



CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ THAY ĐỔI GIÁ CỦA CỔ PHIẾU: CÁC BẰNG CHỨNG TỪ SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Trương Đông Lộc¹

¹ Khoa Kinh tế & Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Cần Thơ

Thông tin chung:

Ngày nhận: 25/03/2014

Ngày chấp nhận: 29/08/2014

Title:

Determinants of stock returns: Evidence from the Ho Chi Minh Stock Exchange

Từ khóa:

Nhân tố ảnh hưởng, thay đổi giá cổ phiếu, HOSE

Keywords:

Determinants, stock returns, HOSE

ABSTRACT

This study aims at exploring determinants of stock returns for the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE). Data used in the study include quarterly series of portfolio price index and earning per share (EPS) of 20 stocks listed on HOSE, interest rate, USD/VND exchange rate, gold price and consumer price index (CPI) for the period from 31 December 2006 to 31 December 2012. The results derived from this study show that EPS and USD/VND exchange rate have positive effects on stock returns while gold price volatility and inflation rate have a negative impact on stock returns.

TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu này là xác định các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi giá, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) của 20 cổ phiếu niêm yết trên HOSE, lãi suất cho vay, tỷ giá USD/VND, giá vàng và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) theo thời gian với tần suất quý (quarterly series) trong giai đoạn từ 31/12/2006 đến 31/12/2012. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy EPS và tỷ giá USD/VND có tương quan tỷ lệ thuận với sự thay đổi giá của các cổ phiếu. Ngược lại, biến động của giá vàng và tỷ lệ lạm phát có mối tương quan nghịch với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu.

1 GIỚI THIỆU

Thị trường chứng khoán giữ vai trò hết sức quan trọng trong hệ thống tài chính ở mỗi quốc gia. Trên thị trường, giá cổ phiếu là yếu tố được các nhà đầu tư đặc biệt quan tâm khi đưa ra quyết định đầu tư. Lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng giá của cổ phiếu phải phản ánh tất cả các thông tin sẵn có liên quan đến cổ phiếu đó (Fama, 1970). Nói một cách khác, nếu thị trường là hiệu quả thì giá của cổ phiếu sẽ bị tác động bởi nhiều nhân tố, bao gồm cả nhân tố vi mô và vĩ mô. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia là không hiệu quả. Vì vậy, các thông tin khi được công bố có thể

sẽ không được phản ánh đầy đủ vào trong giá cổ phiếu.

Trong những năm gần đây, các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu là chủ đề được nhiều nhà nghiên cứu về tài chính đặc biệt quan tâm do những ý nghĩa quan trọng của nó. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ rằng các yếu tố cơ bản của công ty, chẳng hạn như tỷ lệ cổ tức, có ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu (Al-Qenae và *ctv.*, 2002; Al-Tamimi và *ctv.*, 2007; Uddin và *ctv.*, 2013). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu khác lại tìm thấy những bằng chứng về sự ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô (lãi suất, lạm phát, tăng trưởng kinh tế) đến giá của cổ phiếu (Tsoukalas, 2003; Liu và

Shrestha, 2008; Nisa và Nishat, 2012; Aurangzeb, 2012).

Cho đến nay đã có một vài nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, (Hussainey và Ngoc, 2009; Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo, 2013). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào việc đo lường ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá của cổ phiếu mà chưa nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố cơ bản của công ty. Hơn nữa, theo quan sát của tác giả giá vàng là nhân tố có thể ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu bởi vì ở Việt Nam thị trường vàng có mối quan hệ rất chặt chẽ với thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, biến số này lại không được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây ở Việt Nam. Mục tiêu của nghiên cứu này là đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE, trong đó chú trọng đến những khoảng trống mà các nghiên cứu trước đây để lại. Kết quả của nghiên cứu này sẽ bổ sung những bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ trong điều kiện thị trường chứng khoán mới nổi và góp phần giúp các nhà đầu tư có những hành vi đầu tư hợp lý hơn. Đây là yếu tố quan trọng giúp thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển một cách ổn định và bền vững hơn. Phần còn lại của bài viết này được cấu trúc như sau: Mục 2 lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến vấn đề nghiên cứu; Mục 3 mô tả số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết này được trình bày ở Mục 5.

