

ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN VÀ CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Thị Thục Đoàn
ĐH Ngân Hàng TP. HCM

Hiện nay, các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa giá chứng khoán và các nhân tố tác động đến giá chứng khoán còn hạn chế tại Việt Nam. Mặc dù, đã có nhiều bài báo nghiên cứu và phân tích các nhân tố tác động đến giá chứng khoán, nhưng hầu hết chỉ mới dừng lại ở mặt lý luận mà chưa có sự kiểm định thực tiễn. Do đó, bài báo này, bằng phương pháp nghiên cứu thực nghiệm đã kiểm định mối quan hệ này. Các nhân tố được đưa vào để kiểm định trong mô hình là các nhân tố liên quan đến thông tin kế toán và tài chính, gồm giá trị sổ sách, thu nhập trên cổ phiếu thường (EPS), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) và hệ số đòn bẩy tài chính. Kết quả kiểm định cho thấy, với bốn biến độc lập được đưa vào mô hình, chỉ có hai biến EPS và ROE có mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa đối với giá cổ phiếu. Tuy nhiên, mức độ giải thích của các biến này cho biến động của giá chứng khoán còn khá thấp, nên việc tìm hiểu thêm còn những nhân tố nào có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu là việc rất cần thiết để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn.

Giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường được xác định và biến động do ảnh hưởng của nhiều nhân tố. Do đó, khi đầu tư, nhà đầu tư cần hiểu tác động của những nhân tố này đến giá cổ phiếu để có thể đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý. Mục đích của bài báo này là đáp ứng nhu cầu về phân tích ảnh hưởng của một số nhân tố đến giá cổ phiếu và những nhân tố được đưa vào để kiểm định mối quan hệ với giá chứng khoán là thông tin kế toán và các chỉ số tài chính. Liệu những thông tin về tài chính kế toán này có thực sự tác động đến giá của chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam và nếu có tác động thì mức độ ảnh hưởng sẽ như thế nào?

Rất nhiều nghiên cứu thực hiện và đã xác nhận tính hữu ích của thông tin kế toán trong mối quan hệ với giá cổ phiếu. Chẳng hạn, trong nghiên cứu của Ball và Brown (1968) về mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu, lợi nhuận được xác định là một trong các chỉ tiêu chứa đựng nhiều thông tin hữu ích để xác định giá chứng khoán. Năm 1995, James A. Ohson và Stephen H. Penman đã đưa ra nghiên cứu thành công về mối quan hệ giữa giá chứng khoán với giá trị sổ sách và EPS của công ty với kết quả đạt được là các nhân tố này có liên quan chặt chẽ với giá của chứng khoán. Sau nghiên cứu của Ohson và Penman, hàng loạt những nghiên cứu khác

trên các thị trường khác nhau cũng đưa ra kết quả tương tự, tức những công ty có giá trị sổ sách và EPS cao thì giá cổ phiếu của các công ty này cũng cao và ngược lại Rees, W.P (1997), Kothari, S. P., và Zimmerma, J. L. (1995). Tuy nhiên, những nghiên cứu thực tiễn về tác động của các thông tin tài chính, kế toán đến biến động của giá chứng khoán bằng cách áp dụng các mô hình để chứng minh chưa thực sự phổ biến ở Việt Nam; do đó bài báo này sẽ thực hiện nghiên cứu cụ thể về vấn đề này.

Để phục vụ cho việc nghiên cứu, các thông tin kế toán và các chỉ số tài chính năm 2009 đã được thu thập từ 474 công

ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở cả hai sàn giao dịch Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Thông tin tài chính của các công ty này sẽ được xem xét trong mối quan hệ với giá cổ phiếu của chính mỗi công ty để thấy được tác động của từng thông tin đến giá cổ phiếu.

Mô hình áp dụng trong phân tích

Mô hình áp dụng trong phân tích mối quan hệ giữa thông tin tài chính kế toán và giá cổ phiếu là mô hình hồi quy, trong đó biến phụ thuộc sẽ là giá của cổ phiếu tại thời điểm cuối năm tài chính. Tuy nhiên, tại thời điểm này hầu hết các báo cáo tài chính đều chưa được công bố ra thị trường nên mô hình sẽ tiếp tục thử nghiệm với biến phụ thuộc là giá cổ phiếu tại thời điểm 60 ngày sau khi báo cáo được hoàn thành vào cuối năm tài chính. Thông thường đây là khoảng thời gian cần thiết để các công ty niêm yết công bố các báo cáo đã được kiểm toán ra thị trường.

