

PHÂN TÍCH CƠ BẢN, CHỈ SỐ TÀI CHÍNH VÀ LỢI SUẤT CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Việt Dũng¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Hương Linh Chi

Công ty TNHH PWC Việt Nam, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 15/05/2022; Ngày hoàn thành biên tập: 30/06/2022; Ngày duyệt đăng: 30/06/2022

Tóm tắt: Nhằm dự báo lợi suất cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng phân tích cơ bản, bài viết nghiên cứu tác động của các chỉ số tài chính đến lợi suất cổ phiếu. Các chỉ số được sử dụng thuộc bốn nhóm: khả năng thanh toán ngắn hạn, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp và các chỉ số giá trị thị trường. Dữ liệu nghiên cứu trong giai đoạn 5 năm liên tiếp từ 2016 đến 2020 được thu thập cho 70 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng để phân tích dữ liệu. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư có thể sử dụng phân tích cơ bản như một công cụ trong việc dự báo lợi suất cổ phiếu của các công ty niêm yết, tuy nhiên cần có sự chọn lọc chỉ số phù hợp.

Từ khóa: Phân tích cơ bản, Lợi suất cổ phiếu, Chỉ số tài chính, Thị trường chứng khoán Việt Nam

FUNDAMENTAL ANALYSIS, FINANCIAL RATIOS AND STOCK RETURNS: AN EMPIRICAL STUDY ON VIETNAMESE STOCK MARKET

Abstract: In order to apply fundamental analysis in forecasting stock returns of companies listed on Vietnamese stock market, the paper studies the impact of financial ratios on stock returns. The ratios used fall into four groups: short-term solvency ratios, profitability ratios, firm size, and market value ratios. Data are collected over a period of five consecutive years from 2016 to 2020 for 70 non-financial companies listed on Vietnamese stock market. Panel regression models are employed to analyze the data. The results show that investors can use fundamental analysis as a tool in forecasting stock returns of companies listed on

¹ Tác giả liên hệ, Email: vd.nguyen@ftu.edu.vn

Vietnamese stock market with a thorough assessment and selection of financial ratios.

Keywords: Fundamental Analysis, Stock Returns, Financial Ratios, Vietnam Stock Market

1. Giới thiệu

Theo Kothari (2001), phân tích cơ bản là phương pháp sử dụng các báo cáo tài chính hiện tại và quá khứ cùng các dữ liệu chính trị, kinh tế để xác định giá trị nội tại cho các công ty và giúp nhận dạng các chứng khoán bị định giá sai. Sự khác biệt giữa giá trị nội tại và giá thị trường của cổ phiếu là cơ sở để nhà đầu tư đưa ra các quyết định mua, bán. Trên một thị trường còn trẻ như thị trường chứng khoán tại Việt Nam, việc sử dụng các dữ liệu lịch sử của các công ty để đưa ra dự báo về giá cổ phiếu tương lai có thể mang đến lợi suất cao cho các nhà đầu tư (Shakeel & Ali, 2018). Do vậy, việc ứng dụng phân tích cơ bản thông qua việc tìm hiểu ảnh hưởng của các chỉ số tài chính đến lợi suất cổ phiếu của các công ty niêm yết, từ đó đưa ra những gợi ý cho nhà đầu tư về việc tối đa hóa hiệu quả đầu tư, nâng cao chất lượng của thị trường chứng khoán Việt Nam là cần thiết.

Reilly & Brown (2012), Borowski (2014), Hu & cộng sự (2015), Figurska & Winsniewski (2016) cho rằng phân tích cơ bản có thể được tiến hành theo ba giai đoạn: (i) Phân tích môi trường kinh tế tổng thể, (ii) Phân tích ngành, (iii) Phân tích công ty. Trong đó, phân tích công ty, cụ thể là phân tích tài chính công ty được xem là một trong những bước quan trọng nhất. Phân tích báo cáo tài chính công ty sẽ giúp nhà đầu tư có được cái nhìn rõ ràng về hiệu quả hoạt động hiện tại của công ty, từ đó đưa ra dự báo về triển vọng phát triển trong tương lai. Dhatt & cộng sự (1999), Nguyễn (2003), Shakeel & Ali (2018) chỉ ra rằng lợi suất cổ phiếu có thể được dự báo bằng cách sử dụng dữ liệu lịch sử kế toán, thông qua các chỉ số tài chính.

Do phân tích cơ bản là một phương pháp được đánh giá là hiệu quả trong công tác dự báo, đặc biệt trong dài hạn nên nó được sử dụng khá phổ biến. Tại Việt Nam cũng đã có một số nghiên cứu về chủ đề này. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong nước chủ yếu tập trung vào hai khía cạnh: (i) Khai thác ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến giá cổ phiếu (Vo, 2014) hoặc lợi suất cổ phiếu (Võ & Nguyễn, 2013); (ii) Tìm hiểu mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thông tin kế toán (Nguyễn, 2009; Nguyễn, 2011; Trương & Nguyễn, 2016). Qua đó có thể thấy, chưa có các nghiên cứu về ảnh hưởng của nhiều nhóm chỉ số thể hiện các khía cạnh tài chính khác nhau trong doanh nghiệp đến lợi suất cổ phiếu, đặc biệt là nhóm chỉ số giá trị thị trường. Vì vậy, mục tiêu của bài viết là dựa trên cách tiếp cận phân tích cơ bản, xem xét tác động tới lợi suất cổ phiếu của các chỉ số tài chính thuộc 4 nhóm khác nhau: khả năng thanh khoản, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp và các chỉ số giá trị thị trường để tạo cơ sở cho việc dự báo lợi suất cổ phiếu.

Phần còn lại của bài viết được cấu trúc như sau: phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu, các giả thuyết được đề xuất trong phần 3, phần 4 giới thiệu phương pháp nghiên cứu, kết quả nghiên cứu được phân tích và thảo luận trong phần 5 và phần 6 kết luận bài viết.