2 LƯỢC KHẢO CÁC NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN ĐẾN VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu là chủ đề nhận được sự quan tâm đặc biệt của nhiều nhà nghiên cứu trong những năm gần đây. Các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu được tìm thấy trong các nghiên cứu thực nghiệm đã công bố bao gồm các nhân tố vĩ mô và nhân tố cơ bản liên quan đến tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của các công ty. Do không thể liệt kê tất cả các nghiên cứu có liên quan nên trong phần này chúng tôi chỉ liệt kê một vài nghiên cứu tiêu biểu làm cơ sở cho nghiên cứu của mình.

Trước tiên là nghiên cứu của Al-Qenae và ctv (2002). Trong nghiên cứu này, các tác giả đo lường ảnh hưởng của các nhân tố EPS, tổng sản phẩm quốc dân (GNP), lãi suất và lạm phát đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên Thị trường chứng khoán Kuwait trong giai đoạn 1981-1997. Kết quả nghiên

cứ cho thấy giá cổ phiếu có tương quan thuận với biến EPS và GNP, nhưng lại có tương quan nghịch với các biến lãi suất và lạm phát.

Tiếp theo, Al-Tamimi và ctv. (2007) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán UAE (United Arab Emirates). Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu giá của 17 cổ phiếu được thu thập trong khoảng thời gian từ 1990 đến 2005. Kết quả nghiên cứu cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) là nhân tố có tác động mạnh và cùng chiều đến giá của các cổ phiếu. Các nhân tố cung tiền và GDP cũng có tương quan thuận với giá của các cổ phiếu nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê. Ngoài ra, nghiên cứu này còn chỉ ra rằng chỉ số giá tiêu dùng và lãi suất có tương quan nghịch với giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán UAE. Tuy nhiên, chỉ có mối quan hệ giữa chỉ số giá tiêu dùng và giá của các cổ phiếu là có ý nghĩa thống kê. Như vậy, có hai nhân tố ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu được tìm thấy trong nghiên cứu này, đó là: EPS, chỉ số giá tiêu dùng.

Mehr-un-Nisa và Nishat (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của các chỉ tiêu tài chính công ty và các yếu tố vĩ mô đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên Thị trường chứng khoán Karachi (Pakistan). Sử dụng phương pháp GMM (Generalized Method of Moments) trên dữ liệu của 221 công ty trong giai đoạn 1995-2006, các tác giả đã tìm thấy mối tương quan thuận giữa giá của cổ phiếu với các cấu trúc vốn, tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, EPS và quy mô của công ty. Liên quan đến các yếu tố vĩ mô, kết quả nghiên cứu cho thấy giá cổ phiếu có tương quan thuận với tốc độ tăng trưởng GDP, cung tiền và độ sâu tài chính. Ngược lại, giá cổ phiếu lại có tương quan nghịch với lãi suất và tỷ lệ lạm phát.

Trong một nghiên cứu khác, Uddin và ctv (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu thuộc ngành tài chính ở Bangladesh. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của 67 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Dhaka trong giai đoạn từ 2005 đến 2011. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy EPS, giá trị tài sản ròng (NAV), lợi nhuận trước thuế, tỷ số P/E (giá thị trường trên lợi nhuận) có tương quan thuận với giá của các cổ phiếu thuộc ngành tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Dhaka.