Các thông tin kế toán được đưa vào mô hình

Thông tin kế toán được đưa vào để phân tích mối quan hệ với giá chứng khoán là EPS và giá trị sổ sách. Sở dĩ lợi nhuận được đưa vào mô hình vì lợi nhuận có thể cung cấp thông tin tốt nhất để các nhà đầu tư và phân tích tài chính

dự đoán giá cổ phiếu trong tương lai (Ball và Brown, 1968) và không ít nhà đầu tư dựa vào thông tin về lợi nhuận của công ty để đưa ra các quyết định đầu tư vào các cổ phiếu. Hơn nữa, cả lợi nhuận và giá trị sổ sách đều được sử dụng để dự đoán giá trị của doanh nghiệp, trong khi lợi nhuận là thước đo của việc sử dụng nguồn lực hiện tại của doanh nghiệp như thế nào, thì giá trị sổ sách cung cấp thước đo về giá trị của

Mô hình 1a: $P_{it} = f(BV_{it}, EPS_{it})$

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Mô hình 1b: $P_{it+60} = f(BV_{it}, EPS_{it})$

$$P_{it+60} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

P_{it} = Giá cổ phiếu của công ty i tại thời điểm cuối năm tài chính (31/12/2009)

P_{it+30} = Giá cổ phiếu của công ty i 60 ngày sau thời điểm cuối năm tài chính (28/02/2010)

BV_{it} = Giá trị sổ sách chia cho số lượng cổ phiếu của công ty i đang phát hành cuối năm tài chính (31/12/2009)

EPS_{it} = EPS của công ty i trong năm tài chính 2009

nguồn lực doanh nghiệp hiện có để tạo ra lợi nhuận. Do đó, cả lợi nhuận và giá trị sổ sách đều ảnh hưởng trực tiếp đến xác định giá của chứng khoán hiện tại và trong tương lai trên thị trường.

Vận dụng mô hình hồi quy của Ohson, bài báo này cũng xem xét mối quan hệ của giá trị sổ sách và EPS với giá cổ phiếu của các công ty niêm

yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mục đích là để phân tích ảnh hưởng của giá trị sổ sách và EPS đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên hai sàn giao dịch Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Vì vậy, trong nội dung phân tích này, giá trị sổ sách và EPS của các công ty sẽ được đưa vào mô hình như những biến độc lập để thử nghiệm mối quan hệ với giá cổ phiếu của các công ty đó.

Các chỉ số tài chính được đưa vào mô hình

Chỉ số tài chính quan trọng nhất được đưa vào mô hình là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Rõ ràng nhà đầu tư luôn mong muốn đạt được tỷ suất lợi nhuận cao trên khoản đầu tư và tỷ suất này phản ánh phần trăm lợi nhuận họ có thể thu về từ khoản đầu tư đã bỏ ra.

Do đó, nếu ROE cao thì giá cổ phiếu thông thường sẽ có xu hướng tăng và cao. Nên mối quan hệ dự đoán giữa ROE và giá cổ phiếu được xác định trong mô hình là

có thể tác động làm tăng ROE mong muốn nhưng nó cũng tạo ra rủi ro cao hơn, vì vậy nếu tăng ROE dựa vào việc gia tăng nợ có thể sẽ không hiệu quả.

- Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các công ty năm 2009
- Hệ số đòn bẩy tài chính (TS/VCSH) của các công ty vào thời điểm 31/12/2009

Mô hình 2a: $P_{it} = f(\text{ROE}_{it}, \text{LR}_{it})$

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ROE}_{it} + \beta_2 \text{LR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Mô hình 2b: $P_{it+60} = f(\text{ROE}_{it}, \text{LR}_{it})$

$$P_{it+60} = \alpha + \beta_1 \text{ROE}_{it} + \beta_2 \text{LR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

ROE_{it} = Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của công ty i năm 2009

