
CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI TỶ LỆ GIÁ TRÊN THU NHẬP CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Đoàn Thục Quyên
Trường Đại học Công đoàn
Email: quyendt@dhcd.edu.vn

Mã bài báo: JED-503
Ngày nhận: 16/12/2021
Ngày nhận bản sửa: 30/05/2022
Ngày duyệt đăng: 03/06/2022

Tóm tắt

Tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E) được coi là một trong những công cụ được sử dụng rộng rãi để lựa chọn cổ phiếu đối với các nhà đầu tư cũng như là công cụ quan trọng để phân tích định vị doanh nghiệp đối với các nhà quản trị. Bài viết tiếp cận và xác định các yếu tố quyết định có tác động chính tới tỷ lệ P/E thông qua dữ liệu thu thập từ 20 công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 2016-2020. Phương pháp khảo sát, thống kê mô tả, ma trận tương quan và phân tích hồi quy được sử dụng để thực hiện các mục tiêu nghiên cứu. Kết quả cho thấy chỉ có tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) có tác động có ý nghĩa thống kê tới tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp trong mẫu, trong khi đó, hệ số cổ tức, đòn bẩy tài chính và qui mô công ty không có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê tới tỷ lệ này. Bài viết này là bằng chứng cho các nhà phân tích cơ bản hoặc các nhà quản trị tài chính đánh giá các yếu tố giải thích sự khác biệt trong tỷ lệ giá trên thu nhập của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam qua các năm.

Từ khóa: Xây dựng công trình giao thông, P/E, tỷ lệ giá trên thu nhập.

Mã JEL: D53, O16.

Factors influencing the price-to-earnings ratio of listed transportation construction firms in Vietnam

Abstract

Price-to-earnings (P/E) ratio is considered as one of the widely used tools for stock options with investors as well as an important tool for corporate positioning analysis for managers. The paper approached and identified the determinants that had a major impact on the P/E ratio of 20 transportation construction firms listed on the Vietnam Stock Exchange from 2016 and 2020. Survey methods, descriptive statistics, correlation matrices, and regression analysis were employed. The results showed that only return on equity had a statistically significant effect on the P/E ratio of firms, while dividend coefficients, financial leverage, and firm size did not have a statistically significant impact. This study is evidence for basic analysts or financial administrators to evaluate factors that explain the difference in the Price to income ratio of Vietnamese listed transportation construction firms over the years.

Keywords: Transportation construction, P/E, price-to-earnings ratio.

JEL Codes: D53, O16.

1. Giới thiệu

Một doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển trong dài hạn cần có lợi thế cạnh tranh nhất định so với các đối thủ khác, từ đó làm tiền đề thu hút các nguồn đầu tư, đặc biệt là trên các sàn chứng khoán. Từ góc độ các nhà đầu tư, họ cũng sẽ đánh giá tiềm năng của các công ty để đưa ra mức giá mà họ sẵn sàng đầu tư. Trong

bối cảnh này, các nhà nghiên cứu, nhà phân tích thị trường, nhà quản lý quỹ và nhà đầu tư dựa vào các kỹ thuật định giá khác nhau. Một tỷ lệ được sử dụng rất phổ biến và rộng rãi đó là tỷ lệ giá trên thu nhập, tỷ lệ này thường được sử dụng để định giá và đánh giá các cổ phiếu riêng lẻ (Molodovsky, 1953), tỷ lệ P/E là một thước đo hữu ích để đánh giá mức độ hấp dẫn tương đối giá cổ phiếu của một công ty so với thu nhập hiện tại của một công ty. Tỷ lệ P/E, được đo bằng cách chia giá cổ phiếu cho thu nhập trên mỗi cổ phiếu, còn được gọi là “Bội số thu nhập của giá”.