Tsoukalas (2003) xem xét mối quan hệ giữa giá của cổ phiếu ở thị trường chứng khoán chứng khoán Cyprus và các yếu tố kinh tế vĩ mô. Số liệu

sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi giá của các cổ phiếu, giá trị sản xuất công nghiệp, CPI, cung tiền và tỷ giá hối đoái theo thời gian với tuần suất quý được thu thập cho khoảng thời gian từ 1975 đến 1998. Sử dụng kiểm định Ganger, kết quả nghiên cứu cho thấy giá của cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán chứng khoán Cyprus có mối quan hệ chặt chẽ với các yếu tố kinh tế vĩ mô được chọn để nghiên cứu.

Liu và Shrestha (2008) kiểm định mối quan hệ giữa giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Trung Quốc với các yếu tố vĩ mô, bao gồm giá trị sản xuất công nghiệp, tỷ giá, lạm phát, cung tiền và lãi suất. Nghiên cứu này sử dụng số liệu thứ cấp cho tất cả các biến số trong giai đoạn từ 01/1992 đến 12/2001. Sử dụng kiểm định đồng kết hợp (cointegration test), các tác giả đã tìm thấy mối tương quan thuận giữa giá cổ phiếu với giá trị sản xuất công nghiệp và cung tiền và mối tương quan nghịch giữa giá cổ phiếu với tỷ lệ lạm phát, lãi suất và tỷ giá. Trên cơ sở các bằng chứng thực nghiệm được tìm thấy, các tác giả đã đưa ra khuyến nghị cho các nhà đầu tư rằng khi muốn đầu tư vào thị trường chứng khoán Trung Quốc thì nên đầu tư dài hạn bởi vì trong ngắn hạn thị trường chứng khoán Trung Quốc giao động rất mạnh nên cực kỳ rủi ro.

Eita (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến giá của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Namibia. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thời gian với tần suất quý của giá cổ phiếu, cung tiền, lạm phát, GDP, lãi suất và tỷ giá trong giai đoạn 1998 – 2009. Thống nhất với kết quả của các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu này chỉ ra rằng giá của các cổ phiếu có mối tương quan nghịch với lãi suất và lạm phát. Ngược lại, các nhân tố GDP, tỷ giá và cung tiền có mối tương quan thuận với giá của các cổ phiếu.

Aurangzeb (2012) xác định các nhân tố ảnh hưởng đến giá của các cổ phiếu trên ba thị trường chứng khoán ở khu vực Nam Á, đó là Pakistan, Ấn độ và Sri Lanka. Số liệu sử dụng cho nghiên cứu này được thu thập cho giai đoạn từ 1997 đến 2010. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), tỷ giá hối đoái có tương quan thuận, trong khi đó lãi suất lại có tương quan nghịch với giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán ở khu vực Nam Á. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy lạm phát có tương quan nghịch với giá của các cổ phiếu nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Hussainey và Ngọc (2009) nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô của Việt Nam (giá trị

sản xuất công nghiệp, chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất) và của Mỹ (chỉ số S&P 500, giá trị sản xuất công nghiệp, chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất trái phiếu chính phủ) đến giá của các cổ phiếu ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị sản xuất công nghiệp cả của Việt Nam và Mỹ đều có mối tương quan tỷ lệ thuận với giá của các cổ phiếu ở Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy mối quan hệ nghịch giữa lãi suất và giá của cổ phiếu nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Trong một nghiên cứu khác, Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của một số yếu tố vĩ mô đến chỉ số giá thị trường của Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (VN-Index) trong giai đoạn từ 7/2000 đến 9/2011. Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố cung tiền, sản lượng công nghiệp và giá dầu thế giới có mối tương quan cùng chiều với chỉ số giá thị trường. Ngược lại, biến lãi suất và tỷ giá hối đoái lại có mối tương quan nghịch với sự thay đổi của VN-Index. Điều đặc biệt là các tác giả đã tìm thấy mối tương quan thuận giữa lạm phát và chỉ số giá thị trường nhưng lại không có ý nghĩa thống kê.

Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng EPS là nhân tố ảnh hưởng rất lớn đến giá của các cổ phiếu. Ngoài ra, các nhân tố kinh tế vĩ mô như lãi suất, lạm phát, tỷ giá, cung tiền, GDP, giá trị sản xuất công nghiệp cũng là những nhân tố có những tác động nhất định đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán. Các bằng chứng thực nghiệm được tìm thấy trong các nghiên cứu được thực hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam cơ bản thống nhất với các nghiên cứu được thực hiện ở các thị trường chứng khoán mới nổi.

3 SỐ LIỆU SỬ DỤNG VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Số liệu sử dụng

Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi giá, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) của 20 cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), lãi suất cho vay, tỷ giá USD/VND, giá vàng và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) theo thời gian với tần suất quý (quarterly series). Tất cả số liệu ở trên được thu thập cho khoảng thời gian từ ngày 01/10/2005 đến ngày 31/12/2012.

Các cổ phiếu được chọn để nghiên cứu là các cổ phiếu có quy mô lớn. Sở dĩ các cổ phiếu có quy mô lớn được chọn để đưa vào danh mục nghiên

cứ là để đảm bảo tính đại diện cho xu hướng biến động của thị trường. Số liệu về giá của các cổ phiếu này được thu thập từ website của Sở Giao

chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (www.hsx.vn). Danh sách các cổ phiếu được chọn để nghiên cứu được trình bày chi tiết ở Bảng 1.

Bảng 1: Danh sách các cổ phiếu được chọn để thực hiện nghiên cứu

STT	Tên công ty	STT	Tên công ty
1	Ngân hàng Thương mại cổ phần Sài Gòn Thương Tín (STB)	11	Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng kỹ thuật TP.HCM (CII)
2	Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)	12	Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển SACOM (SAM)
3	Công ty cổ phần Đầu tư công nghiệp Tân Tạo (ITA)	13	Công ty cổ phần Vận tải Xăng dầu VIPCO (VIP)
4	Tổng Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí (PVD)	14	Công ty cổ phần Phát triển nhà Thủ Đức (TDH)
5	Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH)	15	Công ty cổ phần Thủy điện Cần Đơn (SJD)
6	Công ty cổ phần FPT (FPT)	16	Công ty cổ phần Nhựa Bình Minh (BMP)
7	Công ty cổ phần Cơ điện lạnh (REE)	17	Công ty cổ phần Cao su Đà Nẵng (DRC)
8	Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC)	18	Công ty cổ phần Thép Việt Ý (VIS)
9	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyên (GMD)	19	Công ty cổ phần Tấm lợp vật liệu xây dựng Đồng Nai (DCT)
10	Công ty cổ phần Đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp Sông Đà (SJS)	20	Công ty cổ phần Dược Hậu Giang (DHG)

Do yêu cầu của mô hình nghiên cứu (sẽ được trình bày ở phần tiếp theo), chúng tôi đã xây dựng chỉ số giá của danh mục trên cơ sở giá của 20 cổ phiếu được thu thập. Chỉ số giá của danh mục được tính toán theo phương pháp giống như chỉ số VN-index trên HOSE với thời gian gốc để tính là ngày 01/10/2005.

Các số liệu về lãi suất cho vay, tỷ giá USD/VND, giá vàng và chỉ số giá tiêu dùng được thu thập từ các nguồn chính thống của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (www.sbv.gov.vn), Tổng Cục thống kê (www.gso.gov.vn), Công ty TNHH một thành viên Vàng bạc đá quý Sài Gòn - SJC (www.sjc.com.vn). Thời điểm thu thập các số liệu ở trên được chọn thống nhất theo ngày công bố chỉ số giá tiêu dùng của Tổng Cục thống kê (vào ngày 24 của tháng cuối cùng của quý). Nếu ngày 24 của tháng cuối quý rơi vào ngày thị trường chứng khoán không giao dịch thì giá của các cổ phiếu sẽ được thu thập vào ngày hoặc các ngày tiếp theo.

