

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN

1.1. Các khái niệm liên quan

1.1.1. Giá trị thị trường

Các công ty luôn đặt ra mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản trên vốn chủ sở hữu bằng các chỉ tiêu như sau: tối đa hóa giá trị cổ phiếu, tối đa hóa lợi nhuận trên cổ phần và tối đa hóa lợi nhuận sau thuế. Trong đó, mục tiêu thích hợp nhất của công ty là thị giá cổ phiếu hay tối đa hóa giá trị thị trường. Việc kết hợp nhiều yếu tố như lợi nhuận, chính sách cổ tức, độ dài thời gian và các yếu tố rủi ro chính là mục tiêu của công ty.

Với góc độ của nhà đầu tư thì tỷ số được quan tâm nhất là giá trị thị trường. Trong khi các tỷ số khác như: lợi nhuận sau thuế, lợi nhuận trước thuế, khả năng thanh toán chỉ phản ánh được tình hình ở quá khứ và hiện tại của doanh nghiệp, giá trị thị trường chính là tỷ số dự báo trong tương lai. Chính vì vậy, kỳ vọng của thị trường tác động đến giá trị tương lai của công ty. Do đó, theo Nguyễn Minh Kiều (2012), để xác định kỳ vọng của nhà đầu tư dành cho cổ phần công ty thì cần phải xây dựng tỷ số giá trị thị trường và nó còn được phản ánh qua thị giá cổ phiếu.

Khi người mua và người bán thực hiện giao dịch trên cổ phiếu phổ thông thì mức giá được xác lập đó chính là giá trị thị trường của một cổ phiếu phổ thông. Nói theo một cách khác, giá do cung – cầu tác động chính là giá trị thị trường. Mức giá mà cổ phần phổ thông tại đó được chuyển từ người sẵn sàng mua sang người sẵn sàng bán và cả hai đều có đầy đủ các thông tin cần thiết liên quan chính là giá trị thị trường hợp lý.

1.1.2. Giá trị sổ sách

Bên cạnh tỷ số giá trị thị trường, nhà đầu tư và nhà quản trị công ty quan tâm rất nhiều tới nhóm tỷ số giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách do Arista và Astohar (2012) thực hiện cho thấy giá trị sổ sách có tác động tích cực đáng kể đến suất sinh lợi cổ phiếu.

Giá trị sổ sách thể hiện cho giá trị đầu tư của chủ sở hữu vào công ty. Đồng thời, theo nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và cộng sự (2008), tình hình quá khứ và hiện tại của công ty như sự an toàn tiền vốn, khả năng trả nợ mà chủ sở hữu đã bỏ ra, lợi nhuận và khả năng sinh lời được phản ánh bởi giá trị sổ sách. Đặc tính của

công ty như hiệu quả hoạt động, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng đều được các nghiên cứu chỉ ra và có thể dự đoán giá cổ phiếu trong tương lai.

1.1.3. Suất sinh lợi cổ phiếu

Hoạt động đầu tư được thực hiện bởi các nhà đầu tư nhằm đạt được lợi thế tương lai. Theo Jogiyanto (2017), đầu tư là sự trì hoãn tiêu dùng hiện tại để phân bổ nó vào tài sản sản xuất trong một khung thời gian nhất định.

Lợi nhuận cổ phiếu là lợi nhuận mà nhà đầu tư nhận được từ giá thị trường chứng khoán. Đây là giao dịch kiếm lợi nhuận và chia cổ tức cho các cổ đông. Lợi nhuận cổ phiếu có thể được thực hiện thông qua việc công bố cổ tức của công ty. Nói chung, công ty có lãi sẽ trả cổ tức cho các cổ đông vào cuối mỗi quý. Trên thị trường thứ cấp, nhà đầu tư có thể kiếm được lợi nhuận từ cổ phiếu thông qua việc bán ở mức giá cao hơn và mua cổ phiếu với mức giá thấp hơn.

Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu không được đảm bảo cố định và bị hạn chế rủi ro thị trường. Lợi nhuận cổ phiếu không đồng đều, có thể dương hoặc âm, và lợi nhuận nhà đầu tư phụ thuộc vào mức độ rủi ro mà con người sẵn sàng chấp nhận và chất lượng của phân tích thị trường chứng khoán sẽ có sự khác biệt. Lợi nhuận cổ phiếu có bản chất thay đổi. Nói một cách dễ hiểu hơn, lợi nhuận cổ phiếu là mua mức giá thấp và bán mức giá cao.

1.2. Lý thuyết nền tảng

Tổng quan lý thuyết tài chính bao gồm: lý thuyết cấu trúc vốn, lý thuyết thị trường hiệu quả và lý thuyết tài chính hành vi. Theo Modigliani và Miller (1958); Timmermann và Granger (2004); Bhattacharya (2012), các lý thuyết tài chính này chính là nền tảng, cơ sở ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu. Do đó, ba lý thuyết tài chính trên có khả năng giải thích cho sự tác động của các tỷ số tài chính lên suất sinh lợi cổ phiếu. Vì vậy, lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết cấu trúc vốn và lý thuyết tài chính hành vi có liên quan đến nội dung của nghiên cứu này.

1.2.1. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Theo nghiên cứu từ giáo sư Đại học Chicago Fama, Fama (1970) đã đưa ra một đóng góp quan trọng cho lý thuyết giả thuyết thị trường hiệu quả. Nghiên cứu này chỉ ra rằng, nếu các thông tin được phản ánh trong giá chứng khoán hữu ích thì thị trường đã có hiệu quả. Cụ thể, lý thuyết giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng tính hiệu quả

của thị trường chứng khoán được dựa trên cơ sở giá chứng khoán có thể phản ánh đầy đủ các thông tin thị trường chứng khoán hữu ích. Hiệu quả có nghĩa là, thông tin đã được cung cấp đầy đủ được sử dụng. Thông tin bao gồm cả các chỉ số phân tích kỹ thuật và thông tin vi mô và vĩ mô. Phân tích kỹ thuật có thể được nhìn thấy trong kỳ vọng của công chúng. Thông tin vi mô và vĩ mô đại diện cho lý thuyết về giá trị nội tại.

Nhờ sự vận hành hiệu quả của thị trường hiệu quả mà nhà đầu tư ít có cơ hội vượt trội hơn những người khác theo giả thuyết thị trường hiệu quả. Khi đó, các thông tin liên quan bị tác động bởi sự phản ánh đầy đủ từ giá cổ phiếu hiện có trên thị trường. Trên sàn giao dịch, chứng khoán được trao đổi mua bán ngang giá. Khi đó, thành viên của thị trường bán ở mức giá cao và mua ép giá cổ phiếu là điều không thể. Tùy thuộc vào mức độ hiệu quả liên kết với thông tin thị trường mà hiệu quả thị trường được chia thành 3 dạng: yếu, bán mạnh và mạnh theo nghiên cứu của Fama (1970).

Dạng yếu: đề cập đến hiệu quả tối thiểu của thị trường chứng khoán. Trong quá khứ, giá thị trường đã phản ánh đầy đủ các thông tin lịch sử (như giá cả, giao dịch và khối lượng). Nghĩa là, khi dựa vào các thông tin trong quá khứ nhà đầu tư không kiếm được lợi nhuận.

Dạng bán mạnh: các thông tin công bố trong quá khứ và vừa công bố xong tác động đến giá chứng khoán (không chỉ là cổ phiếu, chứng khoán ở đây còn được hiểu theo nghĩa rộng). Bởi các thông tin ngay khi được công bố, giá chứng khoán thay đổi và phản ánh đầy đủ thông tin vừa được công bố. Vì vậy, nhà đầu tư không thể dựa vào thông tin trong quá khứ cũng như thông tin vừa công bố để mua chứng khoán rẻ hay đắt.

Dạng mạnh: tất cả các thông tin nội bộ, hay thông tin quá khứ và hiện tại đã được phản ánh thông qua giá của chứng khoán. Lý thuyết này dựa trên cơ sở, nếu thông tin nội bộ bị tiết lộ thì giá chứng khoán sẽ bị thay đổi. Những người biết thông tin nội bộ sẽ lập tức mua bán chứng khoán để thu được lợi nhuận, đến khi nào người trong cuộc không còn kiếm lời được nữa.

Nghiên cứu của Fama (1970) đã thu được kết quả thực nghiệm, trong đó dạng yếu và dạng bán mạnh có khả năng đúng nhưng có nhiều tranh cãi từ dạng mạnh. Vì dạng mạnh được các nhà đầu tư cho rằng, thị trường thật sự không hiệu quả cao như trong

nghiên cứu. Có nghĩa là, các thông tin liên quan không bị phản ánh thông qua giá chứng khoán. Nếu dùng các phân tích kỹ thuật chính xác thì nhà đầu tư vẫn có thể kiếm được lợi nhuận. Tóm lại, mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán phụ thuộc vào hai yếu tố: lượng thông tin có thể thu được; thứ hai là tốc độ về thu thập thông tin phổ biến.

Hiện tượng giá cổ phiếu tăng quá mức hay sụt giảm nhanh chóng không thể giải thích được từ *lý thuyết thị trường hiệu quả*. Chính vì vậy, theo Shiller (2003), *lý thuyết tài chính hành vi* ra đời và được các thành viên của thị trường chấp nhận rộng rãi. Phần tiếp theo, *lý thuyết tài chính hành vi* sẽ được trình bày cụ thể.

1.2.2. Lý thuyết tài chính hành vi

Sự ra đời của kinh tế học hành vi là nghiên cứu tiên phong của Kahneman và Tversky. Theo Kahneman và Tversky (1979; 1996), giá liên tục tăng trên thị trường trong một khoảng thời gian dài. Chính vì vậy, xu hướng tăng giá liên tục đối với các loại chứng khoán theo dự đoán báo cáo của nhà phân tích sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tâm lý của nhóm nhà đầu tư và dẫn tới tác động tăng giá. Sự lên xuống tâm lý của con người và của chỉ số chứng khoán khi đưa ra các quyết định đầu tư mạo hiểm chính là việc đảm nhận tốt vai trò dự đoán của *lý thuyết tài chính hành vi*.

Lý thuyết tài chính hành vi nghiên cứu nhận thức xu hướng cảm xúc của con người nhằm hiểu rõ hơn làm cách nào mà con người gây ảnh hưởng lên thị trường giá cả, sự cấp phát các nguồn tài nguyên, lợi nhuận và các quyết định kinh tế. Theo Sewell (2007), mối quan tâm của các thành viên tham gia thị trường chính là tài chính hành vi bởi vì nó giúp giải thích bằng cách nào và tại sao thị trường không thể hiệu quả.

