

Phân tích các nhân tố tác động giá mở cửa của cổ phiếu VCB

ThS. LÊ THỊ QUỲNH NHUNG

Từ một ngân hàng chuyên doanh phục vụ kinh tế đối ngoại, Vietcombank hiện trở thành một ngân hàng hoạt động đa lĩnh vực, cung cấp đầy đủ các dịch vụ tài chính trong lĩnh vực thương mại quốc tế, trong các hoạt động truyền thống về kinh doanh vốn, tín dụng, tài trợ dự án... cũng như mảng dịch vụ ngân hàng hiện đại, như kinh doanh ngoại tệ và các công vụ phái sinh, dịch vụ thẻ, ngân hàng điện tử... Ngày 30/6/2009, Vietcombank chính thức niêm yết 2.665.020.334 cổ phiếu với mã chứng khoán VCB và vốn điều lệ 26.650.203.340.000 đồng.

Cổ phiếu của VCB sau khi niêm yết đã nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư. Với cổ phiếu VCB nói riêng và các cổ phiếu niêm yết nói chung, rất nhiều nhà đầu tư quan tâm vấn đề “Sự thay đổi của giá cổ phiếu thực tế phụ thuộc vào những nhân tố gì?”. Các phân tích tương đối đúng giá cổ phiếu trên sàn giao dịch sẽ góp phần dự báo tốt cho giá cổ phiếu. Từ những dữ liệu thực tế, bài viết giới thiệu một mô hình nhằm dự báo sự tác động của các nhân tố chính tới sự thay đổi của cổ phiếu VCB qua việc sử dụng phần mềm Eviews của kinh tế lượng.

Từ khóa: giá mở cửa, cổ phiếu, VCB

1. Tổng quan lý thuyết các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

Tình hình biến động của lãi suất: Lãi suất tăng làm tăng chi phí vay đối với công ty. Chi phí tăng làm giảm lợi nhuận của công ty dẫn đến giảm cổ tức. Đối với nhà đầu tư ưa thích lợi tức cao sẽ chuyển hướng sang tìm nguồn thu nhập tốt hơn ở bất cứ nơi nào có lãi suất cao. Lãi suất tăng sẽ khuyến khích công ty giữ lại tiền nhàn rỗi hơn là đầu tư mở rộng sản xuất, kinh doanh, do đó ảnh hưởng tới triển vọng phát triển của công ty. Vì vậy, nếu không tính đến các yếu tố khác, lãi suất

tăng sẽ dẫn đến giá cổ phiếu giảm và ngược lại. Nghiên cứu của PGS.TS. Phan Thị Bích Nguyệt và ThS. Phạm Dương Phương Thảo (2013) cho thấy, khi các nhân tố khác không đổi tại Việt Nam thì nhân tố lạm phát và sản lượng công nghiệp có tương quan dương, còn lãi suất, tỷ giá có tương quan âm với giá cổ phiếu trên TTCK. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cũng chỉ ra rằng, các yếu tố cơ bản của công ty có ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu như nghiên cứu của Rashid Al-Qenae, Carmen Li và Bob Wearing (2002), của Hussein Al-Tamimi (2007). Các yếu tố này có thể đánh giá qua các chỉ số cơ bản như EPS (Earning Per



Share) là phần lợi nhuận ròng sau thuế mà công ty chia cho các cổ đông thường trong năm tài chính gần nhất, $P/E = P/EPS$, trong đó giá thị trường P của cổ phiếu là giá mà cổ phiếu được mua bán ở thời điểm hiện tại.

