

ẢNH HƯỞNG CỦA THÔNG TIN KẾ TOÁN ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

INFLUENCE OF ACCOUNTING INFORMATION ON SHARE PRICE OF LISTED COMPANIES ON VIETNAM STOCK MARKET

Đặng Ngọc Hùng, Phạm Thị Hồng Diệp,
Hồ Thị Tuyết Thanh

TÓM TẮT

Bài báo trình bày nghiên cứu ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sử dụng mô hình hồi quy OLS, FEM, REM, GLS nghiên cứu mối quan hệ giữa EPS, BV với giá cổ phiếu; dữ liệu được thu thập từ 274 doanh nghiệp trong giai đoạn 2012-2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy, EPS và BV có quan hệ thuận chiều với giá cổ phiếu, mức độ giải thích là 52,4% dựa trên mô hình Ohlson (1995). Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất một số khuyến nghị đối với nhà đầu tư, doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách.

Từ khóa: thông tin kế toán; giá cổ phiếu; chứng khoán Việt Nam

ABSTRACT

This paper researches the impact of accounting information on stock prices of listed companies on Vietnam stock market. The OLS, FEM, REM and GLS regression models were used to exam the relationship among EPS, BV and stock price of 274 enterprises in the period 2012-2016. Research results show that earnings per share, book value per share are positively correlated to stock price with the explanation level of 52.4% based on Ohlson model (1995). Based on the results of the study, the author gives some recommendations to investors, businesses and policy makers.

Keywords: accounting information; share price; Vietnam stock exchange

Đặng Ngọc Hùng, Phạm Thị Hồng Diệp

Trưởng Đại học Công nghiệp Hà Nội

Hồ Thị Tuyết Thanh

Học viện Chính trị Khu vực I

Email: hungdangngockt@yahoo.com.vn

Ngày nhận bài: 16/6/2017

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 10/8/2017

Ngày chấp nhận đăng: 22/8/2017

CHỮ VIẾT TẮT

BCTC: Báo cáo tài chính

BV: Book value per share (Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu)

EPS: Earnings per share (Thu nhập trên mỗi cổ phiếu)

1. GIỚI THIỆU

Giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác nhau, trong đó có các thông tin kế toán được trình bày trên

BCTC. Tại các thị trường chứng khoán phát triển, đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa giá cổ phiếu với thông tin kế toán (lợi nhuận kế toán, lợi nhuận cơ bản trên mỗi cổ phiếu, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu) điển hình như: Ball và Brown (1968), đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về mối liên hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán New York, kết quả cho thấy, lợi nhuận được công bố trên BCTC tác động đến giá cổ phiếu và kết luận rằng thông tin về lợi nhuận là một trong các thông tin kế toán hữu ích để xác định giá cổ phiếu; Lev và Ohlson (1982), Walker (1997), đã nghiên cứu thực nghiệm, đo lường giá trị phù hợp của các thông tin kế toán công bố để tìm hiểu về mối quan hệ này.

Mô hình Ohlson (1995), đã mở rộng các nghiên cứu về mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu bao gồm các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán thể hiện qua tài sản thuần và các chỉ tiêu của báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Kết quả nghiên cứu của Ohlson đã ảnh hưởng mạnh mẽ và khẳng định quan điểm cho rằng thông tin kế toán có tác động đến giá cổ phiếu. Theo đó, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được tiến hành để kiểm tra các giá trị liên quan của thông tin BCTC tại các thị trường khác nhau như: Collins và cộng sự (1997), đã nghiên cứu những thay đổi của giá trị cổ phiếu có liên quan đến thông tin lợi nhuận và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu tại Hoa Kỳ trong khoảng thời gian 40 năm. Sử dụng các mô hình lợi nhuận ròng làm cơ sở lý thuyết, đã ước tính được một mô hình hồi quy liên kết giữa giá trị cổ phiếu với giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và các khoản lợi nhuận, đồng thời cho thấy thông tin BCTC theo mô hình Ohlson giải thích 54% của giá cổ phiếu ở Mỹ; King và Langli (1998), sử dụng một mô hình hồi quy của thu nhập, giá trị sổ sách trên giá cổ phiếu, kết quả nghiên cứu với khả năng giải thích của 70%, 60% và 40% tương ứng cho Vương quốc Anh, Na Uy và Đức, kết quả này cho thấy sự khác biệt đáng kể trong mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu giữa các nước và theo thời gian. Các nghiên cứu trên đã chỉ ra rằng, ngoài thông tin lợi nhuận thì thông tin giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu có tác động tích cực đến giá trị cổ phiếu và các nghiên cứu này sử dụng mô hình Ohlson (1995) như là

