các tài sản tài chính, lập tức họ tận dụng cơ chế “mua tài sản ở nơi có giá thấp và bán nó ở nơi có giá cao”. Khi đó, động thái này của các nhà đầu tư sẽ tự động điều chỉnh thị trường, xác lập giá cả về trạng thái cân bằng hay hợp lý. Cơ chế này được xem là nền tảng cơ bản cho mô hình lý thuyết tài chính hiện đại - “*Lý thuyết thị trường hiệu quả*”.

Theo *Lý thuyết thị trường hiệu quả*, giá cả của chứng khoán trên thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán, phản ánh đầy đủ mọi thông tin đã biết (Lo, 2007). Do đó, nhà đầu tư 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 (Samuelson, 1965).

Nghiên cứu của Fama (1970) chia mức độ hiệu quả của thị trường thành 3 dạng là *yếu*, *bán mạnh* và *mạnh*. Kết quả có được từ nghiên cứu của Fama cho rằng, *dạng yếu* và *dạng bán mạnh* có khả năng đúng. *Dạng mạnh* còn gây nhiều tranh cãi vì nhà đầu tư cho rằng thị trường không thực sự hiệu quả cao như trong *dạng mạnh* đề cập. Thực tế, thị trường không hiệu quả như giả thuyết. Nghĩa là, giá chứng khoán không phản ánh tất cả thông tin liên quan đến nó. Và nhà đầu tư vẫn có thể kiếm được lợi nhuận nếu dùng các kỹ thuật phân tích chính xác. Do đó, việc phân tích các tỷ số tài chính để tìm ra sự tác động lên suất sinh lợi cổ phiếu là rất cần thiết cho nhà đầu tư và nhà quản trị công ty.

Dù là nền tảng của *lý thuyết tài chính hiện đại*, *lý thuyết thị trường hiệu quả* còn chưa thật sự thuyết phục, giá chứng khoán vẫn còn bị định giá sai so với giá trị thực của chúng. Thực tế, thị trường luôn biến động do trên thị trường luôn tồn tại hai hình thức đầu tư: *đầu tư căn bản* và *đầu tư kỹ thuật* (Trần Trí Dũng, 2012). *Lý thuyết thị trường hiệu quả* không thể giải thích được hiện tượng giá cổ phiếu sụt giảm nhanh chóng hay bị tăng quá mức. Tài chính hành vi đóng vai trò rất quan trọng trong việc giải thích tại sao và làm thế nào thị trường có thể không hiệu quả.

### ***Lý thuyết tài chính hành vi***

Tiên phong cho sự ra đời của kinh tế học hành vi là nghiên cứu của Kahneman và Tversky. Theo Kahneman và Tversky (1979; 1996), trên thị trường, giá liên tục tăng trong một thời gian dài. Vì thế, các báo cáo dự đoán của nhà phân tích về xu hướng tăng giá liên tục trong thời gian đối với các

loại chứng khoán sẽ tác động trực tiếp tới tâm lý của nhóm nhà đầu tư, dẫn theo tác động tăng giá. *Lý thuyết tài chính hành vi* đảm nhiệm tốt vai trò dự đoán sự lên xuống của chỉ số chứng khoán và tâm lý của con người khi đưa ra các quyết định đầu tư mạo hiểm.

*Lý thuyết tài chính hành vi* nghiên cứu nhận thức, xu hướng cảm xúc của con người nhằm hiểu rõ hơn về các quyết định kinh tế và làm cách nào mà con người gây ảnh hưởng lên thị trường giá cả, lợi nhuận và sự cấp phát các nguồn tài nguyên. Tài chính hành vi là mối quan tâm của các thành viên tham gia thị trường bởi vì nó giúp giải thích tại sao và bằng cách nào thị trường không thể hiệu quả (Sewell, 2007).

*Lý thuyết thị trường hiệu quả* đã bỏ qua hầu hết các tác động tiềm năng của hành vi con người trong quá trình đầu tư. Do đó, tài chính hành vi chính là yếu tố tiềm ẩn đằng sau sự thiếu hiệu quả của thị trường. Chính vì vậy, *lý thuyết tài chính hành vi* ra đời để giải thích hành vi của các nhà đầu tư khác nhau trên thị trường. Đồng thời, lý thuyết này cũng hỗ trợ và bổ sung cho *lý thuyết thị trường hiệu quả* được thuyết phục hơn (Bhattacharya, 2012).

Ứng dụng của tài chính hành vi không chỉ dừng lại trong việc giải thích các hành vi không hợp lý của nhà đầu tư. Hơn thế nữa, ứng dụng này còn phát triển xa hơn. Cụ thể, tài chính hành vi có thể điều chỉnh các mô hình định giá các tài sản tài chính bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, sản phẩm phái sinh và hàng hóa. Bên cạnh đó, tài chính hành vi còn được vận dụng trong *lý thuyết quản trị công ty* hay *lý thuyết cấu trúc vốn* trong tài chính doanh nghiệp và giải thích tính tương tác giữa các thị trường khác nhau. Để có những quyết định đầu tư hợp lý và đạt được nhiều lợi nhuận, nhà đầu tư nên hạn chế những ảnh hưởng tâm lý trong các lý thuyết nêu trên, thay vào đó là sử dụng tổng hợp các công cụ phân tích tài chính, tạo tiền đề vững chắc cho các quyết định đầu tư. Vì thế, các tỷ số tài chính là một công cụ phân tích kỹ thuật hiệu quả giúp cho nhà đầu tư và nhà quản trị công ty dự đoán suất sinh lợi cổ phiếu và đưa ra các quyết định đầu tư tốt hơn.