Nhiều nghiên cứu đáng chú ý đã tập trung vào tỷ lệ P/E trong phân tích hoạt động của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Khi tỷ lệ P/E tăng hay giảm đều hàm chứa các dữ liệu tài chính về công ty. Nhiều nghiên cứu đã đi sâu vào phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E như tỷ lệ tăng trưởng, chi trả cổ tức, rủi ro và tỷ lệ chiết khấu nói chung ở các nước phát triển. Tuy nhiên, một số nghiên cứu đã phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ thu nhập giá ở các nước đang phát triển (Kumar & Warne, 2009; Ramcharran, 2002). Ngoài các yếu tố cụ thể của doanh nghiệp, ít nghiên cứu đã xem xét ảnh hưởng của ngành, quy mô và năm (Anderson & Brooks, 2006). Các kết quả tìm được có lúc thống nhất nhưng cũng có lúc trái ngược với nhau. Theo định hướng tại Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XIII, phát triển cơ sở hạ tầng quốc gia được coi là một trong những mục tiêu chiến lược, vì vậy, phát triển các nhóm ngành liên quan như các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông sẽ có ý nghĩa lớn đối với sự phát triển đất nước. Bài viết này tập trung phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E của nhóm các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông.

Bài báo được kết cấu gồm các phần: Giới thiệu; tổng quan các nghiên cứu trước; phương pháp nghiên cứu; kết quả nghiên cứu và kết luận.

2. Tổng quan nghiên cứu

Tỷ lệ giá trên thu nhập là một căn cứ được các nhà đầu tư và các nhà phân tích sử dụng khá phổ biến để đánh giá và đưa ra các quyết định tài chính, đặc biệt là đối với quyết định đầu tư vào cổ phiếu của một công ty. Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để đánh giá các nhân tố ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E của một công ty. Các kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu trên thế giới có nhiều điểm tương đồng nhưng cũng có nhiều kết quả lại mâu thuẫn nhau. Nghiên cứu này quan tâm tới các yếu tố ảnh hưởng tỷ lệ P/E của nhóm các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam.

Nhiều yếu tố phi tài chính ảnh hưởng tới tỷ số P/E được nghiên cứu bởi các tác giả khác bao gồm các biến như lĩnh vực/ngành mà công ty hoạt động (Anderson & Brooks, 2006; Kasilingam & Ramasundaram, 2011), quy mô của công ty (Afza & Tahir, 2012; Kumar & Warne, 2009; Arslan & cộng sự, 2017), lãi suất (Rahman & Shamsuddin, 2019), điều kiện tăng trưởng kinh tế (Kasilingam & Ramasundaram, 2011), và các yếu tố chính trị (Wisniewski & cộng sự, 2012).

Ngoài ra, nhiều nghiên cứu thực nghiệm khám phá các yếu tố tài chính bên trong ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E như nghiên cứu của Jordan & cộng sự (2009), Constand & cộng sự (1991), Arslan & cộng sự (2017), Kumar & Warne (2009), Faezinia & cộng sự (2012), Afza & Tahir (2012), Lutfi & Arsitha (2016), Dutta & cộng sự (2018), Fesokh & Haddad (2019), Rahman & Shamsuddin (2019), Itemgenova & Sikveland (2020) và nhiều tác giả khác. Các nghiên cứu này xác định các tỷ lệ tài chính hoặc số kế toán khác nhau về các yếu tố dự báo là yếu tố quyết định chính của tỷ lệ P/E, các yếu tố dự báo như tăng trưởng thu nhập, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ phần trăm thay đổi trong tỷ lệ chi trả, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất lợi nhuận ròng, tỷ lệ phần trăm thay đổi trong lợi tức đầu tư, tỷ suất cổ tức, phương pháp kế toán được sử dụng,...

Các quốc gia được nghiên cứu trải dài trên toàn cầu. Nhiều nhà nghiên cứu đã kiểm tra các yếu tố quyết định tỷ lệ P/E phải kể đến như các nghiên cứu của Pakistan (Afza & Tahir, 2012), Thổ Nhĩ Kỳ (Arslan & cộng sự, 2017; Sezgin, 2010), Nhật Bản (Constand & cộng sự, 1991; Marozzi & Cozzucoli, 2016), Philippines (Divanbeygi & Tehrani, 2013),...

Nghiên cứu của Nikbakhi & Polat (1998) đã chỉ ra rằng khi gia tăng hay giảm đi hệ số chi trả cổ tức (DPR) theo thời gian thì tỷ lệ P/E cũng tăng lên hay giảm đi. Tác giả giải thích rằng việc chi trả mức cổ tức cao mang tới nhiều thông tin hứa hẹn tích cực khiến tỷ lệ P/E tương đối cao hơn.

