

## **NGHIÊN CỨU ÁP DỤNG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

Nguyễn Thị Hoàng Giang\*, Bùi Thị Hồng Nhung

*Khoa Kế toán và Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Nông nghiệp Hà Nội*

*Email\*: [nguyen.thi.hoang.giang@gmail.com](mailto:nguyen.thi.hoang.giang@gmail.com)*

Ngày gửi bài: 27.05.2013

Ngày chấp nhận: 24.04.2014

### TÓM TẮT

Là một trong hai mô hình định giá được áp dụng phổ biến nhất trên thế giới, định giá tương đối đồng thời cũng có mối quan hệ chặt chẽ với chủ đề nghiên cứu về khả năng dự đoán giá chứng khoán trong tài chính. Áp dụng tại thị trường Việt Nam với 307 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, mô hình định giá tương đối dựa trên hai tỷ số P/B và P/E cho thấy chiến lược đầu tư dựa trên tỷ số P/E ngành mang lại kết quả thành công nhất, còn tỷ số P/B không mang lại kết quả đầu tư dù áp dụng các tiêu chí so sánh khác nhau. Tuy nhiên, khi xem xét khả năng dự đoán giá chứng khoán, tỷ số P/E lại không có ý nghĩa thống kê còn tỷ số P/B có dấu biến thiên cùng chiều với biến động của giá chứng khoán. Kết quả này có ý nghĩa hết sức quan trọng trong việc xây dựng các nhân tố có khả năng dự đoán giá chứng khoán trong bối cảnh nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Định giá tương đối, HOSE, khả năng dự đoán giá chứng khoán, thị trường chứng khoán.

### **Study into Application of Relative Valuation Model for Listed Companies in Ho Chi Minh Stock Exchange**

#### ABSTRACT

As one of the two most popular valuation models in the world, relative valuation is closely related to empirical evidence of stock return predictability. Applying this model to 307 listed companies in Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) using two multiples, P/B and P/E, the study showed that investment strategies using industry's P/E is the most successful, while those based on P/B are not, despite various modifications of peer company choices. However, in evaluating the predictive power of these multiples, P/E appeared to be statistically insignificant and P/B had an unexpectedly positive correlation coefficient with stock price fluctuations. This result suggested critical implications in establishing stock returns predictors in the research context of Vietnam stock market.

Keywords: HOSE, relative valuation, stock market, stock returns predictability.

#### 1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Trong nghiên cứu tài chính, lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis-EMH) là một trong những lý thuyết quan trọng nhất và cũng gây nhiều tranh cãi nhất. Bản thân định nghĩa về EMH cũng thu hút nhiều đóng góp của các nhà nghiên cứu. Trong đó, định nghĩa của Malkiel, Burton G. (2003) được coi là khá toàn diện về EMH: “*Một thị trường vốn được coi là hiệu quả nếu nó phản ánh chính xác toàn bộ*

*thông tin liên quan tới quá trình xác định giá của chứng khoán... Tính hiệu quả của thị trường xét về khía cạnh thông tin do đó tương đương với việc không thể sinh lợi từ việc giao dịch chứng khoán dựa trên nội dung thông tin đó*”. Dựa trên định nghĩa này, các nhà nghiên cứu tài chính trong khoảng thời gian từ năm 1960 tới năm 1970 cho rằng nhà đầu tư không thể chiến thắng được thị trường và giá chứng khoán là không thể dự đoán được. Tuy nhiên, từ những năm 1980 trở đi, một chủ đề nghiên cứu mới ra đời, *khả năng dự đoán*

giá chứng khoán, đi ngược lại quan điểm EMH và ngày càng được chú ý. Một loạt các nghiên cứu mà tiêu biểu là Fama and French (1989), Lamont (1998), Baker and Wurgler (2000), Campbell and Yogo (2006) và Campbell and Thompson (2008) tìm kiếm và chứng minh các nhân tố có khả năng dự đoán giá chứng khoán. Gần đây phải kể tới Cochrane (2008), Lettau and Nieuwerburgh (2008), Chen (2009), Henkel, Martin and Nardari (2011), Sofia B. Ramos và Helena Veiga và Pedro Latoeiro (2013) trong đó Fama F. Eugene-người vừa được trao tặng giải Nobel Kinh tế năm 2013-là đại diện ủng hộ mạnh mẽ nhất về khả năng dự đoán giá chứng khoán.

Đồng thời, các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư mạo hiểm (hedge fund), công ty quản lý quỹ và ngân hàng đầu tư cũng đặc biệt quan tâm tới khả năng dự đoán biến động của giá chứng khoán và trái phiếu để có thể kiếm lời từ việc “mua rẻ, bán đắt”. Do đó, xem xét mối liên quan giữa kết quả nghiên cứu về khả năng dự đoán giá chứng khoán và quá trình định giá của công ty chứng khoán là một chủ đề thú vị. Đặc biệt, mô hình định giá tương đối (relative valuation model-ĐGTĐ) vừa có mối quan hệ chặt chẽ đối với những nghiên cứu trước đây về khả năng dự đoán giá chứng khoán vừa là một trong hai mô hình định giá được áp dụng phổ biến nhất trên thế giới<sup>1</sup>.