2. Tổng quan nghiên cứu

Do sự phổ biến của phân tích cơ bản trong việc dự báo, nhiều tác giả đã tiến hành nghiên cứu nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của các chỉ số tài chính đến lợi suất cổ phiếu. Nguyen (2003) tìm hiểu về mối quan hệ giữa lợi suất cổ phiếu tương lai và thông tin kế toán tại các công ty phi tài chính ở Nhật Bản. Kết luận của nghiên cứu này tương đồng với Venkates & cộng sự (2012), đã chỉ ra rằng thông tin kế toán là một yếu tố dự báo tốt đối với lợi suất cổ phiếu ở tương lai. Dhatt & cộng sự (1999) nghiên cứu mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính cơ bản và lợi suất cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Hàn Quốc giai đoạn 1982-1992. Kết quả cho thấy các chỉ số giá trị sổ sách trên giá thị trường, doanh thu trên giá và nợ trên vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng tích cực đến lợi suất cổ phiếu, trong khi vốn hóa thị trường của công ty có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu. Nghiên cứu cũng kết luận, trong tất cả các biến được sử dụng, chỉ số giá trị sổ sách trên giá thị trường có hiệu quả dự báo tốt nhất đối với khả năng sinh lợi của cổ phiếu.

Theo Zeytinoglu & cộng sự (2012), các chỉ số thu nhập trên cổ phiếu (EPS), chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu (P/E) không có tác động đến lợi suất cổ phiếu các công ty bảo hiểm trên thị trường chứng khoán Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2000-2009, trong khi ảnh hưởng tích cực của chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (M/B) đối với lợi suất cổ phiếu của các công ty này rất rõ ràng. Đặc biệt, nghiên cứu cũng chỉ ra các chỉ số này còn có khả năng giải thích đến 63% lợi suất cổ phiếu sau đó một kỳ.

Các nhà đầu tư có thể kiếm được nhiều lợi nhuận hơn từ cổ phiếu bằng cách dựa vào các yếu tố cơ bản bao gồm chỉ số giá trị sổ sách trên giá thị trường, quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ đòn bẩy tài chính, trong đó ảnh hưởng của chỉ số giá trị sổ sách trên giá thị trường và quy mô doanh nghiệp đến việc dự báo lợi suất cổ phiếu là nổi bật (Jegadeesh & Titman, 1993). Cũng đã có nhiều nghiên cứu sử dụng quy mô doanh nghiệp khi xem xét đến các yếu tố ảnh hưởng đến lợi suất cổ phiếu. Basu (1983) chỉ ra rằng đối với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ, lợi suất cổ phiếu từ các công ty có quy mô nhỏ cao hơn đáng kể so với các công ty quy mô lớn. Freeman (1987) cũng chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa quy mô công ty và lợi suất cổ phiếu. Theo Liu (2009), quy mô doanh nghiệp cũng có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu.

Khan & cộng sự (2012) tìm ra tác động tích cực của EPS, tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE), chỉ số liên quan đến dòng tiền và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) đối với lợi suất cổ phiếu, trong khi biên lợi nhuận ròng ảnh hưởng tiêu cực đến

lợi suất cổ phiếu. Hatta & Dwiyanto (2012) sử dụng chỉ số giá trên P/E, EPS, hệ số thanh toán ngắn hạn, chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E), cổ tức trên một cổ phiếu, biên lợi nhuận ròng và tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) làm đại diện cho các yếu tố tài chính trong việc dự báo giá cổ phiếu. Kết quả chỉ ra EPS và P/E có tác động tích cực trong khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) và biên lợi nhuận ròng ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu.

Martani & cộng sự (2009) tìm hiểu vai trò của dòng tiền, quy mô doanh nghiệp, chỉ số giá trị thị trường, chỉ số thanh khoản, chỉ số về khả năng sinh lợi và chỉ số đòn bẩy tài chính trong dự báo lợi suất cổ phiếu. Trừ chỉ số thanh khoản, chỉ số giá trị thị trường và chỉ số về dòng tiền có mối quan hệ đồng biến với lợi suất cổ phiếu, các biến còn lại đều để lại ảnh hưởng tiêu cực tới lợi suất cổ phiếu.

Kabajeh & cộng sự (2012) nghiên cứu mối quan hệ của nhóm hệ số về khả năng sinh lời, bao gồm ROE, ROA và trên vốn đầu tư (ROI) với giá cổ phiếu của các công ty bảo hiểm tại Jordan. Kết quả cho thấy tồn tại tác động tích cực đồng thời của những chỉ số này lên giá cổ phiếu. Tuy nhiên, khi tách riêng từng chỉ số, chỉ có ROA và ROI có ảnh hưởng tích cực nhưng yếu đến giá cổ phiếu của các công ty.

Muhammad & Scrimgeour (2014) dự báo lợi suất cổ phiếu tại thị trường Australia trong giai đoạn 2001-2010. Các tác giả nhận định các chỉ số thị giá trị thị trường (P/E, Tobin Q, chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách) giải thích tốt hơn biến động lợi suất cổ phiếu, trong đó giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có khả năng dự đoán tốt nhất. Về phía các chỉ số dựa trên thông tin kế toán, ROA và tỷ lệ chi trả cổ tức có thể sử dụng để dự báo lợi suất cổ phiếu.

Nghiên cứu tại thị trường Pakistan giai đoạn 2007-2017, Shakeel & Ali (2018) đã chọn năm biến thuộc bốn nhóm: chỉ số thanh khoản, đòn bẩy tài chính, chỉ số khả năng sinh lợi và chỉ số giá trị thị trường, bao gồm: hệ số thanh toán nợ ngắn hạn, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), giá trên thu nhập cổ phiếu (P/E), đòn bẩy tài chính và thu nhập trên cổ phiếu (EPS). Kết quả cho thấy biến về thanh khoản và đòn bẩy tài chính không tác động đến lợi suất cổ phiếu, trong khi ba biến còn lại đều có mối quan hệ đồng biến với lợi suất cổ phiếu.