Afza & Tahir (2012) nhận thấy rằng đòn bẩy Lev (leverage) có tương quan nghịch với tỷ lệ thu nhập giá. Ramcharran (2002) cũng tìm thấy kết quả tương tự. Arslan & cộng sự (2017) cho rằng tỷ lệ P/E giảm khi đòn bẩy của công ty tăng lên. Xu hướng tăng của đòn bẩy báo hiệu nguy cơ phá sản của các công ty. Điều này

có ảnh hưởng tiêu cực đến bội số thị trường.

Wenjing (2008) trong nghiên cứu của mình, tác giả đã sử dụng lợi tức trên vốn chủ sở hữu (ROE) khi xem xét mối tương quan với tỷ lệ thu nhập giá. Wenjing (2008) tìm thấy rằng ROE là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ lệ P/E, kết luận rằng ROE có quan hệ nghịch biến với tỷ lệ P/E. Penman (1996) đã trình bày chi tiết về bản chất lý thuyết của tỷ lệ P/E và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Afza & Tahir (2012), Anderson & Brooks (2006), đã sử dụng quy mô doanh nghiệp làm biến số độc lập của họ để tương quan với tỷ lệ thu nhập giá. Afza & Tahir (2012) đã tìm thấy mối quan hệ nghịch của quy mô với tỷ lệ P/E trong ba năm đầu tiên của nghiên cứu tức là 2005, 2006 và 2007, trong khi dấu hiệu chuyển sang dương trong hai năm tiếp theo tức là 2008 và 2009. Trong khi, Anderson & Brooks (2006) nhận thấy rằng quy mô lại có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ P/E.

Tại Việt Nam, cũng đã có 1 số nghiên cứu chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng tới P/E như Huỳnh Bá Hải Sơn (2012), nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng tới P/E của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán và đề xuất 5 nhân tố ROA, RISK, Lev và Size tốc độ tăng lợi nhuận sau thuế và tìm thấy mối liên hệ của 4 nhân tố Lev, ROA, Risk và Size. Tương tự, Vũ Phúc Thịnh (2012), Hứa Quang Trí (2013) nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chỉ số P/E của các công ty phi tài chính niêm yết trên HoSE bằng hồi quy dữ liệu bảng và dữ liệu chéo riêng cho từng năm trong giai đoạn 2008-2013 và chỉ ra được một số nhân tố ảnh hưởng tới P/E như Le, Size,... Từ đó rút ra một số bài học cho các doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Bài viết nghiên cứu các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu của nghiên cứu bao gồm 20 công ty. Thời gian cho nghiên cứu này được chọn từ năm 2016 đến năm 2020. Tất cả dữ liệu chỉ mang tính chất thứ cấp và được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty được lựa chọn.

Bài viết phân tích các yếu tố quyết định đến tỷ lệ P/E. Vì vậy, tỷ lệ P/E là biến phụ thuộc cho nghiên cứu này. Ban đầu, dựa trên các công trình nghiên cứu đã có cả ở trong nước và nước ngoài về các nhân tố ảnh hưởng đến P/E, chúng tôi đã loại bỏ các nhân tố có thể coi là không thích hợp ở thị trường Việt Nam và các nhân tố có thể có ảnh hưởng tới nhóm công ty đang nghiên cứu do tính chất đặc thù ngành của các công ty, chúng tôi chọn 15 yếu tố làm biến độc lập, sau đó thực hiện khảo sát với nhóm 200 nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam và các chuyên gia tài chính để xem các nhân tố nào được đánh giá là sẽ ảnh hưởng lớn tới tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông ở Việt Nam. Sau khi ghi nhận các ý kiến từ phía các nhà đầu tư và các chuyên gia tài chính, 4 nhóm nhân tố được coi là có ảnh hưởng lớn nhất tới tỷ lệ P/E được đưa vào để phân tích, đó là: mức cổ tức, đòn bẩy, lợi tức trên vốn chủ sở hữu và qui mô.

