

LIỆU CÓ TỒN TẠI PHẦN BÙ GIÁ TRỊ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM?

Ngày nhận bài: 25/11/2015
 Ngày nhận lại: 15/04/2016
 Ngày duyệt đăng: 18/04/2016

Võ Xuân Vinh¹
 Võ Văn Phong²

TÓM TẮT

Bài báo này nhằm trả lời câu hỏi: liệu hiện tượng phần bù giá trị có tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay không? Tác giả sử dụng phương pháp phân tích danh mục và kiểm định t-test đối với sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận giữa danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng. Trong đó, các danh mục được thiết lập theo các tỷ số BM (Book to market equity), EP (Earnings to Price), CP (Cash flow to price), DP (Dividend yield to price). Kết quả nghiên cứu cho thấy có tồn tại hiện tượng phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo các tỷ số EP, CP, DP. Ngược lại, trường hợp các danh mục thiết lập theo tỷ số BM không có bằng chứng chứng minh tồn tại hiện tượng phần bù giá trị.

Từ khóa: Tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu; phần bù giá trị; cổ phiếu giá trị; cổ phiếu tăng trưởng.

Does the value premium exist in Vietnam stock market?

ABSTRACT

This paper attempts to shed light on the question of whether the value premium exists in the Vietnam stock market. We analyze the difference between the returns of the value portfolio and the growth portfolio. Stocks are sorted into portfolios according to the BM, EP, CP and DP ratios. The result suggests that the value premium exists in the Vietnam stock market if the stocks are sorted into portfolios according to EP, CF and DP ratios while it does not exist if the stocks are sorted into portfolios according to the BM ratio.

Keywords: Stock returns; value premium; value stocks; growth stocks.

1. Giới thiệu

Theo nhiều kết quả nghiên cứu công bố thì danh mục cổ phiếu giá trị (value stocks) thu được tỷ suất lợi nhuận trung bình cao hơn danh mục cổ phiếu tăng trưởng (growth stocks). Sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận giữa hai danh mục đó được gọi là phần bù giá trị (value premium)³. Các nghiên cứu chứng minh tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán nhiều nước như Banz (1981); Basu (1983); Stattman (1980); Rosenberg, Reid, và Lanstein (1985); Fama và French (1992); Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994); Fama và French

(1995); Fama và French (1996); Porta (1996) đối với thị trường chứng khoán Mỹ; Chan, Hamao, và Lakonishok (1991) đối với thị trường chứng khoán Nhật Bản; Brailsford, Gaunt, và O'Brien (2012) đối với thị trường chứng khoán Úc; Arisoy (2010) đối với thị trường chứng khoán Pháp. Nghiên cứu rộng hơn đối với mẫu dữ liệu bao gồm nhiều nước cũng cho thấy sự tồn tại của phần bù giá trị như Capaul, Rowley, và Sharpe (1993); Fama và French (1998), De Groot và Verschoor (2002).

Trong một nghiên cứu gần đây về chủ đề phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán

¹ PGS.TS, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM và Trung Tâm Pháp Việt Đào tạo về Quản lý (CFVG) TP.HCM. Email: vinhvx@ueh.edu.vn

² ThS, Chi cục thuế Quận 3, TP.HCM. Email: vvphong.hcm@gdt.gov.vn

Việt Nam, Vinh và Phong (2016) đã chỉ ra yếu tố biến động tỷ suất lợi nhuận thị trường có tác động ngược chiều đến tỷ suất lợi nhuận danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng, nhưng lại không tác động đến phần bù giá trị. Tuy nhiên, nghiên cứu này không xem xét và chứng minh sự tồn tại một cách có ý nghĩa thống kê của phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam mà ngầm giả định sự tồn tại của nó. Vì vậy, bài báo này nhằm cung cấp minh chứng thực nghiệm cụ thể để làm rõ vấn đề: liệu phần bù giá trị có thực sự tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay không? Trong đó, chúng tôi tiếp cận vấn đề phần bù giá trị với cách thiết lập danh mục đầu tư tăng trưởng và danh mục đầu tư giá trị khác với Vinh và Phong (2016), theo hướng thể hiện rõ hơn sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận giữa hai danh mục.

