

Các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu niêm yết của doanh nghiệp bất động sản Việt Nam

LẠI CAO MAI PHƯƠNG^{1,*}, HUỖNH QUỐC TRỌNG¹ & VŨ PHẠM GIA BẢO¹

¹ Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM

Nhận bài: 17/11/2021 - Duyệt đăng: 15/04/2022

(*) Liên hệ: laicaomaiphuong@juh.edu.vn - Tel: 0988609987

Tóm tắt:

Bài viết này được thực hiện nhằm mục đích nghiên cứu các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu của các công ty bất động sản tại VN. Nghiên cứu được thực hiện bằng cách sử dụng dữ liệu của 30 công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2016-2020. Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính bao gồm mô hình phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Bên cạnh đó các kiểm định cũng được thực hiện nhằm chọn ra mô hình phù hợp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng tỷ lệ lạm phát và lãi suất có tác động ngược chiều với giá cổ phiếu. Bên cạnh đó tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản quy mô công ty thu nhập trên mỗi cổ phiếu, giá trị sổ sách của một cổ phần và hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu không có tác động đến giá cổ phiếu.

Từ khóa: Bất động sản, tỷ lệ lạm phát, lãi suất, tỷ suất sinh lời, quy mô công ty.

Abstract:

This article is made for the purpose of studying the factors affecting the stock prices of real estate companies in Vietnam. The study was conducted using data of 30 real estate companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) in the period 2016-2020. This Research is used to use the current rule of modeling including least methods (OLS) modeling, fixed effects modeling (FEM), and applied randomization modeling (REM). Besides, testing tools are also carried out for model fitting selection. The results for the a valid rate and rate of rate of rate, is a over the rate of rate, the rate of rate. In addition, the ratio of return to total assets, the size of the company, the earnings per share, the book value of a share, and the price-to-share ratio system have no impact on the stock price.

Keywords: Real estate, inflation rate, interest rate, company size.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán là một thị trường rất quan trọng trong nền kinh tế của 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. Trong số đó, sự biến động của giá cổ phiếu là một trong những chủ đề được quan tâm nhiều nhất, sự biến động

giá cổ phiếu quá mức có thể dẫn đến những rủi ro cho các nhà đầu tư và các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Nhận thấy được tầm quan trọng của vấn đề, nghiên cứu này được thực hiện nhằm mục đích xác định các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu của 30 công ty ngành bất động sản được niêm yết trên thị trường Chứng khoán TP.HCM (HOSE)

trong giai đoạn 2016 đến 2020. Nghiên cứu này sẽ giúp cho các doanh nghiệp và các nhà đầu tư nhận diện được các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn chỉ ra được các yếu tố vĩ mô có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Từ đó đưa ra các giải pháp hạn chế rủi

ro, góp phần ổn định thị trường tài chính VN.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước

2.1 Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết mô hình CAPM

Mô hình CAPM được xây dựng bởi Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) dựa trên mô hình lựa chọn danh mục đầu tư do Harry Markowitz (1959) phát triển. Fisher Black (1972) đã phát triển một phiên bản khác của mô hình CAPM, được gọi là Black CAPM, không bao gồm giả định về sự tồn tại của tài sản không rủi ro. Mô hình này phù hợp hơn trong việc kiểm tra thực nghiệm và giúp mô hình CAPM được chấp nhận rộng rãi hơn. Trong mô hình của Markowitz, các nhà đầu tư xem mỗi khoản đầu tư khác nhau được đại diện cho một sự phân phối xác suất của tỷ suất sinh lợi mong đợi lên một vài thời kỳ nắm giữ. Các nhà đầu tư luôn tối đa hóa lợi ích trong một kỳ nhất định. Các nhà đầu tư đánh giá rủi ro của danh mục dựa trên phương sai của tỷ suất sinh lợi mong đợi. Các nhà đầu tư căn cứ trên quyết định độc lập của tỷ suất sinh lợi và rủi ro mong đợi, vì vậy đường cong hữu dụng của họ là một phương trình của tỷ suất sinh lợi mong đợi và phương sai (độ lệch chuẩn) của tỷ suất sinh lợi. Với một mức độ rủi ro cho trước, các nhà đầu tư ưa thích tỷ suất sinh lợi cao hơn là một tỷ suất sinh lợi thấp. Tương tự, với một mức tỷ suất sinh lợi mong đợi cho trước, các nhà đầu tư lại thích ít rủi ro hơn là nhiều rủi ro. Markowitz đo lường rủi ro thông qua phương sai hay độ lệch chuẩn với giả định tỷ suất sinh lợi được phân phối chuẩn.