Tương tự, số liệu về EPS của từng công ty cũng được thu thập hàng quý trên cơ sở báo cáo tài chính của các công ty được công bố. Sau đó, EPS của danh mục gồm 20 cổ phiếu ở mỗi quý được xác định theo phương pháp của Somoye và ctv (2009) như sau:

$$EPS_p = \sum_{i=1}^{20} W_i * EPS_i$$

EPS_i: lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của cổ phiếu i

W_i: Tỷ trọng của cổ phiếu i trong danh mục (được xác định bằng vốn hóa của cổ phiếu i chia cho tổng vốn hóa của danh mục).

3.2 Phương pháp nghiên cứu

Để đo lường mức độ ảnh hưởng của một số nhân tố đến sự thay đổi giá của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE, nghiên cứu này sử dụng mô hình do Al-Tamimi và ctv (2007) đề xuất. Một cách cụ thể, mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + u_t$$

Trong đó:

Y_t (biến phụ thuộc) là sự thay đổi giá (tỷ suất sinh lời) của các cổ phiếu trong danh mục và được tính như sau:

$$Y_t = R_t = \log(p_t) - \log(p_{t-1}) = \log(p_t / p_{t-1})$$

P_t: Chỉ số giá của danh mục ở quý thứ t;

P_{t-1}: Chỉ số giá của danh mục ở quý thứ t-1.

X₁, X₂, X₃, X₄, X₅ là các biến độc lập và được diễn giải chi tiết ở Bảng 2.

Bảng 2: Diễn giải các biến độc lập được sử dụng trong mô hình hồi quy

Tên biến	Diễn giải
EPS (X ₁)	EPS của danh mục (đồng)
Tỷ giá USD/VND (X ₂)	Log của tỷ giá USD/VND
Lãi suất (X ₃)	Lãi suất cho vay ngắn hạn (%/năm)
Giá vàng (X ₄)	Log của giá vàng (SJC) trong nước
Tỷ lệ lạm phát (X ₅)	Chỉ số giá tiêu dùng (%) do Tổng Cục thống kê công bố

4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1 Một vài đặc điểm của mẫu nghiên cứu

Trên cơ sở số liệu về EPS của các công ty thu thập được, EPS của danh mục đã được tính toán

bằng phương pháp như đã mô tả ở phần trên. Chi tiết về giá trị thống kê của EPS và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô trong giai đoạn nghiên cứu được trình bày ở Bảng 3.

Bảng 3: Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Chỉ tiêu	N*	Lớn nhất	Trung bình	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
EPS (đồng)	29	2.571	1.074	209	596
Tỷ giá hối đoái (đồng)	29	20.828	17.991	15.890	19.979
Lãi suất vay ngắn hạn (%)	29	21,0	16,7	12,6	3,2
Giá vàng (1.000 đồng)	29	46.891	26.903	10.884	11.927
CPI (%)	29	21,9	8,3	2,5	6,1

Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty, Tổng cục thống kê, Ngân hàng Nhà nước, Công ty SJS

N: số quan sát

4.2 Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu niêm yết trên HOSE: Kết quả phân tích hồi quy

Kết quả phân tích hồi quy được trình bày ở Bảng 4 cho thấy 4 trong số 5 biến độc lập được đưa vào mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức dưới 10%. Điều này có nghĩa là sự thay đổi giá của các cổ phiếu bị ảnh hưởng bởi các nhân tố: EPS (X₁), tỷ giá USD/VND (X₂), giá vàng (X₄) và tỷ lệ lạm phát (X₅). Mỗi quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc trong mô hình được giải thích một cách chi tiết ở phần dưới đây.