Bài báo có một số đóng góp về mặt khoa học và thực tiễn. Đóng góp đầu tiên của bài báo là góp phần làm giàu kho tàng học thuật trong nước về chủ đề phần bù giá trị, một chủ đề mà số lượng nghiên cứu còn đang mỏng. Hơn nữa, bài báo cung cấp thêm những hiểu biết về sự tồn tại phần bù giá trị và có thể có đóng góp trong việc cung cấp thêm cơ sở khoa học để các nhà đầu tư xem xét lựa chọn chiến lược đầu tư giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

Banz (1981) nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận với quy mô của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 1926 - 1975. Tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu tính theo tần suất tháng, các danh mục quy mô nhỏ và quy mô lớn được cập nhật mỗi năm. Kết quả chỉ ra cổ phiếu các công ty quy mô nhỏ có tỷ suất lợi nhuận cao hơn và rủi ro cao hơn cổ phiếu các công ty có quy mô lớn. Tác giả chỉ ra hiệu ứng quy mô là bằng chứng chứng minh mô hình CAPM còn bỏ sót các yếu tố khác có tác động đến tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu.

Basu (1983) nghiên cứu thực nghiệm mối quan hệ giữa yếu tố EP, quy mô với tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu trên thị trường chứng khoán

Mỹ giai đoạn 1962 - 1978. Các danh mục được thiết lập vào ngày 31 tháng 12 năm trước, tỷ suất lợi nhuận tính theo tần suất tháng, mẫu nghiên cứu được phân chia thành các danh mục cổ phiếu theo ngũ phân vị. Kết quả cho thấy cổ phiếu các công ty có giá trị tỷ số EP cao thì có tỷ suất lợi nhuận cao hơn cổ phiếu các công ty có giá trị tỷ số EP thấp. Kết quả cũng chỉ ra cổ phiếu các công ty có quy mô nhỏ thu được tỷ suất lợi nhuận cao hơn cổ phiếu các công ty có quy mô lớn, tuy nhiên sự khác biệt này không rõ ràng như yếu tố EP.

Stattman (1980) và Rosenberg, Reid, và Lanstein (1985) cho rằng tỷ suất lợi nhuận của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ có mối quan hệ tương quan dương với giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu và giá trị thị trường của nó, đó là tỷ số BM. Cụ thể, với những cổ phiếu có giá trị tỷ số BM cao sẽ đem lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn những cổ phiếu có giá trị tỷ số BM thấp.

Chan, Hamao, và Lakonishok (1991) mô tả sự khác biệt dữ liệu chéo của tỷ suất lợi nhuận trên thị trường chứng khoán Nhật Bản dưới góc độ hành vi của bốn biến cơ bản: EP, Size, BM, và CP. Nghiên cứu lần lượt từng biến với dữ liệu từ 1971 đến 1988. Kết quả chỉ tồn tại mối quan hệ giữa các biến cơ bản và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng trên thị trường chứng khoán Nhật Bản: cổ phiếu các công ty quy mô nhỏ mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với cổ phiếu các công ty quy mô lớn; danh mục bao gồm cổ phiếu các công ty có giá trị tỷ số BM, CP cao có tỷ suất lợi nhuận trung bình tháng cao hơn 1,58% so với danh mục cổ phiếu các công ty có giá trị tỷ số BM, CP thấp. Trong bốn biến cơ bản được xem xét thì BM và CP có mối quan hệ chặt chẽ và biến động cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng.