Lý thuyết mô hình APT

Mối quan hệ lý thuyết giữa giá thị trường chứng khoán và các chỉ số kinh tế bắt nguồn từ Ross (1976). Tác động của các biến số kinh tế này đối với lợi nhuận của thị trường chứng khoán phụ thuộc vào các giả định mô hình cơ bản. Mô hình APT được phát triển thay thế cho mô hình định giá tài sản vốn (CAPM). Như Groenewold & Fraser (1997) đã lưu ý, điểm yếu chính của CAPM là những giả định không thực tế và những thiếu sót thực nghiệm. Theo Groenewold và Fraser, CAPM đánh giá quá cao tỷ lệ không rủi ro và đánh giá thấp phí bảo hiểm rủi ro thị trường. Groenewold & Fraser (1997) tuyên bố rằng mô hình APT dự kiến sẽ khắc phục những điểm yếu của CAPM. Lợi thế của APT so với CAPM có thể bắt nguồn từ thực tế là lợi nhuận tài sản được tạo ra bởi một mô hình đa biến. Tuy nhiên, Fraser (1997) lưu ý rằng mặc dù có lợi thế này, mô hình APT vẫn có điểm yếu. Sự thất bại của mô hình APT để thay thế CAPM như một sự thay thế vượt trội là nó không làm nổi bật các yếu tố quan trọng đối với mô hình định giá tài sản. Tuy nhiên, hạn chế này có thể được coi là cả sức mạnh và điểm yếu. Các nghiên cứu thực nghiệm xác nhận cái trước vì nó cho phép lựa chọn bất kỳ yếu tố hoặc biến nào cung cấp một lời giải thích tốt hơn cho mẫu được đề cập. Loại thứ hai được chứng minh trong các ứng dụng thực nghiệm vì nó có số lượng biến hạn chế có thể được xác định dễ dàng và không thể giải thích các biến thể trong lợi nhuận tài sản. Điều này trái ngược với CAPM.

Lý thuyết lãi suất của Fisher

Lý thuyết lãi suất của Fisher rất cần thiết cho khuôn khổ nhằm mục tiêu lạm phát. Lý thuyết này là cơ sở cho ý tưởng rằng chính sách tiền tệ nên chủ yếu tập trung vào việc quản lý kỳ vọng lạm phát trong nỗ lực giữ lãi suất thực sự ổn định. Điều này nhằm mục đích thúc đẩy tiết kiệm và đầu tư. Khái niệm đầu tư vốn vào lý thuyết của Fisher có thể bắt nguồn từ sự ra đời của bản chất vốn và thu nhập (1906) và lãi suất (1907), khái niệm này rất quan trọng trong lý thuyết của Fisher (1930). Giả định cơ bản của Fisher là tất cả vốn lưu thông trong nền kinh tế và nó được sử dụng hết trong quá trình sản xuất. Do đó, với lãi suất thực tế cần thiết, bất kỳ sự gia tăng (hoặc giảm) dự kiến nào về tỷ lệ lạm phát sẽ dẫn đến tăng (hoặc giảm) lãi suất danh nghĩa thông qua chênh lệch giữa thu nhập tổng hợp trong tương lai và hiện tại. Do đó, nếu trong một giai đoạn ($t = 0$) nền kinh tế đang ở trạng thái cân bằng việc làm đầy đủ mà không có lạm phát dự kiến, thì đột nhiên trong giai đoạn ($t = 1$) ngân hàng trung ương dự kiến sẽ tăng nguồn cung tiền trong thời gian sao cho có lạm phát dự kiến, thu nhập thực tế tổng hợp tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn số tiền thực dự kiến cần được hoàn trả.

2.2 Tổng quan các nghiên cứu trước

Trên thế giới và tại VN vẫn đề nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty đã được nhiều tác giả thực hiện ở nhiều nền kinh tế và khu vực khác nhau trên thế giới. Dưới đây là phần tóm lược nội

dung của một số nghiên cứu về chủ đề này tại một số ngành.