Bảng 4: Kết quả phân tích hồi quy

Tên biến	Hệ số tương quan	Giá trị thống kê t
Hằng số	-10,5113	-2,6704 ^b
EPS (X ₁)	0,0001	3,2054 ^a
Tỷ giá USD/VND (X ₂)	3,6602	2,8220 ^b
Lãi suất (X ₃)	0,0104	1,1437
Giá vàng (X ₄)	-0,7197	-2,7818 ^b
Tỷ lệ lạm phát (X ₅)	-0,0073	-1,9099 ^c
Số quan sát		26
R ² điều chỉnh (%)		43,49
Kiểm định Durbin-Watson		2,64
Giá trị thống kê F		4,85 ^a

^{a, b, c}: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%

EPS (X₁)

Thông nhất với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Al-Qenaie và ctv., 2002; Al-Tamimi và ctv., 2007; Uddin và ctv., 2013), kết quả ước lượng từ mô hình hồi quy của nghiên cứu này cho thấy EPS của các cổ phiếu có tương quan thuận với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Mỗi quan hệ này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Đối với các nhà đầu tư, EPS luôn là tín hiệu quan trọng về triển vọng của công ty để thực hiện việc đầu tư. Những công ty có EPS cao là những công ty sẽ mang lại nhiều giá trị cho các nhà đầu tư. Đây là lý do giải thích cho mối tương quan thuận giữa EPS và tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu.

Tỷ giá USD/VND (X₂)

Tương tự như biến EPS, kết quả phân tích hồi quy chỉ ra rằng tỷ giá USD/VND có tương quan tỷ lệ thuận với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Kết quả này phù với các nghiên cứu của Eita (2012), Aurangzeb (2012), Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013). Cụ thể là, khi tỷ giá USD/VND tăng lên 1% thì tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu tăng 3,66%. Mối quan hệ này có thể được giải thích là do khi tỷ giá USD/VND tăng sẽ khuyến khích các dòng vốn đầu tư gián tiếp đổ vào Việt Nam nhiều hơn. Điều này đồng nghĩa với cầu về cổ phiếu trên thị trường tăng nên giá cổ phiếu sẽ tăng.

Giá vàng (X₄)

Ở Việt Nam, vàng cũng được xem như là một kênh đầu tư đối với nhiều người. Vì vậy, sự thay đổi giá vàng trong nước được kỳ vọng sẽ có những ảnh hưởng nhất định đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy sự biến động của giá vàng có tương quan nghịch với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Một cách định lượng, khi giá vàng tăng hoặc giảm 1% thì tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu sẽ giảm hoặc tăng 0,72%. Về mặt thống kê, mối tương quan nghịch giữa biến động giá vàng và tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu có ý nghĩa ở mức 5%. Cơ sở để giải thích cho mối quan này là khi giá vàng tăng thì đầu tư vào vàng là một kênh đầu tư hấp dẫn đối với nhiều nhà đầu tư. Khi đó, dòng tiền có sự dịch chuyển từ thị trường chứng khoán sang vàng nên làm cho giá cổ phiếu trên thị trường giảm và ngược lại.

Tỷ lệ lạm phát (X₅)

Trong nghiên cứu này tỷ lệ lạm phát được đo lường bằng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) do Tổng Cục thống kê công bố. Thống nhất với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Al-Qenae và *ctv.*, 2002; Al-Tamimi và *ctv.*, 2007; Liu và Shrestha, 2008; Mehr-un-Nisa và Nishat, 2012) kết quả phân tích hồi quy có được từ nghiên cứu này cho thấy tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu có mối tương quan nghịch với tỷ lệ lạm phát. Cụ thể là, khi tỷ lệ lạm phát tăng 1% thì tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu sẽ giảm 0,007% và ngược lại. Mối quan hệ tỷ lệ nghịch này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này, theo chúng tôi, hoàn toàn phù hợp với những gì đã diễn ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian vừa qua. Đối với các nhà đầu tư, lạm phát là một chỉ tiêu quan trọng thể hiện “sức khỏe” của nền kinh tế và vì vậy nó có tác động trực tiếp đến giá của các cổ phiếu trên thị trường. Lạm phát tăng là một trong những biểu hiện bất ổn của nền kinh tế và vì vậy tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Để an toàn, nhiều nhà đầu tư sẽ rút vốn ra khỏi thị trường và đầu tư vào những kênh khác có rủi ro thấp hơn. Hệ quả là giá cổ phiếu sẽ giảm khi lạm phát tăng.