### ***Lý thuyết cơ cấu vốn***

Cơ cấu vốn là mối quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty. Cơ cấu vốn tối ưu là phương án mà công ty lựa

chọn để có chi phí vốn nhỏ nhất và giá cổ phiếu cao nhất. Một cơ cấu vốn phù hợp là quyết định quan trọng với mọi công ty. Nó không chỉ bởi nhu cầu tối đa lợi ích thu được từ các cá nhân, tổ chức liên quan tới công ty và hoạt động của công ty. Cơ cấu vốn còn hướng tác động của quyết định này tới năng lực kinh doanh của công ty trong môi trường cạnh tranh. Cơ cấu vốn tối ưu liên quan tới việc đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của công ty. Tài trợ bằng vốn vay nợ tạo ra “lá chắn thuế” cho công ty. Đồng thời, hình thức này còn làm giảm mức độ phân tán các quyết định quản lý, cơ hội kinh doanh và đầu tư. Gánh nặng nợ sẽ tạo áp lực lên công ty. Mặt khác, chi phí vay nợ có tác động đáng kể tới vận hành kinh doanh, thậm chí dẫn tới đóng cửa công ty.

Sự phát triển lý thuyết về cơ cấu vốn ghi nhận hai kết quả nghiên cứu có đóng góp quan trọng của Modigliani và Miller (1958; 1963) thường được gọi tắt là lý thuyết M&M. Quan điểm M&M (1958) cho rằng, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty không ảnh hưởng đến giá trị thị trường của nó. Hay nói cách khác, tổng rủi ro đối với những nhà đầu tư chứng khoán vào một công ty nào đó không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn của công ty.

Theo M&M (1963), với các quyết định đầu tư nhất quán, các đối tác có quyền lợi liên quan nhưng không nằm trong công ty phải đại diện cho cơ cấu vốn có tác động tới giá trị công ty. Dư nợ tối ưu của công ty cần cân bằng khoản thuế được giảm trừ nhờ việc thanh toán lãi vay với chi phí ngoại sinh của khả năng vỡ nợ.

Vì vậy, sử dụng cơ cấu vốn hợp lý luôn được các công ty chú trọng. Đối với nhà đầu tư, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu được quan tâm rất nhiều. Một công ty vay mượn quá nhiều sẽ sinh ra tâm lý lo ngại cho cổ đông vì áp lực từ các khoản nợ vay. Lý thuyết này đã đặt ra mấu chốt của những ảnh hưởng lên giá trị công ty và quan trọng chính là ảnh hưởng lên suất sinh cổ phiếu của công ty.

### 3. Giả thuyết nghiên cứu

#### *Tỷ suất cổ tức (DY)*

Theo nghiên cứu của Fama và French (1988); Stambaugh (1999); Nelson và Kim (1993), tỷ suất cổ tức có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu. Mối quan hệ này phụ thuộc rất nhiều vào chính sách cổ tức của công ty. Nghiên cứu của Belke và Polleit (2004); Lewellen (2004); Kheradyar và các tác giả (2011); Khan và các tác giả (2012) cho rằng, tỷ suất

cổ tức tương quan thuận với suất sinh lợi cổ phiếu. Khi tỷ suất cổ tức cao thì theo tâm lý của nhà đầu tư nghĩa là công ty kinh doanh có lãi, lợi nhuận sau thuế cao làm cho lợi ích của cổ đông tăng lên, nhà đầu tư sẽ kỳ vọng vào triển vọng phát triển của công ty. Dựa vào các cơ sở trên, giả thuyết của nghiên cứu đặt ra cho mối quan hệ giữa DY và suất sinh lợi cổ phiếu là:

*Giả thuyết H<sub>1</sub>: Có mối tương quan thuận giữa tỷ suất cổ tức và suất sinh lợi cổ phiếu.*

#### *Tỷ số thu giá trên thị giá (BM)*

Tỷ số thu giá trên thị giá (BM) là tỷ số mà nhà đầu tư dùng để so sánh giá trị thị trường của cổ phiếu so với giá trị sổ sách. Dựa vào BM, nhà đầu tư tìm kiếm được các cổ phiếu có giá thấp mà phần lớn bị thị trường bỏ qua. Nếu cổ phiếu có giá thị trường chênh lệch nhiều so với giá trị sổ sách thì giá cổ phiếu này sẽ nhanh chóng bị thị trường điều chỉnh về đúng giá trị thật của nó. Vì vậy, BM cao sẽ hấp dẫn nhà đầu tư hơn vì họ kỳ vọng giá thị trường sẽ tăng trong tương lai. Fama và French (2007) cho rằng, tỷ số BM khác nhau giữa các cổ phiếu là vì có sự khác biệt trong các dòng tiền dự kiến và lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu. Giả thuyết của họ là sự phát triển của tỷ số BM về những thay đổi giá cổ phiếu trong quá khứ và vốn chủ sở hữu đều có chứa thông tin về dòng tiền dự kiến có thể được sử dụng để cải thiện các ước tính về lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu. Theo kết quả nghiên cứu của Kheradyar và các tác giả (2011); Lewellen (2004); Pontiff và Schall (1998), tỷ số BM tác động cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa trên cơ sở đó, giả thuyết của nghiên cứu đặt ra như sau:

*Giả thuyết H<sub>2</sub>: Có mối quan hệ cùng chiều của tỷ số thu giá trên thị giá với suất sinh lợi cổ phiếu.*

#### *Hệ số giá trên thu nhập (PE)*

Ý nghĩa của hệ số giá trên thu nhập (PE) là mức giá mà nhà đầu tư sẵn sàng trả cho một cổ phiếu trên thị trường. Với mục tiêu là đầu cơ kiếm lợi nhuận, PE cao sẽ không hấp dẫn các nhà đầu tư. Bởi vì, các nhà đầu tư luôn kỳ vọng giá tăng trong tương lai để sinh lợi. Nghiên cứu của Basu (1983) cho rằng, quan hệ giữa hệ số PE và suất sinh lợi cổ phiếu là ngược chiều. Hệ số PE thấp sẽ có xu hướng nhận được suất sinh lợi cổ phiếu cao hơn hệ số PE cao. Nghiên cứu của Williams (1996), được trích bởi Alroaia và các tác giả (2012), cũng cho kết luận là PE tương quan âm với suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa

vào cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu đặt ra là:

**Giả thuyết H<sub>3</sub>:** Hệ số giá trên thu nhập tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu.

#### **Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (ROS)**

Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (ROS) phản ánh quan hệ giữa lợi nhuận ròng dành cho cổ đông và doanh thu của công ty. Tỷ số này cho biết lợi nhuận chiếm bao nhiêu phần trăm trong doanh thu. ROS mang giá trị dương nghĩa là công ty kinh doanh có lãi. Theo Martani và các tác giả (2009), ROS cao thì lợi nhuận hiệu chỉnh từ thị trường sẽ cao hơn và cổ phiếu của công ty sẽ hấp dẫn hơn. Kết quả nghiên cứu của Mais và các tác giả (2005) cho thấy, ROS tác động dương với suất sinh lợi cổ phiếu. Khảo lược kết quả của các nghiên cứu trước, giả thuyết đặt ra cho mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi trên doanh thu và suất sinh lợi cổ phiếu là:

**Giả thuyết H<sub>4</sub>:** Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu tương quan dương với suất sinh lợi cổ phiếu.

#### **Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE)**

Nghiên cứu của Purnomo (1997), Mais (2005), Sparta và Februwaty (2005) được trích dẫn bởi Martani và các tác giả (2009) cho kết quả rằng, ROE có ảnh hưởng tích cực lên suất sinh lợi cổ phiếu. Theo Martani và các tác giả (2009), ROE tương quan thuận với suất sinh lợi cổ phiếu, ROE cao cho thấy công ty có thu nhập trên vốn chủ sở hữu cao tạo tâm lý ổn định cho cổ đông. ROE cao cũng có nghĩa là thu nhập từ dòng đầu tư đem lại tăng trưởng lợi nhuận cho cổ đông. Dựa vào kết quả của các nghiên cứu trước, giả thuyết đặt ra cho mối quan hệ giữa ROE và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

**Giả thuyết H<sub>5</sub>:** Có mối tương quan thuận giữa tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu và suất sinh lợi cổ phiếu.

#### **Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu (DE)**

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE) đại diện cho cơ cấu vốn của công ty. DE cao cho thấy, công ty đang sử dụng chủ yếu từ nguồn vốn vay nợ. Công ty vay nợ nhiều sẽ tạo tâm lý lo lắng cho các nhà đầu tư và cổ phiếu của các công ty này sẽ không còn hấp dẫn. Nghiên cứu của Hobarth (2006); Yang và các tác giả (2008); Cai và Zang (2010) cho thấy rằng, công ty ít vay nợ thì suất sinh lợi cổ phiếu sẽ cao. Dựa trên cơ sở này, giả thuyết đặt ra như sau:

**Giả thuyết H<sub>6</sub>:** Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu.

#### **Qui mô công ty (SIZE)**

Nghiên cứu của Martani và các tác giả (2009) thực hiện trên thị trường chứng khoán Indonesia giai đoạn 2003-2006, đã chỉ ra sự tác động nghịch chiều giữa qui mô công ty và suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng quan điểm này là nghiên cứu của Cui và Wu (2007). Theo Cui và Wu (2007), qui mô công ty càng nhỏ thì rủi ro sẽ cao hơn. Vì vậy, nhà đầu tư sẽ mong đợi suất sinh lợi cổ phiếu cao hơn. Kết quả này được thực hiện cho mẫu nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Trung Quốc và các nước đang phát triển. Kết luận này cũng được hỗ trợ bởi nghiên cứu của Fama và French (1992). Theo Fama và French (1992), qui mô công ty có mối tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu. Nghiên cứu của Lau và các tác giả (2002) trên thị trường chứng khoán mới nổi là Singapore và Malaysia cũng cho rằng, qui mô công ty có quan hệ âm với suất sinh lợi cổ phiếu. Nghiên cứu của Yang và các tác giả (2008) cũng cho kết luận là qui mô công ty tác động nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Đối với Việt Nam, thị trường chứng khoán đang trong giai đoạn phát triển. Các công ty niêm yết còn gặp nhiều khó khăn và chưa được quản lý chặt chẽ. Các nhà đầu tư rất dễ bị rủi ro tài chính vì thị trường chứng khoán Việt Nam chưa ổn định. Trên cơ sở khảo lược các nghiên cứu tương quan, giả thuyết đặt ra cho mối quan hệ giữa qui mô công ty và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

**Giả thuyết H<sub>7</sub>:** Có mối quan hệ trái chiều giữa qui mô công ty và suất sinh lợi cổ phiếu.

#### **4. Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng trên cơ sở khảo sát các lý thuyết tài chính và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành thu thập dữ liệu, xây dựng mô hình nghiên cứu và sử dụng phương pháp phân tích thích hợp.