khung lý thuyết nền tảng trong việc nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu. Barth và cộng sự (1998), nghiên cứu vai trò giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và lợi nhuận phụ thuộc vào khả năng tài chính của công ty, họ đã sử dụng trái phiếu như một biện pháp kiểm tra khả năng tài chính của công ty đó và sử dụng hai mẫu dữ liệu từ Hoa Kỳ. Sanjeet Sharma (2011), đã nghiên cứu kiểm tra mối quan hệ thực nghiệm giữa giá cổ phiếu và các biến kế toán giải thích (như: giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu, cổ tức trên mỗi cổ phiếu, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu, tỷ suất cổ tức, cổ tức) trong giai đoạn 1993-2009 tại Ấn Độ, cho thấy lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu, cổ tức trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu có ảnh hưởng lớn đến giá thị trường của cổ phiếu. Osama và cộng sự (2012), đã tiến hành nghiên cứu tất cả các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Kuwait (KSE) trong giai đoạn 2003-2009. Kết quả nghiên cứu của Stark và Thomas (1998), Lo và Lys (2000), Akbar và Stark (2003), Hand và Landsman (2005), cho thấy giá cổ phiếu phụ thuộc tích cực vào giá trị sổ sách và thu nhập; khả năng giải thích của mô hình bao gồm giá trị sổ sách và thu nhập gần như không thể phân biệt được với mô hình gồm giá trị sổ sách và cổ tức. Vì vậy, có thể nói ngoài lợi nhuận và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu thì cổ tức cũng là một yếu tố tác động mạnh đến giá cổ phiếu. Kết quả này củng cố kết quả các nghiên cứu trước đó của Green và cộng sự (1996), Rees (1997), Collins và cộng sự (1997), Chen và Su (2001), ElShamy (2005), Alfaraih và Alanezi (2011).

Dựa trên mô hình Ohlson (1995), đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở các nước đang phát triển, như: Naimah. Z (2012), tại Indonesia; Shamki. D (2012), tại Jordan; Perera và Thrikawala (2010), tại Sri Lanka; Khanagha J. B (2011), tại UAE; Omokhudu và Ibadin. P. O (2015), Osundina và cộng sự (2016), tại Nigeria; Khanna (2014), tại Ấn Độ. Kết quả các nghiên cứu trên đã cho thấy có mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu, với mức độ giải thích ở các mức độ khác nhau.

Ở Việt Nam, đã có nhiều nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu như Nguyễn Việt Dũng (2009), Nguyễn Thị Thục Đoan (2011), Nguyễn Thị Hằng Nga (2016), Trần Ngọc LiNa (2013), Trương Đông Lộc, Nguyễn Minh Nhật (2016), Nguyễn Thị Khánh Phương (2016). Kết quả của các nghiên cứu trên không hoàn toàn giống nhau, nguyên nhân là do các biến độc lập sử dụng trong mô hình khác nhau. Các nghiên cứu được thực hiện theo hai hướng: hướng thứ nhất, các nghiên cứu sử dụng mô hình của Ohlson (1995) với biến phụ thuộc là giá cổ phiếu không điều chỉnh như nghiên cứu của Nguyễn Thị Thục Đoan (2011), Nguyễn Thị Khánh phương (2016); hướng thứ hai, sử dụng mô hình Ohlson (1995) và điều chỉnh theo mô hình của Aboody và cộng sự (2002), như nghiên cứu của Nguyễn Việt Dũng (2009), Trần Ngọc LiNa (2013), Trương Đông Lộc, Nguyễn Minh Nhật (2016), với lý do thị trường chứng khoán Việt Nam mức độ phát triển chưa cao, do đó không thể sử dụng mô hình Ohlson (1995) làm cơ sở cho mối liên hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu vì thị trường không phải lúc nào cũng phản ánh trung thực giá trị nội tại của cổ phiếu. Nguyễn Việt

Dũng (2009), đã áp dụng mô hình Ohlson (1995) cho dữ liệu nghiên cứu từ năm 2003 đến năm 2007 với kết quả R^2 là 40%. Tuy nhiên, giai đoạn nghiên cứu của Nguyễn Việt Dũng là giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam mới thành lập, các quy định về chất lượng thông tin kế toán công bố chưa hoàn chỉnh. Nguyễn Thị Thục Đoan (2011), cũng vận dụng mô hình hồi quy Ohlson để xem xét mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thông tin kế toán với dữ liệu của 430 công ty niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX được thu thập trong năm 2009, kết quả cho R^2 của 430 công ty là 43%.

Từ thực tiễn trên, câu hỏi đặt ra là sử dụng mô hình Ohlson (1995) có phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam? Mức độ giải thích mối liên hệ giữa thông tin kế toán với giá cổ phiếu như thế nào? Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm xem xét ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo hướng sử dụng mô hình Ohlson (1995).

