

Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu: vận dụng linh hoạt lý thuyết hiện đại vào trường hợp Việt Nam

NGUYỄN VIỆT DŨNG

Dựa trên mô hình Ohlson (1995) kết hợp với nghiên cứu của Aboody, Hughes & Liu (2002) cho phép nối lỏng giả thiết thị trường hiệu quả, bài viết kiểm chứng mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam. Kết quả cho thấy tuy còn yếu hơn hầu hết các thị trường phát triển và mới nổi khác, mối liên hệ này hoàn toàn có ý nghĩa, ít nhất là về mặt thống kê. Ngoài ra, có dấu hiệu giá cổ phiếu phản ứng chậm và/hoặc dưới mức với công bố thông tin báo cáo tài chính và khi thị trường chứng khoán Việt Nam thăng hoa thì vai trò của lợi nhuận trong việc giải thích giá cổ phiếu tăng lên so với những thời điểm khác. Đây là những thông tin hữu ích đối với các cơ quan quản lý, các thành phần tham gia thị trường và đặc biệt cho chiến lược của các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam.

Vai trò của thông tin đối với sự vận hành hiệu quả của thị trường đã được biết đến từ lâu. Akerlof, người đã đoạt giải Nobel kinh tế năm 2001 có những đóng góp tiên phong trong lĩnh vực này, đã cho thấy trong công trình nghiên cứu nổi tiếng được công bố năm 1970¹ rằng bất cân xứng thông tin có thể làm thị trường dẫn biến mất. Đối với thị trường chứng khoán nói riêng, các vấn đề về thông tin là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm cho các tài sản tài chính bị định giá sai, ảnh hưởng đến quá trình phân bổ nguồn lực của thị trường với vai trò là kênh dẫn vốn cho nền kinh tế.

Trong các thông tin có khả năng ảnh hưởng đến giá chứng khoán, thông tin báo cáo tài chính (TT BCTC) có một vị trí quan trọng.

1. Cơ sở lý luận của mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu

Kể từ công trình nghiên cứu đầu tiên của Ball & Brown được công bố năm 1968 cho đến trước 1995, đã có rất nhiều các cố gắng, chủ yếu là thực nghiệm, nhằm đo

lượng mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, đặc điểm chung của tất cả các nghiên cứu này là thiếu một cơ sở lý luận vững chắc vì chưa trả lời được 2 câu hỏi: những TT BCTC nào có mối liên hệ trực tiếp với giá cổ phiếu và đâu là mô hình lý thuyết của mối liên hệ này? Chỉ khi đưa ra được câu trả lời mới có thể lượng hóa được tác động của TT BCTC tới giá cổ phiếu một cách chính xác.

Trong một bài báo khoa học công bố năm 1995, giáo sư Đại học New York James Ohlson đã trả lời được hai câu hỏi nói trên với một nền tảng lý thuyết vững chắc và điều này đã ảnh hưởng mạnh mẽ đến dòng nghiên cứu về mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu từ đó tới nay. Giáo sư Russell Lundholm của Đại học Michigan khi bình luận về nghiên cứu của Ohlson (1995) đã viết: "*Công trình của Ohlson (1995) bầy giở*

Nguyễn Việt Dũng, TS., Trường Đại học Ngoại thương.

1. Akerlof G. (1970), "The market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, p. 488-500.

đã trở thành cơ sở cho các nghiên cứu về báo cáo tài chính trong mối liên hệ với thị trường cổ phiếu².

1.1. Mô hình Ohlson (1995)

Để phân tích mô hình Ohlson (*Ohlson Model - OM*), có thể tách nó làm 2 bộ phận: thứ nhất là mô hình định giá cổ phiếu dựa trên dòng lợi nhuận thặng dư (*Residual income model - RIM*) và thứ hai là chuỗi thông tin (*Information dynamics*) do Ohlson (1995) đề xuất. Thành phần thứ nhất - RIM - thực ra đã được thiết lập và sử dụng từ gần 60 năm trước khi OM ra đời. Nó xuất hiện lần đầu trong nghiên cứu của Preinreich công bố năm 1938³. Xuất phát từ mô hình chiết khấu cổ tức cũng như dựa trên mối liên hệ giữa cổ tức, lợi nhuận và giá trị sổ sách (*clean surplus relation*), RIM có dạng như sau:

$$\hat{P}_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E(x_{t+\tau}^a)}{(1+k_e)^\tau} \quad (1)$$

Trong đó: $x_{t+\tau}^a = x_{t+\tau} - k_e \times b_{t+\tau-1}$

\hat{P}_t : giá trị nội tại của cổ phiếu tại thời điểm t

$x_{t+\tau}$: lợi nhuận trên cổ phiếu (tính theo năm) vào thời điểm t + τ

$x_{t+\tau}^a$: lợi nhuận thặng dư trên cổ phiếu (tính theo năm) vào thời điểm t + τ

b_t : giá trị sổ sách trên cổ phiếu vào thời điểm t

k_e : lợi suất yêu cầu

E_t : kỳ vọng toán học dựa trên thông tin đại chúng vào thời điểm t

Như vậy, theo mô hình lợi nhuận thặng dư, giá trị nội tại của một cổ phiếu gồm hai phần. Phần thứ nhất là giá trị sổ sách của cổ phiếu đó và phần thứ hai được tạo thành bởi tổng giá trị hiện tại của các dòng lợi nhuận thặng dư tương lai của công ty. Từ mô hình này rút ra một quy tắc quan trọng

được sử dụng phổ biến để phân tích giá trị mà công ty tạo ra cho cổ đông. Nếu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của một công ty lớn hơn lợi suất yêu cầu khi đầu tư vào cổ phiếu của công ty đó (tức là lợi nhuận thặng dư dương) thì giá trị của cổ phiếu sẽ lớn hơn giá trị sổ sách của nó và công ty được coi là tạo ra giá trị cho cổ đông (*shareholder value creation*). Ngược lại, nếu lợi nhuận thặng dư âm thì giá trị của cổ phiếu sẽ nhỏ hơn giá trị sổ sách của nó và công ty bị coi là "phá hủy" giá trị của cổ đông (*shareholder value destruction*). Mô hình lợi nhuận thặng dư cũng được sử dụng rất phổ biến trong định giá cổ phiếu tại các nước có thị trường chứng khoán phát triển⁴.

Để đi đến mô hình của mình từ RIM, Ohlson (1995) đã dựa trên một giả thiết quan trọng liên quan đến chuỗi thời gian của dòng lợi nhuận thặng dư. Giả thiết này được Ohlson (1995) đưa ra căn cứ vào tính tồn lưu của lợi nhuận (*earnings persistence*) đã được ghi nhận trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đó cũng như dựa trên thực tiễn TT BCTC chỉ là một bộ phận của tập hợp các thông tin có thể ảnh hưởng đến kỳ vọng của thị trường về lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp:

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{t+1} \quad (2)$$

ω là hệ số tồn lưu lợi nhuận thặng dư (*persistence coefficient*), $0 \leq \omega < 1$

ε là sai số có kỳ vọng bằng 0

v_t là tác động của thông tin vào thời điểm t đến kỳ vọng của thị trường về lợi nhuận thặng dư tương lai nhưng chưa (hoặc không) được phản ánh trong báo cáo tài chính. Giả thiết này của Ohlson (1995) có thể

2. Lundholm R.J. (1995), "A Tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson Models: Answers to some Frequently Asked Questions", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, p. 749-761.

3. Preinreich G. (1938), "Annual Survey of Economic Theory: The Theory of Depreciation", *Econometrica*, Vol. 6, p. 219-241.