Biến động giá cổ phiếu

Theo Ambrosio (2007) biến động thị trường chứng khoán là sự biến động giá của các chỉ số thị trường chứng khoán rộng lớn trong một khoảng thời gian xác định. Khi những người liên quan đến ngành đầu tư nói về biến động thị trường chứng khoán, thường thì họ đang đề cập đến độ lệch chuẩn của lợi nhuận của chỉ số thị trường chứng khoán. Các nhà đầu tư có bản chất là bất lợi về rủi ro và sự biến động của các khoản đầu tư của họ có tầm quan trọng đối với họ bởi vì đó là thước đo mức độ rủi ro mà họ phải đối mặt. Sự biến động của cổ phiếu phổ biến là một chuẩn mực để đo lường rủi ro. Nó cho thấy tốc độ thay đổi trong giá cổ phiếu trong một khoảng thời gian xác định; biến động đáng kể hơn ngụ ý rằng khả năng tăng hoặc lỗ cao hơn trong ngắn hạn. Vì vậy, giá cổ phiếu biến động sẽ khác nhau đáng kể theo thời gian và rất khó để dự đoán giá trong tương lai của cổ phiếu này. Các nhà đầu tư thường chọn đầu tư ít rủi ro hơn và các khoản đầu tư ít rủi ro hơn tốt hơn so với những khoản đầu tư có rủi ro cao hơn.

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản

ROA được định nghĩa là tỷ lệ thu nhập ròng hàng năm của tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp trong năm tài chính. Nó xác định hiệu quả kinh doanh khi sử dụng tài sản của mình cho thu nhập ròng. Lợi nhuận trên tài sản thể hiện số tiền thu được từ mỗi đồng tài sản. Do đó, giá trị lợi nhuận cao nhất của tài sản cho thấy dự án có lợi hơn. Tỷ lệ

như vậy được sử dụng để so sánh giữa các công ty cùng ngành. Điều này là do các tổ chức trong một số ngành công nghiệp không quan tâm đến tài sản, ví dụ, họ cần thiết bị và nhà máy đắt tiền để đạt được thu nhập so với các công ty khác. Điều tự nhiên là lợi nhuận trên tài sản thấp hơn các công ty khác, không quan tâm đến tài sản. Sự gia tăng lợi nhuận trên tài sản cho thấy lợi nhuận của các công ty đang tăng lên. Ngược lại, sự sụt giảm lợi nhuận trên tài sản có nghĩa là lợi nhuận trong trường hợp xấu đi. Nghiên cứu của Qaisi và các cộng sự (2016) đối với 20 công ty bảo hiểm trên sở giao dịch chứng khoán Amman trong giai đoạn 2011 đến 2015; Hurschler và các cộng sự (2017) nghiên cứu đối với 10 ngân hàng thương mại lớn nhất châu Âu trong giai đoạn từ 2007 đến 2016, cả hai nghiên cứu này đều cho thấy tỷ suất sinh lời ROA có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Tại VN, nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016) đối với 95 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2008-2013 cho thấy tỷ suất sinh lời có tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

Quy mô công ty

Các nghiên cứu của Qaisi và các cộng sự (2016) trên thị trường chứng khoán Amman; Nisa & Nishat (2011) trên thị trường chứng khoán Karachi cho thấy quy mô công ty có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Ngược lại với nghiên cứu của Qaisi và các cộng sự (2016) và Nisa & Nishat (2011), Almumani (2014) cho thấy quy mô công ty có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu

ngân hàng trên thị trường chứng khoán Amman trong giai đoạn 2005-2011. Tại VN, nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016) trên thị trường chứng khoán VN cho thấy quy mô công ty có tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

Thu nhập trên mỗi cổ phần

EPS đề cập đến tỷ lệ lợi nhuận sau thuế của công ty cho bất kỳ năm tài chính nào sau khi thanh toán cổ tức ưu đãi. Các cổ đông vốn chủ sở hữu là những người yêu cầu bồi thường duy nhất cho thu nhập ròng của công ty sau khi thanh toán cổ tức cho các cổ đông ưu đãi. Tầm quan trọng của tỷ lệ này xuất phát từ thực tế là thu nhập trên mỗi cổ phiếu càng cao, phạm vi cho tỷ lệ cổ tức cao hơn và cả thu nhập được giữ lại, để xây dựng sức mạnh bên trong của công ty. Hai nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Karachi, gồm Iqbal và các cộng sự (2015) sử dụng dữ liệu của các công ty dầu khí và xi măng và Arshad và các cộng sự (2015) xem xét đối với ngành ngân hàng; Tamimi và các cộng sự (2011) trên thị trường chứng khoán UAE; Gill và các cộng sự (2012) trên sàn giao dịch New York Stock (NYSE); Malhotra & Tandon (2013) trên sở giao dịch chứng khoán Ấn Độ (NSE); Enow & Brijlal (2016) trên thị trường chứng khoán Johannesburg; Almumani (2014) trên thị trường chứng khoán Amman; Menike & Prabath (2014) trên thị trường chứng khoán Colombo (CSE), các nghiên cứu này đều cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phần có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Tại VN, các nghiên cứu của Hùng và các cộng sự (2017) đối

với 274 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2012 đến 2016; Lộc (2014) trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn từ 2006 đến 2012, cả hai nghiên cứu đều cho thấy thu nhập trên mỗi cổ phần có tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