Fama và French (1992) xem xét mối quan hệ của tỷ suất lợi nhuận với các yếu tố β , quy mô, đòn bẩy tài chính, BM, EP của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 1962 - 1989. Kết quả cho thấy β thất bại trong việc giải thích tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu trong giai đoạn 1963 - 1990, kể cả khi chỉ dùng β để giải thích. Trong khi kiểm định lần

lượt giữa tỷ suất lợi nhuận trung bình với biến quy mô, đòn bẩy tài chính, EP, BM cho thấy tất cả đều có ý nghĩa. Cuối cùng, tác giả chỉ ra yếu tố BM và quy mô là những yếu tố có khả năng giải thích mạnh nhất tới tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu, vai trò các yếu tố còn lại (đòn bẩy tài chính, EP) bị che lấp khi đưa hai yếu tố này vào mô hình.

Arisoy (2010) nghiên cứu về phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Pháp giai đoạn 1997 đến 2007. Danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng được thiết lập theo các tỷ số BM, CP, DP, EP. Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố biến động thị trường có sự tác động khác nhau đối với tỷ suất lợi nhuận danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng. Đồng thời, tác giả kết luận rủi ro biến động đóng vai trò quan trọng trong việc xác định phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Pháp.

Brailsford, Gaunt, và O'Brien (2012) sử dụng nhiều cách thiết lập danh mục khác nhau để nghiên cứu phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Úc trong giai đoạn 1982 đến 2006. Kết quả cũng khẳng định phần bù giá trị có tồn tại trên thị trường chứng khoán Úc.

Capaul, Rowley, và Sharpe (1993) xem xét mối quan hệ giữa tỷ suất lợi nhuận và giá trị tỷ số PB (Price/book ratios) của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán 6 nước Mỹ, Đức, Pháp, Thụy Điển, Nhật Bản, Anh từ tháng 1/1981 đến tháng 6/1992. Theo tác giả, các cổ phiếu có giá trị tỷ số PB cao là các cổ phiếu tăng trưởng, ngược lại các cổ phiếu có giá trị tỷ số PB thấp là các cổ phiếu giá trị. Kết quả cho thấy cổ phiếu giá trị mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn cổ phiếu tăng trưởng trong suốt giai đoạn nghiên cứu.

Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994) đánh giá tỷ suất lợi nhuận của chiến lược đầu tư cổ phiếu giá trị và chiến lược đầu tư cổ phiếu tăng trưởng trên thị trường chứng khoán Mỹ, giai đoạn 1968 đến 1990. Trong đó, tác giả phân loại cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng theo các tỷ số cơ bản BM, EP, CP, GS (growth rate sale-tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình 5 năm) theo thập phân vị. Thông

qua kết quả thống kê, tác giả nhận thấy chiến lược đầu tư cổ phiếu giá trị mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn chiến lược đầu tư cổ phiếu tăng trưởng trong suốt giai đoạn nghiên cứu. Lý giải theo lý thuyết hành vi, tác giả cho rằng kết quả thống kê thu được là do việc định giá sai của nhà đầu tư. Cụ thể, nhà đầu tư đã định giá quá cao đối với cổ phiếu tăng trưởng và định giá quá thấp đối với cổ phiếu giá trị. Tuy nhiên, thực tế sau đó cho thấy các tốc độ tăng trưởng của các chỉ tiêu đo lường giá trị cơ bản như lợi nhuận, cổ tức, giá trị sổ sách của các cổ phiếu giá trị lại cao hơn cổ phiếu tăng trưởng. Khi đó, các cổ phiếu được định giá lại và kết quả là cổ phiếu giá trị có tỷ suất lợi nhuận cao hơn cổ phiếu tăng trưởng. Tác giả cũng tiếp cận dưới góc độ rủi ro cơ bản nhưng kết quả cho thấy cổ phiếu giá trị không rủi ro hơn cổ phiếu tăng trưởng.

Nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Mỹ, giai đoạn 1963 đến 1992, Fama và French (1995) nghiên cứu hành vi về giá các cổ phiếu, cụ thể là mối quan hệ với yếu tố quy mô và tỷ số BM với tỷ suất lợi nhuận thu được của cổ phiếu. Thống nhất với lý thuyết định giá tài sản hợp lý, cổ phiếu có tỷ số BM cao thường là các cổ phiếu của các công ty khó khăn và có xu hướng thu được lợi nhuận thấp hơn. Cổ phiếu có tỷ số BM thấp thường là cổ phiếu các công ty phát triển tốt và có xu hướng thu được lợi nhuận cao hơn. Hơn nữa, giá cổ phiếu dự báo sự thay đổi về tăng trưởng lợi nhuận của cổ phiếu khi các cổ phiếu được sắp xếp theo yếu tố quy mô và BM. Cuối cùng, tác giả chỉ ra yếu tố thị trường và yếu tố quy mô trong lợi nhuận giúp giải thích yếu tố quy mô và lợi nhuận trong tỷ suất lợi nhuận, nhưng yếu tố BM thì ngược lại. Tiếp đó, Fama và French (1996) kết luận phần bù giá trị là phần bù cho những yếu tố rủi ro bị bỏ sót trong mô hình CAPM. Kết luận này được dựa trên bằng chứng là tồn tại những biến động thông thường trong thu nhập và tỷ suất lợi nhuận các cổ phiếu của các công ty đang khó khăn (distressed firms) mà không được giải thích bởi thu nhập và tỷ suất lợi nhuận của thị trường, kể cả các yếu tố như SMB (small

minus big) và HML (high minus low) gắn liền với phần bù giá trị trong tỷ suất lợi nhuận của các danh mục thiết lập theo các tỷ số BM, EP, CP, hay DP. Kết quả nghiên cứu này cũng thống nhất với mô hình định giá tài sản liên thời gian hợp lý (rational ICAPM) và mô hình đa nhân tố (APT).

Theo Porta (1996), các cổ phiếu có thị giá thấp có quan hệ chặt chẽ với giá trị sổ sách, dòng tiền, thu nhập, cổ tức (là cổ phiếu có quy mô nhỏ hoặc tỷ số cơ bản như BM, EP, CP cao) hay còn gọi là cổ phiếu giá trị thì thu được tỷ suất lợi nhuận cao. Một số nghiên cứu trước chỉ ra cổ phiếu giá trị có thể mang lại thu nhập cao hơn cổ phiếu khác là do các cổ phiếu này rủi ro hơn. Tuy nhiên, theo tác giả, sai sót hệ thống trong kỳ vọng có thể giải thích được tại sao cổ phiếu giá trị có tỷ suất lợi nhuận cao. Tác giả kiểm định sai sót hệ thống dựa trên dữ liệu dự đoán của các chuyên gia phân tích thị trường chứng khoán. Kết quả cho thấy cổ phiếu giá trị được dự đoán thu được tỷ suất lợi nhuận cao là do sự kỳ vọng quá cao đối với tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.

Fama và French (1998) xem xét sự tồn tại của phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán 13 nước: Hà Lan, Mỹ, Nhật Bản, Anh, Pháp, Đức, Ý, Bỉ, Thụy Điển, Thụy Sĩ, Úc, Hồng Kông, Singapore trong giai đoạn từ 1975 đến 1995. Theo tác giả, cổ phiếu các công ty có giá trị tỷ số BM, EP, CP, DP cao được gọi là cổ phiếu giá trị; ngược lại cổ phiếu các công ty có giá trị tỷ số BM, EP, CP, DP thấp được gọi là cổ phiếu tăng trưởng. Kết quả chỉ ra tồn tại sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận giữa danh mục cổ phiếu tăng trưởng và danh mục cổ phiếu giá trị trên cả 13 thị trường nghiên cứu. Đặc biệt sự khác biệt này đối với trường hợp thiết lập danh mục theo tỷ số BM là 7,68%/ năm.

De Groot và Verschoor (2002) cũng xem xét sự tồn tại của phần bù giá trên thị trường chứng khoán các nước châu Á mới nổi: Ấn Độ, Hàn Quốc, Malaysia, Đài Loan, Thái Lan trong suốt giai đoạn 1984 đến 2000. Trong đó, danh mục giá trị được xác định thiết lập theo

tỷ số BM. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại phần bù giá trị thị trường chứng khoán Hàn Quốc, Malaysia, Thái Lan và ngược lại đối với thị trường chứng khoán Ấn Độ và Đài Loan.