được diễn giải một cách khác là kỳ vọng của nhà đầu tư về khả năng sinh lời tương lai của công ty phụ thuộc một phần vào TT BCTC hiện tại (khả năng sinh lời hiện tại) và vào các thông tin khác chưa (hoặc không) được phản ánh trong báo cáo tài chính. Hệ số ω được giả thiết nằm trong khoảng (0,1) phản ánh kết quả của hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về chuỗi thời gian của lợi nhuận.

Các ảnh hưởng của thông tin cũng được giả thiết có mối liên hệ chuỗi thời gian:

$$\hat{P}_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (4)$$

$$\text{Trong đó: } \alpha_1 = \frac{\omega}{1 + k_e - \omega}; \alpha_2 = \frac{1 + k_e}{(1 + k_e - \omega)(1 + k_e - \gamma)}$$

Như vậy, việc kết hợp mô hình lợi nhuận thặng dư với chuỗi thông tin do Ohlson (1995) đề xuất đã cho phép Ohlson rút ra được mô hình thể hiện mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và hai TT BCTC trực tiếp là lợi nhuận và giá trị sổ sách trên một thị trường hiệu quả khi giá cổ phiếu phản ánh chính xác giá trị thực của nó. Ngoài ra, giá cổ phiếu còn phụ thuộc vào các thông tin khác chưa (hoặc không) được phản ánh trong báo cáo tài chính vào thời điểm đó. Mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và lợi nhuận cũng như giá trị sổ sách hiện tại là tỷ lệ thuận, điều này phù hợp với kết quả các nghiên cứu thực nghiệm trước đó. Phương trình (4) có thể dễ dàng kiểm chứng dựa trên cơ sở lý luận vững chắc để đưa ra kết luận về mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và TT BCTC. Đặc điểm này của mô hình Ohlson (1995) được giới nghiên cứu thực nghiệm (*empiricists*) đặc biệt đánh giá cao.

Trên cơ sở mô hình Ohlson (1995), nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành để kiểm chứng mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu trên các thị trường chứng khoán khác nhau. Những nghiên cứu đầu tiên được tiến hành trên thị trường Mỹ [Collins, Maydew & Weiss (1997)], rồi dần được mở rộng ra các thị trường phát triển

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \eta_{t+1} \quad (3)$$

γ là hệ số tồn lưu ảnh hưởng của thông tin, $0 \leq \gamma < 1$

η là sai số có kỳ vọng bằng 0

Hai phương trình (2) và (3) tạo thành chuỗi thông tin Ohlson và được kết hợp với mô hình lợi nhuận thặng dư để đi đến mô hình Ohlson cho phép diễn giải giá cổ phiếu trong mối liên hệ với TT BCTC:

khác như Anh, Đức, Na Uy [King & Langli (1998)], Pháp [Dumontier & Labelle (1998)]... Kết quả thu được thường nghiêng về một mối liên hệ khá chặt chẽ giữa giá cổ phiếu và TT BCTC. Collins, Maydew & Weiss (1997) cho thấy các TT BCTC theo mô hình Ohlson (1995) giải thích được 54% biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng vai trò của lợi nhuận giảm nhẹ theo thời gian. Theo King & Langli (1998), sức giải thích giá cổ phiếu của TT BCTC trên các thị trường Anh, Na Uy và Đức lần lượt là 70%, 60% và 40%. Mới đây, một số nghiên cứu về chủ đề này đã được tiến hành trên các thị trường mới nổi như Đông Nam Á, [Graham & King (2000)], Trung Quốc [Chen, Chen & Su (2001)]... Kết quả cho thấy tuy về tổng thể không có khoảng cách lớn so với các nước phát triển nhưng mối liên hệ này trên các thị trường mới nổi là rất khác nhau, tùy thuộc vào đặc điểm của từng thị trường.

Ở nước ta, một số nghiên cứu đã phân tích vai trò của công bố thông tin đối với sự

4. Xem Lee C. (1999), "Accounting-based valuation: impact on business practices and research", *Accounting Horizons*, 13(4), p. 413-425 và Lee C., Myers J. và Swaminathan B. (1999), "What is the intrinsic value of the Dow?", *Journal of Finance*, 54(5), p. 1693-1741.

phát triển của thị trường chứng khoán cũng như đề xuất các giải pháp nâng cao minh bạch thông tin [Trần Quốc Tuấn (2001), Trần Đắc Sinh (2002), Nguyễn Đình Hùng (2005), Đỗ Thành Phương (2006), Nguyễn Thế Thọ (2006), Mai Hoàng Minh (2007)]. Tuy nhiên, các nghiên cứu này mới chỉ đánh giá một cách định tính tác động của thông tin nói chung chứ chưa đi sâu phân tích TT BCTC cũng như lượng hóa mối liên hệ của chúng với giá cổ phiếu.

1.2. Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu khi nói lỏng giả thiết thị trường hiệu quả

Bản thân mô hình Ohlson (1995) và hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu đều dựa trên giả thiết “ẩn” về thị trường hiệu quả. Chỉ khi giá cổ phiếu trên thị trường phản ánh giá trị nội tại của nó thì mới có thể sử dụng mô hình Ohlson (1995) làm cơ sở lý luận cho mối liên hệ này. Tuy nhiên, giả thiết thị trường hiệu quả là một giả thiết mạnh và trong số một khối lượng lớn các nghiên cứu về chủ đề này từ trước tới nay, ngày càng có nhiều kết quả trái ngược với nó.

Hơn 40 năm đã qua kể từ khi Fama (1965) lần đầu tiên đưa ra khái niệm về thị trường hiệu quả nhưng cho đến nay vẫn còn là đề tài gây nhiều tranh luận. Những nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên đều khẳng định giả thiết này. Hai nghiên cứu tiên phong của Ball & Brown (1968) và của Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) cho thấy giá cổ phiếu phản ánh thông tin mới với tốc độ nhanh, làm cho khả năng tận dụng thông tin để “thắng” được thị trường là khó. Sau hai công trình này, một số lượng lớn các nghiên cứu khác đã hoàn thiện phương pháp thực nghiệm của họ và cũng cho thấy thị trường phản ứng gần như tức thì đối với thông tin mới⁵. Thành công vào thời điểm đó của giả thiết thị trường hiệu quả có thể được tóm tắt bằng đánh giá của Jensen “...không một đề xuất lý thuyết nào trong kinh tế học lại có nhiều bằng chứng

thực nghiệm vững chắc để khẳng định như giả thiết thị trường hiệu quả...”⁶.

Trong khoa học, nhiều khẳng định như vậy đã báo trước một sự đảo chiều và giả thiết thị trường hiệu quả cũng nằm trong trường hợp đó. Trong khoảng một phần tư thế kỷ trở lại đây, rất nhiều kết quả nghiên cứu có xu hướng phủ nhận giả thiết này. Các nghiên cứu thường tập trung vào một số dị thường (*anomaly*) trong tập tính của giá cổ phiếu mà thuyết thị trường hiệu quả không đủ khả năng giải thích như: phản ứng dưới mức (*under-reaction*), phản ứng quá mức (*over-reaction*), biến động quá mức (*excessive volatility*), hiệu ứng thời vụ (*seasonal effects*), khả năng giải thích lợi suất của một số yếu tố phi CAPM⁷... Ball (1994) cho rằng sở dĩ có những dạng dị thường so với giả thiết thị trường hiệu quả là do lý thuyết này không xét tới một số vấn đề thực tiễn của thị trường như: chi phí giao dịch và thông tin, tính không thuần nhất trong kỳ vọng của người đầu tư và một số vấn đề khác liên quan đến cơ cấu tổ chức của thị trường tài chính. Tuy nhiên, tác giả cũng không loại trừ khả năng kết quả cho phép kết luận về sự tồn tại các dị thường là do lỗi phương pháp trong các nghiên cứu. Lee (2001) cho rằng việc lấy giả thiết thị trường hiệu quả làm điểm xuất phát là một sự đơn giản hóa phi thực tiễn và không đủ khả năng phản ánh động thái của thị trường. Theo Lee (2001), cơ sở để tin rằng một thị trường luôn hiệu quả chính là sự vận hành tốt của cơ chế kinh doanh chênh lệch giá (*arbitrage*). Nếu một thông tin mới chưa được phản ánh vào giá chứng khoán, ngay lập tức sẽ có các động cơ kinh tế khai

5. Xem Fama (1970, 1991) để biết chi tiết về phương pháp cũng như kết quả cụ thể của những nghiên cứu này.

6. “...there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Markets Hypothesis...” [Jensen (1978), p. 95].