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Trong thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu là không thể dự đoán trước được, do đó, lợi nhuận từ cổ phiếu cũng sẽ là ngẫu nhiên và hầu như tuân theo phân phối chuẩn. Thị trường được chia thành ba cấp độ hiệu quả: (i) hiệu quả dạng yếu (weak form), (ii) hiệu quả dạng vừa (semi-strong form) và (iii) hiệu quả dạng mạnh (strong form). Cấp độ hiệu quả dạng yếu cho rằng giá hiện tại của cổ phiếu được phản ánh đầy đủ các thông tin giá trong quá khứ. Ở cấp độ hiệu quả dạng vừa, giá hiện tại của cổ phiếu được phản ánh đầy đủ các thông tin đã công bố cũng như các thông tin về công ty như lợi nhuận, cổ tức, các thông báo của ban quản lý. Đối với cấp độ hiệu quả dạng mạnh, không thể thực hiện các quy luật thương mại dựa trên những thông tin nội bộ vì giá cả thị trường đã phản ánh những thông tin đó (Fama, 1970).

Các thông tin kế toán được công bố nếu có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, lúc này thị trường được phân loại là hiệu quả dạng vừa. Tiêu biểu cho xu hướng nghiên cứu này là mô hình Ohlson (1995), đã cho thấy giá cổ phiếu được tích hợp từ hai biến thông tin kế toán là giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu và thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) giả định rằng giá trị nội tại của cổ phần thường là hiện giá của các cổ tức nhận được trong tương lai. Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị nội tại của cổ phiếu thường, nó định nghĩa giá trị của cổ phiếu là giá trị hiện tại của cổ tức dự kiến trong tương lai (phương trình 1).

$$p_t = \sum_{i=1}^{\infty} E_t \left[\frac{d_{t+i}}{(1+r)^i} \right] \quad (1)$$

Với, P_t là giá trị nội tại của cổ phiếu vào thời điểm t ; $E_t [dt+i]$ là cổ tức dự kiến được nhận vào ngày $t+i$; R là lãi suất chiết khấu (được giả định là không đổi).

Mô hình chiết khấu lợi nhuận thặng dư (RIM) được Ohlson đề xuất. RIM dựa trên giả thuyết nền tảng: giá trị tài sản là hiện giá của dòng thu nhập trong tương lai. Trong trường hợp định giá cổ phiếu, giá trị cổ phiếu sẽ là hiện giá của dòng cổ tức trong tương lai (phương trình 2).

$$p_t = \sum_{i=1}^{\infty} E_t \left[\frac{d_{t+i}}{(1+r)^i} \right] \quad (2)$$

Đưa thêm giả định để xác định được RIM từ hiện giá dòng cổ tức trong tương lai, RIM dựa trên mối liên hệ giữa cổ tức, lợi nhuận và giá trị sổ sách - tương quan thặng dư sạch, như đã trình bày ở trên: $b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$. Với, b_t là giá trị sổ sách của cổ phần tại ngày t ; x_t là lãi ròng trong khoảng thời gian t ; d_t là cổ tức phải trả vào ngày t . Thay thế biến d (cổ tức) bằng biến b (giá trị sổ sách) và x_t trong công thức chiết khấu cổ tức ở phương trình (2), ta có:

$$d_t = x_t^a + (1+r)b_{t-1} - b_t$$

Sử dụng biểu thức này để thay thế $d_t + \tau$ trong phương trình (1), mô hình định giá thu nhập còn lại được thể hiện trong phương trình (3).

$$p_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[\frac{x_{t+\tau}^a}{(1+r)^\tau} \right] \quad (3)$$

Với, p_t là thị giá của cổ phiếu vào thời điểm t ; b_t là giá trị sổ sách của cổ phiếu (theo lý thuyết) vào thời điểm; $x_{t+\tau}^a$ là lợi nhuận thặng dư trên cổ phiếu vào thời điểm $t + \tau$; r là lãi suất chiết khấu.