LR_{it} = Hệ số đòn bẩy tài chính của công ty i tại thời điểm cuối năm 2009

mối quan hệ tỷ lệ thuận. Tuy nhiên, một câu hỏi đặt ra là nếu mục tiêu của doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị của cổ đông và doanh nghiệp hành động để cải thiện chỉ tiêu ROE của mình, điều này có chắc chắn là giá trị của cổ đông sẽ gia tăng hay không? Không hẳn như vậy. Mặc dù không thể phủ nhận mối quan hệ giữa ROE và lợi ích của cổ đông, nhưng nếu doanh nghiệp chỉ sử dụng ROE như một tiêu chí duy nhất để đánh giá hoạt động của mình thì doanh nghiệp có thể đối mặt với những vấn đề lớn. Đó là vì chỉ tiêu ROE không xem xét đến ảnh hưởng của rủi ro. Trong khi đó, nhà đầu tư quan tâm đến lợi nhuận nhưng đồng thời họ cũng quan tâm đến rủi ro gặp phải. Chẳng hạn, đòn bẩy tài chính là một trong những nhân tố tác động đến ROE, đòn bẩy tài chính

Do đó, hai chỉ số tài chính được đưa vào mô hình như những biến độc lập để xem xét mối quan hệ với giá chứng khoán là ROE và hệ số đòn bẩy tài chính (tổng vốn /vốn chủ sở hữu).

Thu thập dữ liệu

Dữ liệu của 474 công ty, gồm 211 công ty niêm yết trên sàn HoSTC và 263 công ty niêm yết trên sàn HaSTC được thu thập cho năm tài chính 2009. Sau khi xử lý các dữ liệu, chỉ còn lại 430 công ty có dữ liệu đầy đủ và hợp lý cho phân tích. Dữ liệu thu thập gồm:

- Giá cổ phiếu của các công ty vào thời điểm 31/12/2009
- Giá cổ phiếu của các công ty vào thời điểm 28/02/2010
- Giá trị sổ sách (BV) của các công ty vào thời điểm 31/12/2009
- Thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) của các công ty năm 2009

Ngoài ra, để xem xét tác động của yếu tố qui mô công ty đến các biến trong các mô hình 1 và 2, dữ liệu thu thập từ các công ty được phân làm dữ liệu của các công ty quy mô lớn và dữ liệu của các công ty có quy mô nhỏ và vừa. Theo Điều 3, Nghị định số 90/2001/NĐ-CP, ngày 23/11/2001 của Chính phủ, các doanh nghiệp không phụ thuộc vào ngành nghề và lĩnh vực kinh doanh được xếp loại nhỏ và vừa nếu đáp ứng điều kiện: có vốn đăng ký không quá 10 tỷ đồng hoặc số lao động trung bình hàng năm không quá 300 người. Dữ liệu về quy mô công ty trong bài báo này sẽ được phân theo số vốn đăng ký. Tuy nhiên, theo dữ liệu thu thập từ vốn đăng ký của 474 công ty đang nghiên cứu, các công ty đều có vốn lớn hơn 10 tỷ, do đó, để đáp ứng cho việc phân loại trong mục đích nghiên cứu này được dựa trên số trung vị của vốn đăng ký. Những công ty nào có vốn đăng ký nhỏ hơn số trung vị được xếp vào doanh nghiệp nhỏ và vừa, còn những doanh nghiệp nào có vốn đăng ký lớn hơn số trung vị được xếp vào doanh nghiệp lớn.

Với việc phân loại này, các mô hình được chạy bổ sung cho mô hình 1a, 1b và 2a, 2b như sau:

$$P_{it-DN\ lớn} = \alpha + \beta_1 BV_{it-DN\ lớn} + \beta_2 EPS_{it-DN\ lớn} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} = \alpha + \beta_1 BV_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \beta_2 EPS_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it+60-DN\ lớn} = \alpha + \beta_1 BV_{it-DN\ lớn} + \beta_2 EPS_{it-DN\ lớn} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it+60-small\ firms} = \alpha + \beta_1 BV_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \beta_2 EPS_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it-DN\ lớn} = \alpha + \beta_1 ROE_{it-DN\ lớn} + \beta_2 LR_{it-DN\ lớn} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} = \alpha + \beta_1 ROE_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \beta_2 LR_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it+60-DN\ lớn} = \alpha + \beta_1 ROE_{it-DN\ lớn} + \beta_2 LR_{it-DN\ lớn} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it+60-DN\ nhỏ\ và\ vừa} = \alpha + \beta_1 ROE_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \beta_2 LR_{it-DN\ nhỏ\ và\ vừa} + \varepsilon_{it}$$