7. Xem Ball (1994), Shleifer (2000), Kothari (2001), Lee (2001) và Schwert (2001) để biết chi tiết.

thác nó nhằm “thắng” được thị trường. Do vậy, giá chứng khoán sẽ tự điều chỉnh đến khi phản ánh đầy đủ mọi thông tin. Các cá nhân trong một thị trường có thể hành động một cách bất hợp lý nhưng người ta hy vọng rằng về tổng thể, cơ chế này sẽ luôn làm cho giá chứng khoán sát với giá trị nội tại của chúng. Thế nhưng trong thực tiễn, bản thân nghiệp vụ kinh doanh chênh lệch giá cũng chịu những lực cản làm cho nó không thể vận hành như mong muốn. Shleifer & Vishny (1997) nêu ra 3 cản trở chính của nghiệp vụ này. Thứ nhất là rủi ro hạn chế bán khống (*short sale*) trên các thị trường. Thứ hai, sự tồn tại của các *noise traders* cũng là một nguồn rủi ro vì động thái giao dịch của họ là rất khó dự báo đối với những người kinh doanh chênh lệch giá. Thứ ba, các loại chi phí như thu thập, xử lý thông tin và phí giao dịch cũng làm cho nghiệp vụ này trở nên tốn kém, hạn chế thậm chí triệt tiêu lợi nhuận. Lee (2001) dùng hình ảnh so sánh việc chuyển từ cơ chế kinh doanh chênh lệch giá sang giả thiết thị trường hiệu quả giống như tin rằng đại dương là phẳng lặng dựa trên cơ sở quan sát tác động của trọng lực đối với nước trong cốc. Không thể tranh cãi tác động của trọng lực nhưng sẽ là một sự đơn giản hóa quá mức khi từ quan sát này suy ra rằng đại dương giống như mặt hồ trong đêm hè bình lặng. Cách suy luận như vậy không cho phép giải thích sự tồn tại của sóng hay một số hiện tượng có thể dự báo như hải lưu và thủy triều. Trong thực tiễn, đại dương luôn trong trạng thái khuấy động và không ngừng tìm đến sự phẳng lặng. Tương tự như vậy, thị trường tài chính liên tục trong trạng thái tự điều chỉnh để tìm đến sự hiệu quả.

Các tranh luận kinh viện về thuyết thị trường hiệu quả vẫn tiếp diễn. Rainelli (2003) mô tả: “... Nếu có một thời mà các nhà lý luận tương đối nhất trí trong việc khẳng định giả thiết thị trường hiệu quả thì dường như đã trôi qua. Tuy nhiên, thời điểm mà họ cùng phủ nhận nó có lẽ cũng chưa tới.

Chúng ta đang ở trong tình trạng khuyết thiếu lý luận khi nhiều giả thiết rất mới được nêu ra mà không có chứng minh...”. Việc đi sâu hơn vượt quá khuôn khổ của nghiên cứu này. Những phân tích trên chỉ với mục đích nhấn mạnh rằng tính hiệu quả là một giả thiết không dễ thỏa mãn, nhất là đối với các thị trường tài chính rất mới với mức độ phát triển chưa cao như ở Việt Nam. Trong trường hợp này, không thể sử dụng trực tiếp mô hình Ohlson (1995) làm cơ sở cho mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu vì giá thị trường không phải lúc nào cũng phản ánh trung thực giá trị nội tại của cổ phiếu. Nghiên cứu của Aboody, Hughes & Liu (2002) cho phép khắc phục điều này.

Aboody, Hughes & Liu (2002) xét thị trường trong đó giá cổ phiếu phản ánh giá trị nội tại của nó với sai số. Trong điều kiện như vậy, dạng trung bình của giả thiết thị trường hiệu quả sẽ không được thỏa mãn nếu có sự tương quan giữa TT BCTC và sai số nói trên. Sự tương quan này làm cho hồi quy của giá cổ phiếu theo TT BCTC có hệ số thiên lệch (*biased coefficients*) do hiện tượng biến tương quan tiềm ẩn (*omitted-correlated-variables*) hay còn gọi là hiện tượng biến độc lập quan trọng bị bỏ sót. Để xử lý chi tiết này, nghiên cứu của Aboody, Hughes & Liu (2002) cho thấy thông tin về sai số có thể được rút ra từ biến động giá cổ phiếu trong tương lai nếu thị trường tự điều chỉnh về trạng thái hiệu quả theo thời gian. Với giả thiết này, có thể rút ra sai số bằng cách phân tách biến động giá cổ phiếu trong tương lai thành hai thành phần: thành phần biến động thứ nhất do rủi ro có hệ thống⁸ và thành phần thứ hai do sự tự điều chỉnh của thị trường về trạng thái hiệu quả.

$$E(V_{it} | X_{it}) = E\left(\frac{P_{it+1} + D_{it+1}}{1 + \bar{R}_{it+1}^V} \middle| X_{it}\right) = B_t' X_{it} \quad (5)$$

8. Rủi ro phi hệ thống không được tính tới do được giả thiết là nhiễu trắng (*white noise*)

V_{it} : giá trị nội tại của cổ phiếu i vào thời điểm t

X_{it} : TT BCTC của công ty i vào thời điểm t

P_{it+1} : giá cổ phiếu của công ty i vào thời điểm $t + 1$

R_{it+1}^v : lợi suất tính theo giá trị nội tại từ t đến $t + 1$

D_{it+1} : cổ tức của thời kỳ $t + 1$

B_t' : vector hệ số hồi quy

Phương trình (5) là giải pháp đơn giản cho phép đo lường mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu trong điều kiện dạng trung bình của giả thiết thị trường hiệu quả không được thỏa mãn. Thay vì sử dụng giá cổ phiếu hiện tại, hàm hồi quy lấy giá trị hiện tại của giá cổ phiếu tương lai làm biến phụ thuộc, trong đó tỷ suất hiện tại hóa là lợi suất kỳ vọng có điều kiện khi biết TT BCTC. Nói cách khác, lượng điều chỉnh biến phụ thuộc (thêm hoặc bớt vào giá cổ phiếu hiện tại) chính bằng giá trị hiện tại của phần biến động giá cổ phiếu tương lai không chịu ảnh hưởng của rủi ro hệ thống.

Như vậy, do thị trường hiệu quả là một giả thiết không dễ thỏa mãn, nhất là đối với các thị trường tài chính rất mới với mức độ phát triển chưa cao như ở Việt Nam, việc kết hợp mô hình Ohlson (1995) với nghiên

cứ của Aboody, Hughes & Liu (2002) cho phép có được một cơ sở lý thuyết phù hợp để đo lường mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mục tiêu của phần II là kiểm định mối liên hệ này.

2. Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1. Mô hình kinh tế lượng

Mô hình Ohlson (1995) cho thấy giá trị cổ phiếu được quyết định bởi hai loại TT BCTC (giá trị sổ sách và lợi nhuận thuần) và các thông tin khác không có trong báo cáo tài chính. Để kiểm chứng mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và TT BCTC, các mô hình hồi quy tuyến tính với biến phụ thuộc là giá cổ phiếu và hai biến độc lập là giá trị sổ sách trên cổ phiếu và lợi nhuận thuần sẽ được sử dụng. Do dữ liệu dưới dạng bảng (*panel data* – quan sát công ty-năm), ngoài phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (*Ordinary Least Squares – OLS*), mối liên hệ trên cũng sẽ được kiểm chứng bằng các mô hình ảnh hưởng cố định (*Fixed effects model*) và ảnh hưởng ngẫu nhiên (*Random effect model*)⁹.

Trong trường hợp phương pháp bình phương tối thiểu thông thường, với công ty thứ i , mô hình có dạng:

$$Y_i = \bar{\beta}_1 j_T + X_i \beta + e_i$$

Trong đó $Y_i = (Y_{i1}, Y_{i2}, \dots, Y_{iT})'$, $e_i = (e_{i1}, e_{i2}, \dots, e_{iT})'$, $j_T = (1, 1, \dots, 1)$

đều có kích thước $(T \times 1)$, T là số thời kỳ quan sát đối với đơn vị i . $\bar{\beta}_1$ là hệ số tự do và $\beta = (\beta_2, \beta_3, \dots, \beta_K)'$ là vector hệ số hồi quy của các biến độc lập. Ma trận X_i của các biến độc lập có kích thước $(T \times (K - 1))$ trong đó K là số lượng biến độc lập.

Mô hình ảnh hưởng cố định có dạng:

$$Y_i = (\bar{\beta}_1 + \mu_i) j_T + X_i \beta + e_i$$

Trong đó μ_i đại diện cho các yếu tố đặc trưng của công ty i (ngoài TT BCTC) có ảnh

hưởng (cố định) đến giá cổ phiếu của công ty.

9. Các ảnh hưởng đặc thù cố định hoặc ngẫu nhiên trong hai loại mô hình này có khả năng phản ánh “các thông tin khác không có trong báo cáo tài chính” theo mô hình Ohlson (1995), điều mà phương pháp bình phương tối thiểu thông thường không thực hiện được. Đặc điểm này cũng có thể làm cho việc ước lượng theo phương pháp bình phương tối thiểu thông thường bị thiên lệch (*biased estimation*) do hiện tượng biến tương quan tiềm ẩn.

Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên có dạng:

$$Y_i = X_i\beta + \mu_i j_T + e_i$$

Trong đó X_i là ma trận biến phụ thuộc (gồm cả vector tương ứng với hệ số tự do) có kích thước $(T \times K)$ và $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_K)'$. μ_i là một biến ngẫu nhiên thỏa mãn các điều kiện sau: $E(\mu_i) = 0$; $E(\mu_i^2) = \sigma_\mu^2$; $E(\mu_i \mu_j) = 0$ với mọi $i \neq j$; $E(\mu_i e_{it}) = 0$ và $E(\mu_i e_{it}) = 0$.

Các kiểm định thống kê được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Mô hình ảnh hưởng cố định được so sánh với phương pháp bình phương tối thiểu thông thường bằng kiểm định Fischer. Kiểm định này cho phép kiểm chứng sự tồn tại của ảnh hưởng đặc thù không đồng nhất giữa các đơn vị. Giả thiết không (*null hypothesis*) được thể hiện như sau:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_N = 0$$

Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên được so sánh với phương pháp bình phương tối thiểu thông thường bằng kiểm định Breusch-Pagan (chi-bình phương) nhằm kiểm chứng sự tồn tại của các ảnh hưởng ngẫu nhiên. Giả thiết không là phương sai của các ảnh hưởng bằng không:

Khi các mô hình ảnh hưởng cố định và ảnh hưởng ngẫu nhiên vượt qua được các kiểm định sự tồn tại của ảnh hưởng đặc thù,

$$H_0 : \sigma_\mu^2 = 0$$

chúng được so sánh với nhau bằng kiểm định Hausman nhằm kiểm chứng tính độc lập của ảnh hưởng ngẫu nhiên đối với các biến giải thích. Trong trường hợp độc lập, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên mạnh hơn mô hình ảnh hưởng cố định và được lựa chọn. Trong trường hợp ngược lại khi ảnh hưởng ngẫu nhiên tương quan với biến giải thích, ước lượng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên bị thiên lệch và do đó mô hình ảnh hưởng cố định được lựa chọn.

Do dữ liệu bảng được sử dụng trong nghiên cứu này không cân (*unbalanced*

panel), phương pháp bình phương tối thiểu có biến giả hai chiều (*Least Squares Dummy Variable (LSDV) – group and time effects*) được sử dụng để ước lượng mô hình ảnh hưởng cố định và phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (*Feasible Generalized Least Squares - FGLS*) để ước lượng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên¹⁰. Đối với các phương pháp bình phương tối thiểu thông thường và có biến giả, kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg được thực hiện để nhận dạng hiện tượng phương sai không đồng nhất (*heteroscedasticity*). Khi có dấu hiệu của hiện tượng này, ước lượng được điều chỉnh bằng phương pháp White (1980).

Để tính tới ảnh hưởng của giả thiết thị trường hiệu quả đến mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu theo nghiên cứu của Aboody, Hughes & Liu (2002), biến phụ thuộc (giá cổ phiếu) trong các mô hình sẽ được xác định trong một số trường hợp khác nhau. Trường hợp thứ nhất giả thiết thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu được lấy vào thời điểm kết thúc niên độ kế toán mà báo cáo tài chính phản ánh¹¹. Nhóm các trường hợp còn lại giả thiết dạng trung bình của thị trường hiệu quả không được thỏa mãn và thị trường tự điều chỉnh về trạng thái hiệu quả sau một khoảng thời gian nhất định. Do không

10. Xem Greene (2003) để biết chi tiết

11. Báo cáo tài chính năm thường được công bố một khoảng thời gian sau khi niên độ kế toán kết thúc. Việc lấy giá cổ phiếu vào thời điểm công bố báo cáo tài chính với một độ trễ thời gian nhất định so với thời điểm kết thúc niên độ có ưu điểm là giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ hơn thông tin từ báo cáo tài chính. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đó cũng có thể đã phản ánh cả những thông tin của niên độ mới. Trong nghiên cứu này, với trường hợp thứ nhất có giả thiết thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu được lấy vào thời điểm kết thúc niên độ kế toán. Trong thực tiễn, vào thời điểm kết thúc niên độ, các TT BCTC chủ yếu của niên độ đó thường đã được dự đoán trước ở một mức độ khá lớn. Hơn nữa, việc lấy giá cổ phiếu như vậy làm tăng số quan sát trong các trường hợp xét tới tính phi hiệu quả của thị trường và với các giả thiết khác nhau về khoảng thời gian thị trường sẽ tự điều chỉnh về trạng thái hiệu quả (giá cổ phiếu trong nghiên cứu này chỉ được lấy đến 31-07-2008).

có cơ sở lý thuyết nào để lựa chọn khoảng thời gian này, các mốc thời gian được sử dụng trong nghiên cứu này là 3, 6, 9 và 12 tháng sau khi kết thúc niên độ kết toán¹². Trong các trường hợp này, giá cổ phiếu được điều chỉnh theo sai số được rút ra từ biến động giá cổ phiếu tương lai như sau (biến thể của công thức (5) theo nghiên cứu của Aboody, Hughes & Liu (2002)):

$$P_{t/\tau} = \frac{P_{t+\tau}}{1 + R_M^\tau}$$

Trong đó:

$P_{t/\tau}$: giá cổ phiếu được điều chỉnh cho thời điểm t (thời điểm kết thúc niên độ kế toán) theo sai số được rút ra từ biến động giá cổ phiếu τ tháng trong tương lai.