Giá trị sổ sách trên một cổ phần

Còn được gọi là giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phiếu vì nó đo lường số lượng tài sản mà công ty có thay mặt cho mỗi cổ phiếu vốn chủ sở hữu. BVPS cho thấy vốn đầu tư ròng trên mỗi cổ phiếu được thực hiện trong doanh nghiệp của cổ đông. Đó là giá trị mà tại đó một tài sản được mang trên Bảng cân đối kế toán. Các nghiên cứu trên một số thị trường chứng khoán đều cho thấy giá trị sổ sách trên một cổ phần có tác động tích cực đến giá cổ phiếu như Iqbal và các cộng sự (2015), Nisa & Nishat (2011) và Khan & Amanullah (2012) trên thị trường chứng khoán Karachi; Gill và các cộng sự (2012) trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ; Malhotra & Tandon (2013) trên thị trường chứng khoán Ấn Độ; Menike & Prabath (2014) trên thị trường chứng khoán Colombo; Almunani (2014) trên thị trường chứng khoán Amman. Ngược lại những nghiên cứu trên, nghiên cứu của Arshad và các cộng sự (2015) cho thấy giá trị sổ sách trên một cổ phần có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu ngành ngân hàng trên thị trường chứng khoán Karachi trong giai đoạn từ 2007-2013. Tại VN, nghiên cứu của Hùng và các cộng sự (2017) trên thị trường chứng khoán VN

cho thấy giá trị sổ sách trên một cổ phần có tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

Giá trên lợi nhuận cổ phiếu P/E

Tỷ lệ này cho phép nhà đầu tư tính toán thích hợp thời gian cần thiết để trang trải khoản đầu tư của mình vào cổ phiếu của một công ty. Tỷ lệ P/E thể hiện mối quan hệ giữa giá thị trường của cổ phiếu công ty và thu nhập trên mỗi cổ phiếu. Nó cho biết mức độ thu nhập của mỗi cổ phiếu được bao phủ bởi giá của nó. Các nghiên cứu của Astutik và các cộng sự (2014) đối với 45 công ty sản xuất được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Indonesia trong giai đoạn 2007-2011; Gill và các cộng sự (2012) trên sàn giao dịch New York Stock; Malhotra & Tandon (2013) trên thị trường chứng khoán (NSE); Enow & Brijlal (2016) trên thị trường chứng khoán Johannesburg; Almunani (2014) trên thị trường chứng khoán Amman; Khan & Amanullah (2012) trên thị trường chứng khoán Karachi, các nghiên cứu này đều cho thấy hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu có tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

Tỷ lệ lạm phát

Các nghiên cứu của Eita (2012) trên thị trường chứng khoán ở Namibia trong giai đoạn 1998 đến 2009; Tamimi và các cộng sự (2011) trên thị trường chứng khoán UAE; Nisa & Nishat (2011) trên thị trường chứng khoán Karachi, cả ba nghiên cứu này đều cho thấy tỷ lệ lạm phát có tác động ngược chiều với giá cổ phiếu. Ngược lại với nghiên cứu của Eita (2012), Tamimi và các cộng sự (2011) và Nisa & Nishat (2011), Waweru

(2013) cho thấy tỷ lệ lạm phát có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của các công ty trên thị trường chứng khoán Nairobi. Tại VN, các nghiên cứu của Quý và Lợi (2016) đối với 38 công ty bất động sản được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn từ 2009 đến 2015 và Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016) trên thị trường chứng khoán VN cho thấy tỷ lệ lạm phát có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Ngược lại với nghiên cứu của Quý và Lợi (2016) và nghiên cứu Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016), Phước (2016) và Lộc (2014) cho thấy tỷ lệ lạm phát có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