#### **Dữ liệu nghiên cứu**

Nghiên cứu tiến hành chọn mẫu gồm các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TPHCM (HOSE) giai đoạn 2006-2012. Lý do chọn các công ty niêm yết trên HOSE vì các công ty này chịu những qui định niêm yết với điều kiện khắc khe hơn từ Chính phủ so với các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

#### **Mô hình nghiên cứu**

Mục tiêu của nghiên cứu là xác định mối quan hệ

giữa tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách và suất sinh lợi cổ phiếu. Sau khi khảo lược các cơ sở lý thuyết để xây dựng giả thuyết nghiên cứu và xác định các biến quan sát, bước tiếp theo là xây dựng mô hình nghiên cứu. Đối với các biến số kinh tế, các biến giải thích thường tác động trễ lên biến phụ thuộc (Kheradyyar và các tác giả, 2011; Khan và các tác giả, 2012). Do đó, yếu tố tâm lý của nhà đầu tư sẽ gây ra tác động trễ của tỷ số giá trị thị trường và tỷ số giá trị sổ sách lên suất sinh lợi cổ phiếu. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng mô hình với độ trễ một năm.

Nghiên cứu dựa trên nền tảng các công trình của Lewellen (2004), Kheradyyar và các tác giả (2011), Al-Mwalla và các tác giả (2010), Martani và các tác giả (2009) để xây dựng mô hình xác định mối quan hệ của tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách và suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa vào các giả thuyết trình bày ở phần trên, mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

$$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogDY}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{LogBM}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{LogPE}_{i(t-1)} + \beta_4 \text{ROS}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{DE}_{i(t-1)} + \beta_7 \text{SIZE}_{i(t-1)} + \beta_8 \text{Industry}_{ij} + \beta_9 \text{Year}_{ij} + e_{it}$$

Trong mô hình nghiên cứu gồm có: (i) biến phụ thuộc là suất sinh lợi cổ phiếu (*SR*); (ii) biến giải thích bao gồm: tỷ suất cổ tức (*DY*), tỷ số thư giá trên

thị giá (*BM*), hệ số giá trên thu nhập (*PE*), tỷ suất sinh lời trên doanh thu (*ROS*), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (*ROE*), tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (*DE*) và qui mô công ty (*SIZE*); và (iii) các biến kiểm soát bao gồm biến nhóm ngành hoạt động (*Industry*) và năm tài chính (*Year*). Các khái niệm và cách đo lường các biến trong mô hình được mô tả trong Bảng 1.

## 5. Kết quả nghiên cứu

### Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được hình thành từ việc thu thập dữ liệu của 104 công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (không bao gồm các công ty thuộc lĩnh vực tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, quỹ đầu tư và các tổ chức tài chính) giai đoạn từ năm 2006-2012. Dữ liệu được thu thập chủ yếu từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty nên sẽ gặp trường hợp dữ liệu không đồng nhất. Vì vậy, mẫu nghiên cứu xuất hiện nhiều dữ liệu bị thiếu, ảnh hưởng đến các biến nghiên cứu chính. Do đó, các công ty không thể hiện đủ số liệu có liên quan đến biến nghiên cứu sẽ bị loại ra. Chính vì vậy, mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 78 công ty niêm yết và tổng cộng có 415 quan sát trong giai đoạn 2006-2012.

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty hoạt động

**Bảng 1: Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu**

Các biến	Mô tả	Cách tính
SR	Suất sinh lợi cổ phiếu	$[(P_{it} - P_{i(t-1)}) + D_{it}] / P_{i(t-1)}$
DY	Tỷ suất cổ tức	$D_{it} / P_{it}$
BM	Tỷ số thư giá trên thị giá	$BV_{it} / P_{it}$ ( $BV_{it} = E_{it} / NOS_{it}$ )
PE	Hệ số giá thu nhập	$P_{it} / EPS_{it}$ ( $EPS_{it} = \text{Lợi nhuận ròng} / NOS_{it}$ )
ROS	Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu	$\text{Lợi nhuận ròng} / \text{Doanh thu}$
ROE	Tỷ suất sinh lời trên VCSH	$\text{Lợi nhuận ròng} / \text{Vốn chủ sở hữu}$
DE	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	$\text{Nợ} / \text{Vốn chủ sở hữu}$
SIZE	Qui mô công ty	$\text{Log}(\text{tổng tài sản})$
Industry	Ngành hoạt động	Biến giả nhóm ngành hoạt động
Year	Năm tài chính	Biến giả năm tài chính

