

SO SÁNH ĐỘ TIN CẬY CỦA CÁC MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VỐN: KẾT QUẢ THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

● LÊ PHƯƠNG LAN - NGUYỄN PHƯƠNG THỰC ANH - NGUYỄN ĐĂNG NHẬT PHƯƠNG
- NGUYỄN MỸ DUYÊN - NGUYỄN QUANG HUY - NGUYỄN QUỐC HUY

TÓM TẮT:

Nghiên cứu này cung cấp một cái nhìn tổng quan về sự đa dạng của các mô hình định giá và mức độ tin cậy của chúng trong việc dự đoán giá cổ phiếu. Các kết quả này giúp nhà đầu tư và nhà phân tích tài chính hiểu rõ hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và lựa chọn mô hình phù hợp nhất cho nhu cầu của họ.

Từ khóa: mô hình định giá, so sánh hiệu quả, định giá vốn, độ tin cậy, doanh nghiệp.

1. Đặt vấn đề

Với sự đa dạng của các mô hình định giá chứng khoán, việc lựa chọn mô hình phù hợp để đưa ra quyết định đầu tư sáng suốt là một thách thức không nhỏ. Nghiên cứu này so sánh các mô hình định giá chứng khoán tại thị trường Việt Nam đang trở nên ngày càng cấp thiết trong bối cảnh sự phát triển nhanh chóng của thị trường này. Việc hiểu rõ về cách thức hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc nghiên cứu các mô hình định giá có thể giúp nhà đầu tư và quản lý quỹ đưa ra các quyết định đầu tư thông minh. Các nghiên cứu trong nước đã được xây dựng trước đây chủ yếu tập trung vào khai thác các khía cạnh ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, đến yếu tố ảnh hưởng đến lựa chọn mô hình định giá. Sự thiếu hụt nghiên cứu so sánh toàn diện chưa đưa ra đánh giá tổng quan về hiệu quả của

các mô hình phổ biến tại thị trường Việt Nam. Với tính non trẻ, nhiều đặc điểm khác biệt với thị trường quốc tế, ảnh hưởng nội địa tới hiệu quả của các mô hình định giá còn là tiềm ẩn trong thị trường cổ phiếu.

Bằng cách so sánh và đánh giá hiệu suất của các mô hình, nghiên cứu này hỗ trợ cho các quyết định chính sách tài chính và giúp ổn định thị trường chứng khoán Việt Nam. Những phát hiện từ các nghiên cứu này có thể được áp dụng trực tiếp vào thực tiễn giao dịch và quản lý tài sản tại thị trường chứng khoán Việt Nam, mang lại lợi ích cho cả nhà đầu tư và hệ thống tài chính địa phương.

2. Cơ sở lý luận về các phương pháp định giá

Các mô hình định giá cơ bản:

- *Mô hình chiết khấu dòng tiền:* Mô hình chiết khấu dòng tiền là một công cụ quan trọng trong việc đánh giá giá trị hiện tại của một doanh nghiệp

hoặc tài sản, dựa trên nguyên tắc căn bản rằng giá trị của một tài sản là tổng giá trị của tất cả các dòng tiền mà nó sẽ tạo ra trong tương lai, được giảm giá về giá trị hiện tại. Bài nghiên cứu này tập trung xem xét 2 mô hình cụ thể sau:

+ *Mô hình chiết khấu dòng cổ tức DDM*: là một công cụ đánh giá giá trị dựa trên lợi nhuận dự kiến từ cổ tức của doanh nghiệp, nhằm xác định giá trị hiện tại của cổ phiếu hoặc doanh nghiệp bằng cách tính tổng giá trị của các dòng cổ tức dự kiến trong tương lai, sau đó giảm giá chúng về giá trị hiện tại. Mô hình này đòi hỏi thông tin về dự kiến cổ tức và tỷ lệ chiết khấu để tính toán giá trị hiện tại.

+ *Mô hình chiết khấu dòng tiền tự do DCF*: là một công cụ linh hoạt và phổ biến trong định giá vốn, dựa trên việc chiết khấu toàn bộ dòng tiền tự do dự kiến của doanh nghiệp trong tương lai về giá trị hiện tại. Dòng tiền tự do bao gồm lợi nhuận trước thuế, lợi nhuận sau thuế và các dòng tiền khác, đồng thời phối hợp sử dụng nhiều kịch bản khác nhau để dự đoán dòng tiền và tính toán giá trị hiện tại dựa trên tỷ lệ chiết khấu.