Tại Indonesia, Bintara & Tanjung (2019) đã sử dụng các biến: ROA, chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn, D/E, P/E và chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (PBV). Nghiên cứu cho thấy chỉ số ROA, hệ số thanh toán nợ ngắn hạn, P/E có ảnh hưởng tích cực đến lợi suất cổ phiếu. Trong khi đó, D/E có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu. Nghiên cứu không tìm thấy ảnh hưởng của chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách lên lợi suất cổ phiếu. Tuy nhiên, cũng tại Indonesia, Sausan & cộng sự (2020) cho thấy ROA và EPS không có mối liên hệ có ý nghĩa thống kê với lợi suất cổ phiếu của các doanh nghiệp bất động sản.

Tại Việt Nam, cũng đã có nhiều nghiên cứu về ứng dụng phân tích cơ bản trong dự báo giá, lợi suất cổ phiếu. Nguyễn (2009) nghiên cứu về tác động của thông tin báo cáo tài chính đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng không cân của các công ty phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2003-2007. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng EPS và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu có ảnh hưởng tích cực ở mức ý nghĩa 1% đối với giá cổ phiếu.

Nguyễn (2011) xem xét ảnh hưởng của các biến: giá trị sổ sách, EPS, ROE và đòn bẩy tài chính. Tác giả kết luận chỉ có hai biến EPS và ROE có tương quan cùng chiều đối với giá cổ phiếu. Tuy nhiên, khả năng giải thích của các biến trong mô hình tương đối thấp.

Trương & Nguyễn (2016) sử dụng hai biến EPS, giá trị sổ sách trên cổ phiếu (BVPS) và ước lượng bằng mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) với dữ liệu bảng thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán và giá cổ phiếu của 102 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2008-2013. Kết quả ước lượng cho thấy EPS và BVPS đều có tương quan cùng chiều với giá cổ phiếu và có ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 1% và 5%. Các tác giả cũng kết luận lợi nhuận đóng vai trò quan trọng hơn giá trị sổ sách trong giải thích giá cổ phiếu.

Dang & cộng sự (2017) nghiên cứu tác động của lợi tức cổ phiếu (thu nhập trên giá cổ phiếu), biến động lợi tức cổ phiếu, quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính và tỷ lệ tăng trưởng của doanh nghiệp tới lợi suất cổ phiếu của 274 công ty niêm yết trong giai đoạn 2012-2016. Kết quả ước lượng hồi quy cho thấy các biến lợi tức cổ phiếu, biến động lợi tức cổ phiếu, đòn bẩy tài chính và tỷ lệ tăng trưởng của công ty có tác động tích cực đến lợi tức cổ phiếu, trong khi quy mô doanh nghiệp thể hiện ảnh hưởng tiêu cực tới biến phụ thuộc.

Phân tích sơ lược tổng quan nghiên cứu cho thấy so với các nghiên cứu nước ngoài, các nhóm chỉ số được sử dụng trong các nghiên cứu trong nước chưa phản ánh hết được các khía cạnh tài chính của doanh nghiệp được thể hiện qua thông tin báo cáo tài chính, đặc biệt là nhóm chỉ số giá trị thị trường, đã được các nghiên cứu chỉ ra là góp phần không nhỏ trong việc giải thích lợi suất tương lai của cổ phiếu. Trên cơ sở kế thừa cũng như góp phần nhắm tới khoảng trống này, bài viết xem xét tác động tới lợi suất cổ phiếu của các chỉ số tài chính thuộc 4 nhóm khác nhau: khả năng thanh khoản, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp và các chỉ số giá trị thị trường.

3. Giả thuyết nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra ảnh hưởng của chỉ số thanh khoản đến lợi suất cổ phiếu (Gharaibeh, 2014; Bintara & Tanjung, 2019; Anjani & Syarif, 2019). Theo Bintara & Tanjung (2019), chỉ số thanh khoản của công ty cao giống như một lời đảm bảo công ty có khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn. Điều này làm giảm

sự lo ngại của các nhà đầu tư về khả năng vỡ nợ của công ty. Kết quả nghiên cứu của Bintara & Tanjung (2019) cũng chứng minh mối tương quan thuận chiều và có ý nghĩa của chỉ số thanh khoản và lợi suất cổ phiếu. Giả thuyết sau đây được đề xuất:

H1: Chỉ số thanh khoản có tác động tích cực đến lợi suất cổ phiếu.

Để dự báo lợi suất cổ phiếu một công ty, khả năng sinh lời là một trong những yếu tố quan trọng cần phải được xem xét. Chỉ số này càng cao cho thấy hoạt động tài chính của công ty càng tốt, lợi suất cổ phiếu cũng sẽ tăng lên theo kỳ vọng của nhà đầu tư. Các nghiên cứu của Khan & cộng sự (2012), Kabajeh & cộng sự (2012), Shakeel & Ali (2018) đều sử dụng chỉ số khả năng sinh lợi để dự báo lợi suất cổ phiếu. Hơn nữa cả ba nghiên cứu này đều chỉ ra ảnh hưởng tích cực của hệ số về khả năng sinh lợi tới lợi suất cổ phiếu. Giả thuyết sau đây được đề xuất:

H2: Chỉ số về khả năng sinh lợi có tác động tích cực đến lợi suất cổ phiếu.