Giả thuyết nghiên cứu:

H₁: Tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo tỷ số BM

H₂: Tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo tỷ số EP

H₃: Tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo tỷ số CP

H₄: Tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo tỷ số DP

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Tương tự Vinh và Phong (2016), dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là chuỗi chỉ số thị trường (VN-Index) và giá của các cổ phiếu phi tài chính được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) theo thời gian với tần suất ngày. Chỉ số VN-Index và giá các cổ phiếu được thu thập trong giai đoạn từ ngày 01/01/2010 đến ngày 31/12/2014. Trên cơ sở chỉ số thị trường và giá của cổ phiếu thu thập được để tính toán tỷ suất lợi nhuận thị trường và tỷ suất lợi nhuận các danh mục cổ phiếu, biến động thị trường. Dữ liệu kế toán khác để tính toán các chỉ tiêu thiết lập danh mục như vốn chủ sở hữu, dòng tiền thuần, lợi nhuận sau thuế, số lượng cổ phiếu lưu hành được lấy từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết.

Tỷ suất lợi nhuận (Stock return) theo ngày, tháng:

$$r_{it} = \frac{Income_{it} + (P_{it} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

trong đó: r_{it} là tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu i tại thời điểm t ; P_{it} là giá của cổ phiếu i tại thời điểm t ; $P_{i,t-1}$ là giá của cổ phiếu i tại thời điểm $(t-1)$; $Income_{it}$ là giá trị cổ tức nhận được từ việc nắm giữ cổ phiếu trong khoảng thời gian từ $t-1$ đến t . Tỷ suất lợi nhuận theo tháng được tính vào ngày cuối tháng.

Tỷ suất lợi nhuận thị trường:

$$r_{mt} = \frac{VNIndex_t}{VNIndex_{t-1}} - 1$$

Tương tự Haugen và Baker (1996) các tỷ số BM, EP, CP, DP được tính như sau:

Tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (Book to market value)-tỷ số BM:

$$BM_{it} = \frac{OE_{it}}{P_{it}N_{it}}$$

trong đó: OE_{it} là vốn chủ sở hữu, P_{it} là thị giá và N_{it} là số lượng cổ phiếu lưu hành của cổ phiếu i cuối năm t .

Tỷ số thu nhập một cổ phiếu trên thị giá (Earnings to Price) - tỷ số EP:

$$EP_{it} = \frac{\frac{EAT_{it}}{N_{it}}}{P_{it}}$$

trong đó: EAT_{it} là lợi nhuận sau thuế, N_{it} là số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân của cổ phiếu i trong năm t , P_{it} là thị giá của cổ phiếu i cuối năm t .

Tỷ số dòng tiền hoạt động kinh doanh một cổ phiếu trên thị giá (Cash flow to Price) - tỷ số CP:

$$CP_{it} = \frac{\frac{EAT_{it} + Dep_{it}}{N_{it}}}{P_{it}}$$

trong đó: EAT_{it} là lợi nhuận sau thuế, Dep_{it} là khấu hao, N_{it} là số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân của cổ phiếu i trong năm t , P_{it} là thị giá của cổ phiếu i cuối năm t

Tỷ số cổ tức trên thị giá (Dividend yield to Price) - tỷ số DP:

$$DP_{it} = \frac{D_{it}}{P_{it}}$$

trong đó: D_{it} là cổ tức bằng tiền mặt của cổ phiếu i trong năm t , P_{it} là thị giá của cổ phiếu i cuối năm t .