Các nghiên cứu trong nước hiện nay, như Nguyễn Minh Hoàng (2001), Phạm Văn Bình (2007), Trần Văn Dũng (2007) mới chỉ hướng về phân định giá nói chung, và đề cập tới một số tỷ số định giá, mà chưa cung cấp một cái nhìn tổng quát và toàn diện về định giá tương đối trong bối cảnh ở Việt Nam.

Như vậy, việc nghiên cứu về khả năng áp dụng mô hình ĐGTĐ tại thị trường Việt Nam sẽ có những giá trị nhất định. Một mặt những nhận định trước đây về các nhân tố dự đoán giá chứng khoán sẽ được kiểm chứng. Mặt khác, những bằng chứng mới liên quan tới thực tiễn áp dụng tại thị trường Việt Nam sẽ được sử

dụng để củng cố thêm những kết luận của các nghiên cứu tài chính trước đây về khả năng dự đoán giá chứng khoán nói riêng và về lý thuyết thị trường hiệu quả nói chung.

Cụ thể, nghiên cứu sẽ tập trung trả lời các câu hỏi sau:

- Mô hình định giá tương đối nào phù hợp áp dụng với thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay?
- Những lưu ý khi áp dụng mô hình định giá tương đối tại thị trường chứng khoán Việt Nam là gì?
- Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam, liệu giá chứng khoán có thể được dự đoán dựa trên mô hình định giá tương đối hay không?

## 2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 2.1. Dữ liệu

Thông tin về chỉ số tài chính của công ty được tính toán dựa trên dữ liệu từ báo cáo tài chính năm 2011 của 307 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) đã được kiểm toán và công khai theo yêu cầu minh bạch của HOSE.

Thông tin về giá cổ phiếu được thu thập từ dữ liệu lịch sử của HOSE tương ứng với thời điểm mô tả trong mô hình hồi quy dưới đây. Thông tin về phân loại ngành được dựa trên tiêu chí phân biệt của ICB (Industry classification benchmark)<sup>2</sup>.

### 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp thống kê so sánh và thống kê mô tả cũng được sử dụng để mô tả đặc điểm tài chính các công ty niêm yết trên HOSE và đánh

<sup>1</sup> Damodaran (2002) nhấn mạnh rằng có tới 90% công việc định giá cổ phiếu và 50% công việc định giá các thương vụ mua lại và sát nhập sử dụng ĐGTĐ

<sup>2</sup>ICB là hệ thống phân ngành phát triển bởi Dow Jones và FTSE, được phát triển và đưa vào áp dụng từ năm 2006 với 10 nhóm ngành lớn, 19 nhóm ngành, 41 ngành và 114 phân ngành nhỏ. Mặc dù mới được phát triển gần đây song ICB đã nhanh chóng phổ biến trên toàn cầu và được giới đầu tư lựa chọn. ICB hiện được sử dụng để phân ngành tại 73 quốc gia như: Mỹ, các quốc gia Châu Âu và Châu Á Thái Bình Dương với cơ sở dữ liệu chứa hơn 70.000 công ty và hơn 75.000 mã chứng khoán.

giá hiệu quả của mô hình định giá ở thị trường Việt Nam.

Phương pháp hồi quy được sử dụng để kiểm nghiệm khả năng áp dụng mô hình định giá tương đối vào nghiên cứu khả năng dự đoán giá chứng khoán. Mô hình hồi quy áp dụng

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \varepsilon$$

Trong đó:

$Y_i = \ln \frac{P_{1i}}{P_{0i}}$  là lợi suất đầu tư từ chứng khoán công ty  $i$  trên thị trường ( $P_{1i}$  là giá hiện tại của cổ phiếu công ty  $i$ ,  $P_{0i}$  là giá lịch sử tương ứng với thời điểm ra quyết định đầu tư). Do các báo cáo tài chính năm thường mất 3 tháng, thậm chí 6 tháng, sau khi kết thúc năm mới được kiểm toán hoàn tất và công bố ra thị trường, bài báo chọn khoảng thời gian 03 tháng cuối năm 2012 và 03 tháng đầu năm 2013 để đánh giá biến động chứng khoán, với giả sử khi đó thông tin báo cáo tài chính đã được toàn bộ thị trường nắm bắt.  $P_{1i}$  là giá đóng cửa ngày 01/03/2013,  $P_{0i}$  là giá đóng cửa ngày 21/09/2012 của cổ phiếu công ty  $i$ .

Dựa trên nội dung phân tổng quan tài liệu, hai tỷ số quan trọng thường được sử dụng trong nghiên cứu về khả năng dự đoán giá chứng khoán, P/E và P/B, sẽ được sử dụng trong mô hình định giá tương đối.

$X_{1i}$ : P/B của công ty  $i$ , được tính bằng giá cổ phiếu niêm yết trên HOSE chia cho giá sổ sách của vốn chủ sở hữu trong báo cáo tài chính kết thúc năm 2011

$X_{2i}$ : P/E của công ty  $i$ , được tính bằng giá cổ phiếu niêm yết trên HOSE chia cho lợi nhuận sau thuế tính trên mỗi cổ phiếu (EPS) trong báo cáo tài chính kết thúc năm 2011

Để kiểm nghiệm kết quả nghiên cứu trên thế giới về đối tượng so sánh và hiệu quả sử dụng mô hình định giá tương đối trong dự đoán giá chứng khoán, nghiên cứu sử dụng tám (08) mô hình định giá tương đối như sau:

(1) Mô hình 1: Mô hình dựa trên chỉ số P/E tính cho toàn bộ các công ty niêm yết trên HOSE.