Nhiều nghiên cứu đã chứng minh quy mô doanh nghiệp cũng là một yếu tố ảnh hưởng đến lợi suất cổ phiếu. Các nghiên cứu sử dụng quy mô doanh nghiệp như một biến dự báo lợi suất cổ phiếu có thể kể đến như Basu (1983), Freeman (1987), Liu (2009), Dang & cộng sự (2017). Các công ty quy mô lớn thường có ít rủi ro hơn công ty quy mô nhỏ, tình hình phát triển ổn định hơn, phản ứng tốt hơn trước các thông tin của thị trường, do đó giá cổ phiếu của các công ty này cũng ít biến động hơn, dẫn đến lợi suất cổ phiếu thu được thấp hơn. Giả thuyết sau đây được đề xuất:

H3: Quy mô công ty có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu.

Để lựa chọn cổ phiếu có lợi suất cao, ngoài việc phân tích thông tin kế toán, nhà đầu tư còn cần xem xét các chỉ số giá trị thị trường của công ty. Các nhà đầu tư có thể xem xét tương quan giá trị thị trường/giá trị thực của công ty thông qua: P/E, EPS và chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (P/B hoặc M/B hoặc PBV). Nhà đầu tư sẽ có xu hướng mua những cổ phiếu có giá trị thực lớn hơn giá trị thị trường, đồng nghĩa với các chỉ số P/E và PBV thấp. Ngược lại, các cổ phiếu có EPS cao sẽ hấp dẫn hơn trong mắt các đầu tư, do EPS thể hiện phần nào hiệu quả tài chính của công ty. Các nghiên cứu của Liu (2009), Zeytinoglu & cộng sự (2012), Shakeel & Ali (2018), Bintara & Tanjung (2019) đều chỉ ra rằng tồn tại tác động của chỉ số giá trị thị trường đối với lợi suất cổ phiếu, hơn nữa, các chỉ số này được nhận định có khả năng dự báo cao với ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Chỉ số P/B cũng là một nhân tố quan trọng trong mô hình của Fama & French (1993) và được nhiều học giả diễn giải như một chỉ số thể hiện tác động của vấn đề định giá sai tới lợi suất hơn là một nhân tố rủi ro, phù hợp với hàm ý của phân tích cơ bản. Các giả thuyết sau đây được đề xuất:

H4: Chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu (P/E) có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu.

H5: Chỉ số thu nhập trên cổ phiếu (EPS) có tác động tích cực đến lợi suất cổ phiếu.

H6: Chỉ số giá trên giá trị sổ sách (PBV) có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1 Dữ liệu

Dữ liệu bài viết sử dụng được lấy từ nguồn báo cáo tài chính thường niên của 70 công ty phi tài chính niêm yết, trong đó có 35 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và 35 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Theo Fama & French (1993), công ty thuộc ngành tài chính có cấu trúc báo cáo tài chính không giống các ngành còn lại và tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn so với các ngành khác. Do đó, các công ty tài chính bị loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Để chọn ra 70 công ty trên, phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên được sử dụng. Vì biến quy mô công ty được đưa vào mô hình để xem xét tác động của nó đến lợi suất cổ phiếu, nên việc chọn ngẫu nhiên các công ty với quy mô khác nhau giúp kết quả mang tính khái quát cao hơn, không bị ảnh hưởng bởi một tiêu chí cụ thể nào, có khả năng đại diện cho toàn bộ thị trường chứng khoán. Các công ty được chọn thuộc các lĩnh vực sau: vật liệu cơ bản (16%), hàng tiêu dùng (23%), công nghiệp (14%), dịch vụ tiêu dùng (20%), y tế (6%), dịch vụ hạ tầng (12 %), công nghệ (9%).

Tổng cộng 350 quan sát được lấy theo năm cho từng cổ phiếu, giai đoạn từ 01/01/2016 đến 31/12/2020. Dữ liệu về giá cổ phiếu, tổng khối lượng cổ phiếu lưu hành và báo cáo tài chính được thu thập từ trang web của các công ty trong mẫu và hệ thống cơ sở dữ liệu của Vietstock, Cophieu68 và CafeF.

4.2 Mô hình nghiên cứu

Để xem xét ảnh hưởng của 6 biến độc lập đến biến phụ thuộc, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến với dữ liệu bảng. Trước tiên, mô hình hồi quy gộp (POLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) được ước lượng. Sau đó, kiểm định F được thực hiện để lựa chọn giữa POLS, FEM và kiểm định Breusch-Pagan để lựa chọn giữa POLS và REM. Nếu FEM và REM vượt qua được các kiểm định trên, chúng sẽ được so sánh bằng kiểm định Hausman.

Như đã phân tích ở trên, các chỉ số được sử dụng trong các nghiên cứu tại Việt Nam trước đây chưa phản ánh hết được các khía cạnh tài chính của doanh nghiệp được thể hiện qua thông tin báo cáo tài chính, đặc biệt là nhóm chỉ số giá trị thị trường, đã được các nghiên cứu nước ngoài chỉ ra là góp phần không nhỏ trong việc giải thích lợi suất tương lai của cổ phiếu. Chính vì vậy, ngoài 3 nhóm chỉ số về khả năng thanh khoản, khả năng sinh lời và quy mô doanh nghiệp đã cho thấy tác động tới lợi suất cổ phiếu trong các nghiên cứu trong và ngoài nước trước đây, bài viết còn tập trung phân tích các chỉ số khác nhau trong nhóm giá trị thị trường. Với mục tiêu này, mô hình nghiên cứu cụ thể với ảnh hưởng của 6 chỉ số tài chính thuộc 4 nhóm đề cập ở trên đến lợi suất cổ phiếu có dạng như sau:

$$SR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 P/E_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 PBV_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$
trong đó, $i = 1, 2, 3, \dots, N$ (công ty); $t = 1, 2, 3, \dots, T$ (năm); β_0 là hệ số chặn; β_i là hệ số hồi quy thể hiện mức độ ảnh hưởng của các biến độc lập đến biến phụ thuộc ($i = 1, 2, 3, 4, 5, 6$); μ là các yếu tố không quan sát được; ε là sai số ngẫu nhiên. Các biến trong mô hình được giải thích chi tiết trong Bảng 1.