Tỷ giá hối đoái: Các lý thuyết kinh tế vĩ mô hậu Keynesian cho rằng, nếu tỷ giá hối đoái thay đổi sẽ dẫn tới sự thay đổi dòng tiền, thay đổi đầu tư và lợi nhuận của doanh nghiệp, vì thế nó sẽ ảnh hưởng đến giá của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán (TTCK). Kutty (2010) nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá cổ phiếu trên TTCK Mexico trong giai đoạn từ tháng 1/1989 tới tháng 12/2006 đã kết luận có mối liên hệ giữa hai biến trong ngắn hạn nhưng không tìm thấy liên hệ này trong dài hạn. Tuy nhiên, nghiên cứu thực nghiệm của Rahman và Uddin (2009) xem xét mối liên hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá cổ phiếu trong giai đoạn 2003- 2008 trên ba nước trong khu vực Nam Á là Bangladesh, India và Pakistan thì không đồng thuận quan điểm này. Kết quả kiểm định của các tác giả cho biết không có mối liên hệ trong ngắn hạn cũng như trong dài hạn giữa tỷ giá hối đoái và giá cổ phiếu. Như vậy, mối liên hệ của hai biến số này hầu như không có một xu hướng chung cho tất cả các thị trường mà tùy thuộc vào từng quốc gia.

Lòng tin của nhà đầu tư đối với tương lai của giá cổ phiếu, lợi nhuận công ty và lợi tức cổ phần:

Theo thuyết lòng tin về giá cổ phiếu, yếu tố căn bản trong biến động của giá cổ phiếu là sự tăng hay giảm lòng tin của nhà đầu tư đối với tương lai của giá cổ phiếu, lợi nhuận công ty và lợi tức cổ phần. Vào bất cứ thời điểm nào, trên thị trường cũng xuất hiện hai nhóm người: Nhóm lạc quan và nhóm bi quan. Khi số tiền do người lạc quan đầu tư chiếm nhiều hơn, thị trường sẽ tăng giá và khi số tiền bán ra của người bi quan nhiều hơn, thị trường sẽ hạ giá. Tỷ lệ giữa 2 nhóm người này sẽ thay đổi tùy theo cách diễn giải của họ về thông tin triển vọng công ty, gồm cả về yếu tố chính trị- xã hội, cũng như những đánh giá của họ về

nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Khối lượng cổ phiếu có nhu cầu mua và khối lượng cổ phiếu có nhu cầu bán sẽ phản ánh được một phần nhu cầu của nhà đầu tư.

Giá vàng: Nghiên cứu của Mishra và Rahman (2005) chỉ ra rằng giá vàng trên thị trường Luân Đôn và giá cổ phiếu trên hai TTCK Bombay và Newyork có mối quan hệ qua lại lẫn nhau. Nghiên cứu trong nước của TS.Trương Đông Lộc, Võ Thị Hồng Đoan (2009) cũng khẳng định có mối liên hệ giữa giá vàng và giá cổ phiếu.

Ngoài ra, những biến động về chính trị xã hội, quân sự hay hành động lũng đoạn, tung tin đồn nhảm, các biện pháp kỹ thuật của nhà điều hành thị trường, ý kiến của các nhà phân tích... cũng có thể khiến giá cổ phiếu biến động.

2. Mô hình ước lượng thực nghiệm

2.1. Các biến trong mô hình

Trên cơ sở tổng quan lý thuyết, mô hình ước lượng biến phụ thuộc là giá khớp lệnh đầu ngày của cổ phiếu VCB, sử dụng phần mềm Eviews để tìm hiểu các biến độc lập. Các biến không đưa vào mô hình thực nghiệm do không có ý nghĩa giải thích cho biến phụ thuộc gồm: Lãi suất tiền gửi bằng VND do lãi suất trong 06 tháng cuối năm 2015 gần như là hằng số; Lãi suất tiền gửi bằng USD, do trong khoảng thời gian từ 01/7/2015- 27/9/2015, lãi suất tiền gửi không đổi, và lãi suất hạ từ ngày 28/9/2015 được thông báo vào chủ nhật- trước đó một ngày- đồng thời tiền gửi thường cũng có kỳ hạn nên góp phần không gây xáo trộn trong ngắn hạn; Các chỉ số EPS, PE, do các ngân hàng công bố khá muộn, cách tính các chỉ số cũng không đồng nhất (EPS theo tháng, theo quý).