Như vậy, theo mô hình RIM, giá trị nội tại của một cổ phiếu bao gồm hai thành phần, giá trị sổ sách và giá trị có được từ giá trị hiện tại của cổ phiếu có được do thu nhập còn lại của cổ phiếu trong tương lai. Mô hình định giá này cho phép phân tích tạo ra giá trị của một công ty cho các cổ đông. Nếu lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu lớn hơn chi phí vốn chủ sở hữu thì giá trị nội tại của cổ phiếu sẽ được nhiều hơn giá trị sổ sách và công ty sẽ được xem là tạo ra giá trị cho cổ đông, còn ngược lại chi phí vốn chủ sở hữu lớn hơn lợi nhuận vốn chủ sở hữu thì công ty sẽ bị xem là phá hủy giá trị vốn cổ đông. Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư là phương pháp tính toán không quá phức tạp, tương đối dễ hiểu. Tuy nhiên, phương pháp này chỉ áp dụng với những công ty có chính sách cổ tức trong tương lai ổn định. Luận điểm của phương pháp này là quy đổi luồng thu nhập trong tương lai (gồm cổ tức và giá bán dự đoán) với một tỷ suất chiết khấu về thời điểm hiện tại, sau đó so sánh giá ước định với thị giá cổ phiếu, nếu giá ước định lớn hơn thị giá thì nhà đầu tư nên mua vào và ngược lại. Như vậy, phương pháp này nếu áp dụng với trái phiếu sẽ hợp lý hơn vì các nguồn thu nhập trong tương lai do trái phiếu đem lại cho nhà đầu tư thường ổn định và được xác định trước, không bấp bênh như cổ phiếu. Sau khi tóm tắt lý thuyết mô hình định giá cổ phiếu dựa trên dòng lợi nhuận thặng dư RIM, Ohlson (1995), đã công bố mô hình định giá của mình. Mô hình này được đánh giá là một trong số những phát triển quan trọng nhất khi nghiên cứu về thị trường vốn những năm 90, là nền tảng để xác định mục tiêu, giá trị nghiên cứu. Mô hình Ohlson đã trả lời thỏa đáng cho 2 câu hỏi mà Ball và Brown (1968), khởi xướng về chủ đề định giá cổ phiếu, đó là: thông tin BCTC để đưa vào tài khoản trong mối quan hệ trực tiếp với giá cổ phiếu và mô hình đo lường giá trị liên quan là gì (Nguyễn Việt Dũng, 2009).

Từ mô hình RIM, Ohlson đề xuất mô hình định giá cổ phiếu dựa trên chuỗi thông tin - Mô hình động lực thông

tin tuyến tính, với giả thuyết là chuỗi thời gian của lợi nhuận thặng dư (phương trình 4, 5).

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{t+1} \quad (4)$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \eta_{t+1} \quad (5)$$

Với, x_t^a là lợi nhuận hiện tại được đo lường bằng lợi nhuận thặng dư; v_t là các thông tin ngoài kế toán, giá trị thông tin có liên quan nhưng không thể hiện trên sổ sách kế toán (có nghĩa là những thông tin không tác động đến b_t và x_t); ε_t , η_t là phần dư, có trung bình = 0; ω , γ là lần lượt là trọng số hồi quy của ε_t và v_t , chạy từ 0 đến 1 (chặn dưới được đưa ra dựa vào lý giải khoa học và quan sát thực nghiệm, chặn trên đưa r để đạt tính bền).

Giả thuyết này của Ohlson có thể được diễn giải là kỳ vọng của nhà đầu tư về khả năng sinh lời trong tương lai của công ty phụ thuộc một phần vào thông tin BCTC hiện tại (khả năng sinh lời hiện tại) và các thông tin khác chưa được (hoặc không được) thể hiện trong BCTC. Hai phương trình (4) và (5) chính là chuỗi động lực thông tin tuyến tính Ohlson, kết hợp với mô hình lợi nhuận thặng dư thành mô hình Ohlson cho phép diễn giải giá cổ phiếu trong mối liên hệ với các thông tin BCTC (phương trình 6).

$$p_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (6)$$

$$\text{Với: } \alpha_1 = \frac{\omega}{1+r-\omega} \text{ và } \alpha_2 = \frac{1+r}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}$$

Như vậy, kết hợp mô hình lợi nhuận thặng dư với chuỗi thông tin do Ohlson (1995) đề xuất, Ohlson đã rút ra được mô hình thể hiện mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và hai thông tin BCTC trực tiếp là lợi nhuận và giá trị sổ sách trên một cổ phiếu.

Trong nghiên cứu này, mô hình hồi quy tuyến tính với giá cổ phiếu là biến phụ thuộc, BV và EPS là biến độc lập. Áp dụng mô hình Ohlson (1995), Aboody và cộng sự (2002), và kết quả các nghiên cứu của Collins và cộng sự (1997), Dechow và Sloan (1999), Frankel và Lee (1998), Hand và Lansman (2005), King và Langli J. (1998), Koji Ota (2001), tác giả sử dụng mô hình như sau:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + u_{it}$$

Trong đó, P_{it} là giá cổ phiếu công ty i năm t ; EPS_{it} là lợi nhuận cơ bản trên mỗi cổ phiếu của công ty i năm t ; BV_{it} là giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của công ty i năm t ; β_0 là hệ số chặn; u_{it} là sai số ngẫu nhiên.

EPS là số lợi nhuận mà công ty phân bổ cho mỗi cổ phần thông thường đang lưu hành trên thị trường. EPS là chỉ tiêu được các nhà đầu tư sử dụng thường xuyên, là công cụ để đánh giá kết quả thực hiện của một công ty như so sánh kết quả của một công ty qua các thời kỳ hoặc sử dụng để so sánh giữa các công ty với nhau. Ngoài ra, EPS có ảnh hưởng lớn đến giá của cổ phiếu công ty và thị trường cổ phiếu rất nhạy cảm với EPS. Giá thị trường có thể giảm khi EPS có xu hướng giảm và ngược lại. EPS là một chỉ tiêu được trích dẫn thường xuyên nhất trong phân tích BCTC vì chỉ tiêu này liên quan tới chỉ số giá trên thu nhập (P/E), được sử dụng rộng rãi như một tiêu chuẩn so sánh cho các quyết định đầu tư.