(2) Mô hình 2: Mô hình dựa trên chỉ số P/E tính cho các công ty cùng ngành.

(3) Mô hình 3: Mô hình dựa trên chỉ số P/E tính cho các công ty có chỉ số cơ bản (ROE, ROA) giống nhau.

(4) Mô hình 4: Mô hình dựa trên chỉ số P/E tính cho các công ty có chỉ số cơ bản giống nhau và cùng ngành.

(5) Mô hình 5: Mô hình dựa trên chỉ số P/B tính cho toàn bộ các công ty niêm yết trên HOSE.

(6) Mô hình 6: Mô hình dựa trên chỉ số P/B tính cho các công ty cùng ngành.

(7) Mô hình 7: Mô hình dựa trên chỉ số P/B tính cho các công ty có chỉ số cơ bản (ROE, ROA) giống nhau.

(8) Mô hình 8: Mô hình dựa trên chỉ số P/B tính cho các công ty có chỉ số cơ bản giống nhau và cùng ngành.

### 3. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

#### 3.1. Tổng quan thị trường

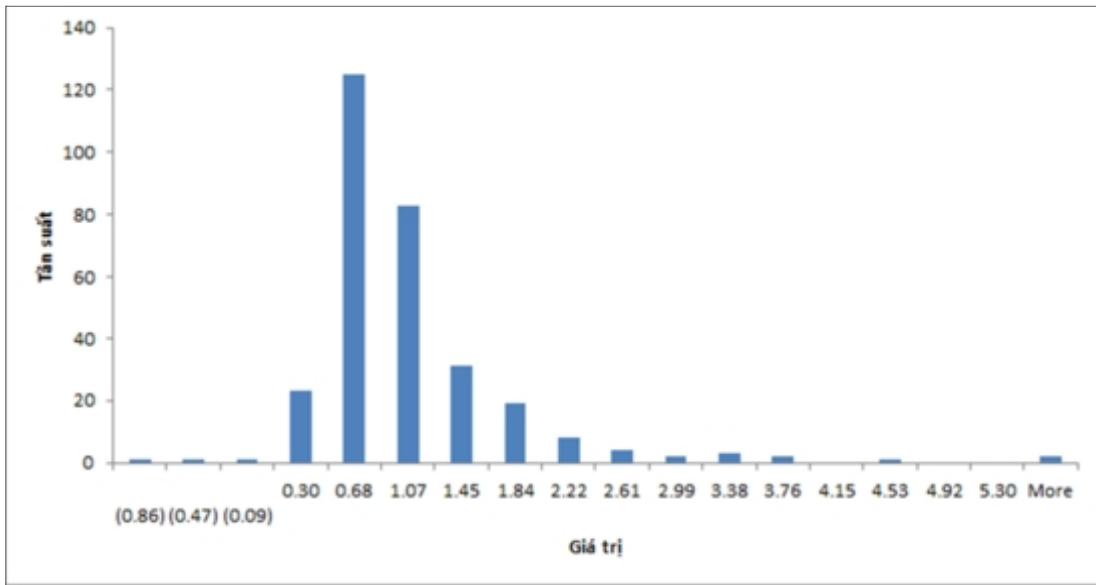
Tính đến thời điểm ngày 01/03/2013 trên HOSE có 307 công ty có mã cổ phiếu niêm yết, chia thành 17 ngành khác nhau. Về chỉ số định giá, giá trị trung bình P/B ít sai khác giữa các ngành hơn so với giá trị trung bình P/E (Bảng 1). Trong khi ngành Dịch vụ tài chính có mức P/E rất cao là 103,07 thì các ngành khác có mức P/E rất thấp, thậm chí là số âm rất lớn như ngành Du lịch và Giải trí (-17,21), Ô tô và Linh kiện phụ tùng (-873,37) với lý do ngành Ô tô và Linh kiện phụ tùng có công ty cổ phần Ô tô TMT năm 2011 bị lỗ có EPS là (1000) nhưng cổ phiếu vẫn duy trì mức giá là 5.300 đồng.