Bảng 1. Các biến trong mô hình

Tên biến	Đơn vị	Ký hiệu
Giá mở cửa cổ phiếu VCB (giá khớp lệnh đầu ngày)	Ngàn đồng	GVCB
Giá đóng cửa VCB	Ngàn đồng	GVCB
Khối lượng cổ phiếu VCB dư mua		MVCB
Khối lượng cổ phiếu VCB dư bán		BVCB
Giá bán 1 USD của ngân hàng Vietcombank	Đồng	BUSD
Giá mua 1 USD của ngân hàng Vietcombank	Đồng	MUSD
Giá bán 1 lượng vàng SJC	Triệu đồng	BSJC
Giá mua 1 lượng vàng SJC	Triệu đồng	MSJC



Bảng 2. Thống kê mô tả các biến sử dụng

	GVCB	GVCB	MSJC	MUSD	BUSD	BSJC
Mean	45.8496	45.9147	33.4311	22245.1600	22311.1600	33.6767
Median	45.5000	45.5000	33.5700	22390.0000	22460.0000	33.7800
Maximum	54.5000	54.5000	34.7000	22517.0000	22547.0000	35.3000
Minimum	39.5000	38.0000	32.2000	21770.0000	21830.0000	32.7000
Std. Dev.	3.4148	3.4696	0.5272	278.0287	278.7785	0.5640
Sum	5914.6000	5923.0000	4312.6100	2869626.0000	2878139.0000	4344.3000
Sum Sq. Dev.	1492.6220	1540.8820	35.5763	9894394.0000	9947831.0000	40.7118
Observations	129	129	129	129	129	129

Lưu ý đơn vị của biến GVCB, GVCB là ngàn đồng, của MSJC, BSJC là triệu đồng, của MUSD và BUSD là đồng.

Như vậy, các biến độc lập đưa vào mô hình thực nghiệm gồm:

- Khối lượng cổ phiếu có nhu cầu mua hoặc có nhu cầu bán (chưa khớp lệnh).

- Những yếu tố nội tại gắn liền với nhà phát hành: Giá khớp lệnh trước đó của cổ phiếu VCB;
- Các biến động về giá vàng và tỷ giá USD/VND: Đây là các biến có ý nghĩa giải thích cho biến phụ thuộc, chúng cũng là các biến có nhiều biến động trong 06 tháng cuối năm.

Từ đó, các biến được sử dụng trong mô hình được mô tả tại bảng 1.

2.2. Mô tả dữ liệu

Dữ liệu gồm 129 quan sát theo ngày, trong 6 tháng cuối năm 2015: Từ ngày 01/7/2015 đến ngày 31/12/2015. Dữ liệu về thống kê giao dịch mã cổ phiếu VCB được lấy theo thống kê trên trang web: www.bvsc.com.vn. Giá vàng được lấy theo ngày từ biểu đồ dữ liệu lịch sử giá vàng theo năm trên trang web chính thức của Tập đoàn Vàng bạc Đá quý SJC: www.sjc.com.vn. Giá USD được lấy trên trang web chính thức của Vietcombank: <https://www.vietcombank.com.vn/exchangerates>.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Tóm tắt thống kê một số biến sử dụng trong mô hình