3.2. Phân tích dữ liệu

Trong nghiên cứu này, phương pháp khảo sát được áp dụng để chọn lọc các biến và các công cụ thống kê khác nhau đã được áp dụng như thống kê mô tả đã được thực hiện để xác định đặc tính thống kê của các biến, ma trận tương quan thực hiện mối quan hệ giữa các biến; trong khi phân tích hồi quy được sử dụng để đánh giá các mối quan hệ xác định của các biến độc lập với biến phụ thuộc.

3.3. Giả thuyết nghiên cứu

Theo các nghiên cứu trước đó, các nhân tố DPR, Lev, ROE và SZ đều có thể có tác động đến P/E theo cả chiều thuận và chiều nghịch cũng như một số nghiên cứu lại cho thấy các nhân tố không có tác động tới P/E.

Theo các mục tiêu và có tính đến các nghiên cứu trước đó, các giả thuyết nghiên cứu mà nghiên cứu sẽ kiểm định là:

H_{01} : Không có mối quan hệ đáng kể nào giữa hệ số cổ tức DPR và tỷ lệ P/E.

H_{02} : Không có mối quan hệ đáng kể giữa tỷ lệ đòn bẩy Lev và tỷ lệ P/E.

H_{03} : Không có mối quan hệ đáng kể nào giữa tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE và tỷ lệ P/E.

H_{04} : Không có mối quan hệ đáng kể giữa quy mô SZ và tỷ lệ P/E.

Để kiểm định các giả thiết, tác giả sử dụng mô hình hồi quy thông qua phần mềm Stata để xác định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố tới P/E, trong đó:

Phương trình sau được phát triển để trả lời câu hỏi nghiên cứu của nghiên cứu này:

$$P/E = \alpha + \beta_1 (DPR)_{i,t} + \beta_2 (Lev.)_{i,t} + \beta_3 (ROE)_{i,t} + \beta_4 (SZ)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Biến phụ thuộc là P/E: tỷ lệ giá trên thu nhập mỗi cổ phần.