Xét về khía cạnh vật chất của doanh nghiệp, chẳng hạn như máy móc, thiết bị, nhà xưởng, có thể đúng khi cho rằng

giá cổ phiếu bằng tổng giá trị ròng của tài sản doanh nghiệp chia cho số cổ phần. Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu chứng minh mối liên hệ giữa BV và giá thị trường, tuy nhiên vấn đề này cần tiếp tục được nghiên cứu sâu hơn. Xét về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, giá trị tài sản ròng có thể chưa đủ để đo lường giá trị cổ phiếu. Yếu tố quan trọng nhất đó là số lợi nhuận có được từ đầu tư cổ phiếu hay số lãi trên mỗi cổ phiếu. Cũng đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa BV và EPS ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, kiểm định tác động của các nhân tố EPS và BV đến giá cổ phiếu thông qua bốn mô hình: mô hình hồi quy tuyến tính thông thường (OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy có trọng số (GLS).

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu

Bảng 1. Các biến độc lập và biến phụ thuộc được xác định và thu thập

Ký hiệu	Biến	Cách đo lường	Nguồn dữ liệu
P_{it}	Giá cổ phiếu của công ty <i>i</i> tại ngày <i>t</i>	Giá đóng cửa sàn HOSE, HNX	Dữ liệu lịch sử ngày <i>t</i> tại www.cophieu68.com
EPS_{it}	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu công ty <i>i</i> tại ngày <i>t</i>	Báo cáo hoạt động kết quả kinh doanh của công ty cuối năm <i>t</i>
BV_{it}	Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của công ty <i>i</i> vào thời điểm <i>t</i>	Bảng CDKT và thuyết minh BCTC của công ty cuối năm <i>t</i>

Dữ liệu nghiên cứu là số liệu thứ cấp được thu thập từ BCTC của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2016. Tác giả đã thu thập ngẫu nhiên 50% trong tổng số 707 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn chứng khoán Hà Nội (HNX). Trong 354 doanh nghiệp niêm yết thuộc mẫu khảo sát, có 274 doanh nghiệp (tương ứng với tỷ lệ 77,4% trong tổng số doanh nghiệp đang niêm yết trong mẫu khảo sát) có đủ dữ liệu trong 5 năm, trong đó có 133 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và 141 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX. Như vậy, tổng số mẫu quan sát là 1.370 (274 doanh nghiệp x 5 năm). Bộ dữ liệu gồm: số liệu về EPS, BV, giá cổ phiếu (P) được công bố vào ngày 31 tháng 3 hàng năm, chiết xuất từ cơ sở dữ liệu của cophieu68.com (bảng 1).

Sau khi thu thập dữ liệu, số liệu được xử lý theo trình tự khai báo biến, nhập dữ liệu, khảo sát tương quan cặp giữa các biến, chạy thống kê mô tả và trình bày dữ liệu, phân tích hồi quy.

Sử dụng phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng (Panel data) đối với mô hình kinh tế lượng được thiết lập để mô tả mối quan hệ giữa thông tin kế toán đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các phương pháp hồi quy bao gồm các phương pháp hồi quy OLS, phương pháp hồi quy theo cách tiếp cận các yếu tố ảnh hưởng cố định (FEM) và phương pháp hồi quy theo các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Sau khi lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp với mô hình, tác giả tiến hành kiểm định lựa chọn mô hình và kiểm tra đánh giá khuyết tật của mô hình được lựa chọn. Trong trường hợp

mô hình xảy ra các khuyết tật vi phạm giả thuyết hồi quy, sẽ được khắc phục bằng phương pháp hồi quy có trọng số (GLS).

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Kết quả thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả cho thấy, biến **P** (giá cổ phiếu) có mức trung bình là 20,32 (nghìn đồng), giá cổ phiếu thấp nhất 1,4 (nghìn đồng) và cao nhất là 222 (nghìn đồng); biến **EPS** (thu nhập trên mỗi cổ phiếu) có mức trung bình 3089,907 (đồng), cao nhất là 27281 (đồng) và thấp nhất là âm (-) 31627 (đồng); biến **BV** (giá trị sổ sách của một cổ phiếu) có mức trung bình là 20,36023 (nghìn đồng), cao nhất là 81 (nghìn đồng) và thấp nhất là 1,5 (nghìn đồng) (bảng 2). Như vậy, giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu bình quân khá tương đồng với giá cổ phiếu bình quân của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2016.