Bảng 3. Kết quả ước lượng các tham số của mô hình

Dependent Variable: GVCB

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 4 129

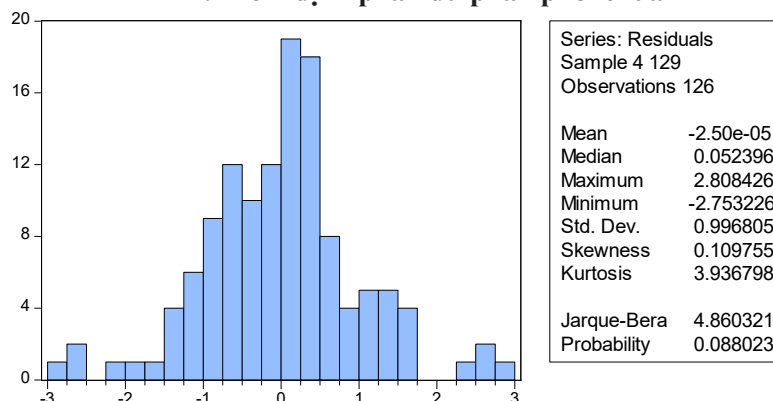
Included observations: 126 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GVCB(-1)	0.999974	0.001748	572.2295	0.0000
BVCB(-1)	-1.98E-07	8.64E-08	-2.286810	0.0239
MVCB(-1)	1.33E-07	7.15E-08	1.856282	0.0658
MUSD(-1)-BUSD(-2)	-0.001220	0.000663	-1.840466	0.0682
MSJC(-1)-BSJC(-3)	-0.227482	0.113613	-2.002257	0.0475
R-squared	0.991438	Mean dependent var	45.82778	
Adjusted R-squared	0.991155	S.D. dependent var	3.457436	
S.E. of regression	0.325164	Akaike info criterion	0.629897	
Sum squared resid	12.79350	Schwarz criterion	0.742448	
Log likelihood	-34.68354	Hannan-Quinn criter.	0.675623	
Durbin-Watson stat	1.960899			

Các biến sử dụng trong mô hình có các tham số cơ bản được mô tả tại bảng 2.

3.2. Kết quả chạy mô hình thực nghiệm

Hình 1. Kiểm định phần dư phân phối chuẩn





Sử dụng phần mềm Eviews để ước lượng mô hình cho biến phụ thuộc GVCB theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) ta có kết quả tại bảng 3.

Các kiểm định của mô hình:

Giá trị Probability > 0,05 cho thấy mô hình có phần

- Kiểm định tính tự tương quan

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.771834	Prob. F(2,119)	0.4645
Obs*R-squared	1.613510	Prob. Chi-Square(2)	0.4463

- Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.437368	Prob. F(5,120)	0.2158
Obs*R-squared	7.119776	Prob. Chi-Square(5)	0.2119
Scaled explained SS	16.55075	Prob. Chi-Square(5)	0.0054

- Kiểm định mô hình không thiếu biến:

Ramsey RESET Test:

F-statistic	2.479040	Prob. F(1,120)	0.1180
Log likelihood ratio	2.576470	Prob. Chi-Square(1)	0.1085

đều phân phối chuẩn, không có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, đồng thời mô hình không thiếu biến.

3.3. Phân tích và dự báo

Từ mô hình thực nghiệm trên, ta có công thức tính giá khớp lệnh đầu ngày của cổ phiếu VCB:

$$GVCB(t) = 0,999974 * GVCB(t-1) - 1,98.10^{-7} * BVCB(-1) + 1,33.10^{-7} * MVCB(t-1) - 0,00122 * (MUSD(t-1) - BUSD(t-2)) - 0,227482 * (MSJC(t-1) - BSJC(t-3))$$

Điều này cho thấy có các thành phần tác động và sự tác động như sau:

- Hệ số của GVCB là $0,999974 > 0$ là phù hợp, điều này cho thấy khi giá khớp cuối ngày của cổ phiếu VCB tăng 1 (ngàn đồng) thì đóng góp vào tác động chung làm cho giá ngày hôm sau tăng lên $0,999974$ (ngàn đồng).

- Hệ số của khối lượng dư mua là $1,33.10^{-7} > 0$ phù hợp với lý thuyết kinh tế, khi nhu cầu mua ngày hôm trước tăng lên 107 cổ phiếu thì đóng góp vào tác động chung làm giá cổ phiếu ngày hôm sau tăng thêm 1,33 (ngàn đồng).