- *Mô hình định giá dựa trên chỉ số định giá*: Mô hình định giá dựa trên chỉ số sử dụng chỉ số thị trường P/S (Price-to-Sales) để xác định giá trị hiện tại của một doanh nghiệp. Mô hình dựa trên việc so sánh tỷ lệ giá cổ phiếu và doanh số bán hàng của doanh nghiệp, đòi hỏi thu thập dữ liệu về doanh số bán hàng, xác định tỷ lệ P/S thị trường với mục tiêu tính toán giá trị hiện tại của doanh nghiệp. Kết quả này được so sánh với giá cổ phiếu thực tế để đánh giá tính hợp lý của định giá.

- *Mô hình giá trị thặng dư*: Là một công cụ đánh giá giá trị doanh nghiệp dựa trên sự tương quan giữa giá trị thị trường của doanh nghiệp và giá trị cơ bản của tài sản và lợi nhuận của nó. Mô hình này phân tích sự chênh lệch giữa giá trị thị trường hiện tại của doanh nghiệp và giá trị mà tài sản và lợi nhuận của doanh nghiệp có thể tạo ra trong tương lai, với mục tiêu nhằm xác định xem thị trường hiện tại đã định giá doanh nghiệp ở mức cao hơn hay thấp hơn so với giá trị cơ bản dựa trên thông tin về tài sản và lợi nhuận.

- *Mô hình định giá bằng giá trị tài sản ròng*: Tập trung vào xác định giá trị của một doanh nghiệp dựa trên tài sản mà doanh nghiệp sở hữu, bao gồm cả tài sản không cố định (như tiền mặt và tài sản có thể chuyển đổi thành tiền mặt dễ dàng) và tài sản cố định (như máy móc và nhà xưởng), cũng như các tài sản vô hình như thương hiệu và sở hữu trí tuệ. Mô hình này phản ánh giá trị cơ bản của các tài sản này và khả năng sinh lời từ chúng trong tương lai.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Kariuki & Oyugi (2013) cho thấy, mô hình thu nhập thặng dư có hiệu quả trong việc đánh giá chính xác giá trị của chỉ số NSE. Vergos, Christopoulos & Kalorigou (2013) kiểm tra tính chính xác của mô hình thu nhập thặng dư của Ohlson, cho thấy mô hình thu nhập dư của Ohlson hoạt động hiệu quả và việc tích hợp các yếu tố như giá hàng hóa, tỷ lệ chiết khấu và mức thị trường trong một số trường hợp cụ thể tăng cường khả năng giải thích của mô hình.

Pinochi, Fais & Corsiglia (2019) phát hiện: các danh mục được xây dựng bằng các tỷ lệ định giá thặng dư dựa trên RIM cho thấy lợi nhuận vượt trội đáng kể so với các chỉ số thị trường. Các danh mục này vượt trội hơn so với các danh mục dựa trên các phương pháp khác, thể hiện ở tỷ lệ Sharpe và tỷ lệ thông tin cao hơn. Và các danh mục được xây dựng dựa trên RIM vượt trội đáng kể so với các chiến lược đầu tư dựa trên các khuyến nghị mua-bán của nhà phân tích. Đáng chú ý, RIM chứng tỏ hiệu quả đặc biệt trong việc xác định cổ phiếu bị định giá cao và tạo ra lợi nhuận lớn từ việc mua-bán ngắn hạn.

Đáng chú ý nhất, Curtis & Fargher (2003) cho thấy, mô hình thu nhập thặng dư có tính chính xác vượt trội so với một số bộ số so sánh tương đối khác. Những kết quả này ngụ ý việc áp dụng các phương pháp định giá cơ bản, ngay cả trên một bộ dữ liệu hạn chế, vẫn là một công cụ quý giá đối với các nhà đầu tư trong IPO.

Dựa trên các kết quả nghiên cứu của các tác giả

đã thực hiện trước đây, cũng như thực trạng sử dụng mô hình định giá vốn tại Việt Nam, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết như sau:

H1: Mô hình giá trị thặng dư cho ra kết quả chính xác hơn.

H2: Mô hình giá trị thặng dư giúp đưa ra chiến lược đầu tư có lợi suất cao hơn.