#### 3.2. Đặc điểm phân phối của tỷ số định giá tương đối

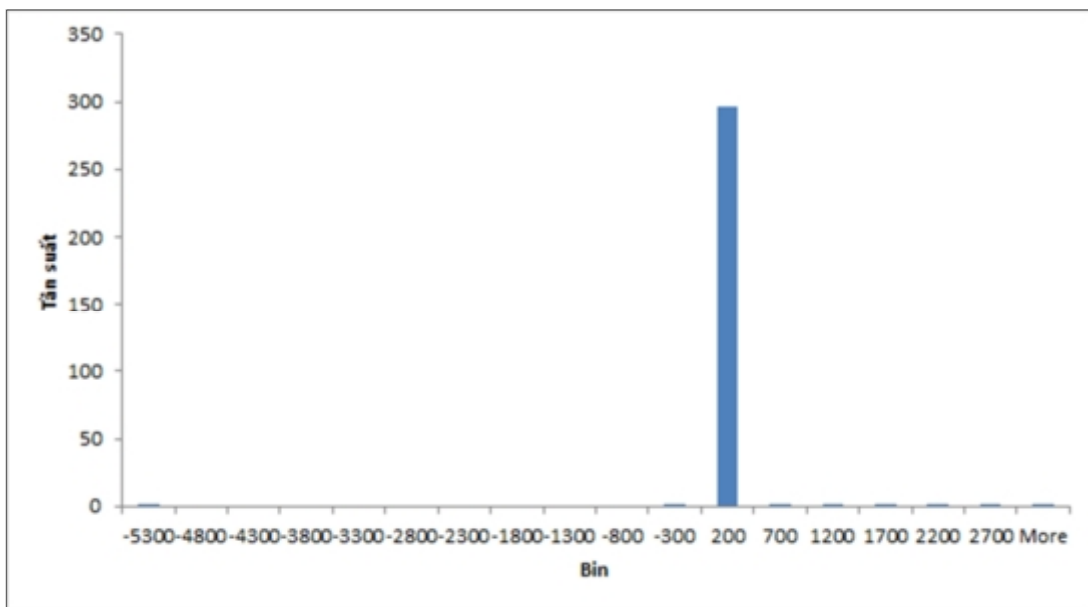
So sánh cho thấy chỉ số P/B có phân phối gần giống với phân phối chuẩn, nhưng có xu hướng lệch về phía bên trái và tồn tại khá nhiều giá trị ngoại lai (Hình 1). Trung bình của phân phối rơi vào khoảng 0,87 với độ lệch chuẩn là 0,73. Trong

khi đó biểu đồ phân phối giá trị của P/E khác hẳn với việc đa số các giá trị rơi vào khoảng giá trị 200 và vô số giá trị ngoại lai. Số liệu thống kê của P/E cũng cho thấy với mức trung bình là 34,4, độ lệch chuẩn lên tới 425. Khi tiến hành phân ngành dựa trên ICB, chỉ số P/E có sự khác biệt rõ rệt giữa các ngành, độ lệch chuẩn của chỉ số P/E

của các công ty trong nội bộ ngành rất lớn. Trong khi đó, so sánh cho thấy chỉ số P/B giữa các ngành không những ít khác biệt hơn mà độ lệch chuẩn của chỉ số P/B của các công ty trong nội bộ ngành cũng nhỏ hơn hẳn, chỉ có 2 ngành Bảo hiểm, Thực phẩm và Đồ uống có độ lệch chuẩn lớn hơn giá trị trung bình.



a) PB



b) PE

**Hình 1. Đặc điểm phân phối của tỷ số định giá tương đối PB và PE năm 2013**

Nghiên cứu áp dụng mô hình định giá tương đối với các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

**Bảng 1. Một số đặc điểm phân phối của P/E và P/B ngành năm 2013**

	Ngành	SL	Trung bình P/E	Độ lệch chuẩn P/E	Trung bình P/B	Độ lệch chuẩn P/B
1	Bảo hiểm	4	11,73	10,74	1,25	1,29
2	Công nghệ	11	3,62	5,26	0,67	0,46
3	Dầu khí	1	6,10	**	1,16	**
4	Dịch vụ bán lẻ	12	5,33	5,51	0,80	0,36
5	Dịch vụ tài chính	53	103,07	347,14	0,77	0,67
6	Dịch vụ tiện ích	19	7,17	3,71	1,07	0,66
7	Đồ dùng cá nhân và đồ gia dụng	15	182,19	668,99	0,76	0,47
8	Du lịch & Giải trí	8	(17,21)	92,53	1,07	0,70
9	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	40	9,84	28,88	0,78	0,36
10	Hóa chất	11	16,95	44,61	1,00	0,38
11	Ngân hàng	5	13,88	10,02	1,43	0,32
12	Ô tô & linh kiện phụ tùng	6	(877,37)	2.166,64	1,29	0,77
13	Phương tiện truyền thông	1	1.000,00	**	1,04	**
14	Tài nguyên	25	45,84	260,93	0,81	0,62
15	Thực phẩm & Đồ uống	41	86,94	498,43	1,24	1,29
16	Xây dựng & Vật liệu	47	22,45	136,01	0,60	0,35
17	Y tế	8	7,46	2,48	1,39	0,94

Ghi chú: \*\*Ngành dầu khí và ngành Phương tiện truyền thông đều chỉ có một công ty nên không xác định được độ lệch chuẩn

**Bảng 2. Phân nhóm công ty dựa trên chỉ số cơ bản**

Nhóm	Số công ty trong nhóm		P/B trung bình của nhóm		Độ lệch chuẩn của P/B		P/E trung bình của nhóm		Độ lệch chuẩn của P/E		Khoảng của nhóm				
											Max	Min	Max	Min	
ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE		
1	1	39	39	0,50	0,52	0,64	0,62	(4,56)	(5,47)	5,26	7,17	(0,01)	(0,32)	(0,01)	(10,00)
2	2	76	33	0,61	0,57	0,38	0,32	121,27	256,43	852,26	1.291,79	0,01	-	0,01	-
3	3	40	36	0,67	0,54	0,51	0,38	11,71	22,69	12,14	17,41	0,03	0,02	0,04	0,02
4	4	31	30	0,88	0,64	0,70	0,32	8,40	11,70	5,02	6,13	0,05	0,04	0,07	0,05
5	5	32	32	1,02	0,72	0,94	0,31	8,44	7,88	8,54	3,45	0,07	0,06	0,11	0,08
6	6	37	40	0,94	0,95	0,41	0,89	5,72	7,78	1,85	8,10	0,11	0,08	0,14	0,12
7	7	33	33	1,27	1,02	0,51	0,46	5,79	6,13	2,09	2,27	0,20	0,12	0,19	0,15
8	8	19	33	2,09	1,18	1,22	0,70	6,39	5,87	3,45	4,32	0,40	0,21	0,28	0,20
9			31		1,85		1,10		5,96		3,22			10,00	0,29