Lãi suất

Các nghiên cứu của Arshad và các cộng sự (2015) trên thị trường chứng khoán Karachi trong giai đoạn 2007-2013; Eita (2012) trên thị trường chứng khoán ở Namibia trong giai đoạn 1998 đến 2009; Tamimi và các cộng sự (2011) trên thị trường chứng khoán UAE trong giai đoạn từ 1990 đến 2005; Nisa & Nishat (2011) đối với 221 công ty trên thị trường chứng khoán Karachi trong giai đoạn 1995 đến 2006; Khan & Amanullah (2012) đối với 34 công ty được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Karachi (KSE) của Pakistan trong giai đoạn 2000 đến 2009; Waweru (2013) trên thị trường chứng khoán Nairobi, các nghiên cứu đều cho thấy lãi suất có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu. Tại VN, nghiên cứu của Phước (2016) trên Sở Giao dịch

Chứng khoán TP.HCM cho thấy lãi suất có tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu

Theo các nghiên cứu trước đây, các biến độc lập ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của một công ty bao gồm các yếu tố tài chính như tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, quy mô công ty, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, giá trị sổ sách của một cổ phần, hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu. Bên cạnh đó các yếu tố kinh tế vĩ mô như tỷ lệ lạm phát và lãi suất cũng được sử dụng, dự đoán sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các công ty bất động sản tại VN.

Do đó, mô hình nghiên cứu được ước tính bằng phương trình sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 INF_{it} + \beta_4 INT_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 BVPS_{it} + \beta_7 P/E_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc:

Y_{it} : Sự thay đổi của giá cổ phiếu

Các biến số độc lập bao gồm:

ROA_{it} : Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản

$SIZE_{it}$: Quy mô công ty

INF_{it} : Tỷ lệ lạm phát

INT_{it} : Lãi suất

EPS_{it} : Thu nhập trên mỗi cổ phiếu

$BVPS_{it}$: Giá trị sổ sách của một cổ phần

P/E_{it} : Hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu

3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán được công bố trên website của 30 công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2016 đến 2020. Dựa trên dữ liệu thu thập được, đã tính toán ra được các biến dữ liệu

Bảng 1: Thống kê các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Dấu tác động	Các nghiên cứu trước
Sự thay đổi của giá cổ phiếu	Y	$\log(P_t / P_{t-1})$		Lại Cao Mai Phương và các cộng sự (2021); Lại Cao Mai Phương (2016, 2018, 2019)
Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận/Tổng tài sản bình quân	+	Qaisi và các cộng sự (2016); Hurschler và các cộng sự (2017); Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016)
Quy mô công ty	SIZE	Logarit (Tổng tài sản)	+	Lại Cao Mai Phương và các cộng sự (2021); Qaisi và các cộng sự (2016); Nisa & Nishat (2011)
			-	Almumani (2014); Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016)
Tỷ lệ lạm phát	INF	Dữ liệu từ Tổng cục Thống kê	+	Waweru (2013); Quý và Lợi (2016); Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016)
			-	Eita (2012); Tamimi & và các cộng sự (2011); Nisa & Nishat (2011); Phước (2016); Lộc (2014)
			+	Phước (2016)
Lãi suất	INT	Dữ liệu từ Tổng cục Thống kê	-	Arshad và các cộng sự (2015); Eita (2012); Tamimi và các cộng sự (2011); Nisa & Nishat (2011); Khan & Amanullah (2012); Waweru (2013)
Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	EPS	Lợi nhuận sau thuế/Tổng số lượng cổ phiếu đơn lưu hành	+	Lại Cao Mai Phương và các cộng sự (2021); Iqbal và các cộng sự (2015); Arshad và các cộng sự (2015); Tamimi và các cộng sự (2011); Gill và các cộng sự (2012); Malhotra & Tandon (2013); Enow & Brijlal (2016); Menike & Prabath (2014); Almumani (2014); Hùng và các cộng sự (2017); Lộc (2014)
Giá trị sổ sách của một cổ phần	BVPS	(Vốn chủ sở hữu-Tài sản vô hình)/ Tổng số lượng cổ phiếu đơn lưu hành	+	Iqbal và các cộng sự (2015); Gill và các cộng sự (2012); Nisa & Nishat (2011); Malhotra & Tandon (2013); Menike & Prabath (2014); Almumani (2014); Khan & Amanullah (2012); Hùng và các cộng sự (2017)
			-	Arshad và các cộng sự (2015)
Hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu	P/E	Giá thị trường của một cổ phiếu/Thu nhập bình quân trên một cổ phần	+	Astutik và các cộng sự (2014); Gill và các cộng sự (2012); Malhotra & Tandon (2013); Enow & Brijlal (2016); Almumani (2014); Khan & Amanullah (2012)

Lưu ý: (+) Thể hiện tác động cùng chiều; (-) Thể hiện tác động ngược chiều

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

khác nhau khác nhau. Ngoài ra, dữ liệu về tỷ lệ lạm phát (INF) và lãi suất (INT) đã được thu thập từ Tổng cục thống kê của VN.