3.2. Số liệu

Bài báo tập trung vào đánh giá so sánh mức độ chênh lệch giữa giá kỳ vọng từ các mô hình định giá và giá thị trường thực tập được ghi nhận trên sàn giao dịch. Vậy nên nhóm chọn thông tin về giá đóng cửa và những số liệu sổ sách quá khứ của những công ty được niêm yết trên 2 sàn HNX và HoSE trong giai đoạn từ ngày 01/1/2009 và ngày 31/12/2018. Khoảng thời gian được nghiên cứu dừng lại ở năm 2018 để được áp dụng trong phương pháp phân tích lợi nhuận theo chuỗi thời gian, sử dụng chiến lược đầu tư mua và nắm giữ cổ phiếu trong 5 năm. Tính từ năm 2018, cổ phiếu đó được kỳ vọng sẽ sinh lợi nhuận là bao nhiêu nếu nắm giữ trong 5 năm, tức so sánh với lợi nhuận đạt được với giá thị trường vào năm 2023.

Các số liệu được sử dụng trong nghiên cứu là số liệu thứ cấp được lấy từ thống kê giao dịch của các mã cổ phiếu trên hệ thống cơ sở dữ liệu FiinPro. Tổng 3.190 quan sát cho thống kê giao dịch về giá đóng cửa, doanh thu, lợi nhuận, giá tổng tài sản, giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu, lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao. Đây là số lượng mẫu có thể thu thập được với những thông tin khuyết thiếu tối thiểu trong giai đoạn 2009-2018 để áp dụng thực hiện phân tích kiểm định hồi quy.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

3.3.1. Phương pháp phân tích sai số định giá

Phân tích sai số định giá là quá trình phân tích và đánh giá sự chênh lệch giữa giá trị dự báo và giá trị thực tế của một tài sản hoặc sản phẩm. Trong ngữ cảnh của tài chính hoặc kinh doanh, nó thường ám chỉ việc đánh giá hiệu suất của các mô hình định giá hoặc phương pháp định giá bằng cách so sánh giá trị mà mô hình dự báo với giá trị thực tế

ghi nhận trên thị trường. Việc phân tích sai số định giá có thể giúp nhận biết và hiểu rõ nguyên nhân của sự chênh lệch này, từ đó cải thiện và điều chỉnh các mô hình hoặc phương pháp định giá để làm cho dự báo hoặc ước lượng giá trị trở nên chính xác hơn. Cụ thể:

$$\text{Giá trị cổ phiếu} (\pi_i) = \beta x_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Trong đó: β là bội số của một công ty tương đương, x_i là biến số của một công ty và ε_i biểu thị sai số cho công ty i .

Để chọn các công ty tương đương để ước lượng β , bài nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu của các công ty trong cùng ngành được chọn làm các công ty tương đương; và toàn bộ các công ty trong các ngành được lựa chọn làm các công ty tương đương.

3.3.2. Phương pháp trung bình điều hòa và phương pháp trung vị giản đơn

Trong giai đoạn phân tích đầu tiên, các sai số định giá được đo lường để đánh giá hiệu suất của các bội số. Tuy nhiên, các lỗi tính toán trong phương trình (1) có thể dẫn đến kết luận sai lầm vì những lỗi này được đo lường dưới dạng giá trị thực, không phải dưới dạng tỉ lệ phần trăm. Dưới dạng giá trị thực, các công ty lớn hơn có xu hướng có các lỗi lớn hơn so với các công ty nhỏ hơn, làm cho việc so sánh trực tiếp giữa các bội số trở nên khó khăn. Để ước lượng lỗi dưới dạng tỉ lệ phần trăm, phương trình (1) được chia cho π_i ở cả hai bên:

$$1 = \beta x_i \pi_i + \varepsilon_i \pi_i$$

Trong đó: ε_i / π_i là sai số định giá dưới dạng tỉ lệ phần trăm. Bài nghiên cứu này giả định rằng các sai số định giá dự kiến là 0:

$$E(\varepsilon_i / \pi_i) = 1 - E(\beta x_i \pi_i) = 0$$

Sau đó bội số β được biểu diễn dưới dạng nghịch đảo của dữ liệu kỳ vọng x_i / π_i :

$$\beta = 1 / E(x_i \pi_i)$$

Như đã giải thích trước đó, β được đo bằng cách sử dụng trung bình điều hòa của π_i / x_i và nghịch đảo của trung vị của x_i / π_i . Sau khi ước lượng β , sai số định giá được đo lường như sự chênh lệch giữa giá thị trường và ước lượng của mô hình chia cho giá thị trường:

$$\varepsilon_i \pi_i = \pi_i - \beta x_i \pi_i \quad (2)$$

3.3.3. Phương pháp hồi quy

Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) để ước lượng mối quan hệ tuyến tính giữa giá thị trường và các biến số của các công ty tương đương. Phương pháp hồi quy OLS không yêu cầu các sai số định giá dự kiến phải bằng không, nhưng nó chủ yếu tính toán một hệ số (bội số β) giảm thiểu tổng của các lỗi bình phương. Các sai số định giá được tính theo cùng một cách như trong phương trình (2) để có thể so sánh trực tiếp giữa hiệu suất của các bội số.