Bảng 1. Giải thích các biến trong mô hình

Ký hiệu	Mô tả biến	Loại biến	Đo lường	Kỳ vọng tương quan
SR_{it+1}	Lợi suất cổ phiếu i năm $t+1$	Phụ thuộc	$SR = \ln \frac{\text{Giá cổ phiếu ở thời kỳ } t+1}{\text{Giá cổ phiếu ở thời kỳ } t}$	
CR_{it}	Chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn của công ty i năm t	Độc lập	$CR = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	+ Bintara & Tanjung (2019)
ROA_{it}	Tỷ suất sinh lợi trên tài sản của công ty i năm t	Độc lập	$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	+ Kabajeh & cộng sự (2012)
$Size_{it}$	Quy mô công ty i năm t	Độc lập	$Size = \text{Log (Tổng tài sản)}$	- Basu (1983)
P/E_{it}	Chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu của công ty i năm t	Độc lập	$P/E = \frac{\text{Giá thị trường của cổ phiếu}}{\text{Thu nhập trên một cổ phiếu}}$	+ Muhammad & Scrimgeour (2014)
EPS_{it}	Thu nhập trên một cổ phiếu của công ty i năm t	Độc lập	$EPS = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế - Cổ tức ưu đãi}}{\text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}}$	+ Hatta & Dwiyanto (2012)
PBV_{it}	Chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của công ty i năm t	Độc lập	$PBV = \frac{\text{Giá thị trường của cổ phiếu}}{\text{Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu}}$	+ Muhammad & Scrimgeour (2014)

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

5. Kết quả và thảo luận

5.1 Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu và tương quan giữa các biến

Bảng 2 đưa ra thống kê của từng biến số về các giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất. Đầu tiên, có thể thấy có sự khác biệt tương đối giữa lợi suất cổ phiếu của các công ty khi độ lệch chuẩn là 33%, dao động từ -77,8% đến 120,5%. Lợi suất trung bình là -0,5% chỉ ra lợi suất cổ phiếu theo từng năm của các công ty được nghiên cứu tương đối thấp, nhiều nhà đầu tư lỗ khi nắm giữ cổ phiếu. Giá trị trung bình của chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn là 233,9%, cho thấy nhiều công ty thuộc mẫu nghiên cứu có tính thanh khoản tương

đổi tốt khi đều duy trì lượng tài sản ngắn hạn lớn hơn nợ ngắn hạn. ROA đạt giá trị nhỏ nhất ở mức -5,7%, trong khi giá trị lớn nhất là 21%. ROA trung bình là 6% với độ lệch chuẩn là 5,3%. Các doanh nghiệp được nghiên cứu trong giai đoạn 2016-2020 có quy mô trung bình là 11,771, dao động từ 10,18 (cực tiểu) đến 13,471 (cực đại). Chỉ số P/E trung bình là 18,386, dao động từ -2,5 đến 161,538 với độ lệch chuẩn lớn (25,216). Trung bình EPS các công ty trong giai đoạn 2016 - 2020 là 2320,87 với độ lệch chuẩn 2178,91. Chỉ số PBV đạt cực tiểu là 0 và cực đại là 6,595. PBV trung bình là 1,176 với độ lệch chuẩn là 0,821.

Bảng 2. Thống kê mô tả dữ liệu các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SR	350	-0,005	0,33	-0,778	1,205
CR	350	2,339	2,794	0,154	26,039
ROA	350	0,06	0,053	-0,057	0,21
Size	350	11,771	0,641	10,18	13,471
P/E	350	18,368	25,216	-2,5	161,538
EPS	350	2320,866	2178,917	-1145	8513
PBV	350	1,176	0,821	0	6,595

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	SR	CR	ROA	Size	P/E	EPS	PBV
SR	1,000						
CR	0,029	1,000					
ROA	0,140***	0,082	1,000				
Size	-0,014	-0,255***	-0,006	1,000			
P/E	-0,086	0,187***	-0,317***	-0,073	1,000		
EPS	0,156***	-0,036	0,762***	0,188***	-0,359***	1,000	
PBV	0,230***	0,025	0,460***	0,053	-0,004	0,409***	1,000

*Chú thích: *** tương ứng với mức ý nghĩa 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Dựa vào hệ số tương quan giữa các biến trong Bảng 3, có thể thấy CR, ROA, EPS và PBV có hệ số dương trong khi Size và P/E có hệ số âm. Tuy nhiên, chỉ có ROA, EPS và PBV trong mối tương quan với SR là có thể hiện ý nghĩa thống kê. Trong đó, chỉ số PBV có tương quan cao nhất với lợi suất cổ phiếu (0,23) và mối quan hệ tương quan giữa ROA và lợi suất cổ phiếu là thấp nhất (0,14). Hơn nữa,

Bảng 3 cho thấy không có tương quan quá cao nào giữa các biến độc lập, do đó khả năng không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong mô hình.

5.2 Kết quả ước lượng hồi quy và thảo luận

Kết quả ước lượng theo các mô hình POLS, FEM và REM được trình bày trong Bảng 4. Để lựa chọn mô hình phù hợp nhất, trước hết kiểm định Fisher và Breusch-Pagan cho thấy tồn tại ảnh hưởng đặc thù không đồng nhất giữa các công ty, do đó POLS bị loại bỏ. Kiểm định Hausman sau đó cho thấy ảnh hưởng ngẫu nhiên tương quan với biến giải thích, do đó mô hình được lựa chọn cuối cùng là FEM.