$P_{t+\tau}$: giá cổ phiếu vào thời điểm $t + \tau$.

R_M^τ : lợi suất thị trường (xác định dựa trên chỉ số chứng khoán) cho khoảng thời gian từ t đến $t + \tau$.

$\tau = 3, 6, 9$ và 12 tháng.

2.2. Mẫu nghiên cứu và mô tả dữ liệu

Phạm vi nghiên cứu là các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Dữ liệu phục vụ cho việc ước lượng các mô hình bao gồm lợi nhuận thuần trên cổ phiếu (EPS), giá trị sổ sách trên cổ phiếu (BPS), giá cổ phiếu và chỉ số VN Index được lấy từ cơ sở dữ liệu EzSearch của Công ty cổ phần chứng khoán FPT (www.fpts.com.vn). Do EzSearch chỉ thống kê báo cáo tài chính từ niên độ 2003 trở lại đây và giá cổ phiếu từ ngày giao dịch đầu tiên của năm 2004 đến nay nên mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu sẽ được xem xét cho các niên độ 2003, 2004, 2005, 2006 và 2007¹³. Như vậy sẽ có một số lượng nhất định quan sát công ty-năm (*firm-year observations*) đối với mỗi công ty. Mỗi quan sát công ty-năm sẽ bị loại bỏ khỏi mẫu cuối cùng nếu không có đầy đủ dữ liệu về giá trị sổ sách trên cổ phiếu, lợi nhuận thuần trên cổ phiếu của niên độ tương ứng, giá cổ

phiếu và chỉ số VN Index vào các thời điểm sau: kết thúc niên độ tương ứng, 3, 6, 9 và 12 tháng sau khi kết thúc niên độ.

Một điểm đáng lưu ý là giá cổ phiếu trong cơ sở dữ liệu EzSearch (cũng như hầu hết các nguồn cung cấp dữ liệu giá cổ phiếu ở Việt Nam hiện nay) chưa được điều chỉnh chuỗi đối với các sự kiện làm thay đổi giá cổ phiếu nhưng không làm thay đổi giá trị vốn chủ sở hữu với một tỷ lệ tương ứng (chia cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành thêm cổ phiếu...). Nếu không được điều chỉnh chuỗi, các thay đổi giá cổ phiếu có thể không phản ánh chính xác thay đổi giá trị vốn chủ sở hữu và làm cho kết quả kiểm chứng mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu bị sai lệch. Do vậy giá cổ phiếu sử dụng trong nghiên cứu này được tiến hành điều chỉnh chuỗi¹⁴. Thông tin chi tiết về các sự kiện dẫn đến việc điều chỉnh giá cổ phiếu được thu thập từ web site của Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh cũng như của các công ty niêm yết.

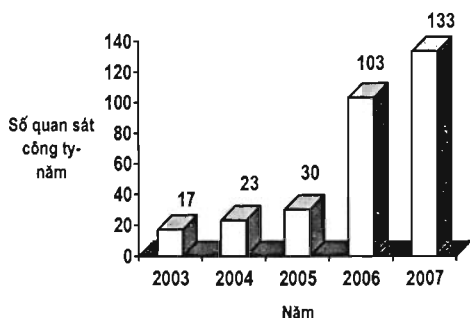
Sau quá trình thu thập và xử lý số liệu, mẫu cuối cùng gồm 306 quan sát công ty-năm của 135 công ty (chiếm gần 90 % số công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh tính đến hết năm 2007). Số lượng quan sát theo năm được trình bày trong biểu đồ dưới đây. Do cuối năm 2006 có sự tăng trưởng mạnh về số lượng các công ty niêm yết nên số lượng các quan sát chủ yếu tập trung vào thời kỳ 2006-2007.

12. Cơ sở để lấy các mốc thời gian cách nhau 3 tháng kể từ thời điểm kết thúc niên độ là việc TT BCTC cũng được công bố hàng quý có thể tăng cường quá trình cập nhật, điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư dựa trên TT BCTC vào các thời điểm này. Sở dĩ mốc thời gian chỉ được lấy đến 12 tháng do quy mô mẫu khá hạn chế về thời gian (xem phần mẫu và số liệu nghiên cứu dưới đây).

13. Số lượng công ty niêm yết đến cuối 2002 là khá ít nên không ảnh hưởng nhiều đến quy mô mẫu.

14. Xem Tôn Tích Quý (2005) và Nguyễn Việt Dũng (2007b) để biết nguyên tắc điều chỉnh giá cổ phiếu.

BIỂU ĐỒ 1: Số quan sát theo năm của mẫu nghiên cứu



Bảng 1 trình bày các thống kê mô tả mẫu. Lợi nhuận thuần trên cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở GDCK TP.HCM trong thời kỳ 2003-2007 là khoảng 3.500 đồng. Giá trị tối thiểu cho thấy có các công ty thua lỗ nhưng chiếm một tỷ lệ rất nhỏ trong số các quan sát (chỉ có 1,6 %). Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu trung bình là hơn 18.000 đồng. Số quan sát của các biến $P_{t/9}$ và $P_{t/12}$ là 173 so với 306 của các biến khác là do giá cổ phiếu chỉ được lấy đến thời điểm nghiên cứu (đến 31/07/2008). Do vậy, không xác định được giá vào cuối niên độ 2007 điều chỉnh cho biến động giá sau 9 và 12 tháng.

BẢNG 1: Thống kê mô tả mẫu

Biến	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa	Số quan sát
EPS	3,44	2,75	2,64	3,64	20,61	306
BPS	18,37	16,11	8,07	4,99	52,20	306
P_t	62,71	47,10	5,58	8,10	460,00	306
$P_{t/3}$	61,47	44,38	53,68	7,26	379,63	306
$P_{t/6}$	63,33	41,43	79,47	6,91	1049,68	306
$P_{t/9}$	58,76	35,19	90,45	6,82	1031,55	173
$P_{t/12}$	62,17	37,87	99,07	5,24	1132,58	173

Bảng 2 trình bày ma trận tương quan giữa các biến gồm các hệ số tương quan Pearson và tương quan hạng Spearman.

BẢNG 2: Ma trận tương quan

Biến	EPS	BPS	P_t	$P_{t/3}$	$P_{t/6}$	$P_{t/9}$	$P_{t/12}$
<i>EPS</i> - Pearson - Spearman	---						
<i>BPS</i> - Pearson - Spearman	0,53** 0,60**	---					
P_t - Pearson - Spearman	0,60** 0,55**	0,50** 0,56**	---				
$P_{t/3}$ - Pearson - Spearman	0,63** 0,56**	0,53** 0,59**	0,87** 0,92**	---			
$P_{t/6}$ - Pearson - Spearman	0,52** 0,56**	0,39** 0,57**	0,54** 0,86**	0,82** 0,95**	---		
$P_{t/9}$ - Pearson - Spearman	0,60** 0,57**	0,49** 0,62**	0,47** 0,89**	0,81** 0,94**	0,99** 0,98**	---	
$P_{t/12}$ - Pearson - Spearman	0,58** 0,45**	0,46** 0,51**	0,46** 0,85**	0,79** 0,91**	0,99** 0,92**	0,99** 0,95**	---

** : có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

Kết quả cho thấy các biến giá cổ phiếu tương quan tương đối mạnh với nhau nhưng giảm dần khi được điều chỉnh cho biến động trong khoảng thời gian tương lai xa hơn. Các TT BCTC là lợi nhuận thuần và giá trị sổ

sách có tương quan mạnh nhất với giá cổ phiếu điều chỉnh cho biến động giá trong khoảng thời gian tương lai 3 tháng. Có thể nhận định đây là kết quả ban đầu cho thấy trên thị trường chứng khoán Việt Nam, TT

Mối liên hệ giữa thông tin ...