Các tác động tiềm năng của hành vi con người trong quá trình đầu tư hầu hết đã bỏ qua trong *lý thuyết thị trường hiệu quả*. Vì vậy, yếu tố tiềm ẩn đằng sau sự thiếu hiệu quả của thị trường chính là tài chính hành vi. Do đó, để giải thích hành vi của các nhà đầu tư khác nhau trên thị trường, *lý thuyết tài chính hành vi* đã ra đời. Đồng thời, theo Bhattacharya (2012), lý thuyết này cũng bổ sung và hỗ trợ để *lý thuyết thị trường hiệu quả* được thuyết phục hơn. *Lý thuyết tài chính hành vi* được biểu hiện rõ nét nhất trên thị trường tài chính đó là:

Hành vi phân tích: các nhà đầu tư không xử lý và phân tích đúng những thông tin mà họ tạo ra hành vi không hợp lý. Từ đó, hành vi này tác động đến tương lai cổ phiếu mà họ đầu tư bị lệch lạc.

Hành vi bầy đàn: là hiện tượng hành vi bị ảnh hưởng bởi hành động số đông có thể hợp lý hoặc bất hợp lý mà các nhà đầu tư đi theo. Việc tin tưởng có rất nhiều người cùng thực hiện một việc gì đó thì chắc chắn việc đó đúng. Điều này không phản ánh giá trị “thực” hay “hợp lý” của giá một số cổ phiếu. Hiện tượng trên thị trường tài chính đồng loạt mua và bán cổ phiếu ảnh hưởng đến giá cổ phiếu tăng hay giảm và đã tác động đến suất sinh lợi cổ phiếu.

Sự kỳ vọng: khả năng kiếm được nhiều lợi nhuận hơn sẽ ít quan trọng hơn khả năng bù đắp một khoản lỗ là khuynh hướng mà nhà đầu tư xem. Khi các khoản đầu tư có khuynh hướng mang lại lợi nhuận, họ thích nắm chắc ngay các khoản lợi nhuận hiện tại hơn là cố gắng đầu tư tiếp tục để đem lại nhiều lợi nhuận hơn trong tương lai. Ngược lại, khi các khoản đầu tư này có nguy cơ rủi ro thua lỗ, họ lại cố gắng duy trì và hi vọng sẽ thu lại được khoản lời trong tương lai. Mặc dù hiện tại các khoản đầu tư lúc này thua lỗ nhiều hơn là rất cao. Bởi vì các nhà đầu tư cho rằng cổ phiếu đang lời của họ trong tương lai không tốt hơn cổ phiếu đang sụt giá. Do thị trường cung cấp những thông tin có triển vọng mà nhà đầu tư đã mua cổ phiếu và họ sẽ bán nhanh chóng cổ phiếu khi tăng giá. Bởi nhà đầu tư tin rằng hiện giá cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ thông tin. Theo Ngô Thị Xuân Bình (2010), nhà đầu tư sẽ bán cổ phiếu đi để kiếm lời mà không cần phân tích khả năng lợi nhuận tăng thêm khi họ đã cảm thấy đã đạt được mong muốn lợi nhuận của mình.

Tài chính hành vi không chỉ dừng lại ứng dụng trong việc giải thích các hành vi không hợp lý của nhà đầu tư. Hơn thế nữa, nó còn phát triển xa hơn. Cụ thể, các mô hình định giá tài sản tài chính bao gồm sản phẩm phái sinh, trái phiếu, cổ phiếu và hàng hóa có thể điều chỉnh bởi tài chính hành vi. Ngoài ra, lý thuyết cấu trúc vốn và lý thuyết quản trị công ty được tài chính hành vi vận dụng trong tài chính doanh nghiệp và giải thích tương tác khác nhau giữa các thị trường. Những ảnh hưởng tâm lý trong các lý thuyết nêu trên nhà đầu tư nên hạn chế, để có những quyết định đầu tư đạt được nhiều lợi nhuận và hợp lý. Thay vào đó, để tạo tiền đề vững chắc cho các quyết định đầu tư, nhà đầu tư sử dụng tổng hợp các công cụ phân tích tài chính. Chính

vì vậy, nhà quản trị công ty và nhà đầu tư dự đoán suất sinh lợi cổ phiếu hiệu quả và đưa ra các quyết định đầu tư tốt hơn chính là nhờ vào công cụ phân tích kỹ thuật của các tỷ số tài chính.

1.2.3. Lý thuyết cấu trúc vốn

Mối quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu chính là cấu trúc vốn. Cấu trúc vốn bao gồm vốn cổ phần thường và vốn cổ phần ưu đãi trong tổng nguồn vốn của công ty. Phương án mà công ty lựa chọn để có giá cổ phiếu cao nhất và chi phí vốn nhỏ nhất là cấu trúc vốn tối ưu. Một cấu trúc vốn phù hợp là sự quyết định quan trọng đối với mọi công ty. Nó không chỉ tối đa lợi ích nhu cầu thu được từ các cá nhân, tổ chức mà còn hướng đến hoạt động và liên quan tới công ty.

Trong môi trường cạnh tranh hiện nay, cấu trúc vốn còn tác động đến năng lực kinh doanh của công ty. Đồng thời, việc đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của công ty là liên quan đến cấu trúc vốn tối ưu. Ngoài ra, tạo ra “lá chắn thuế” của công ty được tài trợ bằng vốn vay nợ. Bên cạnh đó, hình thức này còn làm giảm mức độ phân tán các quyết định đầu tư, kinh doanh và quản lý. Công ty phải chịu áp lực từ việc gánh nặng nợ. Hơn thế nữa, công ty có thể dẫn tới đóng cửa khi tình hình vận hành kinh doanh bị tác động đáng kể từ chi phí vay nợ.

Hai kết quả nghiên cứu M&M hay nói cụ thể là Modigliani và Miller (1958; 1963) đóng góp quan trọng tới sự phát triển lý thuyết về cấu trúc vốn. M&M (1958) quan điểm rằng, giá thị trường không bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty. Mặt khác, sự thay đổi cấu trúc vốn của công ty không tác động rủi ro đối với những nhà đầu tư chứng khoán vào một công ty nào đó.

Giá trị của công ty bị ảnh hưởng bởi các quyết định đầu tư nhất quán, các đối tác không nằm trong công ty nhưng có quyền lợi liên quan phải đại diện cho cấu trúc vốn (M&M, 1963). Nhờ việc thanh toán chi phí và lãi vay ngoại sinh của khả năng vỡ nợ đã cân bằng khoản thuế được giảm trừ mà dư nợ tối ưu của công ty cần phải làm.

Do đó, các công ty luôn chú trọng đến việc sử dụng cấu trúc vốn hợp lý. Đồng thời, các nhà đầu tư quan tâm rất nhiều đến tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Hơn thế nữa, các cổ đông có tâm lý lo ngại vì áp lực từ các khoản nợ vay mà công ty vay mượn quá nhiều. Chính vì vậy, lý thuyết này đã đưa ra những yếu tố mấu chốt ảnh hưởng lên giá trị công ty và hơn hết ảnh hưởng lên suất sinh lợi cổ phiếu của công ty.

1.2.4. Lý thuyết trật tự phân hạng

Theo lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, 1984), các công ty thích tài trợ theo thứ tự sau: tài trợ nội bộ, nợ và vốn chủ sở hữu cuối cùng do chi phí cao. Các công ty có lợi nhuận cao hơn thường có đủ lợi nhuận giữ lại để đầu tư. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có lợi nhuận thấp hơn không có đủ vốn nội bộ và sau đó phải phát hành nợ như lựa chọn thứ hai. Do đó cần có mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận và tỷ lệ nợ.

Myer và Majluf (1984) đã đề xuất một cách có hệ thống lý thuyết trật tự phân hạng, trong đó giả định rằng chi phí tài chính tăng lên cùng với thông tin bất cân xứng, điều này ảnh hưởng đến các lựa chọn tài chính về tài trợ nội bộ và bên ngoài cũng như việc phát hành nợ và vốn chủ sở hữu. Việc phát hành thêm vốn chủ sở hữu là nguyên nhân dẫn đến sự suy giảm cổ phiếu trong tương lai.

Lý thuyết trật tự phân hạng chỉ ra rằng, khi các công ty không có đủ nguồn tài chính bên trong, lúc này mới sử dụng nguồn tài chính bên ngoài (Graham & Harvey, 2001). Điều chú ý ở đây, công ty nên ưu tiên chọn hình thức huy động nợ thay vì phát hành vốn cổ phần mới (Myers, 1984).

1.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu

1.3.1. Khả năng sinh lời

Để theo dõi tình hình sinh lợi của công ty cổ phần, một trong những tỷ số tài chính được dùng chính là tỷ số lợi nhuận trên doanh thu hay còn gọi là hệ số lãi ròng hoặc suất sinh lợi của doanh thu. Nó phản ánh mối quan hệ giữa lợi nhuận ròng dành cho doanh thu và cổ đông của công ty. Trong doanh thu thì tỷ số này cho biết lợi nhuận chiếm bao nhiêu phần trăm. Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (ROS) mang giá trị âm nghĩa là công ty kinh doanh thua lỗ. ROS mang giá trị dương nghĩa là công ty kinh doanh có lãi và tỷ số càng lớn lãi càng cao. Đồng thời, ROS cao thì lợi nhuận hiệu chỉnh từ thị trường sẽ cao hơn và cổ phiếu của công ty sẽ hấp dẫn hơn (Martani và cộng sự, 2009).

Lợi nhuận trên tài sản (ROA) được sử dụng để đo lường lợi nhuận ròng được tạo ra trên mỗi đơn vị tài sản, ROA được trình bày dưới dạng phần trăm. Khi tỷ lệ này cao hơn, đơn vị sản phẩm tài sản có tổng lợi nhuận cao hơn, hiệu quả sử dụng tài sản doanh nghiệp tốt hơn. Đồng thời, nếu ROA là yếu tố thay thế cho khả năng sinh lời

trong tương lai thì các công ty có lợi nhuận có thể vay nhiều hơn vì họ có nhiều khả năng trả được nợ gốc hơn (Son & Son, 2006).

Đối với các cổ đông, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) là tỷ số quan trọng nhất, vì nó đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng vốn của cổ đông thường. Để đánh giá một đồng vốn bỏ ra và tích lũy tạo ra bao nhiêu đồng lời, chỉ số này là thước đo chính xác. Các nhà đầu tư thường dùng ROE để phân tích và so sánh với các cổ phiếu cùng ngành trên thị trường, từ đó, họ tham khảo trước khi quyết định lựa chọn mua cổ phiếu của công ty. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu càng cao, càng chứng tỏ công ty sử dụng hiệu quả vốn của cổ đông. Điều này có nghĩa là, để khai thác lợi thế cạnh tranh, công ty đã cân đối một cách hài hòa giữa vốn đi vay và vốn cổ đông trong quá trình mở rộng quy mô và huy động vốn. Do đó, nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và cộng sự (2008), ROE càng cao thì các cổ phiếu càng hấp dẫn các nhà đầu tư hơn.

1.3.2. Tăng trưởng doanh thu

Nghiên cứu của Shinong, Changqing và Wei (1999), Cheng (2010), Qin (2016), Yihong, Shuang (2016) và các nhà nghiên cứu khác đã lựa chọn phương pháp điều hành tốc độ tăng trưởng doanh thu để thể hiện khả năng tăng trưởng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu là tỷ lệ tăng trưởng thu nhập hoạt động của doanh nghiệp so với kỳ trước tổng thu nhập hoạt động, phản ánh sự thay đổi trong thu nhập hoạt động của doanh nghiệp. Đánh giá tăng trưởng kinh doanh là một chỉ số quan trọng.