- Hệ số của khối lượng dư bán là $-1,98.10^{-7} < 0$ phù hợp với lý thuyết kinh tế, khi nhu cầu bán ngày hôm

trước tăng lên 107 cổ phiếu thì đóng góp vào tác động chung làm giá cổ phiếu ngày hôm sau giảm đi 1,98 (ngàn đồng).

- Hiệu số của giá mua USD 1 ngày trước và giá bán 2 ngày trước là $-0,00122 < 0$ cho thấy khi hiệu số trên tăng lên 1.000 đồng thì góp vào tác động chung làm giá cổ phiếu giảm đi 1,22 ngàn đồng, điều này phù hợp với lý thuyết kinh tế vì hiệu số trên tăng lên trong các trường hợp sau:

+ Giá mua USD của ngân hàng tăng lên, giá bán giữ nguyên, mặt khác giá mua USD của ngân hàng chính là giá bán USD của khách hàng và giá bán USD của ngân hàng là giá mua của khách hàng, điều này cho thấy, giá mua USD của khách hàng không đổi nhưng giá bán tăng lên.

+ Giá mua USD của ngân hàng không đổi song giá bán giảm đi, do đó giá mua USD của khách hàng giảm đi

nhưng giá bán không đổi.

+ Giá mua USD của ngân hàng tăng lên và giá bán giảm đi, do đó giá mua USD của khách hàng giảm đi nhưng giá bán tăng lên.

+ Giá mua và giá bán USD của ngân hàng đều tăng nhưng khoảng cách giữa giá mua và giá bán co lại. Cả 4 trường hợp trên đều có lợi để mua USD và góp phần kích thích tâm lý mua USD của người dân, điều này góp phần giảm sự đầu tư vào cổ phiếu và góp phần làm giá cổ phiếu giảm.

- Hệ số của giá mua vàng 1 ngày trước và giá bán 3 ngày trước là $-0,227482 < 0$ cho thấy khi hiệu số trên tăng 1 (triệu đồng) thì đóng góp vào tác động chung làm giảm giá cổ phiếu đi 0,227482 (ngàn đồng).

Điều này phù hợp với thực tế, giá mua của khách hàng chính là giá bán của hiệu vàng và ngược lại, tương tự với USD, hiệu số MSJC(t-1) - BSJC(t-3) tăng sẽ có lợi cho người dân khi mua vàng, kích thích tâm lý đầu tư vào vàng thay cho cổ phiếu, làm giảm giá cổ phiếu.

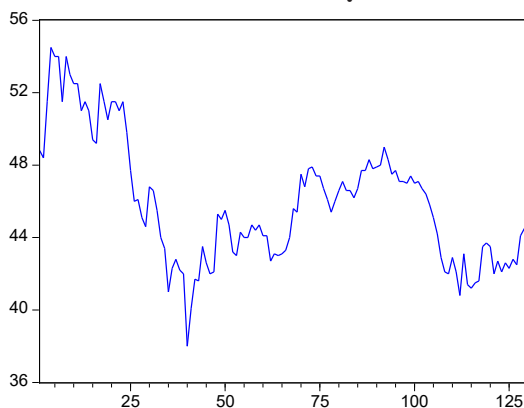
Hình 2 và 3 so sánh giữa giá thực tế GVCB và giá dự báo GVCBF theo mô hình.

4. Kết luận

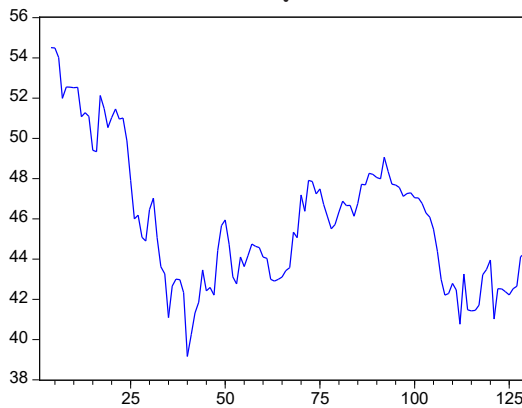
Từ các phân tích trên, có thể thấy các nhân tố tác



Hình 2. Giá mở cửa thực tế VCB



Hình 3. Giá mở cửa dự báo theo mô hình



mua USD một ngày trước và giá bán của nó hai ngày trước, hiệu số giữa giá mua vàng một ngày trước và giá bán của nó ba ngày trước đó.