BCTC được phản ánh vào giá cổ phiếu với một độ trễ nhất định. Đặc điểm này sẽ được xem xét kỹ hơn khi kiểm định các mô hình kinh tế lượng. Hệ số tương quan giữa hai biến độc lập tương đối lớn và có ý nghĩa thống kê ở mức cao nhất (cũng như các hệ số tương quan giữa các biến khác). Điều này đòi hỏi phải tiến hành nhận dạng hiện tượng cộng tuyến (*Collinearity*) có thể làm ảnh hưởng đến ý nghĩa thống kê của các tham số được ước lượng trong các mô hình.

Phương pháp thừa số tăng phương sai (*Variance Inflation Factor - VIF*) được sử dụng để dò tìm dấu hiệu cộng tuyến nhưng kết quả cho thấy không có hiện tượng này. áp dụng kỹ thuật *Stepwise Regression* cũng cho thấy việc để hai biến độc lập này trong một mô hình là hoàn toàn hợp lý.

2.3. Kết quả kiểm định mô hình kinh tế lượng

Kết quả được trình bày trong bảng 3.

BẢNG 3: Kết quả kiểm định mô hình

	Biến phụ thuộc: P_t			Biến phụ thuộc: $P_{t/3}$		
	OLS	LSDV	FGLS	OLS	LSDV	FGLS
Hệ số tự do	-2,50 (-0,35)	20,41* (2,43)	3,61 (0,55)	-5,39 (-0,69)	13,03 (1,51)	-3,52 (-0,58)
EPS	9,86** (4,08)	10,38** (4,45)	8,25** (7,42)	9,79** (4,49)	10,18** (4,84)	8,08** (7,98)
BPS	1,71** (4,81)	1,03** (2,72)	1,91** (5,76)	1,81** (4,83)	1,24** (3,33)	2,24** (7,63)
R^2	0,40	0,48	0,40	0,44	0,51	0,44
Số quan sát	306	306	306	306	306	306
Kiểm định Breusch-Pagan /Cook-Weisberg (Phương sai không đồng nhất)	$\chi^2(1)$ 378,01**	$\chi^2(1)$ 365,44**		$\chi^2(1)$ 301,36**	$\chi^2(1)$ 295,28**	
Kiểm định Fischer (ảnh hưởng cố định)		F 24,38**			F 22,87**	
Kiểm định Breusch-Pagan (ảnh hưởng ngẫu nhiên)			$\chi^2(1)$ 23,33*			$\chi^2(1)$ 34,40**
Kiểm định Hausman (So sánh ảnh hưởng)		$\chi^2(2)$ 24,14**			$\chi^2(2)$ 12,57**	

** và * : có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1% và 5%

Các mô hình được trình bày ở trên được kiểm định với các biến phụ thuộc khác nhau là P_t , $P_{t/3}$, $P_{t/6}$, $P_{t/9}$ và $P_{t/12}$ để xem xét khả năng tồn tại độ trễ trong việc giá cổ phiếu phản ánh TT BCTC. Hai biến độc lập trong các mô hình là lợi nhuận thuần trên cổ phiếu và giá trị sổ sách trên cổ phiếu. Kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg cho các phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (OLS) và có biến giá (LSDV) với tất cả các biến phụ thuộc khác nhau đều cho thấy có dấu hiệu của hiện tượng phương sai không đồng nhất (*heteroscedasticity*). Do đó, phương pháp White (1980) được áp dụng để điều chỉnh sai số chuẩn của các hệ số hồi quy. Thống kê t được trình bày trong kết quả cũng đã được điều chỉnh tương ứng.

Khi biến phụ thuộc là giá cổ phiếu vào thời điểm kết thúc niên độ kế toán (P_t), các kiểm định Fischer và Breusch-Pagan cho thấy không thể bác bỏ giả thiết tồn tại các ảnh hưởng đặc thù. Tuy nhiên, theo kiểm định Hausman, các ảnh hưởng ngẫu nhiên tương quan với các biến độc lập, làm cho các hệ số hồi quy bị thiên lệch và do đó phương pháp LSDV được lựa chọn. Kết quả ước lượng theo phương pháp này cho thấy giá cổ phiếu có mối liên hệ tỷ lệ thuận với lợi nhuận thuần trên cổ phiếu (EPS) và giá trị sổ sách trên cổ phiếu (BPS) và các hệ số đều có ý nghĩa thống kê ở mức cao nhất (1 %). Hai loại TT BCTC này cùng với các ảnh hưởng cố định giải thích được 48 % biến động giá cổ phiếu (40 % riêng cho EPS và BPS theo phương pháp OLS).

BẢNG 3: Kết quả kiểm định mô hình (tiếp)

	Biến phụ thuộc: $P_{1/6}$			Biến phụ thuộc: $P_{1/9}$		
	OLS	LSDV	FGLS	OLS	LSDV	FGLS
Hệ số tự do	-10,56 (-0,72)	-0,32 (-0,02)	-9,38** (-0,91)	-32,50 (-1,28)	3,03 (0,13)	-20,50 (-1,52)
EPS	13,03* (2,53)	13,17** (2,66)	11,28** (6,38)	18,52* (2,37)	19,94* (2,57)	5,99** (3,38)
BPS	1,59** (3,60)	1,19** (2,82)	2,02** (3,78)	1,86* (2,14)	0,42 (0,55)	4,35** (6,18)
R^2	0,29	0,32	0,28	0,37	0,42	0,32
Số quan sát	306	306	306	173	173	173
Kiểm định Breusch-Pagan/Cook-Weisberg (Phương sai không đồng nhất)	$\chi^2(1)$ 1071,58**	$\chi^2(1)$ 1050,17**			$\chi^2(1)$ 767,41**	
Kiểm định Fischer (ảnh hưởng cố định)		F 14,72**			F 11,69**	
Kiểm định Breusch-Pagan (ảnh hưởng ngẫu nhiên)			$\chi^2(1)$ 8,92**			$\chi^2(1)$ 3,81
Kiểm định Hausman (So sánh ảnh hưởng)		$\chi^2(2)$ 5,64			---	

** và * : có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1% và 5%

Khi giá cổ phiếu vào thời điểm kết thúc niên độ được điều chỉnh cho biến động giá trong 3 tháng tương lai ($P_{1/3}$), các kiểm định vẫn dẫn tới việc lựa chọn LSDV là phương pháp phù hợp nhất. Các TT BCTC vẫn có hệ số dương với mức ý nghĩa thống kê cao nhất. Ngoài ra, sức giải thích $P_{1/3}$ của các TT BCTC cao hơn so với P_t . Khi các biến phụ thuộc là $P_{1/6}$, $P_{1/9}$ và $P_{1/12}$, sức giải thích của TT BCTC có xu hướng giảm. Hệ số của giá trị sổ sách trên cổ phiếu không còn ý nghĩa

thống kê khi biến phụ thuộc là $P_{1/9}$ và $P_{1/12}$. Như vậy, trái với một số nhận định cho rằng TT BCTC không hữu ích trong việc xác định giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, việc kiểm định các mô hình cho thấy mối liên hệ này hoàn toàn có ý nghĩa về mặt thống kê. Kết quả cũng cho thấy có dấu hiệu giá cổ phiếu phản ánh TT BCTC với một độ trễ nhất định (TT BCTC giả thích tốt nhất giá cổ phiếu được điều chỉnh cho biến động giá trong 3 tháng tương lai).