Theo Liu Jun (2008), Yu Qin (2016) và các nhà nghiên cứu khác đã lựa chọn tốc độ tăng trưởng doanh thu để thể hiện khả năng tăng trưởng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thể hiện tỷ lệ tăng của lợi nhuận ròng kỳ hiện tại trên lợi nhuận ròng của kỳ trước. Tỷ lệ này càng cao, lợi nhuận của doanh nghiệp càng lớn.

1.3.3. Tỷ lệ nợ

Cơ cấu vốn của công ty được thể hiện bởi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE). Khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao thì chứng tỏ công ty đang sử dụng chủ yếu từ nguồn vốn vay nợ. Khi vốn chủ sở hữu không đủ đáp ứng cho nhu cầu vốn đầu tư của công ty, vay nợ chính là một trong những giải pháp hàng đầu mà công ty có thể lựa chọn.

Để một công ty chỉ sử dụng nợ vay thì công ty đó tin chắc rằng lãi suất vay nợ thấp hơn tỷ suất sinh lợi trên tài sản. Điểm mạnh là ngân quỹ luôn sẵn sàng cho sự tăng

trường lâu dài của công ty. Theo nghiên cứu của Martani và cộng sự (2009); nghiên cứu của (Purnomo, 1998; Kennedy, 2003; và Hamzah, 2007) cho thấy rằng, công ty có tỷ lệ nợ cao và khả năng tạo ra lợi nhuận cũng cao sẽ không gặp phải khó khăn tài chính. Nhưng trên thị trường kinh doanh thì theo tâm lý khi công ty vay nợ càng nhiều sẽ càng gia tăng rủi ro. Chính vì vậy, với những người e ngại rủi ro có thể nhà đầu tư sẽ bán bớt đi cổ phiếu đang nắm giữ khi tỷ số DE cao. Vì nó có thể sẽ đem lại lo lắng cho họ và làm ảnh hưởng đến giá trị thị trường của cổ phiếu.

Trong tỷ lệ nợ, lợi nhuận cổ phiếu sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự thay đổi của tỷ lệ này (Cai và Zang, 2010). Các công ty đang bị đe dọa về nợ sẽ bị tác động mạnh mẽ bởi sự tiêu cực. Hơn nữa, trong tương lai các công ty sẽ có đầu tư ít hơn khi nợ gia tăng. Bên cạnh đó, gia tăng nợ vay sẽ ảnh hưởng đến kế hoạch đầu tư trong tương lai, làm giảm giá trị của công ty và hạn chế các dự án tiềm năng (Cai và Zang, 2010).

Mối quan hệ giữa DE và suất sinh lợi cổ phiếu có thể giải thích được từ Lý thuyết cơ cấu vốn của Modigliani và Miller (M&M). Lý thuyết này đã hỗ trợ cho giả thuyết không có mối quan hệ giữa DE và suất sinh lợi cổ phiếu. Nhưng mặt khác, có nhiều kết quả nghiên cứu đã chỉ ra có mối quan hệ giữa hai biến này.

1.3.4. Hiệu quả quản lý chi phí

Có một số giả thuyết giải thích tại sao hiệu quả chi phí của công ty có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu. Các công ty có thể theo đuổi các quyết định đầu tư ngắn hạn hoặc dài hạn sẽ làm thay đổi mức độ hiệu quả chi phí mỗi năm. Sự khác biệt về hiệu quả chi phí được các nhà đầu tư coi là yếu tố rủi ro. Trong khuôn khổ thị trường hiệu quả, rủi ro sẽ được định giá thông qua tỷ suất sinh lợi cân bằng.

Khi hoạt động kém hiệu quả, các công ty có thể buộc phải cam kết chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn, bất kể điều kiện kinh tế cơ bản như thế nào. Ngược lại, một công ty có hiệu quả về chi phí sẽ có lợi nhuận tương đối cao hơn và ít bị tổn thương hơn trước sự cạnh tranh bên ngoài hoặc những cú sốc về cầu.

Do đó, tỷ suất sinh lợi yêu cầu đối với một công ty có hiệu quả về chi phí sẽ thấp hơn so với một công ty hoạt động kém hiệu quả.

1.3.5. Chỉ số thư giá trên thị giá

Để so sánh giá trị thị trường của một cổ phiếu so với giá trị ghi sổ của cổ phiếu, chính là sử dụng tỷ số thư giá trên thị giá (MB). Sự đánh giá cơ hội phát triển tương lai của

công ty được phản ánh thông qua tỷ số thư giá trên thị giá dựa trên sự kỳ vọng của thị trường. Tỷ số này càng thấp cho thấy thị trường kỳ vọng vào sự phát triển tương lai của công ty càng thấp và ngược lại.

MB là công cụ giúp cho nhà đầu tư có thể tìm kiếm các cổ phiếu có giá thấp hơn giá thị trường. Nếu tỷ lệ MB lớn hơn 1 thì một doanh nghiệp đang bán cổ phần với mức giá thấp hơn giá trị ghi sổ của nó, khi đó có hai trường hợp sẽ xảy ra, hoặc là thu nhập trên tài sản của công ty quá thấp, hoặc là thị trường đang nghĩ rằng giá trị tài sản của công ty đã bị tăng quá mức.

Ngược lại, nếu công ty có thu nhập trên tài sản cao, dấu hiệu làm ăn khá tốt chứng tỏ đây là một công ty có giá trị thị trường của cổ phiếu cao hơn giá trị ghi sổ. Nhà đầu tư thường bị thu hút bởi những cổ phiếu này.

Nhà quản trị và nhà đầu tư thường phân tích các tỷ số tài chính để có thể xác định được giá trị hiện tại và tương lai của công ty. Do sự khác biệt rủi ro nên tạo ra sự khác biệt trong lợi nhuận trung bình của hệ thống, từ đó cổ phiếu được định giá đúng (Fama và French, 1992). Chính vì vậy, trong lợi nhuận với các yếu tố rủi ro chung được thể hiện với độ nhạy cảm của giá cả hợp lý, tỷ số thư giá trên thị giá, quy mô được đo bằng giá trị sổ sách. Điều này có nghĩa là, tỷ số thư giá trên thị giá có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu và nó có liên quan đến lợi nhuận.

1.3.6. Tính thanh khoản cổ phiếu

Thanh khoản thị trường đóng vai trò then chốt cho sự ổn định, phát triển và hiệu quả của thị trường tài chính. Bên cạnh đó, nó còn giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Các cổ phiếu có tính thanh khoản tốt sẽ thu hút được các nhà đầu tư trong và ngoài nước, ngược lại cổ phiếu có tính thanh khoản thấp sẽ tạo áp lực cho các nhà đầu tư trong việc chuyển hóa tài sản của mình.

Nghiên cứu của Guiso và cộng sự (2004) chỉ ra rằng, thanh khoản cổ phiếu có liên quan chặt chẽ đến sự tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Tương tự, nghiên cứu của Fang và cộng sự (2009), tính thanh khoản cổ phiếu ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động và lợi nhuận cổ phiếu của doanh nghiệp. Nhiều nghiên cứu cho thấy, mối tương quan tỷ lệ ngược chiều giữa lợi nhuận cổ phiếu và tính thanh khoản cổ phiếu.

Một trong những nhân tố quan trọng tác động đến giá trị doanh nghiệp đó là tính thanh khoản của cổ phiếu. Tác động này có thể được giải thích bằng các lý thuyết liên quan đến giá cổ phiếu (price – based theories) hoặc hiệu quả hoạt động (operating performance – based theories). Các lý thuyết liên quan đến hiệu quả hoạt động có thể được chia thành hai loại: lý thuyết phản hồi (feedback theories) và lý thuyết đại diện (agencybased theories). Hai lý thuyết này cùng chung lập luận rằng, cổ phiếu có tính thanh khoản cao có những tác động tích cực đến khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, do đó làm tăng giá trị doanh nghiệp.

1.3.7. Chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu

Chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) hay lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là lợi nhuận mà doanh nghiệp phân bổ cho mỗi cổ phần phổ thông đang lưu hành trên thị trường. EPS là một chỉ tiêu sử dụng thường xuyên bởi các nhà đầu tư. Nó là công cụ để đánh giá kết quả của một công ty: so sánh giữa các công ty với nhau hoặc so sánh kết quả của một công ty qua các thời kỳ. Bên cạnh đó, EPS có ảnh hưởng rất lớn đến thị trường cổ phiếu cũng như giá cổ phiếu của công ty, bởi thị trường cổ phiếu rất nhạy cảm với EPS.

Nghiên cứu của Xiaonan và Guannan (2015); Yinlu (2012); Yinhui (2003); Liansheng (2000) chỉ ra rằng, khi cổ đông phổ thông nắm giữ cổ phiếu sẽ mang lại lợi nhuận ròng cho doanh nghiệp hoặc chịu lỗ cho công ty.

1.3.8. Tỷ suất cổ tức

Một phần lợi nhuận sau thuế được chia cho các cổ đông của công ty cổ phần được gọi là cổ tức. Nó có thể được trả bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu. Một số công ty lựa chọn trả bằng cổ phiếu cho các cổ đông thay vì bằng tiền mặt.

Theo nghiên cứu của Modigliani và Miller (1961) giả định rằng, một thị trường hoàn hảo, tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) không có tác động đến giá trị công ty. Điều này chứng tỏ rằng, DIV không ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Nhưng thực tế chỉ ra rằng, thị trường không hoàn hảo như giả định trên do còn tồn tại thuế, chi phí giao dịch và thông tin bất cân xứng. Vì vậy, DIV có tác động đến suất sinh lợi cổ phiếu, tùy thuộc vào chính sách cổ tức, chiến lược kinh doanh, lãi suất thị trường và thành phần cổ đông của công ty mà tác động nhiều hay ít (Ang và Bekaert, 2007).

Thị trường chứng khoán Việt Nam chưa ổn định và đang phát triển nên còn tồn tại nhiều thông tin bất cân xứng. Hơn nữa, lãi suất thị trường thường xuyên thay đổi. Chính vì vậy, nhà đầu tư thường dựa vào DIV để dự đoán giá trị thị trường và triển vọng của công ty trong tương lai. Chứng tỏ rằng, DIV có mối quan hệ đến suất sinh lợi cổ phiếu (Nelson và Kim, 1993; Stambaugh, 1999; Al-Mwalla và cộng sự, 2010).

1.3.9. Quy mô công ty

Theo nghiên cứu của Johnson và Soenen (2003) chỉ ra rằng, quy mô công ty tương quan cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Tương tự, nghiên cứu của Martani và cộng sự (2009) cho thấy rằng, quy mô công ty và tỷ suất sinh lợi có tác động đến suất sinh lợi cổ phiếu. Nghiên cứu của Chen và cộng sự (2013) cho kết luận rằng, quy mô công ty có tác động đáng kể đến suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn 2006-2009 ở Đài Loan.