3.3 Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng sử dụng dữ liệu bảng, bao gồm Phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Sau đó nghiên cứu sử dụng các kiểm định để chọn ra được mô hình phù hợp.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 2 cho thấy rằng tính trung bình các công ty trong mẫu có sự thay đổi về giá cổ phiếu khoảng 4,25%, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản khoảng 4,57%, thu nhập trên mỗi cổ phần là 2490,5 đồng, giá trị sổ sách của một cổ phần là 18607 đồng và hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu khoảng 20,78. Theo kết quả quan sát được sự thay đổi về giá cổ phiếu cao nhất là công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (DXG) vào năm 2020, thấp nhất là công ty Cổ phần tập đoàn Đại Dương (OGC) vào năm 2016. Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cao nhất là công ty Cổ phần Địa ốc Sài Gòn (SGR) vào năm 2016, thấp nhất là công ty Cổ phần Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay (NVT) vào năm 2017. Quy mô công ty cao nhất là Tập đoàn VINGROUP-CTCP (VIC) vào năm 2020, thấp nhất là công ty Cổ phần Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay (NVT) vào năm 2017. Tỷ lệ lạm phát cao nhất là vào năm 2016, thấp nhất là vào năm 2020. Lãi suất cao nhất là vào năm 2018, thấp nhất là vào

Bảng 2: Kết quả thống kê các biến nghiên cứu

Biến	Obs	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Y	150	0,0425977	0,1876318	-0,539649	1,041393
ROA	150	0,0457625	0,0656894	-0,4918619	0,220912
SIZE	150	14,7445	3,07273	5,712592	19,86588
INF	150	0,03382	0,0082625	0,0231	0,0474
INT	150	0,065	0,0070948	0,055	0,075
EPS	150	2490,5	3414,442	-5298	23570
BVPS	150	18607,01	8543,428	2536	44519
P/E	150	20,78127	45,20905	-47,89	386,02

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	Y	ROA	SIZE	INF	INT	EPS	BVPS	PER
Y	1,0000							
ROA	0,0035	1,0000						
SIZE	0,0137	0,0516	1,0000					
INF	-0,3581	-0,0686	-0,0399	1,0000				
INT	-0,2686	0,0381	0,0012	0,0876	1,0000			
EPS	0,0316	0,6885	-0,0855	-0,0593	0,0241	1,0000		
BVPS	0,0235	0,3084	-0,0349	-0,0616	0,0279	0,4643	1,0000	
P/E	0,0297	-0,0862	-0,0205	0,0090	0,0426	-0,1795	-0,0821	1,0000

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

năm 2020. Thu nhập trên mỗi cổ phần cao nhất là công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D) vào năm 2019, thấp nhất là công ty Cổ phần Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay (NVT) vào năm 2017. Giá trị sổ sách của một cổ phần cao nhất là công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D) vào năm 2018, thấp nhất là công ty Cổ phần tập đoàn Đại Dương (OGC) vào năm 2019. Hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu cao nhất là công ty Cổ phần Đầu tư và Công nghiệp Tân Tạo (ITA) vào năm 2017, thấp nhất là công ty Cổ phần Tập đoàn C.E.O (CEO) vào năm 2020.

4.2 Ma trận tương quan

Trong Bảng 3 nghiên cứu kiểm tra khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập được trình bày. Kết quả cho thấy

tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa hai biến tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) và lãi suất (INT) với hệ số tương quan $r_{GDP, INT} = 0,8199 (>0,8)$. Tiến hành kiểm định độ phù hợp đối với mô hình hồi quy, đã loại biến GDP và giữ lại biến INT. Nghiên cứu còn cho thấy các biến độc lập ROA, SIZE, EPS, BVPS và P/E có tác động cùng chiều với biến Y; trong khi đó các biến độc lập INF và INT có tác động ngược chiều với biến Y.