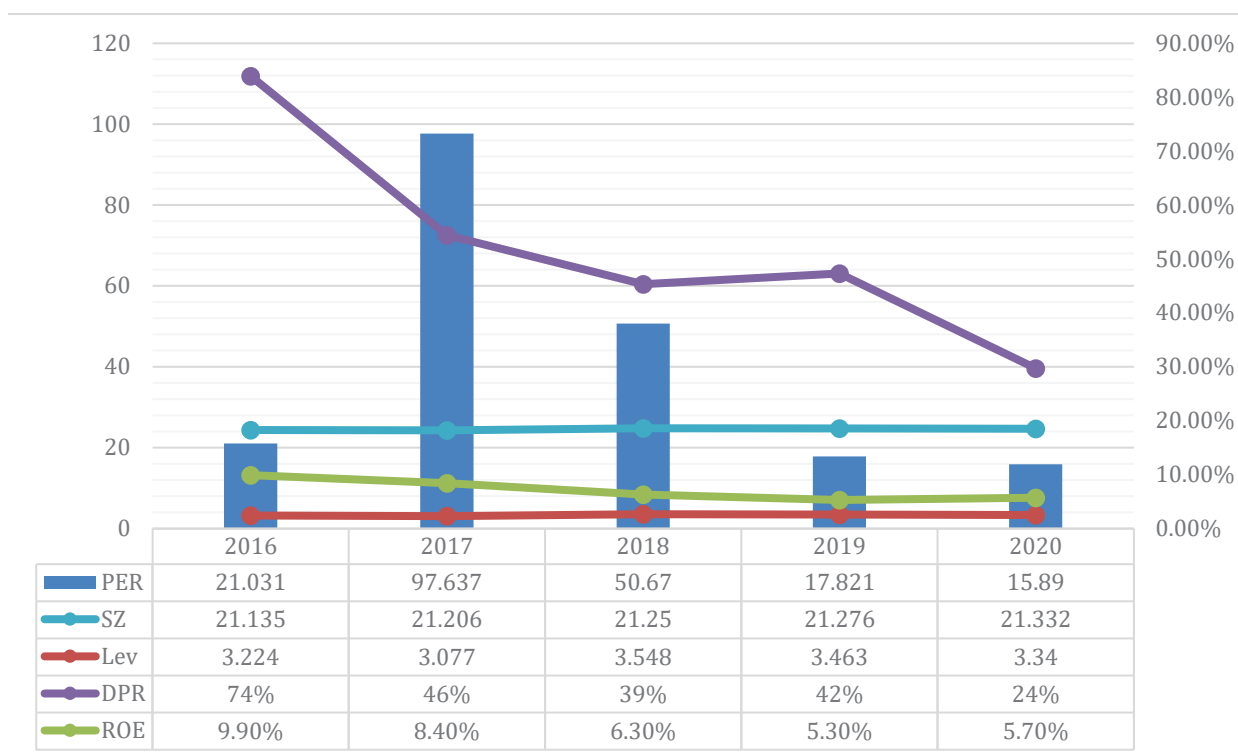
Bảng 1: Các biến độc lập

| STT | Tên gọi | Mô tả biến |
|-----|---------|--|
| 1 | DPR | Hệ số chi trả cổ tức = Cổ tức chi trả/lợi nhuận sau thuế |
| 2 | Lev | Đòn bẩy tài chính = Nợ/vốn chủ sở hữu |
| 3 | ROE | ROE = Lợi nhuận/vốn cổ phần |
| 4 | SZ | SZ= ln (Tổng tài sản của doanh nghiệp) |

4. Kết quả và thảo luận

Sau khi thu thập số liệu từ các báo cáo tài chính của 20 công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả đã tập hợp và biểu diễn 5 chỉ số chính cần nghiên cứu (xem Hình 1).

Hình 1: Các chỉ số tài chính của doanh nghiệp qua các năm



Năm 2017, một số doanh nghiệp gây được tiếng vang lớn trong ngành xây dựng công trình giao thông khi trả cổ tức mạnh vào năm 2015 và 2016 như VMC, khiến cho giá cổ phiếu tăng mạnh, kéo theo đó là tỷ lệ P/E tăng vượt trội. Theo thời gian, từ năm 2018-2020, tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp đa phần đều kém đi, khiến cho ROE trung bình giảm liên tục trong suốt 3 năm, giá cổ phiếu của nhóm doanh nghiệp không còn được đánh giá cao như trước, đây là nguyên nhân chính khiến tỷ lệ P/E giảm. Qui mô và đòn bẩy là hai chỉ số tài chính duy trì tương đối ổn định qua cả 5 năm, điều này được lí giải vì đặc thù ngành xây dựng công trình giao thông luôn cần đầu tư một lượng tài sản cố định lớn và quá trình sản xuất kinh doanh phụ thuộc vào nguồn vốn vay nợ rất nhiều, nhiều các công trình được thực hiện kí kết dưới dạng hợp đồng giải ngân vốn 3 bên giữa bên chủ đầu tư, bên doanh nghiệp và bên ngân hàng, vì vậy tỷ trọng vay nợ của đa phần các doanh nghiệp đều ổn định. Bên cạnh đó, đa phần các doanh nghiệp trong mẫu xuất thân từ các doanh nghiệp nhà nước, đã sẵn có các mối quan hệ với các đối tác, việc vay nợ và đầu tư cũng khác với các doanh nghiệp tư nhân không có yếu tố lịch sử là xuất thân từ nhà nước. Hệ số cổ tức trung bình toàn mẫu cũng giảm dần đều qua các năm, nguyên nhân chủ yếu là vì càng ngày càng có nhiều doanh nghiệp ngừng

chi trả cổ tức khiến cho giá trị trung bình giảm xuống, phân tích chi tiết các doanh nghiệp có chi trả cổ tức thì hệ số chi trả cổ tức là tương đối cao. Tuy nhiên, như đã phân tích, do số lượng các doanh nghiệp ngừng chi trả cổ tức lớn nên hệ số cổ tức trung bình hạ dần đều theo thời gian.