Ngược lại, trong giai đoạn 2003-2006 trên thị trường chứng khoán ở Indonesia, nghiên cứu của Martani và cộng sự (2009) chỉ ra kết quả rằng, quy mô công ty có tác động nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng quan điểm trên là nghiên cứu của Cui và Wu (2007). Nghiên cứu của Cui và Wu (2007) cho thấy rằng, quy mô công ty càng nhỏ thì rủi ro càng cao. Do đó, nhà đầu tư kỳ vọng suất sinh lợi cổ phiếu cao. Nghiên cứu của Fama và French (1992) đã hỗ trợ nghiên cứu này. Theo Fama và French (1992), quy mô công ty có mối quan hệ nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu do được đo lường bằng tỷ lệ vốn hóa cổ phần của vốn chủ sở hữu.

Các kết quả của các nghiên cứu trước đây cho ra kết quả khác nhau, do đó quy mô công ty có mối quan hệ với suất sinh lợi hay không còn tùy thuộc vào tình hình thị trường chứng khoán của mỗi nước và đặc điểm của mẫu nghiên cứu.

1.4. Lược khảo các nghiên cứu định lượng liên quan

Nghiên cứu của Fama và French (1992) cho rằng, quy mô công ty có liên quan đến suất sinh lợi cổ phiếu. Theo Fama và French (1992), quy mô công ty được đo lường bằng tỷ lệ vốn hóa cổ phần của vốn chủ sở hữu và có mối tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng thời tác giả sử dụng tỷ số thư giá trên thị giá (MB) để phân tích các tỷ số tài chính giúp các nhà đầu tư xác định giá trị hiện tại và tương lai của công ty. Và kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, tỷ số thư giá trên thị giá có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng quan điểm trên, nghiên cứu của Lau và cộng sự

(2002) cũng cho rằng, quy mô công ty có quan hệ nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

Nghiên cứu của Mais và cộng sự (2005) chỉ ra rằng, ROA; ROS và ROE có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Ngược lại, DE có mối quan hệ nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Tương tự, nghiên cứu của Roswati (2007) cho kết luận rằng, ROE có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu trong ngành máy móc tự động và ngành thương nghiệp bán lẻ; DE có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu trong ngành thuốc lá. Đồng thời, theo nghiên cứu của Haghiri (2012) cũng cho kết quả ROE tương quan cao trong hầu hết các ngành. Nhưng tác động nhiều hay ít phụ thuộc vào từng ngành khác nhau.

Theo Cai và Zang (2010), suất sinh lời cổ phiếu bị ảnh hưởng tiêu cực từ sự tay đôi nợ trên vốn chủ sở hữu. Sự tác động tiêu cực này, ảnh hưởng mạnh mẽ đến các công ty đang bị đe dọa về nợ. Hơn nữa, các công ty gia tăng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có xu hướng ít đầu tư hơn trong tương lai. Ngoài ra, nghiên cứu này cho thấy trong tương lai sự gia tăng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ảnh hưởng đến kế hoạch đầu tư, làm giảm giá trị công ty và hạn chế các dự án tiềm năng.

Nghiên cứu của Belke và Polleit (2004) cho thấy rằng, tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu trên thị trường chứng khoán ở Đức. Đồng quan điểm trên, nghiên cứu của Kothari và Shanken (1997); Fama và French (1988); Lewellen (2004); kết quả chỉ ra rằng, DY có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu và có khả năng dự đoán lợi nhuận cổ phiếu rất cao.

Theo Chu Thị Thu Thủy (2019), tỷ lệ nợ có mối quan hệ nghịch chiều với giá cổ phiếu. Khi công ty công bố tỷ lệ nợ gia tăng ảnh hưởng tiêu cực đến giá trung bình 5 ngày sau ngày công bố. Các công ty có giá cổ phiếu cao thường có tỷ lệ nợ cao hơn so với công ty có giá cổ phiếu thấp.

Nghiên cứu của Nguyễn Ngọc Thuyết và Nguyễn Thị Thanh Túy (2017) cho thấy rằng, tính thanh khoản (thanh khoản kém) có mối quan hệ cùng chiều với quản trị công ty (thông tin kém minh bạch) với mức ý nghĩa 1%. Đồng thời, quản trị công ty (thông tin kém minh bạch) có mối quan hệ nghịch chiều và cùng chiều với giá trị doanh nghiệp với mức ý nghĩa 1%.

Theo nghiên cứu của Phan Ngọc Thùy Như và Nguyễn Kim Phước (2021) kết luận rằng, quy mô công ty và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV) có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV). Tuy nhiên, thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) có mối quan hệ cùng chiều và nghịch chiều với DIV.

Nghiên cứu của Lê Đức Hoàng và cộng sự (2021) cho kết quả rằng, tính thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ nghịch với đòn bẩy tài chính doanh nghiệp, nhưng có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu của Võ Hồng Đức và Tô Ngọc Phương Thùy (2013) chỉ ra rằng, đối với nhà quản trị, quy mô công ty và tỷ số thư giá trên thị giá có ảnh hưởng rất mạnh đến suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng thời, đối với nhà đầu tư, tỷ suất cổ tức, hệ số giá trên thu nhập, tỷ số thư giá trên thị giá, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu và quy mô công ty đều có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu.

Tóm lại, trong chương này, nghiên cứu đã lược khảo các nghiên cứu trước đây có liên quan đến suất sinh lợi cổ phiếu được thể hiện như sau:

Bảng 1.1. Lược khảo các nghiên cứu trong và ngoài nước

Nhóm nghiên cứu	Quốc gia	Giai đoạn	Biến phụ thuộc	Biến độc lập	Kết quả các biến có ý nghĩa
Fama và French (1988)	Mỹ	1941-1986	SR	DY	DY(+)
Kothari và Shanken (1997)	Mỹ	1926-1991	SR	DY, BM	DY (+), BM (+)
Belke và Polleit (2004)	Đức	1974-2003	SR	DY	DY (+)
Mais và cộng sự (2005)	Indonesia	2004	SR	ROS, ROA, ROE, DE, EPS	ROS (+), ROA (+), ROE (+), DE (-), EPS (+)
Võ Hồng Đức và Tô Ngọc Phương Thùy (2013)	Việt Nam	2006-2012	SR	DY, BM, PE, ROS, ROE, DE, SIZE, Industry, Year	DY (+), BM (+), ROE (+), DE (+), PE (-), SIZE (-)
Nguyễn Ngọc Thuyết và Nguyễn Thị Thanh Túy (2017)	Việt Nam	2007-2015	CG, Q	PZR, TA, LEV, SALE, CRET	PRZ (+), TA (-/+), LEV (-), SALE (+), CRET (+)

Chu Thị Thu Thủy (2019)	Việt Nam	2014-2018	P	LEV, SIZE, ROA	LEV, SIZE, ROA
Phan Ngọc Thùy Như và Nguyễn Kim Phước (2021)	Việt Nam	2009-2020	DIV	EPS, LEV, CP, SAG, SIZE, SCA, FCA, CSD	EPS (+), LEV (-), SIZE (-), FCA (-), CSD (-)

Nguồn: Các nghiên cứu được đề cập trong bảng

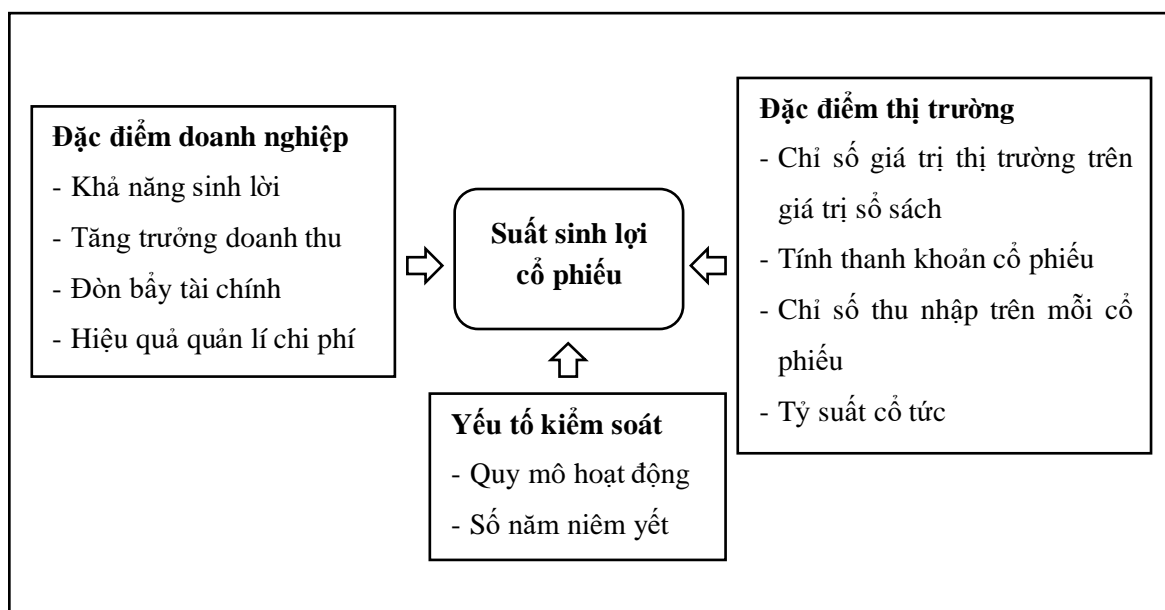
Với: **SR**: suất sinh lợi cổ phiếu; **SIZE**: quy mô công ty; **BM**: tỷ số thu giá trên thị giá; **EP**: thu nhập trên giá; **Leverage**: đòn bẩy tài chính; **SG**: tốc độ tăng trưởng doanh thu; **CF**: dòng tiền mong đợi; **ROS**: tỷ suất sinh lời trên doanh thu; **ROE**: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; **ROA**: tỷ suất sinh lời trên tài sản; **DE**: nợ trên vốn chủ sở hữu; **EPS**: lợi nhuận trên cổ phần; **P**: giá cổ phiếu; **LEV**: cấu trúc vốn; **CG**: chỉ số kém minh bạch thông tin tài chính; **PZR**: tỷ lệ ngày giao dịch không có tỷ suất sinh lợi; **Q**: giá trị doanh nghiệp; **TA**: tổng tài sản; **SALE**: doanh thu; **LEV**: đòn bẩy tài chính; **CRET**: tỷ suất sinh lợi có độ trễ 6 tháng; **CP**: khả năng thanh toán hiện hành; **SAG**: tốc độ tăng doanh thu; **SCA**: sở hữu nhà nước; **FCA**: sở hữu nước ngoài; **CSD**: hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu; **DY**: tỷ lệ chi trả cổ tức.