Thiết lập danh mục

Chúng tôi sắp xếp theo thứ tự từ cao xuống thấp theo giá trị lần lượt từng tỷ số BM, EP, CP, và DP. Sau đó, với mỗi tỷ số BM, EP, CP, và DP, chúng tôi chọn một danh mục các cổ phiếu thuộc nhóm 20% giá trị tỷ số thấp nhất (danh mục cổ phiếu tăng trưởng) và một danh mục các cổ phiếu thuộc nhóm 20% giá trị cao nhất (danh mục cổ phiếu giá trị). Việc phân chia này khác với phân chia danh mục ở nghiên cứu trước của Vinh và Phong (2016) (phân chia theo nhóm 30% cổ phiếu có giá trị tỷ số thấp nhất và cao nhất) nhằm đảm bảo sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận rõ rệt hơn giữa danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng.

Kết quả, chúng tôi thiết lập được 8 danh mục như sau:

Tỷ số	Tên danh mục	Bao gồm các cổ phiếu thuộc
BM	BMH	Nhóm 20% giá trị tỷ số BM cao nhất
	BML	Nhóm 20% giá trị tỷ số BM thấp nhất
EP	EPH	Nhóm 20% giá trị tỷ số EP cao nhất
	EPL	Nhóm 20% giá trị tỷ số EP thấp nhất
CP	CPH	Nhóm 20% giá trị tỷ số CP cao nhất
	CPL	Nhóm 20% giá trị tỷ số CP thấp nhất
DP	DPH	Nhóm 20% giá trị tỷ số DP cao nhất
	DPL	Nhóm 20% giá trị tỷ số DP thấp nhất

Trong nghiên cứu này, tại thời điểm đầu mỗi năm, chúng tôi sử dụng giá trị các tỷ số tại thời điểm cuối năm $t-1$ để thiết lập danh mục và tính tỷ suất lợi nhuận các danh mục đó

trong năm t .

Tỷ suất lợi nhuận danh mục chứng khoán

Tỷ suất lợi nhuận bình quân được tính toán theo công thức:

$$r_{pt} = \frac{\sum_1^n r_{it}}{n}$$

trong đó: r_{pt} là tỷ suất lợi nhuận danh mục p tại thời điểm t; r_{it} là tỷ suất lợi nhuận các cổ phiếu trong danh mục tại thời điểm t; n là số lượng cổ phiếu trong danh mục.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Tương tự Banz (1981); Basu (1983); Stattman (1980); Rosenberg, Reid, và Lanstein (1985); Chan, Hamao, và Lakonishok (1991); Fama và French (1992); Capaul, Rowley, và Sharpe (1993); Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994); Fama và French (1995); Fama và French (1996); Porta (1996); Fama và French (1998); De Groot và Verschoor (2002); Brailsford, Gaunt, và O'Brien (2012) chúng tôi cũng xem xét sự tồn tại của phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng phương pháp

phân tích danh mục và kiểm định t-test.

4. Kết quả và thảo luận kết quả

Bảng 1 thống kê bình quân giá trị các tỷ số cơ bản (BM, EP, CP, DP) và tỷ suất lợi nhuận bình quân tháng của các danh mục cổ phiếu tăng trưởng, danh mục cổ phiếu giá trị trong mỗi năm. Kết quả thống kê cho thấy hầu hết các danh mục có bình quân giá trị các tỷ số cơ bản cao hơn thì có tỷ suất lợi nhuận bình quân cao hơn. Cụ thể, tỷ suất lợi nhuận danh mục cổ phiếu giá trị trong giai đoạn từ 2010 đến 2014 đều cao hơn tỷ suất lợi nhuận danh mục cổ phiếu tăng trưởng từ 0,06% đến 4,31%. Chỉ có trường hợp danh mục thiết lập theo tỷ số EP năm 2014, tỷ suất lợi nhuận danh mục cổ phiếu tăng trưởng cao hơn tỷ suất lợi nhuận danh mục cổ phiếu giá trị 0,6% nhưng mức độ chênh lệch này là tương đối thấp.