$P_{it}$ : giá thị trường của cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $P_{i(t-1)}$ : giá thị trường của cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t-1$ ;  $D_{it}$ : cổ tức tiền mặt được nhận giữa thời điểm  $t-1$  và  $t$  của cổ phiếu  $i$ ;  $BV_{it}$ : giá trị sổ sách của cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $EPS_{it}$ : thu nhập trên cổ phần của cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $E_{it}$ : Vốn chủ sở hữu của cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $NOS_{it}$ : số lượng cổ phiếu  $i$  lưu hành bình quân tại thời điểm  $t$ .

trong mười nhóm ngành thuộc ngành cấp 1 dựa theo chuẩn phân ngành Việt Nam. Ngành cấp 1 gồm 21 ngành được mã hoá theo bảng chữ cái lần lượt từ A đến U. Hệ thống ngành kinh tế của Việt Nam 2007 (VietNam Standard Industrial Classification 2007 - VSIC 2007) được Tổng cục Thống kê xây dựng trên cơ sở Phân ngành chuẩn quốc tế. Bảng 2 thống kê 10 nhóm ngành sử dụng trong mẫu nghiên cứu của

21 ngành cấp 1 theo chuẩn VSIC 2007.

### Kết quả thực nghiệm

Bảng 3 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc, kèm theo chỉ số VIF (Variance Inflation Factor). VIF là chỉ số quan trọng để nhận biết khả năng đa cộng tuyến của mô hình. Nếu VIF lớn hơn 5 có nghĩa là mô hình có hiện

**Bảng 2: Thống kê ngành trong mẫu nghiên cứu qua các năm**

Chuẩn VSIC	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Tổng
<b>A</b> Nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản	1	3	6	6	6	6	6	<b>34</b>
<b>B</b> Khai khoáng	1	2	2	2	2	2	2	<b>13</b>
<b>C</b> Công nghệ chế biến, chế tạo	4	25	34	37	36	32	27	<b>195</b>
<b>D</b> Sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước, điều hòa không khí	-	3	4	4	4	4	4	<b>23</b>
<b>F</b> Xây dựng	-	3	4	6	6	5	3	<b>27</b>
<b>G</b> Bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác	3	6	9	10	10	9	9	<b>56</b>
<b>H</b> Vận tải kho bãi	1	3	5	6	6	6	5	<b>32</b>
<b>J</b> Thông tin và truyền thông	1	2	2	2	2	1	1	<b>11</b>
<b>L</b> Hoạt động kinh doanh bất động sản	1	2	4	4	4	3	1	<b>19</b>
<b>P</b> Giáo dục và đào tạo	1	1	1	1	1	-	-	<b>5</b>
<b>Tổng</b>	<b>13</b>	<b>50</b>	<b>71</b>	<b>78</b>	<b>77</b>	<b>68</b>	<b>58</b>	<b>415</b>

Nguồn: Gồm 415 quan sát được thể hiện qua 78 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2006-2012

**Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến**

Biến quan sát	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	VIF
<b>(1) SR</b>	1								
<b>(2) LogDY(-1)</b>	0.1105	1							1.49
<b>(3) LogBM(-1)</b>	0.2088	0.5110	1						2.62
<b>(4) LogPE(-1)</b>	-0.1101	-0.3801	-0.2935	1					3.11
<b>(5) ROS(-1)</b>	-0.0037	-0.0264	-0.1707	-0.1195	1				1.21
<b>(6) ROE(-1)</b>	0.0031	0.0524	-0.3511	-0.6127	0.2487	1			3.33
<b>(7) DE(-1)</b>	0.0368	0.0755	0.0861	-0.0880	-0.2076	0.0078	1		1.20
<b>(8) SIZE(-1)</b>	-0.0202	-0.0523	-0.0951	-0.0486	0.2258	0.1864	0.2702	1	1.23

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

**SR:** tỷ suất sinh lợi cổ phiếu; **DY:** tỷ suất cổ tức; **BM:** tỷ số thu giá trên thị giá; **PE:** hệ số giá trên thu nhập; **ROS:** tỷ suất sinh lời trên doanh thu; **ROE:** tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; **DE:** tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu; **SIZE:** qui mô công ty.

tượng đa cộng tuyến cao. Bảng 3 cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến không cao. Đồng thời, chỉ số VIF của các biến nhỏ hơn 5. Có nghĩa là, mô hình không có hiện tượng tương quan và đa cộng tuyến.

Tiếp theo, Bảng 4 cho thấy hiện tượng phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số

trong mô hình. Kết quả có được từ kiểm định *White* và kiểm định *Breusch-Godfrey* cho thấy chỉ số Prob. Chi-Square đều lớn hơn 5% có nghĩa là, mô hình không bị hiện tượng phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số.

Sau khi xem xét mức độ tương quan giữa các

**Bảng 4: Bảng kiểm định phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số**

Kiểm định	Prob. Chi-Square	Kết quả
White	0.9270	Không bị phương sai của sai số không đổi
Breusch- Godfrey	0.6575	Không bị tự tương quan của sai số

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

**Bảng 5: Bảng kết quả hồi qui**

Biến quan sát	Biến phụ thuộc: Suất sinh lợi cổ phiếu (SR)		
	POOL Mô hình (1)	REM Mô hình (2)	FEM Mô hình (3)
Hàng số	0.2801	0.8858 *	9.4525 ***
LogDY(-1)	0.1921 ***	0.2256 ***	0.1814 *
LogBM(-1)	0.6312 ***	0.7476 ***	1.0755 ***
LogPE(-1)	-0.0575	-0.0694	-0.3247 **
ROS(-1)	-0.0412	0.0342	-0.1437
ROE(-1)	0.9481 ***	0.9900 ***	1.1065 **
DE(-1)	-0.0382 **	-0.0304	0.1226 **
SIZE(-1)	0.0370	-0.0555	-0.7780 ***
Year	Có kiểm soát		
Industry	Có kiểm soát		
Số quan sát	338	338	338
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	63.57%	33.74%	40.13%
Durbin-Waston	1.85	2.06	2.22
F-Limer Test			0.0005 ***
Hausman Test		0.0000 ***	