CHƯƠNG 2

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Khung tiếp cận nghiên cứu

Dựa trên lược khảo lý thuyết nền tảng và các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan trên thế giới ở Chương 1, tổng quan về hướng nghiên cứu được trình bày như sau:



Hình 2.1. Hướng tiếp cận nghiên cứu

Hình 2.1 cho thấy, hướng tiếp cận nghiên cứu bao gồm biến phụ thuộc là suất sinh lợi cổ phiếu, biến độc lập bao gồm: khả năng sinh lời, tăng trưởng doanh thu, đòn bẩy tài chính, hiệu quả quản lý chi phí, chỉ số thu giá trên thị giá, tính thanh khoản cổ phiếu, chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu và tỷ lệ chi trả cổ tức. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn sử dụng biến kiểm soát là quy mô hoạt động và số năm thành lập.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

2.2.1. Khả năng sinh lời

Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) được sử dụng để đo lường lợi nhuận ròng được tạo ra trên mỗi đơn vị tài sản. Khi tỷ lệ này càng cao, sản phẩm tài sản đơn vị càng có tổng lợi nhuận nhiều, hiệu quả sử dụng tài sản doanh nghiệp tốt hơn (Mu Liangping và Shi Daimin (2002); Li Wen (2018); Maryyam Anwaar (2016)). Dựa vào cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra cho mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

H₁: Khả năng sinh lợi tương quan dương đến suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.2. Tăng trưởng doanh thu

Theo nghiên cứu của Wu Shinong, Li Changqing và Yu Wei (1999); Liu Cheng (2010); Yu Qin (2016); Xu Yihong và Li Shuang (2016); các nhà nghiên cứu khác đã lựa chọn phương pháp điều hành tốc độ tăng trưởng thu nhập để thể hiện khả năng tăng trưởng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu là tỷ lệ tăng trưởng thu nhập hoạt động của doanh nghiệp so với quý trước tổng thu nhập hoạt động, phản ánh sự thay đổi trong thu nhập hoạt động của doanh nghiệp. Dựa vào kết quả của các nghiên cứu trước, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra cho mối quan hệ giữa tăng trưởng doanh thu và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

H₂: Tốc độ tăng trưởng doanh thu tương quan dương với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.3. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính (DE) đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Kennedy (2003) cho thấy DE tác động cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn 2001-2002. Đồng quan điểm trên nghiên cứu của Roswati (2007) cũng cho thấy DE có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu trong ngành thuốc lá. DE càng cao, công ty sử dụng nguồn vốn vay nợ nhiều. Công ty vay nợ nhiều sẽ tạo tâm lý lo lắng cho các nhà đầu tư và sẽ dẫn đến cổ phiếu của công ty này kém hấp dẫn. Ngược lại, công ty ít vay nợ thì suất sinh lợi cổ phiếu sẽ cao (Hobarth, 2006; Yang và cộng sự, 2008; Cai và Zang, 2010). Điều này có nghĩa là, DE có mối quan hệ ngược chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa vào cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra cho mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

H₃: Đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.4. Hiệu quả quản lý chi phí

Kwan & Eisenbeis (1996) cho thấy mức độ hiệu quả chi phí chứa đựng những thông tin nhất định cho thị trường chứng khoán trở lại. Điều này phù hợp với khuôn khổ thị trường hiệu quả. Tuy nhiên, điều này nghiên cứu cho thấy rằng sự thay đổi về hiệu quả chi phí từ thời kỳ này sang thời kỳ khác sẽ có tác động tốt hơn thông tin hơn là hiệu quả chi phí của chính nó. Dựa vào kết quả nghiên cứu này, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra cho mối quan hệ giữa hiệu quả quản lý chi phí và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

H₄: Có mối tương quan nghịch giữa hiệu quả quản lý chi phí với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.5. Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách

Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (PB) là chỉ số mà các nhà đầu tư dùng để so sánh giá trị thị trường so với giá trị ghi sổ. Fama và French (2007) chỉ ra rằng, tỷ số PB có sự khác nhau giữa các cổ phiếu, vì nó có sự khác biệt trong lợi nhuận kỳ vọng và các dòng tiền dự kiến của cổ phiếu. Giả thuyết này cho thấy sự phát triển của tỷ số PB về những thay đổi vốn chủ sở hữu và giá cổ phiếu trong quá khứ đều chứa thông tin về dòng tiền dự kiến và có thể sử dụng để cải thiện ước tính lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu. Dựa trên cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

H₅: Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.6. Tính thanh khoản cổ phiếu

Tính thanh khoản của cổ phiếu thường đề cập đến tốc độ một chứng khoán nhất định có thể được giao dịch trên thị trường để tránh thua lỗ hoặc tạo ra lợi nhuận. Các mô hình định giá tài sản truyền thống thường bỏ qua hiệu ứng thiếu thanh khoản bằng cách cho rằng lợi nhuận cổ phiếu có thể được giải thích bằng các yếu tố cơ bản của chúng. Tuy nhiên, trên thực tế, nếu các nhà đầu tư muốn bán không (mua dài hạn) cổ phiếu của mình, giá chào bán đòi hỏi phải có sự nhượng bộ bán (phí mua), dẫn đến sự khác biệt giữa giá chào mua và giá chào bán trên thị trường. Do đó, tính thanh khoản (khả năng tiếp thị) của một cổ phiếu thường được phản ánh chênh lệch giá chào mua – chào bán (Amihud, Mendelson & Pedersen, 2005). Dựa vào cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

H₆: Tính thanh khoản có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.7. Chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu là sự so sánh giữa thu nhập ròng sau thuế trong một năm tài chính với số lượng cổ phiếu phát hành. Do đó, thu nhập trên mỗi cổ phiếu càng cao thì nhu cầu về cổ phiếu của công ty càng cao và khiến giá cổ phiếu tăng và ngược lại. Vì vậy, thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng lên, giá cổ phiếu sẽ tăng cũng như lợi nhuận cổ phiếu. Tăng trưởng thu nhập trên mỗi cổ phiếu là bức tranh của công ty so với kết quả hoạt động do công ty điều hành. Đối với các nhà đầu tư, thông tin về thu

nhập trên mỗi cổ phiếu là thông tin được coi là cơ bản và hữu ích nhất, vì nó có thể mô tả triển vọng thu nhập của doanh nghiệp trong tương lai (Tandelilin, 2010). Dựa trên mô tả ở trên, giả thuyết nghiên cứu được hình thành như sau:

H₇: Thu nhập trên mỗi cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.8. Tỷ suất cổ tức

Theo nghiên cứu của Black và Scholes (1974), khi nhà đầu tư nắm giữ tỷ lệ chi trả cổ tức cao, họ yêu cầu mức lợi nhuận cổ phiếu cao hơn. Nghiên cứu của Belke và Polleit (2004) cho thấy rằng, trên thị trường chứng khoán ở Đức, tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Khi DIV cao, tâm lý nhà đầu tư lúc này là công ty có lãi, lợi nhuận sau thuế cao do đó lợi ích cho các cổ đông cũng tăng lên, nhà đầu tư kỳ vọng vào sự phát triển của công ty. Dựa vào cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu đặt ra cho mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

H₈: Tỷ suất cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.2.9. Quy mô công ty

Trong giai đoạn 2003-2006 trên thị trường chứng khoán ở Indonesia, nghiên cứu của Martani và cộng sự (2009) chỉ ra kết quả rằng, quy mô công ty có tác động nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng quan điểm trên là nghiên cứu của Cui và Wu (2007). Nghiên cứu của Cui và Wu (2007) cho thấy rằng, quy mô công ty càng nhỏ thì rủi ro càng cao. Do đó, nhà đầu tư kỳ vọng suất sinh lợi cổ phiếu cao. Nghiên cứu của Fama và French (1992) đã hỗ trợ nghiên cứu này. Theo Fama và French (1992), quy mô công ty có mối quan hệ nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu do được đo lường bằng tỷ lệ vốn hóa cổ phần của vốn chủ sở hữu. Trên cơ sở lược khảo các nghiên cứu tương quan, giả thuyết đặt ra cho mối quan hệ giữa quy mô công ty và suất sinh lợi cổ phiếu như sau:

H₉: Quy mô công ty có mối quan hệ nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu.

2.3. Phương pháp nghiên cứu

Đề tài này sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng. Dựa trên cơ sở nghiên cứu của Fama and French (1993); Aydogan và Gursoy (2000); Lewellen (2004); Martani và cộng sự (2009); Kheradyar và cộng sự (2011); Haghiri (2012) và Khan và cộng sự

(2012), mô hình nghiên cứu được xây dựng để xác định tác động của các yếu tố đến suất sinh lợi cổ phiếu. Nội dung phần này sẽ trình bày như sau:

2.3.1. Phương pháp chọn mẫu

Nghiên cứu tiến hành chọn mẫu gồm 139 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE) giai đoạn 2009-2023. Lý do chọn các công ty niêm yết trên HOSE, vì theo Võ Hồng Đức & Phan Bùi Gia Thủy (2013d) các công ty này phải chịu những quy định niêm yết với điều kiện khắc khe hơn từ Chính phủ so với các công ty niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán khác. Dữ liệu thu thập theo năm từ báo cáo thường niên và báo cáo tài chính được công bố của các công ty niêm yết trên HOSE.

2.3.2. Phương pháp đo lường các biến nghiên cứu

Các biến đo lường sử dụng trong mô hình nghiên cứu bao gồm: biến phụ thuộc, biến độc lập và biến kiểm soát, các biến này được trình bày như sau:

Biến phụ thuộc trong mô hình là tỷ suất sinh lời cổ phiếu (RET). Theo nghiên cứu của Lewellen (2004); Martani và cộng sự (2009); Bodie và cộng sự (2009b); Buyuksalvarci và Abdioglu (2010); Kheradyar và cộng sự (2011) suất sinh lợi cổ phiếu được xác định như sau:

$$RET_{it} = \frac{(P_{it} - P_{i(t-1)}) + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

Trong đó:

RET_{it} : tỷ suất sinh lời của cổ phiếu i tại thời điểm t

P_{it} : thị giá của cổ phiếu i tại thời điểm t

$P_{i(t-1)}$: thị giá của cổ phiếu i tại thời điểm $t-1$

D_{it} : cổ tức tiền mặt được nhận giữa thời điểm $t-1$ và t của cổ phiếu i

Thị giá của cổ phiếu được tính bằng cách lấy giá giao dịch bình quân 12 tháng của giá đóng cửa vào thời điểm cuối tháng của cổ phiếu công ty niêm yết.