Bảng 1. Thống kê mô tả mối quan hệ các tỷ số cơ bản và tỷ suất lợi nhuận các danh mục

Năm	Danh mục	BM	R	EP	R	DP	R	CP	R
2014	Value	4,49	2,68	3,59	0,44	3,59	0,13	3,57	0,53
	Growth	1,90	0,54	4,19	0,08	2,33	0,03	3,23	0,06
	HML	2,59		-0,60		1,26		0,34	
2013	Value	3,84	3,32	4,35	0,46	3,86	0,17	4,72	0,52
	Growth	1,88	0,63	1,42	0,09	2,50	0,04	0,93	0,07
	HML	1,96		2,92		1,35		3,78	
2012	Value	4,52	3,62	4,34	0,58	4,86	0,25	4,01	0,64
	Growth	1,43	0,72	0,03	0,12	1,29	0,05	-0,14	0,08
	HML	3,09		4,31		3,57		4,14	
2011	Value	-4,15	1,48	-3,10	0,32	-2,00	0,13	-2,92	0,35
	Growth	-4,21	0,44	-6,10	0,11	-4,76	0,03	-4,98	0,09
	HML	0,06		3,00		2,76		2,06	
2010	Value	-0,96	1,26	-0,92	0,23	-0,64	0,09	-1,39	0,26
	Growth	-1,74	0,30	-1,34	0,08	-2,10	0,02	-1,50	0,07
	HML	0,77		0,42		1,46		0,11	

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2 mô tả kết quả kiểm định sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận giữa danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng

trong suốt giai đoạn 2010 - 2014. Kết quả cho thấy tỷ suất lợi nhuận trung bình tháng của danh mục cổ phiếu giá trị đều cao hơn danh

mục cổ phiếu tăng trưởng trong suốt thời kì nghiên cứu của cả 4 trường hợp danh mục thiết lập theo tỷ số BM, CP, EP, DP. Sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận này nằm trong khoảng từ 1,7% đến 2,09%. Tuy nhiên, giá trị độ lệch chuẩn của các danh mục cổ phiếu giá trị cao hơn danh mục cổ phiếu tăng trưởng trong trường hợp danh mục thiết lập theo tỷ số BM,

DP, nhưng lại thấp hơn danh mục cổ phiếu tăng trưởng trong trường hợp danh mục thiết lập theo tỷ số CP, EP. Do đó không thể khẳng định tỷ suất lợi nhuận trung bình của danh mục cổ phiếu giá trị cao hơn tỷ suất lợi nhuận trung bình của danh mục cổ phiếu tăng trưởng là do cổ phiếu giá trị rủi ro hơn cổ phiếu tăng trưởng.

Bảng 2. Kết quả kiểm định sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận trung bình giữa danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng

	BMH	BML	CPH	CPL	EPH	EPL	DPH	DPL
Mean	1,55	-0,15	1,60	-0,49	1,65	-0,36	1,94	-0,15
Std. Dev	9,59	5,00	6,48	7,07	6,40	8,08	6,24	5,67
HML	1,70		2,09		2,01		2,08	
T-test	1,21		1,69		1,51		1,91	
P-value	0,23		0,09		0,13		0,06	

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả kiểm định sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận trung bình giữa danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng cho thấy trường hợp danh mục thiết lập theo tỷ số BM thì sự khác biệt không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, giả thuyết H_1 bị bác bỏ, không tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo tỷ số BM. Kết quả này trái ngược với kết quả của Stattman (1980); Rosenberg, Reid, và Lanstein (1985); Fama và French (1992); Capaul, Rowley, và Sharpe (1993); Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994); Fama và French (1995); Fama và French (1996); Porta (1996); Fama và French (1998).

Kết quả đối với các trường hợp danh mục thiết lập theo các tỷ số CP, EP, DP tồn tại sự khác biệt tỷ suất lợi nhuận giữa danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng với mức ý nghĩa 13%. Như vậy, kết quả cho phép chấp nhận giả thuyết H_2 , H_3 , H_4 , tồn tại phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo tỷ số EP, CP, DP. Kết quả này phù hợp với kết quả của Basu (1983); Chan, Hamao,

và Lakonishok (1991); Fama và French (1992); Capaul, Rowley, và Sharpe (1993); Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994); Fama và French (1995); Fama và French (1996); Porta (1996); Fama và French (1998).