Bảng 4. Kết quả ước lượng của mô hình POLS, FEM và REM

	Mô hình POLS (SR)	Mô hình FEM (SR)	Mô hình REM (SR)
CR	0,00432 [0,66]	0,0277* [1,78]	0,00432 [0,66]
ROA	-0,375 [-0,70]	-0,813 [-0,91]	-0,375 [-0,70]
Size	-0,0202 [-0,70]	-0,331** [-2,23]	-0,0202 [-0,70]
P/E	-0,00107 [-1,40]	-0,000365 [-0,42]	-0,00107 [-1,40]
EPS	0,0000137 [1,05]	0,0000635*** [2,97]	0,0000137 [1,05]
PBV	0,0892*** [3,69]	0,271*** [7,10]	0,0892*** [3,69]
Hệ số chặn	0,129 [0,38]	3,422* [1,96]	0,129 [0,38]

*Chú thích: giá trị đặt trong ngoặc vuông là giá trị của thống kê t và z ứng với từng mô hình; *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Sau khi xác định được mô hình FEM là phù hợp, bài viết đã tiến hành một số kiểm định để kiểm tra các vi phạm giả thiết có thể mắc phải của mô hình, bao gồm: kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định tự tương quan và kiểm định phương sai sai số thay đổi.

Bảng 5. Kết quả các kiểm định

Kiểm định	Kết quả
Đa cộng tuyến	VIF trung bình = 1,730
Phương sai sai số thay đổi	Prob > chi ² = 0,0000
Tự tương quan	Prob > F = 0,1131

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 5 cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục hiện tượng này, ước lượng phương sai sai số chuẩn mạnh (Robust standard errors) được sử dụng. Kết quả ước lượng được trình bày trong Bảng 6.

Bảng 6. Kết quả ước lượng cuối cùng

	Hệ số hồi quy (β)
CR	0,0277** [2,04]
ROA	-0,813 [-1,10]
Size	-0,331** [-2,31]
P/E	0,000365 [-0,36]
EPS	0,0000635*** [3,37]
PBV	0,271*** [5,29]
Hệ số chặn	3,422** [2,03]
Số quan sát	350
R ²	0,233

*Chú thích: giá trị đặt trong ngoặc vuông là thống kê t; *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 6 cho thấy, lợi suất cổ phiếu chịu tác động của 4 yếu tố: chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn (CR), quy mô doanh nghiệp (Size), thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) và chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (PBV). Trong đó, các nhân tố chỉ số CR, EPS và PBV có tác động tích cực đến lợi suất cổ phiếu còn quy mô doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu của các công ty.

Cụ thể, khi chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn tăng 1% trong khi các yếu tố khác không đổi thì lợi suất cổ phiếu tăng 0,027%. Chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn càng cao chứng tỏ công ty có tính thanh khoản càng tốt, điều này làm tăng độ tín nhiệm của công ty trong mắt các nhà đầu tư, dẫn đến lợi suất cổ phiếu cũng cao hơn. Kết quả này trùng khớp với các nghiên cứu của Brigham & Ehrhardt (2011), Bintara & Tanjung (2019) nhưng lại không tương đồng với Gharaibeh (2014) và Anjani & Syarif (2019) khi hai nghiên cứu này chỉ ra ảnh hưởng tiêu cực của chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn lên lợi suất cổ phiếu.

ROA không ảnh hưởng đến lợi suất cổ phiếu của công ty do không có ý nghĩa thống kê, giả thuyết H2 bị bác bỏ. Điều này có thể giải thích là do chỉ số ROA

thường khác nhau với từng ngành nên khi xem xét ROA, nhà đầu tư cần so sánh với các công ty cùng ngành, trong khi đó mẫu nghiên cứu lại bao gồm nhiều ngành khác nhau, dẫn đến sự không đồng đều trong việc đánh giá ROA. Cụ thể, các công ty hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp nặng như thép, xi măng thường có số lượng tài sản cố định rất lớn, do đó chỉ số ROA sẽ tương đối thấp. Ngược lại, các công ty dịch vụ công nghệ, hàng tiêu dùng lại không cần vận hành với lượng tài sản cố định quá lớn, nên chỉ số ROA của các công ty trong ngành này thường cao. Kết quả trên trùng khớp với nghiên cứu của Hatta & Dwiyanto (2012). Trong khi đó, kết luận trên không giống với các thị trường chứng khoán Úc (Muhammad và Scrimgeour, 2014) và Pakistan (Shakeel & Ali, 2018), khi nghiên cứu từ các thị trường chứng khoán này cho thấy tác động tích cực của ROA lên lợi suất cổ phiếu.

Nhân tố quy mô doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến lợi suất cổ phiếu ($\beta = -0,331$) với độ tin cậy 95%. Như vậy, không thể bác bỏ giả thuyết H3. Do biến Size được tính bằng logarit của tổng tài sản, nên khi tổng tài sản tăng 1% trong khi các yếu tố khác không đổi thì lợi suất cổ phiếu giảm 0,00331%. Kết quả này có thể giải thích là do cổ phiếu các doanh nghiệp quy mô nhỏ thường nhạy cảm với thông tin hơn cổ phiếu của các doanh nghiệp quy mô lớn, do đó giá cổ phiếu cũng dao động mạnh hơn, đặc biệt tại một thị trường giá cổ phiếu bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi thông tin như Việt Nam. Tác động của quy mô doanh nghiệp đối với lợi suất cổ phiếu là lớn nhất so với các biến độc lập khác ($\beta = -0,331$). Kết quả này cũng trùng khớp với một số nghiên cứu trước đây của Basu (1983), Liu (2009), Dang & cộng sự (2017).