Khi tiến hành phân nhóm dựa trên các khoảng giá trị của chỉ số cơ bản, chặn giữa giá trị lớn nhất-max và giá trị nhỏ nhất-min (Bảng 2), độ lệch chuẩn dường như được cải thiện đáng kể cho cả hai chỉ số P/E và P/B. Đối với chỉ số P/B tất cả các độ lệch chuẩn của P/B theo nhóm đều nhỏ hơn 1, trừ trường hợp của nhóm số 8 có dải ROA biến động nhiều nhất. Đối với tỷ số P/E

ngoại trừ nhóm 2 và nhóm 3 có độ lệch chuẩn của P/E theo nhóm vẫn rất cao, các nhóm còn lại đều có độ lệch chuẩn nhỏ hơn 10.

### 3.3. Kiểm nghiệm và đánh giá mô hình định giá tương đối

Phụ lục trình bày các tỷ số P/E và P/B được tính toán dựa trên 08 mô hình định giá tương

đối mô tả ở phần 2.2. Dựa trên kết quả tính toán này, cổ phiếu sẽ được định giá “cao” nếu chỉ số P/E và P/B của nó tương ứng cao hơn chỉ số tiêu chuẩn P/E và P/B theo kết quả phụ lục, được kỳ vọng sẽ giảm giá trong tương lai, và ngược lại.

Trong giới hạn bài báo, nghiên cứu tập trung phân tích 4 nhóm ngành có số công ty lớn hơn 30: dịch vụ tài chính (52), hàng hóa và dịch vụ công nghiệp (39), thực phẩm đồ uống (39), xây dựng và vật liệu (46). Bảng 3 trình bày kết quả chiến lược đầu tư dựa trên 08 mô hình định giá tương đối sử dụng chỉ số P/E và P/B. Nhà đầu tư sẽ mua cổ phiếu “cao” và bán cổ phiếu “thấp” với kỳ vọng giá sẽ biến đổi ngược chiều tương ứng. Mức giá áp dụng là giá tại thời điểm xác định tỷ số trên. Danh mục đầu tư này sẽ được duy trì trong vòng nửa năm để xem xét mức lợi nhuận thu được. Vì

mục tiêu là đánh giá hiệu quả dự đoán biến động giá, danh mục đầu tư lý thuyết sẽ duy trì một cổ phiếu đối với mỗi công ty niêm yết.

Ví dụ, trong trường hợp áp dụng mô hình định giá tương đối P/B của toàn thị trường thì năm 2012, nhà đầu tư sẽ thu về một khoản tiền là 193.600 VNĐ nhờ việc bán các cổ phiếu trong nhóm định giá “cao” và mua về các cổ phiếu trong nhóm định giá “thấp” (1.362.300-1.168.700). Một năm sau, nhà đầu tư bán số cổ phiếu hiện đang nắm giữ. Kết quả đầu tư sẽ được đánh giá bằng cách xem xét phần chênh lệch giữa giá hiện tại và giá đầu tư, có tính đến chi phí cơ hội của việc bán các cổ phiếu được định giá là “cao” trước đó (193.600 + 1.223.800-1.587.800). Trong trường hợp này, chiến lược đầu tư dựa trên chỉ số P/B mang lại kết quả là

**Bảng 3. Kết quả của chiến lược đầu tư dựa trên chỉ số P/E và P/B (Đơn vị 1.000 VNĐ)**

Chỉ số	Mô hình	Thời điểm	Tổng giá trị cổ phiếu "cao"	Tổng giá trị cổ phiếu "thấp"	Kết quả chiến lược đầu tư	
<b>PB</b>	Toàn thị trường P/B	21/09/2012	1.362,3	1.168,7	193.6	
		Hiện tại*	1.587,8	1.223,8	-170.4	
	Ngành PB	21/09/2012	1.414,4	1.116,6	297.8	
		Hiện tại*	1.684,7	1.126,9	-260	
	ROE_PB	Năm 2012	1.215,9	1.315,1	-99.2	
		Hiện tại*	1.395,8	1.415,8	-79.2	
	ROA_PB	21/09/2012	1.083,8	1.447,2	-363.4	
		Hiện tại*	1.260,3	1.551,3	-72.4	
	Kết hợp ROE_PB	21/09/2012	132.4	152.3	-19.9	
		Hiện tại*	158.4	169.9	-8.4	
	Kết hợp ROA_PB	21/09/2012	135.6	125.2	10.4	
		Hiện tại*	159.5	139.4	-9.7	
	<b>PE</b>	Toàn thị trường PE	21/09/2012	261.4	2.269,6	-2008.2
			Hiện tại*	305.5	2.506,1	192.4
Ngành PE		21/09/2012	115.9	2.415,1	-2299.2	
		Hiện tại*	149.6	2.662	213.2	
ROE_PE		21/09/2012	1.125,7	1.405,3	-279.6	
		Hiện tại*	1.273,8	1.537,8	-15.6	
ROA_PE		21/09/2012	1.063,1	1.467,9	-404.8	
		Hiện tại*	1.204,3	1.607,3	-1.8	
Kết hợp ROE_PE		21/09/2012	148.1	136.6	11.5	
		Hiện tại*	177.3	151	-14.8	
Kết hợp ROA_PE		21/09/2012	36.4	224.4	-188	
		Hiện tại*	46.4	252.5	18.1	