\*\*\* p < 0.01; \*\* p < 0.05; \* p < 0.10

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

*SR*: tỷ suất sinh lợi cổ phiếu; *DY*: tỷ suất cổ tức; *BM*: tỷ số thu giá trên thị giá; *PE*: hệ số giá trên thu nhập; *ROS*: tỷ suất sinh lời trên doanh thu; *ROE*: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; *DE*: tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu; *SIZE*: qui mô công ty; *Year*: năm tài chính; *Industry*: ngành hoạt động.

biến, hiện tượng phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số, mô hình hồi qui được thực thi bằng phương pháp bình phương bé nhất thông thường (OLS) theo ba dạng mô hình: POOL, FEM (Fixed effect model - mô hình ảnh hưởng cố định) và REM (Random effect model- mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên).

Để có thể lựa chọn được mô hình phù hợp để giải thích các kết quả, nghiên cứu thực hiện hai kiểm định: F-Limer và Hausman. Kiểm định F-Limer dùng để kiểm tra tính đồng nhất của bộ dữ liệu hỗ trợ cho việc lựa chọn mô hình hồi qui giữa POOL và FEM (Emamgholipour và các tác giả, 2013; Abadi và các tác giả, 2012; Hashemi và Zadeh, 2012). Trong khi kiểm định Hausman được dùng để lựa chọn giữa hai mô hình FEM và REM (Hausman, 1978).

Bảng 5 là kết quả hồi qui bằng phương pháp bình phương bé nhất thông thường (OLS) theo mô hình POOL; REM và FEM để so sánh kết quả.

Kiểm định F-Limer (0.0005;  $p < 1\%$ ) và Hausman (0.0000;  $p < 1\%$ ) trong Bảng 4.7 cho thấy mô hình FEM là mô hình phù hợp được sử dụng để phân tích các kết quả nghiên cứu.

## 6. Tóm tắt kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi qui về mối quan hệ giữa tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách và suất sinh lợi cổ phiếu bao gồm (i) mối quan hệ cùng chiều, (ii) mối quan hệ trái chiều và (iii) không có mối quan hệ. Các mối quan hệ này được trình bày như sau:

### Mối quan hệ cùng chiều

Tỷ suất cổ tức ( $DY$ ), tỷ số thu giá trên thị giá ( $BM$ ), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ( $ROE$ ), tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ( $DE$ ) có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Cụ thể như sau:

Tỷ suất cổ tức ( $DY$ ) tương quan dương với suất sinh lợi cổ phiếu với mức ý nghĩa 10%. Khi  $DY$  tăng/giảm 1 đơn vị thì suất sinh lợi cổ phiếu tăng/giảm 0.18.  $DY$  cao thì theo tâm lý của nhà đầu tư nghĩa là công ty kinh doanh có lãi, lợi nhuận sau thuế cao làm cho lợi ích của cổ đông tăng lên, nhà đầu tư sẽ kỳ vọng vào triển vọng phát triển của công ty, khi đó giá cổ phiếu sẽ tăng và suất sinh lợi cổ phiếu cũng tăng.

Tỷ số thu giá trên thị giá ( $BM$ ) có quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu với mức ý nghĩa 1%. Khi  $BM$  tăng/giảm 1 đơn vị thì suất sinh lợi cổ

phiếu tăng/giảm 1.08. Tỷ số  $BM$  có quan hệ dương với suất sinh lợi cổ phiếu. Sự phát triển của tỷ số  $BM$  về những thay đổi giá cổ phiếu trong quá khứ và vốn chủ sở hữu đều có chứa thông tin về dòng tiền dự kiến có thể được sử dụng để cải thiện các ước tính về lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu. Các cổ đông và nhà đầu tư kỳ vọng vào khả năng lãnh đạo của công ty hoặc các điều kiện kinh doanh mới sẽ đem lại những triển vọng kinh doanh cho công ty, tạo dòng thu nhập dương và tăng lợi nhuận.

Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ( $ROE$ ) và suất sinh lợi cổ phiếu quan hệ cùng chiều với mức ý nghĩa 5%. Khi  $ROE$  tăng/giảm 1 đơn vị thì suất sinh lợi cổ phiếu tăng/giảm 1.11.  $ROE$  đại diện cho hiệu quả hoạt động của công ty.  $ROE$  cao đồng nghĩa là tình hình công ty đang hoạt động tốt đem lại lợi nhuận cho cổ đông và nhà đầu tư.