Theo đồ thị có thể thấy ROE và DPR có xu hướng khá tương đồng với tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp trong mẫu. Do giá trị trung bình có nhược điểm là sẽ tự triệt tiêu những khác biệt ngược chiều nên mô hình kinh tế lượng được đưa ra để kiểm định các yếu tố ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp trong mẫu. Sau khi ước lượng bằng mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp thì tác giả lựa chọn mô hình FEM cho mẫu nghiên cứu. Kết quả

Bảng 2: Kết quả kiểm định các nhân tố ảnh hưởng trực tiếp trong mô hình

| Giả thiết | Biến độc lập | Biến phụ thuộc | Coef. | P> t | Kết quả |
|-----------|--------------|----------------|-----------|-------|-----------------------------|
| Ho1 | DPR | PER | 8.682776 | 0.852 | Chấp nhận |
| Ho2 | Lev | PER | -15.75218 | 0.663 | Chấp nhận |
| Ho3 | ROE | PER | 7.72891 | 0.004 | Bác bỏ H₀ |
| Ho4 | SZ | PER | -30.54412 | 0.871 | Chấp nhận |

nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 2.

Kết quả kiểm định cho thấy chỉ có ROE là nhân tố duy nhất có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với tỷ lệ P/E, các yếu tố khác đều không ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp trong mẫu một cách có ý nghĩa thống kê. Điều này cũng hoàn toàn phù hợp với nhiều nghiên cứu trước đây trong khuôn khổ nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E (Wenjing, 2008; Penman, 1996; Anderson & Brooks, 2006; Vũ Phúc Thịnh, 2012)

Điều này được lý giải vì ROE phản ánh sức sinh lời trên vốn chủ, đây chính là nền tảng để đưa ra mức cổ tức DPS (dividend per Share- Cổ tức trên mỗi cổ phiếu) cho các chủ sở hữu cổ phần của doanh nghiệp. ROE có tác động rõ rệt lên P/E hơn hệ số cổ tức Dividend Payout Ratio mặc dù DPR phản ánh tỷ lệ cổ tức trên lợi nhuận mà 1 doanh nghiệp chi trả bởi vì DPR thực ra là vấn đề mà các doanh nghiệp phải quan tâm hơn là các nhà đầu tư. DPR sẽ ảnh hưởng tới phần lợi nhuận giữ lại cho việc hoạt động của năm sau, sẽ ảnh hưởng đến việc phát triển trong dài hạn. Trong mỗi năm, nếu doanh nghiệp có chi trả DPR ở mức thấp thì nghĩa là lợi nhuận giữ lại nhiều, các nhà đầu tư cũng không vì thế mà mất niềm tin đối với doanh nghiệp, cổ tức không chi trả mà ROE tốt thì lợi nhuận đó sẽ để lại và làm tiền đề cho ROE tốt hơn ở năm sau.

Đòn bẩy tài chính ở các doanh nghiệp công ty xây dựng công trình giao thông sẽ có sự khác biệt với các doanh nghiệp khác vì bản thân các dự án, sản phẩm của doanh nghiệp được coi là tài sản đảm bảo và các ngân hàng thường kí hợp đồng hợp tác 3 bên, giải ngân theo tiến độ hoàn thành. Vì vậy, đòn bẩy mặc dù mang lại sức ép về lãi vay cao nhưng đó là tình trạng chung của các doanh nghiệp trong ngành, do đó có thể giải thích được lý do vì sao đòn bẩy không có ảnh hưởng tới tâm lý đầu tư.

Qui mô các doanh nghiệp mặc dù có ảnh hưởng tới khả năng thu hút vốn đầu tư, nhưng thực tế chứng minh rằng các doanh nghiệp nhỏ hơn có phân khúc khách hàng khác biệt, sản phẩm ở qui mô nhỏ và qui mô địa phương và có thể làm thầu phụ trong các công trình lớn với các nhà thầu lớn, do vậy mà các doanh nghiệp có qui mô nhỏ hơn vẫn có thể đạt được kì vọng thị trường tương đương, thậm chí là hơn các doanh nghiệp lớn. Các doanh nghiệp nhỏ trong nhóm ngành nghiên cứu thậm chí còn có 1 lợi thế về thời gian thu hồi vốn, các công trình lớn có tỷ suất cao thông thường sẽ đòi hỏi thời gian thu hồi vốn lâu, kéo theo rủi ro cũng tăng cao trong khi các công trình nhỏ như công trình cầu đường ở các địa phương lại chỉ cần 1-2 năm là hoàn thành và nghiệm thu, rút ngắn thời gian thu hồi vốn cho chủ đầu tư.