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả

Chỉ tiêu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
P	1370	20,32003	22,32468	1,4	222
EPS	1370	3089,907	3150,846	-31627	27281
BV	1370	20,36023	9,8718	1,5	81

Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa các biến

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc

Biến	P	EPS	BV
P	1		
EPS	0,6663	1	
BV	0,5872	0,6367	1

Hệ số tương quan (*r*) là chỉ số thống kê phản ánh mức độ quan hệ tuyến tính giữa các biến. Hệ số này biến thiên từ +1 đến -1. Thông qua hệ số tương quan có thể biết chiều tương quan giữa biến phụ thuộc với biến giải thích, đồng thời, cho thấy xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy (nếu *r* > 0,8). Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và biến độc lập trong mô hình cho thấy, các biến độc lập đều có mối quan hệ tuyến tính với biến phụ thuộc: EPS và BV có mối quan hệ thuận chiều với các biến phụ thuộc (P). Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa các biến độc lập trong mô hình cho thấy, EPS và BV tương quan mạnh (*r* = 0,6367) (bảng 3). Tuy nhiên, để kết luận về hiện tượng đa cộng tuyến sau khi hồi quy, mô hình dựa vào hệ số VIF.

Kết quả kiểm định các mô hình nghiên cứu

Trong nghiên cứu này biến phụ thuộc là giá cổ phiếu (P), tác giả so sánh và lựa chọn xem trong ba mô hình: OLS, FEM, REM mô hình nào là mô hình phù hợp thông qua việc sử dụng kiểm định F và kiểm định Hausman.

Kết quả kiểm định F cho thấy, Prob > F = 0,000 < α = 5%, do đó, với mức ý nghĩa 5% bác bỏ H_0 . Điều này có nghĩa là, với dữ liệu thu thập được cho thấy, phương pháp chạy mô hình FEM là phù hợp, mô hình OLS là không phù hợp vì tồn tại sự ảnh hưởng cố định ở mỗi doanh nghiệp theo thời gian.

Sau khi chọn mô hình FEM thay cho mô hình OLS, tác giả ước lượng dữ liệu bảng đã có dựa vào phương pháp chạy mô hình FEM và REM. Từ kết quả chạy mô hình FEM và REM, tiến hành kiểm định Hausman để so sánh, lựa chọn mô hình FEM

hay REM là phù hợp. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy, P-value = - 0,53 (< 0) (bảng 4), do đó đủ cơ sở để khẳng định sử dụng mô hình FEM và REM đều không phù hợp.

Bảng 4. Kết quả kiểm định Hausman

```
. hausman FEM3 REM3

----- Coefficients -----
      (b)          (B)          (b-B)          sqrt(diag(V_b-V_B))
      FEM3          REM3          Difference          S.E.
-----+-----+-----+-----+-----
eps          .0035425        .0035333        9.50e-06          .
bv           .5831827        .5891534       -.0059707          .

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
      = -0.53      chi2<0 ==> model fitted on these
                   data fails to meet the asymptotic
                   assumptions of the Hausman test;
                   see suest for a generalized test
```

Kết quả kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình cho thấy, hệ số phóng đại phương sai (VIF - Variance Inflation Factor) đều nhỏ hơn 10 (bảng 5). Như vậy, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 5. Hệ số đa cộng tuyến

	VIF	1/VIF
EPS	1,68	0,594586
BV	1,68	0,594586
Mean VIF	1,68	

Kết quả kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi trong các mô hình nghiên cứu thông qua kiểm định Modified Wald test và Breusch and Pagan cho thấy, hệ số P-value < α ($\alpha = 0,05$) (bảng 6). Vì vậy giả thiết H_0 bị bác bỏ. Các giá trị P-value < α ($\alpha = 5\%$), điều này hàm ý giả thuyết H_0 là không có hiện tượng phương sai thay đổi trong các mô hình bị bác bỏ với mức ý nghĩa 5%. Do đó, tác giả tiến hành khắc phục khuyết tật của mô hình hồi quy bằng phương pháp hồi quy GLS.

Bảng 6. Kết quả kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

pt33[nm,t] = Xb + u[nm] + e[nm,t]

Estimated results:
-----+-----+-----+-----+-----
                Var          sd = sqrt(Var)
-----+-----+-----+-----+-----
pt33          498.3916        22.32468
e              217.9853        14.76433
u              4.109441         2.027176

Test:   Var(u) = 0
        chibar2\(01\) = 3935.34
        Prob > chibar2 = 0.0000

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2(5) = 12.33
Prob>chi2 = 0.0305
```

Kết quả kiểm tra hiện tượng tự tương quan trong các mô hình hồi quy thông qua kiểm định Wooldridge test cho thấy, giá trị P-value > α ($\alpha = 5\%$) (bảng 7). Điều này có nghĩa là các biến trong các mô hình không xảy ra hiện tượng tự tương quan.

Bảng 7. Kết quả kiểm tra hiện tượng tự tương quan