Ghi chú: \*Thời điểm hiện tại được tính vào ngày 01/3/2013

lỗ -170.400 VNĐ do phần gia tăng trong giá trị nhóm cổ phiếu được định giá “thấp” không đủ bù phần gia tăng trong giá trị của nhóm cổ phiếu được định giá “cao”. Hoặc nếu chỉ xem xét đầu tư vào nhóm cổ phiếu được cho là có giá thấp, thì phần lời thu được khi bán cổ phiếu này sau một năm sẽ thấp hơn chiến lược đầu tư vào nhóm cổ phiếu được cho là có giá cao là 170.400 VNĐ. Trong cả hai trường hợp, ở ví dụ này, kết quả đầu tư này cho thấy áp dụng chỉ số P/B toàn thị trường là không hiệu quả cho nhà đầu tư.

Đánh giá trên toàn thị trường cho thấy chiến lược đầu tư dựa trên chỉ số P/B không có hiệu quả vì kết quả đầu tư đều bị thua lỗ, và còn lỗ nặng hơn khi áp dụng phân loại ngành. Việc áp dụng chỉ số dựa trên phân loại sử dụng chỉ số tài chính cơ bản dường như cải thiện hiệu quả mô hình hơn và thu nhỏ lại đáng kể số lỗ.

Trái ngược với chỉ số P/B, việc sử dụng chỉ số P/E trong mô hình định giá tương đối dường như thành công hơn. Sử dụng chỉ số P/E của toàn bộ thị trường trong mô hình định giá tương đối mang lại lợi nhuận đầu tư dương và lợi nhuận này được cải thiện hơn khi P/E được xác định trên cơ sở phân biệt ngành. Tuy nhiên khi áp dụng tỷ số P/E của nhóm các công ty có chỉ số cơ bản ROE và ROA gần giống nhau, kết quả của chiến lược đầu tư lại là một con số lỗ do sự gia tăng giá trị của nhóm cổ phiếu “thấp” không bằng sự gia tăng giá trị của nhóm cổ phiếu “cao”. Trong hai cách phân loại dựa trên chỉ số cơ bản, ROA có vẻ là cách phân loại mang lại tỷ số chính xác hơn vì lỗ ít hơn. Hơn nữa, khi sử dụng tỷ số kết hợp giữa ROA và ngành mang lại kết quả đầu tư lãi lớn hơn 0.

### **3.4. Nghiên cứu khả năng dự đoán giá chứng khoán**

Giả định P/B và P/E có khả năng dự đoán biến động giá chứng khoán, khi đó những cổ

phiếu có P/B, P/E quá cao sẽ có xu hướng điều chỉnh về mức trung bình (giảm giá); những cổ phiếu có P/B, P/E quá thấp có xu hướng điều chỉnh ngược lại (tăng giá); những cổ phiếu có P/B, P/E xung quanh mức trung bình có xu hướng đứng giá. Như vậy, P/E và P/B có xu hướng biến động ngược chiều với giá chứng khoán. Bảng 4 trình bày kết quả kiểm nghiệm giả thuyết trên thông qua mô hình hồi quy tuyến tính.

Số liệu trong bảng 4 cho thấy, chỉ có chỉ số P/B có ý nghĩa thống kê trong mô hình hồi quy và có tác động tới biến động của giá chứng khoán thông qua hệ số ước lượng có giá trị 0,06145. Tuy nhiên, dấu của hệ số ước lượng là dấu dương, ngược lại với giả thuyết đề ra. Điều đó có nghĩa giá cổ phiếu có xu hướng biến thiên cùng chiều với chỉ số P/B, chỉ số này càng cao, giá cổ phiếu có xu hướng tăng chứ không phải có xu hướng điều chỉnh giảm về mức trung bình như dự đoán. Kết luận này hoàn toàn phù hợp với kết luận ở trên về chiến lược đầu tư không thành công nếu dựa vào P/B. Nguyên nhân có thể do (i) Chỉ số P/B có đặc điểm phân phối gần phân phối chuẩn hơn (Hình 1), thỏa mãn giả định về biến độc lập trong mô hình hồi quy tuyến tính dẫn tới mô hình dự đoán giá chứng khoán sử dụng chỉ số P/B có ý nghĩa thống kê (ii) Thị trường có xu hướng đánh giá cổ phiếu và điều chỉnh dựa trên kết quả kinh doanh chứ không phải dựa trên giá trị lịch sử đã được ghi chép trong sổ sách. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam, các công ty ở Việt Nam khi phát hành cổ phiếu đều có mệnh giá là 10.000 VNĐ nên sự điều chỉnh về mức giá trị sổ sách ban đầu sẽ không có ý nghĩa về mặt kinh tế, dẫn tới dấu của hệ số ước lượng biến thiên mô hình sử dụng chỉ số P/B ngược chiều với dự đoán.