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy cho thấy cả giá trị sổ sách và EPS biến động cùng chiều với giá cổ phiếu tại thời điểm cuối năm tài chính và 60 ngày sau đó. Tuy nhiên, chỉ có mức biến động của EPS là có ý nghĩa

thống kê với trị số $p \leq 0.05$, còn giá trị sổ sách thì không ($p \geq 0.05$). Kết quả hồi quy hoàn toàn tương tự cho EPS khi dữ liệu được phân loại

Bảng 1: Mô hình 1a - Giá cổ phiếu tại ngày 31/12/2009

Biến độc lập và dấu thể hiện mối quan hệ cùng chiều (+) hay ngược chiều(-)		Tất cả các Doanh nghiệp	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
<i>n</i>		430	215	215
Giá trị sổ sách (+)	β_1	0.071751	0.363577	-0.26105
	Giá trị P	0.438056	0.00924	0.02955
EPS (+)	β_2	3.535808	3.633456	2.972528
	Giá trị P	0.0000	0.00000	0.00000
R^2		0.408493	0.453218	0.422006
R^2 điều chỉnh		0.405723	0.448059	0.416553

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm thống kê

Bảng 2: Mô hình 1b - Giá cổ phiếu tại ngày 28/02/2010

Biến độc lập và dấu thể hiện mối quan hệ cùng chiều (+) hay ngược chiều(-)		Tất cả các doanh nghiệp	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
<i>n</i>		430	215	215
Giá trị sổ sách (+)	β_1	0.031667	0.310011	-0.29414
	Giá trị P	0.724199	0.023876	0.00123
EPS (+)	β_2	3.663587	3.646498	3.32755
	Giá trị P	0.0000	0.0000	0.0000
R^2		0.430574	0.451062	0.45878
R^2 điều chỉnh		0.427907	0.445884	0.459684

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm thống kê

thành doanh nghiệp có quy mô lớn và doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa. Đối với giá trị sổ sách, với việc phân loại dữ liệu theo quy mô, mối quan hệ giữa giá trị sổ sách và giá cổ phiếu trở nên có ý nghĩa thống kê, nhưng biến động của giá trị sổ sách với giá cổ phiếu lại hoàn toàn ngược nhau đối với hai nhóm doanh nghiệp. Như vậy, đối với biến giá trị sổ sách, quy mô của doanh nghiệp thật sự có tác động đến kết quả hồi qui.

Tương tự với EPS, ROE biến động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với giá cổ phiếu trong tất cả các trường hợp. Tuy nhiên, đối với hệ số đòn bẩy tài chính, cả trong trường hợp dữ liệu được phân loại theo quy mô công ty và trường hợp chung cho toàn bộ tổng thể, sự khác biệt giữa chỉ tiêu tài chính này và giá cổ phiếu đều không có ý nghĩa thống kê ($p \geq 0.05$). Kết quả này đồng nghĩa với việc bác bỏ giả định về mối quan hệ có ý nghĩa giữa giá cổ phiếu và hệ số đòn bẩy tài chính.

Tóm lại, với bốn biến độc lập được đưa vào mô hình để kiểm định mối quan hệ với giá cổ phiếu thì hai biến EPS và ROE được chứng minh là có mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa đối với giá cổ phiếu. Chỉ tiêu hệ số đòn bẩy tài chính không có mối quan hệ ý nghĩa với giá cổ phiếu. Cuối cùng biến giá trị sổ sách

Bảng 3: Mô hình 2a - Giá cổ phiếu tại ngày 31/12/2009

Biến độc lập và dấu thể hiện mối quan hệ cùng chiều (+) hay ngược chiều (-)		Tất cả các doanh nghiệp	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
N		430	215	215
ROE (+)	β_1	49395.73	44696.79	47441.82
	Giá trị P	0.0000	0.0000	0.0000
Hệ số đòn bẩy tài chính (-)	β_2	-84.7268	-432.989	458.5751
	Giá trị P	0.796687	0.396582	0.117785
R^2		0.19145	0.169792	0.9601
R^2 điều chỉnh		0.187663	0.16196	0.9564