động đến giá mở cửa của cổ phiếu VCB bao gồm: Giá đóng cửa ngày hôm trước, giá mua và giá bán USD hay là giá mua và giá bán vàng trong một vài ngày trước đó, khối lượng dư mua, khối lượng dư bán một ngày trước.

Các biến biến động cùng chiều với giá mở cửa là: Giá đóng cửa và khối lượng dư mua một ngày trước. Các biến biến động ngược chiều với giá mở cửa là: Khối lượng dư bán một ngày trước, hiệu số giữa giá

Hệ số của R^2 hiệu chỉnh trong mô hình là 0,991155 cho thấy các biến trên đã góp phần giải thích được tới 99,1155% giá cổ phiếu VCB, do vậy đây là mô hình tốt dự báo giá mở cửa cổ phiếu VCB.

Hy vọng mô hình này sẽ gợi ý nhà đầu tư thành công trong việc tìm các mô hình mới để góp phần dự báo tốt giá cổ phiếu của ngành ngân hàng nói chung. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. GS.TS. Nguyễn Quang Đông, TS. Nguyễn Thị Minh (2012), «Giáo trình Kinh tế lượng» , NXB Đại học Kinh tế Quốc dân.
2. GS.TS. Nguyễn Văn Tiến (2013), « Giáo trình nguyên lý và nghiệp vụ ngân hàng thương mại» NXB Thống kê.
3. PGS.TS. Bùi Kim Yến (2009), «Giáo trình thị trường chứng khoán» , NXB Giao thông Vận tải.
4. PGS.TS. Phan Thị Bích Nguyệt, ThS Phạm Dương Phương Thảo (2013), «Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam» , Tạp chí Phát triển và hội nhập, số 8 (18), trang 34 - 41.
5. TS.Trương Đông Lộc, Võ Thị Hồng Đoàn (2009): “Mối quan hệ giữa sự thay đổi giá vàng và giá cổ phiếu ở Việt Nam”, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, số 369
6. Rashid Al-Qenae, Carmen Li và Bob Wearing (2002), “The information content of earnings on stock price: The Kuwait Stock Exchange”, *Multinational Finance Journal*, số 6 (3), trang 197- 221.
7. Husein A. (2007), “Factors affecting stock price in the UAE financial markets”, *The Business Review*, số 5 (2), trang 225- 223.
8. Kuty G. (2010): “The relationship between exchange rates and stock prices: The case of Mexico”. *North American Journal of Finance and Banking Research*, số 4 (4), trang 45 - 47.
9. Rahman L., Uddin J. (2009): “Dynamic relationship between stock prices and exchange rates: Evidence from three south asian countries”. *International Business Research*, số 2 (2), trang 167-174.
10. Mishra B. và Rahman M. (2005): “The Dynamics of Bombay stock, US Stock and London Gold Markets”, *Indian Journal of Economics and Business*, số 4(1), trang 151-160.

SUMMARY

Analysis of factors affecting the opening price of VCB shares

This study aims at exploring determinants of Vietcombank's shares price. Data used in the study include daily values (5 day week) of gold price, USD/VND exchange rate, the number of shares wishing to buy, the number of shares wishing to sell and price of VCB from 1th July 2015 to 31st December 2015. Using Eviews software for estimation by least squares method, the results derived from this study show that: closing price of one day earlier has a positive effect on opening price while the difference of gold buying price and selling price; of USD buying price and selling price - a few days earlier - have negative impacts on opening price.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Lê Thị Quỳnh Nhung, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Bộ môn Toán, Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Toán ứng dụng

Email: lenhung10@gmail.com