5. Kết luận và khuyến nghị

Tỷ lệ P/E là một căn cứ quan trọng để các nhà đầu tư đưa ra các quyết định liên quan đến dòng tiền của mình, tuy vậy, hệ số này cũng là căn cứ để các doanh nghiệp tự định vị được vị thế của mình trên thị trường. Việc tìm ra các nhân tố thực sự có ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E sẽ cung cấp cho các doanh nghiệp cơ sở để có thể hướng tới việc thay đổi tỷ lệ P/E của mình, từ đó thu hút các nhà đầu tư hơn. Nghiên cứu đã tìm thấy ảnh hưởng của ROE lên tỷ lệ P/E, hàm ý rằng trong các nhân tố có ảnh hưởng tới tỷ lệ P/E thì ROE sẽ là chỉ số mà doanh nghiệp nên tập trung nhiều nhất nếu muốn tăng tỷ lệ P/E của mình; đồng thời cũng là cơ sở vững chắc để khẳng định với các nhà đầu tư khi xem xét tỷ lệ P/E phải được phân tích cùng câu hỏi về hiệu quả kinh

doanh của doanh nghiệp. Các hệ số khác như DPR, mặc dù có liên quan trực tiếp đến quyền lợi của các nhà đầu tư, hay Lev, có liên quan trực tiếp tới rủi ro đối với các khoản đầu tư lại chưa cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với tỷ lệ P/E. Qui mô các doanh nghiệp lớn hay nhỏ cũng không phải là yếu tố mang tính chiến lược mặc dù về lý thuyết thì các doanh nghiệp xây dựng có qui mô lớn sẽ có tính cạnh tranh tốt hơn nhiều so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

Như vậy có thể thấy, các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông có ROE tốt sẽ được thị trường đánh giá tốt hơn một cách tương đối so với các doanh nghiệp còn lại. Vì vậy, các doanh nghiệp muốn thu hút vốn thì cần tập trung vào nâng cao ROE cho doanh nghiệp, các yếu tố khác trong phạm vi bài nghiên cứu không có tác động mạnh tới P/E nên có thể linh hoạt thay đổi đòn bẩy bằng việc sẵn sàng vay thêm vốn hoặc hạ thấp vốn vay khi có nhu cầu, có thể thay đổi DPR bằng việc chi trả cổ tức linh hoạt tùy theo tình hình thực tế. Qui mô các doanh nghiệp lớn hay nhỏ thì cũng sẽ có cơ hội ngang nhau trong việc thu hút nguồn vốn từ thị trường nên các doanh nghiệp nhỏ cũng nên đẩy mạnh việc xây dựng hình ảnh để thu hút vốn. Điều cốt lõi mà các doanh nghiệp cần tập trung là duy trì được tỷ lệ ROE ổn định và thu hút các nhà đầu tư.

Nhược điểm của bài nghiên cứu là phạm vi mẫu không lớn, lí do là bởi vì số lượng các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông niêm yết ở thị trường Việt Nam không nhiều, đa phần các doanh nghiệp đều là các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa. Các biến độc lập được đưa vào phân tích dựa trên khảo sát của các nhà đầu tư trong khi các nhà đầu tư trên thị trường Việt Nam có thâm niên và kinh nghiệm nhìn chung là chưa cao. Vì vậy, cần có các cuộc khảo sát với qui mô lớn hơn và kiểm định trên mẫu lớn hơn để có thể phát triển tiếp đề tài này. Tuy vậy, đề tài này cũng đã góp phần đưa ra được một số kiến nghị và nhận định quan trọng với các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông, hỗ trợ chiến lược đánh giá vị thế của các doanh nghiệp thông qua tỷ lệ P/E.