**Bảng 4. Kết quả đánh giá khả năng dự đoán giá chứng khoán của P/E và P/B**

Thông số hồi quy		Hệ số ước lượng		Độ lệch chuẩn	t Stat	P-value
R (hệ số tương quan)	0,20516	Hằng số $\alpha$	0,03999	0,01941	2,06005	0,04024
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,04209	P/B	0,06145	0,01696	3,62431	0,00034
Số biến quan sát	307	P/E	(0,00001)	0,00003	(0,44231)	0,65858

Ngược lại, chỉ số P/E không có ý nghĩa thống kê và giá trị của hệ số ước lượng cũng rất nhỏ (0,00001). Điều này cho thấy biến động giá chứng khoán thể hiện qua lợi suất chứng khoán trên thị trường HOSE không phụ thuộc vào chỉ số P/E về mặt thống kê. Nguyên nhân có thể do phân phối không chuẩn của P/E, vi phạm giả định quan trọng về biến độc lập trong mô hình hồi quy tuyến tính. Tuy nhiên, một điểm đáng chú ý là dấu âm của hệ số ước lượng hàm ý rằng chỉ số P/E có biến động ngược chiều với biến động của giá chứng khoán, phù hợp với dự đoán. Điều này phần nào giải thích được kết quả đánh giá chiến lược đầu tư thành công trên thị trường chứng khoán HOSE dựa vào chỉ số P/E như phân tích ở trên (Bảng 3). Đây cũng là điều dễ hiểu vì một cổ phiếu sẽ được ưa chuộng trên thị trường nếu như triển vọng kinh doanh của công ty đó hiện đang có lãi và ngược lại.

Kết quả phân tích trên có nội dung phù hợp với các nghiên cứu trước đây về khả năng dự đoán giá chứng khoán. Trong khi chỉ số P/B là một trong những nhân tố dự đoán giá chứng khoán phổ biến, chỉ số P/E hầu như vắng bóng trong các mô hình nghiên cứu dự đoán giá chứng khoán nhưng lại được sử dụng rộng rãi trong các công ty chứng khoán và thương vụ mua lại và sát nhập.

#### 4. KẾT LUẬN

Thông qua việc nghiên cứu 307 công ty có cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HOSE) nghiên cứu đã làm rõ các vấn đề sau liên quan tới việc áp dụng mô hình định giá tương đối tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Thứ nhất**, về chỉ số sử dụng trong quá trình xây dựng mô hình định giá tương đối, kết quả đánh giá dựa trên chiến lược đầu tư về giá

cho thấy chỉ số P/E mang lại hiệu quả đầu tư rõ rệt, còn chỉ số P/B không hiệu quả. Chỉ số định giá tương đối phù hợp với thị trường chứng khoán Việt nam nói chung và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh nói riêng là chỉ số P/E áp dụng cho ngành. Kết luận này phù hợp với nghiên cứu trước đây của Fernández, Pablo (2002) và Liu, J. et al. (2002) khi chỉ ra rằng chỉ số P/E được áp dụng rộng rãi bởi các công ty chứng khoán và các thương vụ mua lại và sát nhập.

**Thứ hai**, về đối tượng so sánh, việc sử dụng phân loại ngành mang lại kết quả đầu tư được cải thiện đáng kể cho chỉ số P/E, nhưng không mang lại kết quả cải thiện nào cho chỉ số P/B. Trong khi đó, việc sử dụng phân loại dựa trên chỉ số cơ bản (ROA và ROE) mang lại kết quả đầu tư được cải thiện cho chỉ số P/B, nhưng lại không mang lại kết quả cải thiện nào cho chỉ số P/E. Việc kết hợp phân nhóm dựa trên ngành và chỉ số cơ bản không hiệu quả khi áp dụng tại thị trường chứng khoán Việt Nam, đặc biệt là với trường hợp kết hợp ngành và chỉ số ROE.

**Thứ ba**, về khả năng dự đoán giá chứng khoán, kết quả nghiên cứu dựa trên mô hình hồi quy sử dụng hai chỉ số P/B và P/E cho thấy chỉ số P/E không có ý nghĩa thống kê, nhưng có dấu của hệ số ước lượng như dự đoán trong khi chỉ số P/B có ý nghĩa thống kê nhưng có dấu của hệ số ước lượng ngược với dự đoán. Chỉ số P/E và P/B có khả năng là nhân tố dự đoán giá chứng khoán hiệu quả trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam một khi vấn đề về giả định phân phối của chỉ số P/E và dấu biến thiên của chỉ số P/B được khắc phục.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

Alford, A. W. (1992). The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price