4.3 Kết quả hồi quy

Trong Bảng 4, ta có thể thấy được hệ số phóng đại VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10 và giá trị trung bình của VIF là 1.38 cho nên không xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến. Kiểm định giữa các mô hình cho thấy được mô hình OLS là mô hình phù hợp trong nghiên cứu này.

Với biến phụ thuộc là (Y_{it}) kết quả hồi quy cho thấy rằng tỷ lệ lạm phát (INF) và lãi suất (INT) tác động ngược chiều với biến (Y_{it}), có ý nghĩa ở mức 1%. Trong khi đó với kết quả thu được các biến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), quy mô công ty (SIZE), thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), giá trị sổ sách của một cổ phần (BVPS) và hệ số giá trên lợi nhuận cổ phiếu (P/E) không có tác động đến biến giá cổ phiếu (Y_{it}).

Kết quả này có thể được giải thích như sau:

Tỷ lệ lạm phát (INF) có tác động ngược chiều đối với sự thay đổi của giá cổ phiếu (Y_{it}) của các công ty Bất động sản và có ý nghĩa ở mức 1%. Kết quả này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu của Eita (2012); Tamimi và các cộng sự (2011); Nisa & Nishat (2011); Phước (2016); Lộc (2014). Bên cạnh đó kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Waweru (2013); Quý và Lợi (2016); Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2016). Điều này cho thấy rằng lạm phát thấp có thể làm cho giá cổ phiếu tăng lên và ngược lại. Từ đó các nhà đầu tư có thể cân nhắc việc mua hoặc bán cổ phiếu trong thời điểm đó.

Lãi suất (INT) có tác động ngược chiều đối với sự thay đổi của giá cổ phiếu (Y_{it}) của các công ty Bất động sản và có ý nghĩa ở mức 1%. Kết quả này tương đồng với kết quả của Arshad và các cộng sự (2015); Eita (2012); Tamimi và các cộng sự (2011); Nisa & Nishat (2011); Khan & Amanullah (2012); Waweru (2013). Bên cạnh đó kết quả này trái ngược với kết quả nghiên

Bảng 4: Kết quả hồi quy của các mô hình nghiên cứu

Biến	VIF	Biến phụ thuộc Y_{it}		
		OLS	FEM	REM
ROA	1,96	-0,137	-0,600	-0,137
SIZE	1,04	0,000564	-0,107	0,000564
INF	1,02	-7,647***	-9,264***	-7,647***
INT	1,01	-6,372***	-6,219***	-6,372***
EPS	2,31	0,00000329	0,00000579	0,00000329
BVPS	1,28	2,12e-08	0,00000319	2,12e-08
P/E	1,04	0,000207	0,000557	0,000207
Cons		0,700***	2,282*	0,700***
N		150	150	150
R-sq		0,1887	0,0112	0,1887
Significance		F(7, 142) = 4,72	F(7, 113) = 4,88	Wald chi2(7) = 33,02
Kiểm định White			chi2(34) = 34,53 Prob > chi2 = 0,4424	
Kiểm định Wooldridge			F(1, 29) = 0,429 Prob > F = 0,5175	
Kiểm định Hausman			Chi2(5) = 4,32 Prob > chi2 = 0,5048	
Kiểm định F			F(29, 113) = 0,57 Prob>F = 0,9605	
Kiểm định LM			Chibar2(01) = 0,00 Prob>chibar2 = 1,0000	

Lưu ý: *, ** và *** cho biết tầm quan trọng ở mức 10%, 5% và 1%

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

cứ của Phước (2016). Điều này cho thấy rằng lãi suất thấp có thể làm cho giá cổ phiếu tăng lên và ngược lại.

5. Kết luận

Sự biến động của giá cổ phiếu là một trong những vấn đề quan trọng nhất đối với nền kinh tế, nó là yếu tố quyết định giá trị của một doanh nghiệp. Do đó việc điều tra sự biến động của giá cổ phiếu là rất cần thiết cho các nhà đầu tư và các doanh nghiệp. Từ đó họ sẽ tránh được những rủi ro không đáng có xảy ra. Nghiên cứu này được thực hiện nhằm mục đích điều tra các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu của các 30 công ty ngành bất động sản được niêm yết trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2016-2020.

Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính bao gồm mô hình phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Bên cạnh đó các kiểm định cũng được thực hiện nhằm chọn ra mô hình phù hợp. Theo kết quả, các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty là tỷ lệ lạm phát và lãi suất. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây của VN và các nền kinh tế khác trên thế giới

Trên cơ sở xác định các nhân tố tác động đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành bất động sản ở VN, bài viết đề xuất một số giải pháp và kiến nghị cho các nhà đầu tư và các doanh nghiệp có thể đưa ra được các quyết định

đúng đắn trong việc mua bán cổ phiếu và tránh được những rủi ro gặp phải.

