

# BIẾN ĐỘNG THỊ TRƯỜNG VÀ PHẦN BÙ GIÁ TRỊ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Ngày nhận: 21/9/2015  
Ngày nhận lại: 03/12/2015  
Ngày duyệt đăng: 10/3/2016  
Mã số: 3-16-23

**Võ Xuân Vinh (\*)**  
**Võ Văn Phong (\*\*)**

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này xem xét tác động của yếu tố biến động tỷ suất lợi nhuận (TSLN) thị trường đến TSLN danh mục cổ phiếu giá trị, danh mục cổ phiếu tăng trưởng và sự khác biệt TSLN giữa hai danh mục này (phần bù giá trị). Nhóm tác giả thiết lập danh mục cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng theo các tỷ số BM (Book to market equity), EP (Earnings to Price), CP (Cash flow to price), DP (Dividend yield to price). Tác giả hồi quy dữ liệu chuỗi thời gian TSLN các danh mục cổ phiếu giá trị, cổ phiếu tăng trưởng, phần bù giá trị theo mô hình CAPM kết hợp yếu tố biến động TSLN thị trường trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2010-2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố biến động TSLN thị trường có tác động ngược chiều đối với TSLN danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng. Tuy nhiên, biến động TSLN thị trường lại không có khả năng giải thích phần bù giá trị. Đồng thời, kết quả cho thấy mô hình CAPM truyền thống không có khả năng giải thích phần bù giá trị.

**Từ khóa:** Cổ phiếu giá trị, cổ phiếu tăng trưởng, phần bù giá trị.

## Giới thiệu

Trong kho tàng học thuật về chủ đề định giá tài sản, đã có nhiều nghiên cứu xem xét giải thích TSLN cổ phiếu. Trong đó, có một số nghiên cứu xem xét việc giải thích TSLN của yếu tố biến động thị trường trong mô hình định giá tài sản. Theo phần lớn các kết quả nghiên cứu công bố thì danh mục cổ phiếu giá trị (danh mục giá trị) thu được TSLN trung bình cao hơn danh mục cổ phiếu tăng trưởng (danh mục tăng trưởng), sự khác biệt TSLN đó còn được gọi là phần bù giá trị (value premium). Arisoy (2010) kiểm định tác động của yếu tố biến động thị trường đến TSLN danh mục giá trị và danh mục tăng trưởng trong các giai đoạn khác nhau của thị trường. Kết quả cho thấy mức độ giải thích của mô hình CAPM đối với phần bù giá trị là không đáng kể và biến động thị trường là một yếu tố quan trọng trong việc xác định phần bù giá trị.

Tuy nhiên, cho đến nay vẫn chưa có nhiều nghiên cứu xem xét riêng phần bù giá trị, cũng

như kiểm định tác động của yếu tố biến động thị trường đối với phần bù giá trị sử dụng dữ liệu trên TTCK Việt Nam. Vì vậy, đóng góp đầu tiên của bài báo này là góp phần làm giàu kho tàng học thuật trong nước về chủ đề này. Sự hiểu biết về tác động của yếu tố biến động thị trường tới phần bù giá trị hay TSLN danh mục tăng trưởng, danh mục giá trị trong các giai đoạn khác nhau của thị trường có thể giúp cho nhà đầu tư có thêm các chiến lược phòng vệ hoặc tăng trưởng giá trị danh mục đầu tư. Từ đó, nhà đầu tư có cơ sở để quyết định hợp lý trong từng giai đoạn biến động khác nhau của thị trường, điều này đặc biệt có ý nghĩa đối với TTCK đang phát triển như TTCK Việt Nam.

## Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết định giá tài sản có nhiều cách giải thích khác nhau về sự khác biệt giữa TSLN của cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng. Dưới góc độ hành vi, nghiên cứu trên TTCK Mỹ của Lakonishok, Shleifer và Vishny (1994) cho