BẢNG 3: Kết quả kiểm định mô hình (tiếp)

Biến phụ thuộc: $P_{1/12}$	OLS	LSDV	FGLS
Hệ số tự do	-30,24 (-1,06)	13,36 (0,49)	-9,90 (-0,68)
EPS	20,10* (2,26)	21,77* (2,48)	3,79* (2,06)
BPS	1,61 (1,48)	-0,12 (-0,12)	4,54** (6,24)
R^2	0,34	0,40	0,27
Số quan sát	173	173	173
Kiểm định Breusch-Pagan /Cook-Weisberg (Phương sai không đồng nhất)	$\chi^2(1)$ 794,85**	$\chi^2(1)$ 767,51**	
Kiểm định Fischer (ảnh hưởng cố định)		F 14,34**	
Kiểm định Breusch-Pagan (ảnh hưởng ngẫu nhiên)			$\chi^2(1)$ 3,76
Kiểm định Hausman (So sánh ảnh hưởng)			---

** và * : có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1% và 5%

Mối liên hệ giữa thông tin ...

Do đầu năm 2007 chứng kiến sự đi lên rất mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, mối liên hệ của giá cổ phiếu đầu năm 2007 với TT BCTC niên độ 2006 được so sánh với mối liên hệ của

$$P_{i,t/3} = \alpha + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BPS_{it} + \beta_3 (YD \times EPS_{it}) + \beta_4 (YD \times BPS_{it}) + \beta_5 YD + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

$P_{i,t/3}$: giá cổ phiếu của cổ phiếu i tại thời điểm kết thúc niên độ t được điều chỉnh cho biến động giá trong thời gian 3 tháng tương lai.

EPS_{it} : lợi nhuận thuần trên cổ phiếu niên độ t của công ty i .

BPS_{it} : giá trị sổ sách trên cổ phiếu niên độ t của công ty i .

YD (*Year Dummy*): biến giả nhận giá trị 1 nếu năm quan sát là 2006 và giá trị 0 cho các năm còn lại.

Kết quả được trình bày trong bảng 4. Các kiểm định Fischer, Breusch-Pagan và Hausman cho thấy phương pháp LSDV được lựa chọn và theo kết quả ước lượng bằng phương pháp này, ngoài các biến EPS và BPS có hệ số dương, biến tương tác thứ nhất $YD \times EPS$ cũng có hệ số lớn hơn 0 ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Trong

các năm khác để xác định liệu có sự thay đổi nào trong mối liên hệ này khi thị trường thăng hoa. Để kiểm chứng sự khác biệt này, mô hình sau được kiểm định với 3 phương pháp như ở trên:

khi đó, không thể bác bỏ giả thiết hệ số của biến tương tác thứ hai $YD \times BPS$ bằng 0 ở mức 5% (thậm chí 10%). Do biến giả YD nhận giá trị 1 nếu năm quan sát là 2006 và giá trị 0 cho các năm còn lại kết quả này chỉ ra rằng mối liên hệ giữa giá cổ phiếu đầu năm 2007 với TT BCTC niên độ 2006 mạnh hơn mối liên hệ này của các năm còn lại và sự gia tăng này chỉ đến từ vai trò của lợi nhuận còn giá trị sổ sách không có đóng góp gì đáng kể. Các hệ số hồi quy cho thấy trung bình mỗi 1% thay đổi lợi nhuận niên độ 2006 làm giá cổ phiếu đầu năm 2007 biến đổi cùng chiều gần 17% trong khi chỉ là khoảng 7% cho những thời kỳ khác. Như vậy, khi thị trường chứng khoán Việt Nam thăng hoa thì vai trò của lợi nhuận trong việc giải thích giá cổ phiếu tăng lên rất nhiều so với những thời điểm khác.

BẢNG 4: Kết quả kiểm định mô hình

Biến phụ thuộc: $P_{i,t/3}$	OLS	LSDV	FGLS
Hệ số tự do	-3,37 (-0,41)	22,41* (2,47)	-0,18 (-0,03)
EPS	6,38** (2,76)	6,88** (3,19)	5,58** (5,05)
BPS	2,14** (4,97)	1,36** (3,12)	2,39** (8,10)
$YD \times EPS$	10,44** (3,08)	9,94** (3,02)	6,59** (3,62)
$YD \times BPS$	-1,53 (-1,94)	-0,75 (-0,94)	-0,05 (-0,07)
YD	0,71 (0,05)	-25,10 (-1,70)	-14,31 (-1,35)
R^2	0,49	0,55	0,48
Số quan sát	306	306	306
Kiểm định Breusch-Pagan /Cook-Weisberg (Phương sai không đồng nhất)	$\chi^2(1)$ 167,84**	$\chi^2(1)$ 190,86**	
Kiểm định Fischer (ảnh hưởng cố định)		F 29,41**	
Kiểm định Breusch-Pagan (ảnh hưởng ngẫu nhiên)			$\chi^2(1)$ 25,75**
Kiểm định Hausman (So sánh ảnh hưởng)		$\chi^2(2)$ 24,11**	

** và * : có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức 1% và 5%.

Bảng 5 so sánh sức giải thích giá cổ phiếu của TT BCTC trên thị trường chứng khoán Việt Nam với trường hợp của các nước khác. Các hệ số xác định bội và xác định bội hiệu chỉnh của hàm hồi quy thể hiện mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và TT BCTC trong trường hợp các nước được so sánh với nhau¹⁵. Kết quả cho thấy mối liên hệ này trên thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung yếu hơn trên các thị trường chứng khoán phương Tây (điều này đã được dự đoán trước). Tuy nhiên, lợi nhuận và giá trị sổ sách giải thích biến động giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam tốt hơn trên TTCK Trung Quốc trong thập niên 90 (Chen, Chen & Su (2001) nghiên cứu thời kỳ 1991-1998), cũng là thời kỳ ngay sau khi TTCK Trung Quốc ra đời giống như trường hợp Việt Nam trong nghiên cứu này. Đối với các nước Đông Nam Á, do nghiên cứu của Graham & King (2000) sử dụng lợi nhuận thặng dư thay cho lợi nhuận thuần trong hàm hồi quy nên không thể so sánh trực tiếp bằng hệ số xác định bội. Tuy nhiên, các tác giả phân tích hệ số tương quan giữa lợi nhuận thuần trên cổ phiếu và giá cổ phiếu và nếu dựa vào thông số này thì trong số 6 quốc gia và vùng lãnh thổ là Đài Loan, Hàn Quốc, Indônêxia, Malaixia, Philippin và Thái Lan (thời kỳ nghiên cứu: 1987-1996), Việt Nam chỉ xếp trên Đài Loan.