Cùng với ROA, biến P/E cũng không có ý nghĩa thống kê trong mô hình trên, do đó H4 bị bác bỏ. Điều đó chứng tỏ P/E không giải thích được sự biến động lợi suất của các cổ phiếu. Chỉ số P/E cao thể hiện cổ phiếu bị định giá cao, giá cổ phiếu trong tương lai được kỳ vọng sẽ giảm. Tuy nhiên, P/E cao cũng có khả năng nhiều nhà đầu tư đánh giá cao cổ phiếu trên và sẵn sàng bỏ nhiều tiền hơn cho một đồng lợi nhuận thu được, hoặc do doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả nên EPS rất thấp. Do đó có thể thấy, giá trị P/E cao hay thấp đến từ nhiều nguyên nhân và nó không có nhiều ý nghĩa nếu chỉ đứng một mình. Nhà đầu tư cần kết hợp P/E với các chỉ số tài chính khác của công ty để đánh giá triển vọng phát triển. Đây có thể là lý do giải thích tại sao nhà đầu tư không dựa nhiều vào chỉ số P/E để đưa ra quyết định, dẫn đến chỉ số này không có vai trò dự báo lợi suất cổ phiếu tại thị trường Việt Nam. Kết quả này tương đồng với Zeytinoglu & cộng sự (2012), khi các tác giả này chỉ ra P/E không có ảnh hưởng tới lợi suất cổ phiếu hiện tại của các công ty bảo hiểm tại Thổ Nhĩ Kỳ.

Biến EPS thể hiện ý nghĩa thống kê với mức 1%, do đó giả thuyết H5 được chấp nhận. Như vậy, khi thu nhập trên một cổ phiếu tăng 1 đồng thì lợi suất cổ phiếu đó tăng 0,0000635%. Chỉ số EPS thể hiện khả năng tạo ra lợi nhuận từ việc quản lý nguồn vốn tốt của công ty. Do đó, khi thu nhập trên một cổ phiếu tăng cũng thu hút

nhiều nhà đầu tư hơn. Kết quả này góp phần củng cố các nghiên cứu trước đây của Khan & cộng sự (2012), Shakeel & Ali (2018) và Anjani & Syarif (2019). Tại thị trường chứng khoán Việt Nam, một số nghiên cứu của Nguyễn (2009), Trương & Nguyễn (2016) cũng tìm ra ảnh hưởng tích cực của EPS đến giá cổ phiếu của các công ty. Tuy nhiên, do hệ số hồi quy rất nhỏ ($\beta = 0,0000635$) nên ảnh hưởng của thu nhập trên cổ phiếu lên lợi suất cổ phiếu có ý nghĩa thống kê nhưng ảnh hưởng về kinh tế là không đáng kể.

Với hệ số 0,271 và có ý nghĩa ở mức 1%, chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách có tác động tích cực đến lợi suất cổ phiếu, kết quả này ngược với giả thuyết H6. Khi chỉ số PBV tăng 1% và trong khi những yếu tố khác cố định, lợi suất cổ phiếu tăng 0,271%. Chỉ số PBV càng cao chứng tỏ công ty được định giá càng cao trong mắt nhà đầu tư, họ sẵn sàng trả giá cao hơn so với giá trị sổ sách, dẫn đến lợi suất cổ phiếu tăng. Ngoài ra, PBV là một trong hai biến có hệ số hồi quy cao nhất mô hình, do đó PBV là một nhân tố tương đối mạnh để dự báo giá cổ phiếu tương lai tại thị trường Việt Nam. Kết quả này cũng thống nhất với các nghiên cứu trước đây của Dhatt & cộng sự (1999), Zeytinoglu & cộng sự (2012) và Muhammad & Scrimgeour (2014).

Ngoài ra theo Bảng 6, giá trị $R^2 = 0,233$ thể hiện các biến độc lập chỉ giải thích được 23,3% sự thay đổi của biến phụ thuộc. Như vậy, các chỉ số tài chính được chọn trong mô hình chỉ dự báo được một phần lợi suất cổ phiếu. Ngoài ra, còn nhiều biến số ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, dẫn đến sự thay đổi lợi suất như các yếu tố vĩ mô (tỷ giá hối đoái, lạm phát,...), chính sách của Chính phủ, tâm lý nhà đầu tư.

6. Kết luận

Kết quả của nghiên cứu cho thấy có thể ứng dụng phân tích cơ bản để đưa ra dự báo về lợi suất của cổ phiếu bằng việc phân tích chỉ số tài chính của các công ty. Nghiên cứu khẳng định tồn tại ảnh hưởng của một số chỉ số tài chính đến lợi suất cổ phiếu. Cụ thể như sau: lợi suất cổ phiếu chịu tác động tích cực bởi chỉ số về khả năng thanh toán ngắn hạn, thu nhập trên cổ phiếu và giá trị thị trường trên giá trị sổ sách và chịu tác động tiêu cực bởi quy mô doanh nghiệp. Bên cạnh đó, chỉ số giá thị trường trên giá trị sổ sách có khả năng dự báo lợi suất cổ phiếu tốt nhất (ý nghĩa tại mức 1%), còn thu nhập trên một cổ phiếu mặc dù có ý nghĩa thống kê (1%) nhưng tác động về mặt kinh tế tới lợi suất cổ phiếu không đáng kể. Ngoài ra, nghiên cứu không tìm thấy ảnh hưởng của chỉ số về khả năng sinh lời và chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu đối với lợi suất cổ phiếu.

Kết quả này cũng cho thấy về phía nhà đầu tư, họ nên xem xét các chỉ số tài chính của doanh nghiệp trong quá trình lựa chọn cổ phiếu, cụ thể là chỉ số thanh toán nợ ngắn hạn, quy mô doanh nghiệp, thu nhập trên một cổ phiếu và chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách. Về phía các doanh nghiệp phát hành và niêm yết cổ

phiếu, công bố thông tin đầy đủ và chính xác giữ vai trò quan trọng trong việc cải thiện tính hiệu quả của thị trường chứng khoán do số liệu về các chỉ số tài chính có ảnh hưởng đến giá cũng như lợi suất cổ phiếu trên thị trường. Về phía các cơ quan quản lý, cần có những biện pháp giúp nâng cao chất lượng thông tin tài chính được công bố để các chỉ số tài chính có độ tin cậy cao hơn và mang tới nhiều lợi ích hơn trong việc dự báo lợi suất cổ phiếu.