Mô hình nghiên cứu sử dụng 8 biến độc lập và 2 biến kiểm soát gồm có: (i) khả năng sinh lời, (ii) tăng trưởng doanh thu, (iii) đòn bẩy tài chính, (iv) hiệu quả quản lý chi phí, (v) chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, (vi) tính thanh khoản cổ phiếu, (vii) chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu, (viii) tỷ suất cổ tức, (ix) quy mô công ty và

(x) số năm niêm yết của doanh nghiệp. Các biến độc lập được trình bày cụ thể như sau:

- Tăng trưởng doanh thu

Theo nghiên cứu của Wu Shinong, Li Changqing và Yu Wei (1999); Liu Cheng (2010); Yu Qin (2016); Xu Yihong, Li Shuang (2016); và các nhà nghiên cứu khác đã lựa chọn phương pháp điều hành tốc độ tăng trưởng thu nhập để thể hiện khả năng tăng trưởng.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu (Sales Growth) là tỷ lệ tăng trưởng thu nhập hoạt động của doanh nghiệp so với tổng thu nhập hoạt động quý trước, nó phản ánh sự thay đổi trong thu nhập hoạt động của doanh nghiệp. Đây là một chỉ số quan trọng để đánh giá tăng trưởng kinh doanh.

$$SG = \frac{\text{Tăng trưởng doanh thu}}{\text{Tổng doanh thu kỳ trước}}$$

- Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính (DE) được tính bằng cách lấy tổng nợ chia cho tổng vốn chủ sở hữu vào thời điểm cuối năm.

$$DE = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}$$

- Hiệu quả quản lý chi phí

Hiệu quả quản lý chi phí (CE) thước đo mức độ phù hợp của các nguồn lực sử dụng với kết quả đạt được. Giải pháp hiệu quả về chi phí là giải pháp đạt được kết quả mong muốn trong khi sử dụng ít tiền nhất. Ngay cả khi chi phí cao, doanh nghiệp vẫn có thể hiệu quả về chi phí.

$$CE = \frac{\text{Chi phí bán hàng} + \text{Chi phí quản lý}}{\text{Doanh thu}}$$

- Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (PB)

Theo nghiên cứu của Nguyễn Thị Ngọc Trang và cộng sự (2008) đã cho thấy cách tính tỷ số thu giá trên thị giá như sau:

$$PB = \frac{\text{Giá trị thị trường của cổ phiếu}}{\text{Giá trị sổ sách của cổ phiếu}}$$

- Tính thanh khoản cổ phiếu

Dựa vào các nghiên cứu trước đây để tính toán các chỉ tiêu đo lường tính thanh khoản của cổ phiếu (LIQ) doanh nghiệp. Nghiên cứu của Amihud và Mendelson (1986) sử dụng chênh lệch giá chào mua – chào bán làm thước đo tính thiếu thanh khoản. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Pastor và Stambaugh (2003) dự đoán rằng tính thanh khoản trên toàn thị trường là một yếu tố quan trọng để định giá cổ phiếu.

$$LIQ = \frac{\text{Số lượng cổ phiếu giao dịch}}{\text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}}$$

- Chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu

Theo nghiên cứu của Wang Xiaonan, Wang Guannan (2015); Wang Yinlu (2012); Huang Yinhuai (2003); Wu Liansheng (2000) và các nhà nghiên cứu khác đã chứng minh rằng thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu. Khi cổ đông phổ thông nắm giữ mỗi cổ phiếu sẽ mang lại lợi nhuận ròng cho công ty hoặc ngược lại sẽ chịu lỗ cho công ty. Tỷ lệ này càng cao, chứng tỏ công ty tạo ra nhiều lợi nhuận.

$$EPS = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}}$$

- Tỷ suất cổ tức

Theo Lewellen (2004); Khan và cộng sự (2012), tỷ lệ chi trả cổ tức được xác định như sau:

$$DIV = \frac{\text{Cổ tức hàng năm trên một cổ phiếu}}{\text{Giá một cổ phiếu}}$$

2.3.3. Phương pháp phân tích số liệu

Các vấn đề hồi quy dữ liệu bảng thường có các mô hình chính trong phân tích cơ bản như: FEM (Fixed effect model – mô hình ảnh hưởng cố định), POOL và REM (Random effect model – mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên). Tùy vào mô hình, ý nghĩa mà lựa chọn mô hình phù hợp nhất để sử dụng trong nghiên cứu này.

POOL là mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường (OLS). Nếu POOL phù hợp với dữ liệu thì việc sử dụng mô hình REM và FEM không có ý nghĩa. Khi đó, trường hợp này chỉ cần xem xét mô hình OLS cho dữ liệu và thực hiện kiểm định như bình thường.

FEM chỉ quan tâm đến những khác biệt mang tính đóng góp cá nhân vào mô hình nên sẽ không có hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Vì mỗi thực thể đều có đặc

điểm riêng biệt và có thể ảnh hưởng đến biến giải thích, do đó nhược điểm của FEM là có quá nhiều biến được tạo ra trong mô hình. Chính vì vậy, FEM có khả năng làm tăng khả năng đa cộng tuyến và làm giảm bậc tự do của mô hình. Bên cạnh đó, theo thời gian FEM không đo lường được các tác nhân không thay đổi. (Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên, 2013; Bùi Phan Nhã Khanh, 2012).

REM có khả năng xem các phần dư của mỗi đối tượng (không tương quan với biến giải thích) là một biến giải thích mới. Vì vậy, REM loại bỏ tốt các yếu tố phương sai thay đổi. Mặt khác, tự tương quan là một vấn đề cần giải quyết trong mô hình này. (Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên, 2013; Bùi Phan Nhã Khanh, 2012).

Dựa trên cơ sở nghiên cứu của Lewellen (2004); Kheradyar và cộng sự (2011); Al Mwalla và cộng sự (2010); Martani và cộng sự (2009); để xây dựng mô hình xác định mối quan hệ của các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa vào các giả thuyết được trình bày ở phần trên, mô hình nghiên cứu cụ thể như sau:

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 SG_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 PB_{it} + \beta_4 CE_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \beta_8 LogLY_{it} + \beta_9 LogFS_{it} + e_{it}$$

Trong đó:

RET_{it} : tỷ suất sinh lời của cổ phiếu i tại thời điểm t

SG_{it} : tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp i tại thời điểm t

DE_{it} : đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp i tại thời điểm t

PB_{it} : chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp i tại thời điểm t

CE_{it} : hiệu quả quản lý chi phí của doanh nghiệp i tại thời điểm t

EPS_{it} : lợi nhuận ròng trên số cổ phiếu lưu hành của doanh nghiệp i tại thời điểm t

LIQ_{it} : tính thanh khoản của cổ phiếu i tại thời điểm t

DIV_{it} : tỷ suất cổ tức của cổ phiếu i tại thời điểm t

LY_{it} : số năm niêm yết của doanh nghiệp i tại thời điểm t

FS_{it} : quy mô hoạt động của doanh nghiệp i tại thời điểm t

Bảng 2.1 dưới đây trình bày các định nghĩa và cách đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 2.1. Khái niệm và đo lường các biến nghiên cứu

Ký hiệu	Khái niệm	Đo lường	Mối quan hệ
RET	Tỷ suất sinh lời cổ phiếu	$[(P_{it} - P_{i(t-1)}) + D_{it}]/P_{i(t-1)}$	Biến phụ thuộc
SG	Tăng trưởng doanh thu	Tăng trưởng doanh thu/Tổng doanh thu kỳ trước	+
DE	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	-
PB	Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	Giá trị thị trường của cổ phiếu/Giá trị sổ sách của cổ phiếu	+
CE	Hiệu quả quản lý chi phí	(Chi phí bán hàng + Chi phí quản lý)/Doanh thu	-
EPS	Lợi nhuận ròng trên cổ phiếu lưu hành	Lợi nhuận ròng/Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	+
LIQ	Tính thanh khoản cổ phiếu	Số lượng cổ phiếu giao dịch/Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	+
DIV	Tỷ suất cổ tức	Cổ tức hàng năm trên một cổ phiếu/Giá một cổ phiếu	+
FS	Quy mô hoạt động	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	Biến kiểm soát
LY	Số năm niêm yết	$\ln(\text{Số năm niêm yết})$	Biến kiểm soát

CHƯƠNG 3

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

3.1. Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được thu thập từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán, báo cáo thường niên công bố công khai của các công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, và báo cáo thường niên của Tổng cục Thống kê Việt Nam. Sau khi sàng lọc, mẫu nghiên cứu sau cùng gồm có 139 công ty niêm yết giai đoạn 2009-2023 với tổng cộng 1984 quan sát. Bảng 3.1 dưới đây trình bày số liệu thống kê mô tả, bao gồm thống kê giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, và độ lệch chuẩn của các biến nghiên cứu.

Bảng 3.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến nghiên cứu	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
RET	0.001	-0.033	0.196	0.005
SG	17.070	-103.920	2467.550	99.239
CE	0.117	0.000	12.435	0.353
DE	1.550	0.013	162.308	4.261
DIV	0.065	0.000	1.110	0.068
PB	1.327	0.000	23.100	1.159
EPS	3,529	-12,027	33,368	3,724
LIQ	0.003	0.000	0.036	0.004
LY	9	1	24	5
FS	6,298,951	65,647	668,000,000	29,729,830

RET: Tỷ suất sinh lời cổ phiếu; *SG*: Tăng trưởng doanh thu; *CE*: Hiệu quả quản lý chi phí; *DE*: Đòn bẩy tài chính; *DIV*: Tỷ suất cổ tức; *PB*: Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách; *EPS*: Lợi nhuận ròng trên cổ phiếu lưu hành; *LY*: Số năm niêm yết của doanh nghiệp; *FS*: Quy mô hoạt động; *LIQ*: Tính thanh khoản cổ phiếu.

Bảng 3.1 cho thấy đặc điểm chung của các công ty này là quy mô tài sản rất lớn, công ty có tài sản thấp nhất là 65,647 triệu đồng, cao nhất lên đến trên 668,000,000 triệu đồng. Mức chênh lệch tài sản giữa các công ty là khá cao. Các công ty quy mô tài sản lớn, một phần được tài trợ từ nguồn vốn vay nên đòn bẩy tài chính (*DE*) cũng rất cao, cao nhất lên đến 162.308, mức bình quân cũng đến gần 1.6. *EPS* của các công

ty cũng khá tốt, bình quân là 3,529 ngàn đồng/cổ phần, tương ứng với tỷ lệ chia cổ tức (bao gồm cổ phiếu và tiền mặt) bình quân mỗi năm của mỗi công ty là 0.065. Tuy nhiên, biên độ giao động của EPS khá rộng (từ -12,027 đồng đến 33,368 đồng). Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các công ty biến động khá lớn, bình quân toàn giai đoạn là 17.07, tuy nhiên, có những công ty giảm doanh thu đến 103.92 nhưng cũng có năm, có công ty tăng doanh thu đến 2467.55. Sự biến động này là do chịu ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 trong ba năm gần đây.

3.2. Kết quả nghiên cứu

Trước khi ước lượng phương trình hồi quy, nghiên cứu thực hiện các kiểm định bao gồm: kiểm định phương sai không đồng nhất và tự tương quan của sai số. Ngoài ra, các hệ số tương quan giữa các cặp biến độc lập và chỉ số nhân tử phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor - VIF) sẽ được kiểm tra nhằm đảm bảo mô hình hồi quy không bị hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Bảng 3.2 dưới đây trình bày kết quả kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số thông qua kiểm định White. Kết quả kiểm định ở Bảng 3.2 cho thấy, chỉ số Prob. Chi-Square lớn hơn 5%. Kết quả kiểm định này cho thấy mô hình không bị hiện tượng phương sai không đồng nhất của sai số.

Bảng 3.2. Kiểm định phương sai không đồng nhất của sai số

Kiểm định White			
F-statistic	0.542	Prob. F(54,1940)	0.845
Obs*R-squared	4.890	Prob. Chi-Square(1940)	0.844

Tiếp theo, Bảng 3.3 dưới đây trình bày kết quả kiểm định Breusch-Godfrey, kiểm định tự tương quan của sai số. Kết quả kiểm định ở Bảng 3.3 cho thấy, chỉ số Prob. Chi-Square lớn hơn 5%. Kết quả này cho thấy mô hình không bị hiện tượng tự tương quan của sai số.