Đối với các nhà đầu tư cần nên xem xét thật kỹ trước khi đưa ra quyết định đầu tư vào cổ phiếu, cần phải có đầy đủ những kiến thức về chứng khoán cũng như các kiến thức về kinh tế. Cần phải xem xét thật kỹ các thông tin về tài chính, kinh tế một cách đầy đủ và nhanh chóng từ các trang có uy tín. Tránh những trường hợp những nơi đưa thông tin sai lệch gây ảnh hưởng xấu đến việc đầu tư. Đối với các doanh nghiệp cần phải đưa ra những thông tin tài chính của công ty minh bạch và nhanh chóng vào hàng quý, hàng năm. Từ đó sẽ tạo được niềm tin của các nhà đầu tư và thu hút họ đầu tư vào cổ phiếu của công ty, từ đó nâng cao được giá trị của công ty. Bên cạnh đó các yếu tố kinh tế vĩ mô cũng gây ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, các nhà hoạch định chính sách kinh tế có thể đưa ra các biện pháp hạn chế gây ra sự biến động của giá cổ phiếu.

Nghiên cứu này còn hạn chế về thời gian và phạm vi nghiên cứu khi mới chỉ tập trung nghiên cứu vào các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM (HOSE). Việc mở rộng phạm vi nghiên cứu sang các doanh nghiệp của các ngành khác và được niêm yết trên cả Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), sẽ góp phần đưa lại những nhận định thực nghiệm bao quát hơn và có nhiều ý nghĩa hơn trong việc xác định các nhân tố ảnh hưởng tới giá cổ phiếu của phần lớn các doanh nghiệp tại VN. Do đó, các nghiên cứu khác trong tương lai sẽ bổ sung



thêm những biến mới để mô hình hồi quy được hoàn thiện hơn, dữ liệu và thời gian nghiên cứu cũng sẽ được mở rộng hơn để kết quả nghiên cứu đạt được sẽ chính xác hơn •

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Arshad, Z., Arshaad, A., Yousaf, S. & Jamil, S. (2015). Determinants of Share Prices of listed Commercial Banks in Pakistan. *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)* e-ISSN: 2321-5933, p-ISSN: 2321-5925. Volume 6, Issue 2, Ver, III (Mar.-Apr. 2015), PP 56-64.
- Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường. (2016). Các nhân tố tác động đến dao động giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. *Kinh tế & phát triển*, Số 228 tháng 6/2016.
- [15] Iqbal, A., Ahmed, F., Zaidi, S. & Raza, H. (2015). Determinants of Share Prices, Evidence from Oil & Gas and Cement Sector of Karachi Stock Exchange. *Journal of Poverty, Investment and Development*. ISSN 2422-846X An International Peer-reviewed Journal Vol,8, 2015.
- Lại Cao Mai Phương. (2016). Ảnh hưởng của biến động địa từ đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, số 123(6), trang 14-24.
- Lại Cao Mai Phương. (2018). Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ tác động đến tỷ suất sinh lợi VN-Index và HNX-Index. *Tạp chí Tài chính*, số 686 (1), trang 76-79.
- Lại Cao Mai Phương. (2019). Tỷ suất sinh lợi của VN-Index và HNX-Index vào những ngày đầu tháng âm lịch. *Tạp chí Tài chính*, số 708 (1), trang 92-95.
- Lại Cao Mai Phương, Nguyễn Bá Tuấn, Trần Thị Duyên, Trương Minh Ngọc. (2021). Các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu: Trường hợp ngành Thực phẩm. *Tạp chí Phát triển và Hội Nhập*, số 61, tháng 11 và 12.
- Nisa, M. & Nishat, M. (2011). The Determinants of Stock Prices in Pakistan. *Asian Economic and Financial Review* Vol,1, No,4, pp,276-291.
- Qaisi, F., Tahtamouni, A. & Qudah, M. (2016). Factors Affecting the Market Stock Price - The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*. Vol, 7, No, 10; October 2016.
- Tamimi, H., Alwan, A. & Rahman, A. (2011). Factors Affecting Stock Prices in the UAE Financial Markets. *WTNM* #549441, VOL 16, ISS 1.