- earnings valuation method. *Journal of Accounting Research*, 30 (1): 94-108.
- Baker, M and Wurgler, J (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock returns. *The Journal of Finance*, 55(5): 2219-2257
- Bhojra j, S. and C. M. C. Lee (2002). Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*, 40 (2): 407-439.
- Bhojra j, S., C. M. C. Lee, and D. Oler (2003). What's my line? A comparison of industry classification schemes for capital market research. *Journal of Accounting Research*, 41 (5): 745-774.
- Boatsman, J., Baskin, E (1981). Asset valuation with incomplete markets. *The Accounting Review*, 56: 38-53.
- Campbell, John Y. and Yogo, Motohiro (2006). Efficient tests of stock return predictability. *Journal of Financial Economics*, 81(1): 27-60.
- Campbell, John Y. and Thompson, Samuel B. (2008). Predicting Excess Stock Returns Out of Sample: Can Anything Beat the Historical Average?. *Review of Financial Studies*, 21(4): 1509-1531.
- Chen, Long (2009). On the reversal of return and dividend growth predictability: A tale of two periods. *Journal of Financial Economics*, 92 (1): 128 -151.
- Cheng, C. S. A. and McNamara, R. (2000). The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (4): 349-370.
- Cochrane, J. (2008). The dog that did not bark: A defense of Return Predictability. *Review of Financial Studies*, 21 (4): 1533-1575.
- Cragg, J G and Malkiel, Burton G (1968). The consensus and accuracy of some predictions of the corporate earnings. *Journal of Finance*, 23(1): 67-84.
- Damodaran (2002). *Investment Valuation*. John Wiley and Sons, U.S.A.
- Damodaran (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*, John Wiley and Sons, U.S.A.
- Fama, Eugene F and French, Kenneth (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25(1): 23-49
- Fernández, Pablo (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?*. IESE Research Papers D/450, IESE Business School.
- Henkel, S J, Martin, J. S and Nardari, F (2011). Time-varying short-horizon predictability. *Journal of Financial Economics*, 99 (3): 560-580.
- Lamont, Owen (1998). Earnings and Expected Returns. *The Journal of Finance*, 53(5): 1563-1587.
- Lettau, M. và Nieuwerburgh, S. (2008). Reconciling the Return Predictability Evidence. *Review of Financial Studies*, 21 (4): 1607-1652.
- Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40: 135-172.
- Malkiel, Burton G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1): 59-82.
- Nguyễn Minh Hoàng (2001). *Hoàn thiện phương pháp định giá doanh nghiệp*. Luận án Tiến sỹ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
- Phạm Văn Bình (2007). *Chuyên đề 1-Định giá doanh nghiệp*. Tài liệu cập nhật kiến thức KTV, Học viện tài chính, Hà Nội.
- Sofia B. Ramos and Helena Veiga and Pedro Latoeiro (2013). Predictability of stock market activity using Google search queries, *Statistics and Econometrics Working Papers ws130605*, Universidad Carlos III, Departamento de Estadística y Econometría.
- Trần Văn Dũng (2007). *Hoàn thiện công tác định giá doanh nghiệp ở Việt Nam*. Luận án Tiến sỹ kinh tế, Đại học Kinh Tế Quốc Dân, Hà Nội.

**PHỤ LỤC: Kết quả tính toán tỷ số so sánh P/E và P/B của mô hình định giá tương đối**

STT	Cách tiếp cận	PE	PB
1	Toàn bộ thị trường (mô hình (1) và (5))	34,4	0,87
2	Ngành (mô hình (2) và (6))		
	Bảo hiểm	11,73	1,25
	Công nghệ	3,62	0,67
	Dầu khí	6,10	1,16
	Dịch vụ bán lẻ	5,33	0,80
	Dịch vụ tài chính	103,07	0,77
	Dịch vụ tiện ích	7,17	1,07

	Đồ dùng cá nhân và đồ gia dụng	182,19	0,76
	Du lịch & Giải trí	(17,21)	1,07
	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	9,84	0,78
	Hóa chất	16,95	1,00
	Ngân hàng	13,88	1,43
	Ô tô & linh kiện phụ tùng	(877,37)	1,29
	Phương tiện truyền thông	1,000,00	1,04
	Tài nguyên	45,84	0,81
	Thực phẩm & Đồ uống	86,94	1,24
	Xây dựng & Vật liệu	22,45	0,60
	Y tế	7,46	1,39
3	<i>Chỉ tiêu cơ bản-ROE(Mô hình 3 và 7)</i>	PE	PB
	Nhóm 1	(5,47)	0,52
	Nhóm 2	256,43	0,57
	Nhóm 3	22,69	0,54
	Nhóm 4	11,70	0,64
	Nhóm 5	7,88	0,72
	Nhóm 6	7,78	0,95
	Nhóm 7	6,13	1,02
	Nhóm 8	5,87	1,18
	Nhóm 9	5,96	1,85
4	<i>Chỉ tiêu cơ bản-ROA (Mô hình 3 và 7)</i>	PE	PB
	Nhóm 1	(4,56)	0,50
	Nhóm 2	121,27	0,61
	Nhóm 3	11,71	0,67
	Nhóm 4	8,40	0,88
	Nhóm 5	8,44	1,02
	Nhóm 6	5,72	0,94
	Nhóm 7	5,79	1,27
	Nhóm 8	6,39	2,09
5	<i>Kết hợp chỉ tiêu ROE và nhóm ngành (Mô hình 4 và 8)</i>	PE	PB
	Nhóm ROE2 và dịch vụ tài chính	378,4	0,6
	Nhóm ROE3 và dịch vụ tài chính	36,3	0,73
	Nhóm ROE6 và xây dựng	5,2	0,66
6	<i>Kết hợp chỉ tiêu ROA và nhóm ngành (Mô hình 4 và 8)</i>	PE	PB
	Nhóm ROA2 và dịch vụ tài chính	228,1	0,63
	Nhóm ROA2 và xây dựng	59,45	0,44