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ( $DE$ ) tương quan dương với suất sinh lợi cổ phiếu với mức ý nghĩa 5%. Khi  $DE$  tăng/giảm 1 đơn vị thì suất sinh lợi cổ phiếu tăng/giảm 0.12.  $DE$  cao đem lại nhiều rủi ro. Do đó, nhà đầu tư sẽ đòi hỏi suất sinh lợi cao hơn. Mặt khác,  $DE$  cao cho thấy công ty đang vay nợ nhiều. Nếu công ty sử dụng tốt nguồn nợ vay để đầu tư và kinh doanh sẽ khai thác được hiệu quả tiết kiệm thuế để đem lại lợi nhuận hơn. Bên cạnh đó, yếu tố giám sát từ chủ nợ bên ngoài sẽ gây áp lực lên nhà quản trị công ty hoạt động có hiệu quả hơn.

### Mối quan hệ ngược chiều

Hệ số giá trên thu nhập ( $PE$ ) và qui mô công ty ( $SIZE$ ) có mối quan hệ ngược chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Cụ thể như sau:

Hệ số giá trên thu nhập ( $PE$ ) tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu với mức ý nghĩa 5%. Khi  $PE$  tăng/giảm 1 đơn vị thì suất sinh lợi cổ phiếu giảm/tăng 0.32.  $PE$  mang ý nghĩa là nhà đầu tư sẵn sàng trả giá bao nhiêu cho một cổ phiếu. Nếu cổ phiếu với giá quá cao sẽ không hấp dẫn nhà đầu tư. Vì vậy, hệ số  $PE$  thấp luôn hấp dẫn nhà đầu tư vì họ kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai.

Qui mô công ty ( $SIZE$ ) và suất sinh lợi cổ phiếu có quan hệ nghịch chiều với mức ý nghĩa 1%. Khi  $SIZE$  tăng/giảm 1 đơn vị thì suất sinh lợi cổ phiếu giảm/tăng 0.78.  $SIZE$  càng nhỏ thì rủi ro càng cao. Các công ty có qui mô nhỏ sẽ khó tiếp cận nguồn vốn hơn và khả năng huy động vốn cũng bị thu hẹp hơn so với các công ty lớn. Vì thế, nhà đầu tư đòi hỏi suất sinh lợi cổ phiếu cao hơn.



### **Không có mối quan hệ**

Theo kết quả hồi qui, tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS) không có ý nghĩa thống kê. Mối quan hệ giữa ROS và suất sinh lợi cổ phiếu chưa được tìm thấy trong nghiên cứu này.

### **7. Các khuyến nghị chính sách**

Nghiên cứu được thực hiện với mục tiêu xác định mối quan hệ giữa tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách và suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu cũng góp phần giúp cho nhà quản trị công ty biết được tầm quan trọng và sự ảnh hưởng của tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách lên suất sinh lợi cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng giúp cho các nhà đầu tư có thêm thông tin bổ ích để dự đoán lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai, từ đó hoạch định ra chiến lược đầu tư hợp lý để có được lợi nhuận tối ưu từ cổ phiếu. Cụ thể, những gợi ý của nghiên cứu như sau:

Đối với nhà quản trị công ty, để cổ phiếu của

công ty hấp dẫn nhà đầu tư hơn, các nhà quản trị có thể dựa vào kết quả tương quan giữa tỷ số giá trị thị trường, tỷ số giá trị sổ sách và suất sinh lợi cổ phiếu. Trong đó, *tỷ số thu giá trên thị giá* và *qui mô công ty* có ảnh hưởng rất mạnh đến sự thay đổi của suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa vào các thông tin này, các nhà quản trị có thể nắm bắt tình hình, điều chỉnh cho phù hợp với chiến lược kinh doanh và phát triển của công ty, tạo niềm tin cho các cổ đông và nhà đầu tư.

Đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu cho thấy, *tỷ suất cổ tức*, *tỷ số thu giá trên thị giá*, *hệ số giá trên thu nhập*, *tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu*, *tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu* và *qui mô công ty* đều có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu. Nhà đầu tư có thể dựa vào các thông tin này để tham khảo, phân tích và lựa chọn chiến lược đầu tư phù hợp đem lại lợi nhuận tối ưu. □

### **Tài liệu tham khảo:**

- Abadi, H., Fathi, S. and Alikhani, M. (2012), "Analyze the impact of financial variables on stock prices of Tehran Stock Exchange companies", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol 3, No. 11, 3/2012.
- Al-Mwalla, M., Al-Omari, M. A. and Ayad, F. (2010), "The relationship between P/E ratio, Dividend yield, Size and Stock returns in Jordanian Companies: A Co-integration Approach", *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887 Issue 49 (2010).
- Alroaia, Y., Abadi, H. and Khosravani, A. (2012), "The Investigation of Price-Earnings Ratio (PE) and Return on Stock The Case of Tehran Stock Exchange", *Semnan Branch Islamic Azad University, Semnan, Iran, J. Asian Dev. Stud*, Vol 1, Issue 2, (June 2012).
- Basu, S. (1983). "The Relationship between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156.
- Belke, A. and Polleit, T. (2004), "Dividend Yields for Forecasting Stock Market Returns", *University of Hohenheim, Department of Economics, Chair of International Economics (520E) 70593 Stuttgart, Germany*.
- Bhattacharya, R. (2012), "Behavioral finance: an insight into the psychological and sociological biases affecting financial decision of investors", *Zenith International Journal of Business Economics & Management Research* Vol.2 Issue 7, July 2012 ISSN 2249-8826.
- Cai, J. and Zang, Z. (2010), "Leverage Change, Debt Overhang, and Stock Prices", *Drexel University, LeBow College of Business Department of Finance Philadelphia, PA 19104*
- Cui, R. and Wu, Y. (2007), "Disentangling Liquidity and Size Effects in Stock Return: Evidence from China", *University of Vienna, Bruennerstrasse 72, 1210 Vienna, Austria*.
- Emamgholipour, M., Pouraghajan, A. and Tabari, N (2013), "The Effects of Performance Evaluation Market Ratios on the Stock Return: Evidence from the Tehran Stock Exchange", *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, ISSN 2251-838X / Vol, 4 (3): 696-703.