```
. xtserial pt33 eps bv

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 4) = 0.490
Prob > F = 0.5226
```

Kết quả khắc phục các khuyết tật của mô hình bằng phương pháp GLS được trình bày ở bảng 8.

Bảng 8. Kết quả hồi quy

	Mô hình OLS	Mô hình FEM	Mô hình REM	Mô hình GLS
EPS	0,00348*** [19,60]	0,00354*** [21,55]	0,00353*** [21,23]	0,00307*** [19,08]
BV	0,620*** [10,93]	0,583*** [11,11]	0,589*** [11,09]	0,582*** [11,06]
	-3,067***	-2,500***	-2,592**	-2,283**
_cons	[-3,05]	[-2,68]	[-1,97]	[-2,39]
N	1370	1370	1370	1370
R-sq	0,489	0,524		

*t statistics in brackets *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01*

Sau khi lựa chọn mô hình và khắc phục khuyết tật, tác giả xem xét kết quả hồi quy để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu. Kết quả hồi quy cho thấy, biến EPS tác động tích cực đến biến P (giá cổ phiếu) và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cụ thể, hệ số hồi quy của EPS là 0,00307 (bảng 8). Như vậy, mặc dù EPS có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu nhưng mức độ ảnh hưởng là không đáng kể. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu của Naimah. Z (2012), Shamki. D (2012), Nguyễn Việt Dũng (2009), Nguyễn Thị Thục Đoàn (2011), Nguyễn Thị Hằng Nga (2016), Trần Ngọc LiNa (2013).

Kết quả hồi quy cũng cho thấy, biến BV tác động tích cực đến biến P và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cụ thể, hệ số hồi quy của BV là 0,582 (bảng 8). Như vậy, giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu của Perera và Thrikawala (2010), Khanagha J. B (2011), Omokhudu và Ibadin (2015), Osundina và cộng sự (2016), Khanna (2014), Trương Đông Lộc và Nguyễn Minh Nhật (2016), Nguyễn Thị Khánh Phương (2016).

Như vậy, việc sử dụng mô hình nghiên cứu của Ohlson (1995) cho kết quả khá tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đây khi nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2016 với khả năng giải thích của mô hình là 52,5%.

5. KHUYẾN NGHỊ VÀ KẾT LUẬN

Dựa vào kết quả nghiên cứu trên, tác giả đề xuất một số khuyến nghị như sau:

Đối với nhà đầu tư, khi quyết định đầu tư vào chứng khoán, cần quan tâm đến các thông tin kế toán vì những thông tin này có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, như chỉ tiêu EPS trên báo cáo kết quả kinh doanh. Tuy nhiên, cần tham chiếu đến thông tin về giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BV) được cung cấp từ các nguồn khác bên cạnh thông tin công bố trên BCTC.

Đối với doanh nghiệp, cần cung cấp thông tin kế toán trên BCTC đầy đủ, đúng thời gian quy định. Mỗi liên hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu được giải thích tốt nhất

sau thời điểm kết thúc năm tài chính 03 tháng (ngày 31 tháng 3 hàng năm), đây cũng là thời điểm các doanh nghiệp phải công bố BCTC năm liền kế. Vì vậy, việc công khai đầy đủ, đúng hạn BCTC, báo cáo kiểm toán, báo cáo của ban giám đốc sẽ tạo niềm tin đối với nhà đầu tư về sự minh bạch, là tín hiệu tốt để thu hút nhà đầu tư./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Nguyễn Việt Dũng, 2009. Mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu: vận dụng linh hoạt lý thuyết hiện đại vào trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*. Số 375, tr.18-31.
- [2]. Nguyễn Thị Thục Đoan, 2011. Ảnh hưởng của thông tin kế toán và các chỉ số tài chính đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*. Số 62, tr.23-27.
- [3]. Nguyễn Thị Hằng Nga, 2016. Ảnh hưởng của thông tin trên báo cáo tài chính đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*. Số 226 (II), tr.118-122.
- [4]. Nguyễn Thị Khánh Phương, 2016. Nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Luận án tiến sĩ*, Trường Đại học Kinh tế quốc dân.
- [5]. Trần Ngọc LiNa, 2013. Các nhân tố ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thông tin trên báo cáo tài chính của các công ty Việt Nam - Khảo sát thực nghiệm qua mô hình Ohlson. *Luận văn thạc sĩ*, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- [6]. Trương Đông Lộc và Nguyễn Minh Nhật, 2016. Ảnh hưởng của thông tin kế toán đến giá của các cổ phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*. Số 126, tr.35-42.
- [7]. Aboody D., Hughes J. and Liu J., 2002. Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market. *Journal of Accounting Research*. 40, pp.965-986.
- [8]. Akbar, S. and Stark, A., 2003. Deflators, net shareholder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*. 30, pp.1211-1233.
- [9]. Alfaraih, M. and Alanezi, F., 2011. The usefulness of earnings and book value for equity valuation to Kuwait Stock Exchange participants. *International Business and Economics Research Journal*. 10, pp.73-89.
- [10]. Ball, R. and Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*. 6(2), pp.159-178.