5. Kết luận

Bài báo xem xét sự tồn tại của hiện tượng phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng phương pháp phân tích danh mục và kiểm định T-test. Trong đó, danh mục cổ phiếu giá trị, danh mục cổ phiếu tăng trưởng được thiết lập theo các tỷ số BM (Book to market equity), EP (Earnings to Price), CP (Cash flow to price), DP (Dividend yield to price). Kết quả nghiên cứu cho thấy có tồn tại hiện tượng phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán Việt Nam khi các danh mục thiết lập theo các tỷ số EP, CP, DP. Kết quả này phù hợp với kết quả của Basu (1983); Chan, Hamao, và Lakonishok (1991); Fama và French (1992); Capaul, Rowley, và Sharpe (1993); Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994); Fama và French (1998). Ngược lại, trường hợp các danh mục thiết lập theo tỷ số BM lại không có bằng chứng chứng minh tồn tại hiện tượng phần bù

giá trị, kết quả này trái ngược với kết quả của Stattman (1980); Rosenberg, Reid, và Lanstein (1985); Fama và French (1992); Capaul, Rowley, và Sharpe (1993); Lakonishok, Shleifer, và Vishny (1994); Fama và French (1995); Fama và French (1996); Porta (1996); Fama và French (1998).

Kết quả nghiên cứu của tác giả góp phần hỗ trợ cho kết luận về sự tồn tại của phần bù giá trị trên thị trường chứng khoán nói chung của các nghiên cứu trước. Nói cách khác, phần bù giá trị không chỉ tồn tại trên thị trường chứng khoán của các nước có thị trường tài chính phát triển như Hà Lan, Mỹ,

Nhật Bản, Anh, Pháp, Đức, Ý, Bỉ, Thụy Điển, Thụy Sĩ, Úc, Hồng Kông, Singapore mà còn tồn tại trên cả thị trường chứng khoán đang phát triển như Việt Nam.

Thông qua kết quả nghiên cứu, tác giả đã cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm khuyến nghị các nhà đầu tư có thể xem xét đến việc thực hiện chiến lược đầu tư giá trị (đầu tư vào các cổ phiếu có tỷ số EP, CP, DP cao) trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng góp phần hỗ trợ cho các cá nhân, tổ chức trong việc tiếp tục nghiên cứu về chủ đề phần bù giá trị tại Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Arisoy, Y. E. (2010). Volatility risk and the value premium: Evidence from the French stock market. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 975-983.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 129-156.
- Brailsford, T., Gaunt, C., & O'Brien, M. A. (2012). The investment value of the value premium. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(3), 416-437.
- Capaul, C., Rowley, I., & Sharpe, W. F. (1993). International value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, 49(1), 27-36.
- Chan, L. K., Hamao, Y., & Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *The Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.
- De Groot, C. G., & Verschoor, W. F. (2002). Further evidence on Asian stock return behavior. *Emerging Markets Review*, 3(2), 179-193.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance*, 1975-1999.
- Haugen, R. A., & Baker, N. L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 401-439.

- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Porta, R. (1996). Expectations and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 51(5), 1715-1742.
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-16.
- Stattman, D. (1980). Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4(1), 25-45.
- Vinh, V. X., & Phong, V. V. (2016). Biến động thị trường và phân bù giá trị: Nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công Nghệ Ngân Hàng*, 120(1), 23-31.

³ Công ty có giá trị tỷ số BM (Book to market equity), EP (Earnings to Price), CP (Cash flow to price), DP (Dividend yield to price) cao thì cổ phiếu công ty đó được coi là cổ phiếu giá trị, ngược lại công ty có các giá trị tỷ số trên thấp thì cổ phiếu công ty đó được coi là cổ phiếu tăng trưởng.