- Fama, F., E. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work". *Journal of Finance*, 25, pp. 383-417.
- Fama, F., E. and French, R., K. (1988), "Dividend yields and expected stock return" *Journal of Financial Economics*, vol. 22, pp. 3-25, 1988.
- Fama, F., E., and French, R., K. (1992), "The cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance* 47,427–465.
- Fama, F., E. and French, R., K. (2007), "Average Returns, B/M, and Share Issues", *Social Science Research Network Electronic Paper Collection* <http://ssrn.com/abstract=945546>
- Hashemi, S. and Zadeh, F. (2012), "The impact of financial leverage operating cash flow and size of company on the dividend policy", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol 3, No. 10, 2/2012.
- Hausman, J. (1978), "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, Vol. 46, No. 6 (Nov., 1978), pp. 1251-1271.
- Hobarth, L. (2006), "Modeling the relationship between financial indicators and company performance: An empirical study for us listed companies", *France: Dissertation Vienna University of Economics And Business Administration*.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), pp. 263-292.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1996), "Theoretical Notes, On the Reality of Cognitive Illusions", *The Psychological Review*, 1996, Vol.103, No.3, 582-591.
- Khan, B., M., Gul, S., Rehman, S., Razzaq, N. and Kamran, A. (2012), "Financial ratios and stock return predictability (Evidence from Pakistan)", *Research Journal of Finance and Accounting*, ISSN 2222-1697 (paper) ISSN 2222-2847 (Online), Vol 3, No 10, 2012.
- Kheradyar, S., Ibrahim, I., and Mat Nor, F. (2011), "Stock Return Predictability with Financial Ratios", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 2, No. 5, October 2011.
- Lau, S., T., Lee, T. and McInish, T. H. (2002). "Stock returns and beta, firms size, E/P. CF/P. book-to-market and sales growth: evidence from Singapore and Malaysia". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 12, Issue 3, 207-222.
- Lewellen, J. (2004), "Predicting returns with financial ratios", *Journal of Financial Economics* 74 (2004) 209–235.
- Lo, W., A. (2007), "Efficient Markets Hypothesis", *A Dictionary of Economics, Second Edition*, 2007. New York Palgrave MacMillan.
- Nelson, R., C. and Kim, M. (1993), "Predictable stock returns: role of small sample bias," *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 641-661, 1993.
- Martani, D., Mulyono, Khairurizka, R. (2009), "The effect of financial ratios, firm size and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return", *Chinese Business Review*, ISSN 1537-1506, USA, Jun 2009, volume 8, No.6 (Serial No.72).
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 261-97.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *American Economic Review*, 53, 433-43.
- Pontiff, J. and Schall, D., L. (1998), "Book -to-Market ratios as predictors of market returns", *Journal of Financial Economics* 49 (1998) 141Đ160.
- Samuelson, A., P. (1965), "Proof that properly anticipated prices fluctuate random", *Industrial Management Review*.

- Sewell, M. (2007), “Behavioural Finance”, *University of Cambridge*, 02/2007.
- Stambaugh, F., R. (1999), “Predictive regressions” *Journal of Financial Economics*, vol. 54, pp. 375–421, 1999.
- Timmermann, A. and Granger, W.,J., C. (2004), “Efficient market hypothesis and forecasting”, *International Journal of Forecasting* 20 (2004) 15– 27.
- Trần Trí Dũng (2012), “Thuyết thị trường hiệu quả”, *Kiến thức, Kỹ thuật tài chính, tự điển tài chính*, 02/05/2012.
- Yang, L., Chen, J., Su, P. and Ku, C. (2008), “Does the Debt Ratio affect the Stock Returns?”
- Tổng cục thống kê Việt Nam (2007), “Hướng dẫn áp dụng Hệ thống ngành kinh tế Việt Nam 2007”

## **Market value, book value and stock return: an empirical evidence from Ho Chi Minh City Stock Exchange**

### *Abstract:*

*This study is conducted to investigate a relationship between market value, book value and stock return. A sample includes 78 listed company on the Ho Chi Minh City Stock Exchange for the period from 2006-2012. The study utilises panel data and adopts the OLS and fixed effect model to investigate the relationship. Findings from this study indicate that dividends, ratio of book value to market value, return on equity, financial leverage have a positive relationship with stock return. In addition, this study also concludes that the price/earning ratio, firm size are negatively related to stock return. This study fails to establish a relationship between a return on revenue and stock return for the period from 2006 to 2012.*

---

### **Thông tin tác giả:**

**\*Võ Hồng Đức, tiến sĩ**

- Nơi công tác: Trường Đại học Mở TP.HCM & Ủy ban Quản lý Kinh tế Australia;

Email: duc.vo@erawa.com.au;

**\*\*Tô Ngọc Phương Thùy, Thạc sĩ**

- Nơi công tác: Trường Đại học Mở TP.HCM

Email: tongocphuongthuy@yahoo.com.vn