- [11]. Barth, Mary, William Beaver and Wayne Landsman, 1998. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*. pp.1-34.
- [12]. Chen, C. J., Chen, S. and Su, X., 2001. Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 10(1), pp.1-22.
- [13]. Collins, Daniel, Edward Maydew and Ira Weiss, 1997. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*. pp.39-67.
- [14]. Dechow, P.M, A.P, Hutton and R.G. Sloan, 1999. An empirical assessment of the Residual Income Valuation model. *Journal of Accounting and Economics*. 26(1), pp.1-34.
- [15]. ElShamy, M. and Al-Qenae, R., 2005. The change in the value-relevance of earnings and book value in equity valuation over the past 20 years and the impact of the adoption of IASs: The case of Kuwait. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*. 2, pp.153-167.
- [16]. Fama and Eugene F., 1970. Efficient capital market: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*. 25, pp.383-417.
- [17]. Frankel, R. and C.M.C. Lee, 1998. Accounting valuation, market expectations and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting economics*. 25(3), pp.283-319.
- [18]. Green, J. P., Stark, A. W. and Thomas, H. M., 1996. U.K. evidence on the market valuation of research and development expenditures. *Journal of Business Finance and Accounting*. 23, pp.191-216.
- [19]. Hand J. R. M. and Lansman, 2005. The pricing of Dividends in Equity Valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*. 32(3) & (4), April/May 2005, pp.435-469.
- [20]. Khanna, M., 2014. Value Relevance of Accounting Information: An Empirical Study of Selected Indian Firms. *International Journal of Scientific and Research Publications*. Volume 4, Issue 10, October 2014, pp.1-6.
- [21]. Khanagha J. B, 2011. Value Relevance of Accounting Information in the United Arab Emirates. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 1, No. 2, 2011, pp.33-45.
- [22]. King R. and Langli J., 1998. Accounting Diversity and Firm Valuation. *International Journal of Accounting*. 33, pp.529-567.
- [23]. Koji Ota, 2001. A Test of the Ohlson (1995) Model: Empirical Evidence from Japan. *Social Science Research Network*.
- [24]. Lev, B. and J A. Ohlson, 1982. Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension. *Journal of Accounting Research*. Vol. 20, pp.249-322.
- [25]. Lo, K. and T. Lys, 2000. The Ohlson model: Contribution to valuation theory, limitations and empirical applications. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 15(3), pp.337-367.
- [26]. Myers J. N., 1999. Implementing residual income valuation with linear information dynamics. *The Accounting Review*. 74(1), pp.1-28.
- [27]. Naimah, Z, 2012. Bias in accounting and the value relevance of Accounting information. *2nd Annual International Conference on Accounting and Finance (AF 2012)*, pp.145-156.
- [28]. Ohlson, James, 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research (Spring)*. pp.661-687.
- [29]. Omokhudu. O. O and Ibadin. P. O, 2015. The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria. *Accounting and Finance Research*. Vol. 4, No. 3; pp.20-30.
- [30]. Osama M. Al-Hares, Naser M. AbuGhazaleh and Ayman E. Haddad, 2012. Value relevance of earnings, book value and dividends in an emerging capital market: Kuwait evidence. *Global Finance Journal*. 23, 3, pp.221-234.
- [31]. Osundina J. A, Jayeoba, O. O. Olayinka I. M, 2016. Impact of Accounting Information on Stock Price Volatility (A Study of Selected Quoted Manufacturing Companies in Nigeria). *International Journal of Business and Management Invention*. pp.41-54.
- [32]. Perera R.A.A.S. and Thrikawala S. S., 2010. An empirical study of the relevance of accounting information on investor's decisions. *ICBI 2010 - University of Kelaniya, Sri Lanka*.
- [33]. Rees, W. P., 1997. The impact of dividends, debt and investment on valuation models. *Journal of Business Finance and Accounting*. 24, pp.1111-1140.
- [34]. Sharma, S., 2011. Determinants of Equity Share Prices in India. *Journal of Arts, Science & Commerce*. 2(4): pp.51-60.
- [35]. Shamki, D, 2012. Impact of non accounting information on the value relevance of accounting information: The case of Jordan. *International Journal of Business and Social Research (IJBSR)*. pp.9-24.
- [36]. Stark, A. W. and Thomas, H. M., 1998. On the empirical relationship between market value and residual income in the UK. *Management Accounting Research*. 9, pp.445-460.
- [37]. Stella N. Spilioti (Greece), 2010. The incorporation of risk into the clean surplus valuation model: evidence from UK stocks. *Investment Management and Financial Innovations*.
- [38]. Walker, M., 1997. Clean surplus accounting models and market-based accounting research: a review. *Accounting and Business Research*. 27, pp.341-355.