Tài liệu tham khảo

- Anjani, T. & Syarif, A.D. (2019), “The effect of fundamental analysis on stock returns using data panels; evidence pharmaceutical companies listed on IDX”, *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, Vol. 4 No.7, pp. 500-505.
- Basu, S. (1983), “The relationship between earnings’ yield, market value and return for NYSE common stocks: further evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12 No. 1, pp. 129-156.
- Bintara, R. & Tanjung, P.R.S. (2019), “Analysis of fundamental factors on stock return”, *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 9 No. 2, pp. 49-64.
- Borowski, K. (2014), *Fundamental Analysis Company Valuation Methods*, Difin SA, Warszawa.
- Brigham, E.F. & Ehrhardt, M.C. (2011), *Financial Management: Theory and Practice*, 13th ed., Mason, OH: South-Western Cengage Learning.
- Dang, N.H, Hoang, T.V.H & Tran, M.D. (2017), “The relationship between accounting information in the financial statements and the stock returns of listed firms in Vietnam Stock Exchange”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 9 No. 10, pp. 1-10.
- Dhatt, M.S., Kim, Y.H. & Mukherji, S. (1999), “Relations between stock returns and fundamental variables: evidence from a segmented market”, *Asia-Pacific Financial Markets*, Vol. 6, pp. 221-233.
- Fama, E.F. & French K.R. (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol 33 No. 1, pp. 3-56.
- Figurska, M. & Wisniewski, R. (2016), “Fundamental analysis – Possibility of application on the real estate market”, *Real Estate Management and Valuation*, Vol. 24, pp. 35-46.
- Freeman, R.N. (1987), “The association between accounting earnings and security returns for large and small firms”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9 No. 2, pp. 195-228.
- Gharaibeh, A. (2014), “Capital structure, liquidity, and stock return”, *European Scientific Journal*, Vol. 10 No. 25, pp. 171-179.
- Hatta, A.J. & Dwiyanto, S.B. (2012), “The company fundamental factor in systematic risk in increasing stock price”, *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, Vol. 15 No. 2, pp. 245-256.
- Hu, Y., Liu, K., Zhang, X., Su, L., Ngai, E.W.T. & Liu, M. (2015), “Application of evolutionary computation for rule discovery in stock algorithmic trading: a literature review”, *Applied Soft Computing*, Vol. 36, pp. 534-551.

- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993), “Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency”, *Journal of Finance*, No. 48, pp. 65-91.
- Kabajeh, M.A., Al Nu’aimat, M. & Dahmash, N. (2012), “The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with Jordanian insurance public companies market share prices”, *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 2 No. 11, pp. 115-120.
- Khan, M.B., Gul, S., Rehman, S.U., Razzaq, N. & Kamran, A. (2012), “Financial ratios and stock return predictability: evidence from Pakistan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 3 No. 10, pp. 1-6.
- Kothari, S.P. (2001), “Capital markets research in accounting”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31 No. 1, pp. 105-231.
- Liu, Y.G. (2009,) *An Empirical Cross-Section Analysis of Stock Returns on the Chinese A-share Stock Market*, Master Degree of Commerce and Management, Master Thesis, Lincoln University.
- Martani, D., Mulyono & Khairurizka, R. (2009), “The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock returns”, *Chinese Business Review*, Vol. 8 No. 6, pp. 44-55.
- Muhammad, N. & Scrimgeour, F. (2014), “Stock returns and fundamentals in the Australian market”, *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 6 No. 1, pp. 271-290.
- Nguyen, P. (2003), *Fundamental Analysis and Stock Returns: Japan 1993-2003*, Tokyo, WBP Financial Integrator.
- Nguyễn, V.D. (2009), “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”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, Số 375, tr. 18-32.
- Nguyễn, T.T.Đ. (2011), “Ảnh hưởng của thông tin kế toán và các chỉ số tài chính đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, Số 62, tr. 23-27.
- Reilly, F.K. & Brown, C.K. (2012), *Investment Analysis and Portfolio Management*, 10th Edition, South – Western Cengage Learning, U.S.A.
- Shakeel, M. & Ali, G. (2018), “Relationship between fundamental analysis and stock return based on the panel data analysis: evidence from Karachi Stock Exchange”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 9 No. 3, pp. 84-96.
- Sausan, F. R., Korawijayanti, L. & Ciptaningtias, A. F. (2020), “The effect of return on asset (ROA), debt to equity ratio (DER), earning per share (EPS), total asset turnover (TATO) and exchange rate on stock return of property and real estate companies at Indonesia Stock Exchange period 2012-2017”, *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, Vol. 1 No. 2, pp. 103-114.
- Trương, Đ.L. & Nguyễn M.L. (2016), “Ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu: bằng chứng thực nghiệm từ sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh”, *Tạp chí khoa học Đại học Mở TP.HCM*, Số 11(2), tr. 117-126.
- Venkates, C.K., Tyagi, M. & Ganesh, L. (2012), “Fundamental analysis and stock returns: an Indian evidence”, *Global Advanced Research Journal of Economics, Accounting and Finance*, Vol. 1 No. 2, pp. 33-39.

- Võ, T.T.A. & Nguyễn, T.H. (2013), “Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến tỉ suất sinh lợi cổ phiếu niêm yết trên HSX”, *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, Số 275, tr. 16-27.
- Vo, X.V. (2014), “An empirical investigation of factors affecting stock prices in Vietnam”, *Journal of Economics and Development*, Vol. 16 No. 1, pp. 74-89.
- Zeytinoglu, E., Akarim, Y.D. & Çelik, S. (2012), “The impact of market-based ratios on stock returns: the evidence from insurance sector in Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 84, pp. 41-48.