Bảng 3.3. Kiểm định tự tương quan của sai số

Kiểm định Breusch-Godfrey			
F-statistic	0.638	Prob. F(2,1983)	0.529
Obs*R-squared	1.282	Prob. Chi-Square(2)	0.527

Sau cùng, Bảng 3.4 dưới đây thể hiện ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu với nhau. Kết quả cho thấy, xét về độ lớn, hệ số tương quan cao nhất là 0.31 được thể hiện thông qua sự tương quan giữa đòn bẩy tài chính (DE) và tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (PB). Hệ số tương quan cao thứ hai là 0.28 được thể hiện thông qua sự tương quan giữa tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (PB) và lợi nhuận ròng trên cổ phiếu lưu hành (EPS). Ngoài ra, cũng ở Bảng 3.4, chỉ số VIF lớn nhất có giá trị là 1.36. Kết quả này cho thấy, hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình không đáng kể.

Bảng 3.4. Bảng ma trận tương quan

Biến nghiên cứu	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	VIF
(1) RET	1									----
(2) SG	0.01	1								1.02
(3) CE	-0.01	-0.04	1							1.02
(4) DE	-0.02	0.00	-0.02	1						1.19
(5) DIV	-0.05	-0.04	0.00	-0.01	1					1.13
(6) PB	0.09	0.03	0.04	0.31	-0.18	1				1.36
(7) EPS	0.07	0.05	-0.08	-0.10	0.07	0.28	1			1.20
(8) LIQ	0.03	0.01	-0.02	0.05	-0.15	-0.05	-0.08	1		1.08
(9) LY	-0.02	0.01	0.02	0.03	-0.12	0.14	-0.03	-0.01	1	1.17
(10) FS	-0.03	-0.06	0.03	-0.01	-0.16	0.11	-0.09	-0.01	0.14	1.23

RET: Tỷ suất sinh lời cổ phiếu; *SG*: Tăng trưởng doanh thu; *CE*: Hiệu quả quản lý chi phí; *DE*: Đòn bẩy tài chính; *DIV*: Tỷ suất cổ tức; *PB*: Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách; *EPS*: Lợi nhuận ròng trên cổ phiếu lưu hành; *LY*: Số năm niêm yết của doanh nghiệp; *FS*: Quy mô hoạt động; *LIQ*: Tính thanh khoản cổ phiếu.

Sau khi đã kiểm tra hiện tượng phương sai không đồng nhất và tự tương quan của sai số, hệ số tương quan giữa các cặp biến và hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, nghiên cứu tiến hành ước lượng phương trình hồi quy về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh đến suất sinh lợi cổ phiếu. Dưới đây là Bảng 3.5, bảng trình bày kết quả hồi quy, kết quả kiểm định Breusch-Pagan, và kiểm định Hausman nhằm lựa chọn phương pháp hồi quy thích hợp. Kết quả kiểm định khuyến nghị sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Fixed Effect Model - FEM) là phương pháp thích hợp để ước lượng phương trình hồi quy. Ngoài ra, kỹ thuật điều chỉnh sai số chuẩn cũng được sử dụng để kiểm soát hiện tượng phương sai không đồng nhất của sai số.

Bảng 3.5. Bảng kết quả hồi quy

Biến nghiên cứu	Mô hình [1]		Mô hình [2]	
	β	Sig.	β	Sig.
Hằng số	0.0130 ***	0.0000	0.0150 ***	0.0000
SG	0.0000	0.7495	0.0000	0.8598
CE	-0.0001	0.5819	-0.0001	0.5687
DE	-0.0001 ***	0.0000	0.0002 ***	0.0029
(DE) ²	----	----	-0.0000 ***	0.0000
DIV	0.0000 ***	0.0000	0.0000 ***	0.0000
PB	0.0007 ***	0.0000	0.0008 ***	0.0000
EPS	0.0000 ***	0.0000	0.0000 ***	0.0000
LIQ	0.0479 ***	0.0006	0.0498 ***	0.0003
LY	0.0005 ***	0.0000	0.0006 ***	0.0000
FS	-0.0010 ***	0.0000	-0.0012 ***	0.0000
Số quan sát	1984		1984	
R ² điều chỉnh	15.3%		16.3%	
Durbin-Watson	1.80		1.81	
Kiểm định F	1.2743 **	0.0204	1.2670 **	0.0230
Kiểm định Breusch-Pagan	365.2819 ***	0.0000	351.5709 ***	0.0000
Kiểm định Hausman	28.6983 ***	0.0007	27.7819 ***	0.0020

*** mức ý nghĩa 1%; ** mức ý nghĩa 5%; * mức ý nghĩa 10%

RET: Tỷ suất sinh lời cổ phiếu; *SG*: Tăng trưởng doanh thu; *CE*: Hiệu quả quản lý chi phí; *DE*: Đòn bẩy tài chính; *DIV*: Tỷ suất cổ tức; *PB*: Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách; *EPS*: Lợi nhuận ròng trên cổ phiếu lưu hành; *LY*: Số năm niêm yết của doanh nghiệp; *FS*: Quy mô hoạt động; *LIQ*: Tính thanh khoản cổ phiếu.

Bảng 3.5 thể hiện kết quả hồi quy về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu theo 2 cột. Cột [1] trình bày kết quả hồi quy về tác động tuyến tính thông thường. Cột [2] trình bày kết quả ảnh hưởng phi tuyến của đòn bẩy tài chính và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu.

Kết quả hồi quy ở Cột [1] trong Bảng 3.5 cho thấy, hệ số hồi quy của biến *CE* mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (-0.0001; $p < 0.01$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_4 : có mối tương quan nghịch giữa hiệu quả quản lý chi phí với suất sinh lợi cổ phiếu. Tiếp đến, hệ số hồi quy của biến *DE* mang dấu âm

và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (-0.0001 ; $p < 0.01$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_{3a} : đòn bẩy tài chính tương quan nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu.

Sau cùng, kết quả ở Cột [2] cho thấy, hệ số hồi quy của biến DE mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (0.0002 ; $p < 0.01$) và hệ số hồi quy của biến $(DE)^2$ mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% (-0.0000 ; $p < 0.01$). Kết quả này chấp nhận giả thuyết H_{3b} : đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng phi tuyến với suất sinh lợi cổ phiếu.

3.3. Thảo luận kết quả

Nghiên cứu này xác định mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Dữ liệu phân tích thu thập từ 139 công ty niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2023 với 1984 số quan sát. Kết quả hồi qui được thảo luận như sau:

3.3.1. Khả năng sinh lời

Mối quan hệ khả năng sinh lời và suất sinh lợi cổ phiếu nhất quán với kỳ vọng ban đầu. Khi tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) cao hơn, đơn vị sản phẩm tài sản có tổng lợi nhuận cao hơn, hiệu quả sử dụng tài sản doanh nghiệp tốt hơn. Đồng thời, nếu ROA là yếu tố thay thế cho khả năng sinh lời trong tương lai thì các công ty có lợi nhuận có thể vay nhiều hơn vì họ có nhiều khả năng trả được nợ gốc hơn (Son & Son, 2006).

3.3.2. Tăng trưởng doanh thu

Mối quan hệ giữa tăng trưởng doanh thu (SG) và suất sinh lợi cổ phiếu là cùng chiều, phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Theo Liu Jun (2008), Yu Qin (2016) và các nhà nghiên cứu khác đã lựa chọn tốc độ tăng trưởng doanh thu để thể hiện khả năng tăng trưởng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thể hiện tỷ lệ tăng của lợi nhuận ròng kỳ hiện tại trên lợi nhuận ròng của kỳ trước. Tỷ lệ này càng cao, lợi nhuận của doanh nghiệp càng lớn.

3.3.3. Đòn bẩy tài chính

Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính (DE) và suất sinh lợi cổ phiếu nhất quán với kỳ vọng ban đầu. Chấp nhận giả thuyết đặt ra là DE tương quan nghịch chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Tuy nhiên bên cạnh mối quan hệ tuyến tính, còn có mối quan hệ phi tuyến. Khi sử dụng nợ đến một tỷ lệ nợ nhất định, suất sinh lợi cổ phiếu giảm. Vay nợ càng nhiều, công ty dễ bị rủi ro tài chính nếu lợi nhuận không bù đắp được

khoản lãi vay. Công ty có thể sử dụng tốt nguồn nợ vay để kinh doanh, đầu tư và khai thác được hiệu quả tiết kiệm thuế để đem lại lợi nhuận hơn. Do đó, công ty vay nợ càng nhiều, rủi ro càng cao nên nhà đầu tư sẽ đòi hỏi suất sinh lợi cao hơn. Mặt khác, DE cao sẽ tạo áp lực cho ban quản trị công ty hoạt động có hiệu quả hơn. Ngoài ra, theo nghiên cứu Kennedy (2003); Roswati (2007) cho thấy rằng, cơ chế giám sát từ bên ngoài của các chủ nợ sẽ làm cho hiệu quả hoạt động công ty tăng lên.

3.3.4. Hiệu quả quản lý chi phí

Mối quan hệ giữa hiệu quả chi phí (CE) và suất sinh lợi cổ phiếu nhất quán với kỳ vọng ban đầu. Khi hoạt động kém hiệu quả, các công ty có thể buộc phải cam kết chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn, bất kể điều kiện kinh tế cơ bản như thế nào. Ngược lại, một công ty có CE sẽ có lợi nhuận tương đối cao hơn và ít bị tổn thương hơn trước sự cạnh tranh bên ngoài hoặc những cú sốc về cầu.

Do đó, tỷ suất sinh lợi yêu cầu đối với một công ty có hiệu quả về chi phí sẽ thấp hơn so với một công ty hoạt động kém hiệu quả.

3.3.5. Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách

Mối quan hệ giữa chỉ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (PB) và suất sinh lợi cổ phiếu cùng chiều, phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Nhà quản trị và nhà đầu tư thường phân tích các tỷ số tài chính để có thể xác định được giá trị hiện tại và tương lai của công ty. Do sự khác biệt rủi ro nên tạo ra sự khác biệt trong lợi nhuận trung bình của hệ thống, từ đó cổ phiếu được định giá đúng (Fama và French, 1992). Chính vì vậy, trong lợi nhuận với các yếu tố rủi ro chung được thể hiện với độ nhạy cảm của giá cả hợp lý, tỷ số thu giá trên thị giá, quy mô được đo bằng giá trị sổ sách. Điều này có nghĩa là, tỷ số thu giá trên thị giá có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu và nó có liên quan đến lợi nhuận.

3.3.6. Tính thanh khoản cổ phiếu

Mối quan hệ giữa tính thanh khoản cổ phiếu và suất sinh lợi cổ phiếu là cùng chiều, đồng nhất với kỳ vọng ban đầu. Về mặt lý thuyết, tính thanh khoản cổ phiếu có tác động tích cực đến nhà quản lý doanh nghiệp nhằm nâng cao hoạt động hiệu quả. Nghiên cứu của Maug (1998) kết luận rằng, thị trường có tính thanh khoản cổ phiếu cao dẫn tới nhà quản trị tốt, do đó nó làm tăng giá trị doanh nghiệp.