Một điều bất ngờ là kết quả phân tích hồi quy cho thấy mối quan hệ giữa biến lãi suất và tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, không có cơ sở để kết luận rằng lãi suất có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Ngoài ra, trong mô hình hồi ở trên, giá trị của R² là 43,49%, điều này có nghĩa là các biến độc lập trong mô hình giải thích được 43,49% sự

thay đổi của biến phụ thuộc (tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu). Bên cạnh đó, giá trị thống kê F của mô hình là 4,85 cho thấy mô hình hồi quy mà chúng tôi sử dụng có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

5 KẾT LUẬN

Nghiên cứu này đã cung cấp những bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy EPS và tỷ giá USD/VND có tương quan tỷ lệ thuận với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Ngược lại, biến động của giá vàng và tỷ lệ lạm phát có mối tương quan nghịch với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu trước đây ở thị trường chứng khoán mới nổi. Do hạn chế về số liệu nghiên cứu nên trong nghiên cứu này chúng tôi chỉ mới đưa được 5 nhân tố vào mô hình hồi quy để ước lượng ảnh hưởng của chúng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu (các biến độc lập trong mô hình chỉ mới giải thích được 43,49% sự biến động của tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu). Trong thực tế, tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu có thể còn bị ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố khác. Đây là hạn chế của nghiên cứu này và cũng là khía cạnh nghiên cứu khá hấp dẫn mà các nghiên cứu tiếp theo nên tập trung vào.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Al-Qenae, Rashid, Carmen Li và Bob Wearing (2002), “The information content of earnings on stock price: The Kuwait Stock Exchange”, *Multinational Finance Journal*, 6(3), trang 197-221.
2. Al-Tamimi, Hussein (2007), “Factors affecting stock price in the UAE financial markets”, *The Business Review*, 5(2), trang 225-223.
3. Aurangzeb (2012), “Factors affecting performance of stock market: Evidence from South Asian countries”, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(9), trang 1-15.
4. Eita, Joel Hinaunye (2012), “Modelling macroeconomic determinants of stock market prices: Evidence from Namibia”, *The Journal of Applied Business Research*, 28(5), trang 871-884.
5. Fama, Eugene F. (1970), “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of Finance*, 25, trang 383-417.

6. Hussainey, Khaled và Le Khanh Ngoc (2009), “The impact of macroeconomic indicators on Vietnamese stock prices”, *Journal of Risk Finance*, 10(4), trang 321-332.
7. Liu, Ming-Hua và Keshab Shrestha (2008), “Analysis of the long-term relationship between macroeconomic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration”, *Managerial Finance*, 34, trang 744-755.
8. Mehr-un-Nisa và Mohammad Nishat (2012), “The determinants of stock prices in Pakistan”, *Asian Economic and Financial Review*, 1(4), trang 276-291.
9. Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013), “Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển và hội nhập*, 8, trang 34-41.
10. Somoye, Russell Olukayode Christopher, Ishola Rufus Akintoye và Jimoh Ezekiel Oseni (2009), “Determinants of Equity Prices in the Stock markets. *International Research Journal of Finance and Economics*, 30, trang 177-189.
11. Tsoukalas, Domitrios (2003), “Macroeconomic factors and stock prices in the emerging Cypriot equity market”, *Managerial finance*, 29, trang 87-92.
12. Uddin, Reaz, Zahidur Rahman và Rajib Hossain (2013), “Determinants of stock prices in financial sector companies in Bangladesh: A study on Dhaka Stock Exchange (DSE)”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(3), trang 471-480.