Tài liệu tham khảo

- Afza, T. & Tahir, S. (2012), 'Determinants of price earnings ratio', *International journal of academic research in business and social science*, 8(2), 331-343.
- Anderson, K. & Brooks, C. (2006), 'Decomposing the Price-earnings Ratio', *Journal of Asset Management*, 6(6), 456-469.
- Arslan, H., Iltas, Y. & Kayhan, T. (2017), 'Target P/E ratio determinants in the Turkish stock market: Earning volatility effect', *Theoretical and Applied Economics*, 24(4), 65-74.
- Constand, R.L., Freitas, L.P. & Sullivan, M.J. (1991), 'Factors affecting price earnings ratios and market values of Japanese firms', *Financial Management*, 20(4), 68-79.
- Divanbeygi, R. & Tehrani, R. (2013), 'Study of the factors affecting P/E coefficient given type of industry (Growth rate and payout ratios) in Tehran stock exchange', *Advances in Environmental Biology*, 7(9), 2415-2422.
- Dutta, K.D., Saha, M. & Das, D.C. (2018), 'Determinants of P/E ratio: An empirical study on listed manufacturing companies in DSE', *International Journal of Scientific and Research Publications*, 8(4), 167-174.
- Faezina, V., Ohadi, F. & Janani, M.H. (2012), 'The quantitative study of effective factors on price-earnings ratio in capital market of Iran', *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 550-559.
- Fesokh, A.A. & Haddad, F.S. (2019), 'Determinants of the price earnings ratio in the manufacturing industries in Jordan', *Jordan Journal of Business Administration*, 15(2), 227-235.
- Hứa Quang Trí (2013), 'Các yếu tố quyết định đến hệ số P/E của các công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TPHCM (Hose)', Luận văn thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh.
- Huỳnh Bá Hải Sơn (2012), 'Các yếu tố ảnh hưởng tới tỷ số P/E của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam', luận văn thạc sĩ, Trường Đại học Mở thành phố Hồ Chí Minh.
- Itemgenova, A. & Sikveland, M. (2020), 'The determinants of the price-earnings ratio in the Norwegian aquaculture industry', *Journal of Commodity Markets*, 17, 1-10.
- Jordan, C.E., Clark, S.J. & Donald, M. (2009), 'Using financial statement analysis to explain the variation in firms' earnings-price ratios', *Academy of Accounting and Financial Studies*, 13(1), 91-101.
- Kasilingam, R. & Ramasundaram, G. (2011), 'Price earnings multiples: Actual determinants', *SCMS Journal of Indian*

Management, 8(3), 106-118.

- Kumar, S. & Warne, D.P. (2009), 'Parametric determinants of price-earnings ratio in Indian capital markets', *Journal of Applied Finance*, 15(9), 63-82.
- Lutfi, M. & Arsitha, J. (2016), 'The analysis of factors affecting price earnings ratio on the company shares registered in Jakarta Islamic index', *Academic Journal of Economic Studies*, 2(3), 55-63.
- Marozzi, M. & Cozzucoli, P.C. (2016), 'Inter-industry financial ratio comparison of Japanese and Chinese firms using a permutation based nonparametric method', *Electronic Journal of Applied Statistical Analysis*, 9(1), 40-57.
- Molodovsky, N. (1953), 'A theory of price-earnings ratios', *Financial Analysts Journal*, 51(1), 29-43.
- Nikbakht, E. & Polat, C. (1998), 'A global perspective of P/E ratio determinants: The case of ADRS', *Global Finance Journal*, 9(2), 253-267.
- Penman, S.H. (1996), 'The Articulation of price-earnings ratios and market-to-book ratios and the evaluation of growth', *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235-259.
- Rahman, L.M. & Shamsuddin, A. (2019), 'Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets', *Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 46-62.
- Ramcharran, H. (2002), 'An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets', *Emerging Markets Review*, 3(2), 165-178.
- Sezgin, F.H. (2010), 'An empirical investigation of the relationship among P/E ratio, stock return and dividend yields for Istanbul Stock exchange', *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2(1), 15-23.
- Vũ Phúc Thịnh (2012), 'Nghiên cứu khám phá các yếu tố ảnh hưởng tới chỉ số P/E trên sàn HOSE', luận văn thạc sĩ, Trường đại học Hồng Bàng.
- Wenjing, H. (2008), 'Price-Earnings Ratio and Influence Factors: Evidence from China', Master's thesis at University of VAASA, Finland.
- Wisniewski, T.P., Lightfoot, G. & Lilley, S. (2012), 'Speculating on presidential success: Exploring the link between the price-earnings ratio and approval ratings', *Journal of Economics & Finance*, 36(1), 106-122.