3.3.7. Chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu

Chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và suất sinh lợi cổ phiếu có mối tương quan cùng chiều. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu là sự so sánh giữa thu nhập ròng sau thuế trong một năm tài chính với số lượng cổ phiếu phát hành. Do đó, thu nhập trên mỗi cổ phiếu càng cao thì nhu cầu về cổ phiếu của công ty càng cao và khiến giá cổ phiếu tăng và ngược lại. Vì vậy, thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng lên, giá cổ phiếu sẽ tăng cũng như lợi nhuận cổ phiếu.

3.3.8. Tỷ suất cổ tức

Mối quan hệ giữa tỷ suất cổ tức (DIV) và suất sinh lợi cổ phiếu đồng nhất với kỳ vọng ban đầu. DIV có mối quan hệ cùng chiều với suất sinh lợi cổ phiếu. Theo nghiên cứu của Kothari và Shanken (1997); Fama và French (1988); Lewellen (2004) cho rằng, DIV tăng hoặc giảm, suất sinh lợi cổ phiếu cũng tăng hoặc giảm theo. Công ty sẽ chi trả cổ tức cao khi hoạt động kinh doanh thuận lợi đem lại lợi nhuận cao. Nhà đầu tư khi đó sẽ kỳ vọng vào sự phát triển của công ty, giá cổ phiếu sẽ tăng và suất sinh lợi cổ phiếu cũng tăng theo.

3.3.9. Quy mô công ty

Mối quan hệ giữa quy mô công ty (SIZE) và suất sinh lợi cổ phiếu là nghịch chiều, phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Nghiên cứu của Cui và Wu (2007) cho thấy rằng, quy mô công ty càng nhỏ thì rủi ro càng cao. Do đó, nhà đầu tư kỳ vọng suất sinh lợi cổ phiếu cao. Nghiên cứu của Fama và French (1992) đã hỗ trợ nghiên cứu này. Theo Fama và French (1992), quy mô công ty có mối quan hệ nghịch với suất sinh lợi cổ phiếu do được đo lường bằng tỷ lệ vốn hóa cổ phần của vốn chủ sở hữu.

KẾT LUẬN

Các điểm chính của nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện nhằm xác định mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Nghiên cứu cũng đã lược khảo các nghiên cứu tương quan trên thế giới về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Các biến quan sát bao gồm biến phụ thuộc là suất sinh lợi cổ phiếu và Mô hình nghiên cứu sử dụng 8 biến độc lập và 1 biến kiểm soát gồm có: (i) khả năng sinh lời, (ii) tăng trưởng doanh thu, (iii) đòn bẩy tài chính, (iv) hiệu quả quản lý chi phí, (v) chỉ số thu giá trên thị giá, (vi) tính thanh khoản cổ phiếu, (vii) chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu, (viii) tỷ lệ chi trả cổ tức và (ix) quy mô công ty. Đồng thời, trong cơ sở lý thuyết, nghiên cứu cũng trình bày ba lý thuyết tài chính gồm: (1) lý thuyết thị trường hiệu quả, (2) lý thuyết tài chính hành vi và (3) lý thuyết cấu trúc vốn. Tiếp theo đó, khung tiếp cận nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ này được xây dựng.

Nghiên cứu chọn mẫu bao gồm 139 công ty đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE) giai đoạn 2009-2023. Tổng số quan sát trong mẫu nghiên cứu là 1984. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng và mô hình hồi qui theo phương pháp bình phương bé nhất thông thường (OLS) với mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model). Kết quả từ mô hình hồi quy được dùng làm cơ sở để chấp nhận hay bác bỏ các giả thuyết nghiên cứu.

Hàm ý chính sách

Nghiên cứu được thực hiện với mục tiêu xác định mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu cũng góp phần giúp cho nhà quản trị công ty biết được tầm quan trọng và sự ảnh hưởng của các yếu tố này lên suất sinh lợi cổ phiếu.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng giúp cho nhà đầu tư có thêm thông tin bổ ích để dự đoán lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai, từ đó hoạch định ra chiến lược đầu tư hợp lý cho bản thân để có được lợi nhuận tối ưu từ cổ phiếu, cụ thể như sau:

- Đối với nhà quản trị công ty, để cổ phiếu của công ty hấp dẫn nhà đầu tư hơn, các nhà quản trị có thể dựa vào kết quả hiệu quả chi phí và quy mô công ty có ảnh hưởng rất mạnh đến sự thay đổi của suất sinh lợi cổ phiếu. Dựa vào các thông tin

này, nhà quản trị có thể nắm bắt tình hình và điều chỉnh cho phù hợp với chiến lược kinh doanh và phát triển của công ty.

- Đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu cho thấy, tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV), tỷ số thu giá trên thị giá (PB), khả năng sinh lời, đòn bẩy tài chính (DE), chỉ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) và quy mô công ty (SIZE) đều có mối quan hệ với suất sinh lợi cổ phiếu. Nhà đầu tư có thể dựa vào các thông tin này để tham khảo, phân tích và lựa chọn chiến lược đầu tư phù hợp cho riêng mình để đem lại lợi nhuận tối ưu.

Giới hạn và hướng nghiên cứu tiếp theo

Kết quả nghiên cứu đã xác định mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Tuy nhiên, nghiên cứu còn nhiều hạn chế và những hạn chế này sẽ được khắc phục trong phần này.

Giới hạn nghiên cứu:

Đề tài tồn tại một số giới hạn nghiên cứu như sau:

- Đầu tiên, hạn chế có thể xuất phát từ thông tin không minh bạch và thiếu trung thực trong báo cáo thường niên, báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên sàn HOSE. Đồng thời, chất lượng kiểm toán của các báo cáo tài chính và hệ thống hoạt động kế toán tài chính của công ty có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu.
- Hạn chế thứ hai, mẫu nghiên cứu còn hạn chế. Dữ liệu tổng cộng có 1984 số quan sát giai đoạn 2009-2023. Mẫu nghiên cứu bao gồm 139 công ty đang niêm yết trên sàn HOSE. Hạn chế này tồn tại là do nhiều công ty trên sàn không công bố đủ số liệu liên quan đến các biến quan sát, làm ảnh hưởng trực tiếp đến nghiên cứu. Ngoài ra, mẫu nghiên cứu không bao gồm các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Do đó, dữ liệu không đại diện hết cho sự vận động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặt khác, nghiên cứu còn giới hạn về thời gian và chi phí thu thập dữ liệu nên mẫu nghiên cứu không thu thập hết thông tin của các công ty niêm yết trên HOSE và HNX.
- Hạn chế thứ ba, trong quá trình nghiên cứu, nhiều yếu tố có ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu chưa được đưa vào mô hình nghiên cứu như thành phần cổ đông của công ty, chiến lược kinh doanh, suất sinh lợi cổ phiếu trong quá khứ, lợi nhuận giữ lại và chính sách chia cổ tức.

- Hạn chế sau cùng, mục đích của nghiên cứu này chỉ xác định mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Do đó, nghiên cứu chưa làm rõ hết mối quan hệ hai chiều và sự tác động qua lại giữa các biến phụ thuộc và giải thích.

Hướng nghiên cứu tiếp theo

Dưới đây là một số gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo nhằm khắc phục các hạn chế khả dĩ của đề tài.

- Hướng nghiên cứu đầu tiên, nghiên cứu cần thu thập thêm số liệu để mẫu nghiên cứu có cỡ mẫu lớn hơn nhằm giảm thiểu sai lệch về kết quả nghiên cứu. Ngoài ra, mẫu nghiên cứu cần phải bao gồm các công ty đang niêm yết trên sàn HNX để phản ánh hết toàn bộ thị trường chứng khoán Việt Nam về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu.
- Hướng nghiên cứu thứ hai, nghiên cứu nên lược khảo các nghiên cứu tương quan trên thế giới nhiều hơn về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Việc lược khảo này sẽ đóng góp cho nghiên cứu có độ tin cậy cao hơn và nhiều bằng chứng hơn.
- Hướng nghiên cứu thứ ba, nghiên cứu có thể đưa thêm các yếu tố có ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu vào mô hình nghiên cứu như thành phần cổ đông của công ty, chiến lược kinh doanh, suất sinh lợi cổ phiếu trong quá khứ, lợi nhuận giữ lại và chính sách chia cổ tức.
- Hướng nghiên cứu sau cùng, nghiên cứu cần làm rõ mối quan hệ hai chiều, sự tác động qua lại giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu.

Tóm lại, nội dung chính trong chương này là trình bày kết quả phân tích hồi quy để làm cơ sở chấp nhận hay bác bỏ giả thuyết nghiên cứu. Đồng thời, Chương 3 cũng đã thảo luận kết quả về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các lý thuyết tài chính chưa thể giải thích rõ về mối quan hệ giữa các yếu tố đến suất sinh lợi cổ phiếu. Tiếp theo phần Kết luận sẽ trình bày những đóng góp và hạn chế trong nghiên cứu. Đồng thời, phần sau cũng đưa ra các khuyến nghị định hướng phát triển nghiên cứu chuyên sâu hơn.

Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, các lý thuyết tài chính chưa thể giải thích rõ về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu. Do thị trường chứng khoán ở Việt Nam còn chưa phát triển nên gặp nhiều vấn đề cần phải giải quyết như:

- Hàng hóa của thị trường chứng khoán Việt Nam còn hạn chế về mặt hàng, số lượng ít và đặc biệt, thiếu các hàng hóa cao cấp để các nhà đầu tư có thể yên tâm đầu tư lâu dài. Mặc dù, Chính phủ đã có những giải pháp và nỗ lực nhằm tạo thêm sự đa dạng, phong phú về hàng hóa cho thị trường chứng khoán nhưng hiệu quả thực sự chưa cao. Do đó, thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có nguồn lực tài chính lớn và chuyên nghiệp.
- Các mô hình dự báo vận hành tốt khi các nhà đầu tư nhận được thông tin bằng nhau và không bị rò rỉ. Chính vì vậy, thông tin minh bạch hóa là điều kiện tiên quyết để phát triển thị trường chứng khoán. Đây là nguyên tắc công khai, quan trọng nhất của thị trường chứng khoán. Có thể nói, nếu có một hệ thống công bố thông tin minh bạch, chính xác, thị trường chứng khoán sẽ vận hành tốt. Đây chính là lý thuyết thị trường hiệu quả đã đề cập trong nghiên cứu.

Tóm lại, kết quả liên quan trong nghiên cứu đã phản ánh khách quan về mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE. Kết quả này thật sự hữu ích và cần thiết cho nhà quản trị công ty và nhà đầu tư. Đồng thời, những hạn chế của nghiên cứu gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo, bên cạnh đó, khuyến khích cho các nhà nghiên cứu khác quan tâm đến thị trường chứng khoán nhiều hơn, đặc biệt là thị trường chứng khoán Việt Nam.