BẢNG 5: So sánh với các quốc gia khác

Quốc gia	Thời kỳ nghiên cứu	Tác giả	R ²	R ² hiệu chỉnh
Anh	1982 - 1996	King & Langli (1998)	66 %	
Na Uy	1982 - 1996	King & Langli (1998)	65 %	
Mỹ	1953 - 1993	Collins, Maydew & Weiss (1997)	54 %	
Đức	1982 - 1996	King & Langli (1998)	40 %	
Việt Nam	2003 - 2007	Nguyễn Việt Dũng (2009)	40 %	39 %
Trung Quốc	1991 - 1998	Chen, Chen & Su (2001)		25 %

Như vậy, mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam vẫn còn thấp so với không chỉ các quốc gia phát triển mà cả với các thị trường mới nổi khác trong khu vực. Điều này có thể dễ dàng nhận thấy thông qua việc phân tích các tồn tại trong môi trường pháp lý về công bố thông tin nói chung và TT BCTC nói riêng, chế độ kế toán, hoạt động kiểm toán, thực trạng công bố TT BCTC của các công ty phát hành, niêm yết và việc sử dụng TT BCTC của nhà đầu tư ở nước ta¹⁶. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là TT BCTC không được phản ánh vào giá cổ phiếu tại Việt Nam. Đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp không có thông tin nội gián và các lợi thế khác thì TT BCTC như nó được công bố vẫn là một căn cứ quan trọng để ra quyết định đầu tư. Hơn nữa, khi vẫn tồn tại một bộ phận không nhỏ các nhà đầu tư không có kiến thức đầu tư theo các nhà đầu tư chuyên nghiệp nói trên (ví dụ các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài) như vẫn thường thấy trên TTCK Việt Nam thì TT BCTC vẫn được phản ánh vào giá cổ phiếu.

3. Kết luận

Do thị trường hiệu quả là một giả thiết không dễ thỏa mãn, nhất là đối với các thị trường tài chính rất mới với mức độ phát triển chưa cao như ở Việt Nam, việc kết hợp mô hình Ohlson (1995) với nghiên cứu của Aboody, Hughes & Liu (2002) cho phép có được một cơ sở lý thuyết phù hợp để đo lường mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trái với nhiều nghi ngờ rằng TT BCTC không có tác động gì đến giá cổ phiếu tại nước ta, kết quả kiểm định mô hình kinh

15. Để có sự so sánh đồng bộ, các hệ số xác định bội và xác định bội hiệu chỉnh trong trường hợp Việt Nam là của hàm hồi quy được ước lượng bằng phương pháp OLS với biến phụ thuộc là P_t .

16. Xem Nguyễn Việt Dũng và nhóm đề tài (2008) để biết chi tiết

tế lượng cho thấy mối liên hệ này hoàn toàn có ý nghĩa, ít nhất là về mặt thống kê. Kết quả còn cho thấy TT BCTC giải thích tốt nhất giá cổ phiếu được điều chỉnh cho biến động giá trong 3 tháng tương lai. Đây là dấu hiệu giá cổ phiếu phản ứng chậm và/hoặc dưới mức với công bố TT BCTC và có sự tự điều chỉnh theo thời gian¹⁷. Mối liên hệ giữa giá cổ phiếu đầu năm 2007, khi thị trường lên cao, với TT BCTC niên độ 2006 mạnh hơn mối liên hệ này của các năm còn lại và sự gia tăng này chỉ đến từ vai trò của lợi nhuận còn giá trị sổ sách không có đóng góp gì đáng kể. Điều này cho thấy, khi thị trường chứng khoán Việt Nam thăng hoa thì vai trò của lợi nhuận trong việc giải thích giá cổ phiếu tăng lên so với những thời điểm khác.

Như vậy, về chiến lược đầu tư cổ phiếu, các nhà đầu tư hoàn toàn có thể dựa trên TT BCTC, đặc biệt là lợi nhuận và nhất là vào các thời điểm thị trường đi lên. Cần nắm bắt nhanh TT BCTC được công bố, tiến hành phân tích để tìm hiểu thông tin tốt, thông tin xấu và đưa ra quyết định đầu tư. Do đặc điểm chung của thị trường Việt Nam là giá cổ phiếu phản ứng chậm và/hoặc dưới mức đối với TT BCTC và có dấu hiệu rõ rệt của quá trình tự điều chỉnh sau đó nên thông tin tốt phải đi kèm với quyết định mua cổ phiếu và thông tin xấu đi kèm với quyết định bán cổ phiếu¹⁸.

Đối với các cơ quan quản lý và tổ chức phát hành, niêm yết, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy cần nâng cao vai trò của TT BCTC do mối liên hệ giữa TT BCTC và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam còn yếu hơn so với không chỉ các nước phát triển mà cả với các thị trường mới nổi trong khu vực. Nâng cao vai trò của TT BCTC nói riêng và minh bạch thông tin nói chung là rất cần thiết cho sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam. Nó mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp và nhà đầu tư, góp phần cải thiện chức năng phân bổ nguồn lực phục vụ phát triển kinh tế của thị trường chứng khoán nước ta./

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aboody D., Hughes J. & Liu J. (2002), "Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market", *Journal of Accounting Research*, 40, p. 965-986.
- Akerlof G. (1970), "The market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, p. 488-500.
- Ball R. & Brown P. (1968), "An empirical evaluation of accounting numbers", *Journal of Accounting Research*, 6, p. 159-177.
- Ball R. (1994), "The theory of stock market efficiency: accomplishments and limitations", in Chew D. (ed.), *The new corporate finance: where theory meets practice*, McGraw-Hill, p. 35-48.
- Chen C., Chen S. & Su X. (2001), "Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market?", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, p. 1-22.
- Collins D., Maydew E. & Weiss I. (1997), "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years", *Journal of Accounting and Economics*, 24, p.39-67.
- Dumontier P. & Labelle R. (1998), "Accounting earnings and firm valuation: the French case", *European Accounting Review*, 7, p. 163-183.
- Đỗ Thành Phương (2006), "Thông tin không đối xứng với vấn đề công bố thông tin trên TTCK Việt Nam", *Tap chí Tài chính*, số 10, tr. 44-47.
- Mai Hoàng Minh (2007), "Tác dụng của kiểm toán độc lập với việc minh bạch tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam khi nhập kinh tế quốc tế", *Tap chí Kinh tế & Phát triển*, số 115.
- Nguyễn Đình Hùng (2005), "Công bố thông tin của các công ty niêm yết", *Tap chí Chứng khoán Việt Nam*, Số 5, tr. 8-11.
- Nguyễn Thế Thọ (2006), "Nâng cao tính minh bạch trên TTCK Việt Nam", *Tap chí Chứng khoán Việt Nam*, số 9 & 10, tr. 12-16 & 10-12.
- Nguyễn Việt Dũng (2007a), "Định giá cổ phiếu: vận dụng linh hoạt mô hình chiết khấu cổ tức vào thực tiễn thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tap chí Nghiên cứu Kinh tế*, số 7, tr. 14-19.
- Nguyễn Việt Dũng (2007b), "Đề sử dụng đúng giá cổ phiếu trong phân tích đầu tư", *Đầu tư chứng khoán*, số 46, tr. 16-17.
- Nguyễn Việt Dũng và nhóm đề tài (2008), "Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ*, Trường Đại học Ngoại thương.

17. Việc giới hạn biên độ giao động giá cũng có thể là một nguyên nhân khác làm giá cổ phiếu phản ứng chậm. Cần nghiên cứu thêm để kiểm chứng.

18. Đây không phải là chiến lược hiển nhiên trong mọi trường hợp vì khi giá cổ phiếu phản ứng quá mức, quy tắc là ngược lại. Cần lưu ý là phản ứng chậm và/hoặc dưới mức này được nhận thấy khi xét trên trung bình, không loại trừ khả năng có những trường hợp cổ phiếu đơn lẻ có kết quả khác. Do vậy, việc áp dụng chiến lược trên cho một nhóm cổ phiếu đảm bảo hơn từng cổ phiếu đơn lẻ.