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm thống kê

Bảng 4: Mô hình 2b - Giá cổ phiếu tại ngày 28/02/2010

Biến độc lập và dấu thể hiện mối quan hệ cùng chiều (+) hay ngược chiều (-)		Tất cả các doanh nghiệp	Doanh nghiệp lớn	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
N		430	215	215
ROE (+)	β_1	23950.38	45222.06	52939.48
	Giá trị P	0.0000	0.0000	0.0000
Hệ số đòn bẩy tài chính (-)	β_2	-68.9477	-306.054	345.6002
	Giá trị P	0.83011	0.61394	0.26188
R^2		0.210449	0.177743	0.31019
R^2 điều chỉnh		0.206751	0.169986	0.303682

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm thống kê

chỉ có mối quan hệ ý nghĩa với giá cổ phiếu khi xét đến ảnh hưởng của quy mô trong doanh nghiệp.

Tuy nhiên, kết quả về R^2 và R^2 điều chỉnh trong các mô hình đều khá thấp. Giá trị sổ sách và EPS chỉ giải thích được khoảng 45% độ dao động của toàn bộ mẫu, trong khi EPS và hệ số đòn bẩy tài chính chỉ giải thích được khoảng 20% độ dao động của toàn bộ mẫu. Điều này chứng tỏ ngoài các nhân tố được xác định ở trên, giá chứng khoán của các công ty còn chịu rất nhiều ảnh hưởng của các nhân tố khác. Kết quả hồi quy cũng cho thấy các biến độc lập giải thích tốt hơn cho giá chứng khoán ở 60 ngày sau ngày kết thúc năm tài chính, tức tại thời điểm công ty công bố các báo cáo tài chính ra thị trường.

Như vậy, khi quyết định đầu tư vào chứng khoán của các doanh nghiệp, các nhà đầu tư không cần thiết phải xem xét hết tất cả những thông tin tài chính và kế toán liên quan đến doanh nghiệp mà chỉ cần lựa chọn các thông tin kế toán có mối quan hệ chặt chẽ với biến động của giá chứng khoán. Theo kết quả đã được kiểm định ở trên thì những thông tin tài chính kế toán phù hợp có thể được áp dụng để đánh giá và đưa ra quyết định là EPS và ROE. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng nên chú ý rằng, giá chứng khoán còn phụ thuộc vào nhiều các nhân tố khác; mặc dù ROE và EPS có thể giải thích cho biến động của giá cổ phiếu nhưng mức độ giải thích chưa đạt đến 100% mức biến động, nên việc tìm hiểu thêm còn những

nhân tố nào có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu là việc rất cần thiết để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn.

Hạn chế của việc kiểm định mối quan hệ giữa các biến độc lập và phụ thuộc trong các mô hình này là dữ liệu được thu thập chỉ cho một năm tài chính nên chưa thể hiện được xu hướng biến động của các biến, nên hướng nghiên cứu tiếp theo cho đề tài này sẽ áp dụng phương pháp phân tích theo chuỗi thời gian ■

Tài liệu tham khảo

1. Ball, R., và Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
2. Brigham, E.F và Houson, J.F (2007). *Fundamentals of financial management, 11th ed.* Thomson/South-Western. ISBN-13: 9780324597707
3. Kothari, S. P., và Zimmerma, J. L. (1995). Price and return model. *Journal of Accounting và Economics*, 20(2), 155-192.
4. Ohlson, J. A. (1995), *Earnings, book values, and dividends in equity valuation.* *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661.
5. Rees, W. P. (1997), *The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models.* *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(7 & 8).
6. Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2010), *Kết quả giao dịch từ* http://www.hastc.org.vn/Ketqua_Giaodich.asp?actType=1&menuup=113000&TypeGrp=1&menuid=113120&menulink=100000&menupage=
7. Sở Giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (2010). *Thống kê báo giá, từ* <http://www.hsx.vn/hsx/Modules/Giaodich/Live3Price.aspx>