4. Kết quả mô hình

4.1. Kết quả phân tích trung bình hài hòa và trung bình giản đơn

Bảng 1 mô tả giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn và chín giá trị phần trăm khác nhau cho các bội số. Xem xét sự khác biệt từ giá trị tuyệt đối của các dữ liệu không phân tích được nhiều biến động, tuy nhiên, khi so sánh với các kết quả từ nhiều nghiên cứu trước đó dựa trên mô hình và những bội số tương tự từ Liu, Shu và Zhang (2002) và Kim (2019), thì những số liệu thống kê từ doanh nghiệp Việt Nam cho thấy một số điểm tương đồng. Đó là, giá trị trung bình cao hơn trung vị, ngoại trừ bội số EPS/P, cho thấy các bội số có xu hướng lệch về bên phải. Xu hướng lệch phải càng rõ ràng hơn với mô hình định giá dòng tiền dự kiến (P1/P, P2/P, P3/P, P4/P).

Bảng 1. Giá trị sai số về định giá khi dùng trung bình hài hòa và trung bình giản đơn - Toàn ngành

		Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Phân vị								
					1%	5%	10%	25%	50%	75%	1%	95%	99%
NAV	BV/P	0.104	0.20	1.13	-4.61	-1.80	-1.05	-0.20	0.20	0.50	0.90	1.58	3.40
	EPS/P	0.88	0.30	3.22	-44.91	-2.70	-1.60	-0.20	0.30	0.70	1.00	2.63	32.63
Multiples	EBITDA/P	0.585	0.30	3.57	-16.88	-1.68	-0.80	-0.20	0.30	0.70	1.00	1.35	63.614
	Sales/P	0.06	0.50	2.44	-4.39	-2.43	-1.00	-0.10	0.50	0.80	1.00	1.10	2.18
	Sales/TP	-0.73	0.10	3.04	-12.86	-7.33	-3.40	-1.50	0.10	0.60	0.95	2.10	7.99
	EPS 1/P	1.58	0.30	1.71	-3.98	-1.70	-0.90	-0.10	0.30	0.70	1.35	2.60	10.25
RIMS	EPS 2/P	0.57	0.50	1.45	-5.83	-2.30	-1.05	-0.20	0.50	0.80	1.10	1.68	4.92
	P1/P	0.27	0.60	1.87	-6.70	-3.08	-1.50	0.00	0.60	0.90	1.40	2.48	5.38
	P2/P	-0.61	0.20	1.41	-7.29	-1.48	-0.70	-0.10	0.20	0.50	0.85	1.50	3.82
	P3/P	0.21	0.40	1.50	-5.86	-1.90	-1.10	-0.20	0.40	0.70	0.90	1.30	7.01
	P4/P	0.17	0.40	1.26	-5.80	-1.48	-0.70	-0.10	0.40	0.70	0.90	1.48	4.33

<Giải thích bảng số liệu trên>

4.2. Kết quả phân tích hồi quy

Sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) để ước lượng mối quan hệ tuyến tính giữa giá thị trường và các bội số ảnh hưởng tới giá trị vốn của doanh nghiệp, các dữ liệu phân tích sai số định giá được thể hiện ở Bảng 2.

Nhìn chung, tuy kết quả sai số trong định giá chưa vượt qua mô hình khác, nhưng kết hợp với độ biến động chuẩn thấp, mô hình thu nhập thẳng dư có kết quả định giá khá vượt trội.

Như vậy, nhóm bội số dữ liệu quá khứ thể hiện mức độ lệch chuẩn về sai số định giá cao, biến động lớn trong việc định giá đúng các doanh nghiệp khiến nhóm này có mức độ chính xác thấp.

4.3. Thảo luận

Phân tích sai số về định giá đã cung cấp một cái nhìn tổng quan về hiệu suất của các mô hình định giá khác nhau và mức độ tin cậy của chúng trong việc dự đoán giá cổ phiếu. Kết quả này cung cấp cơ sở để so sánh và đánh giá sự ưu và nhược điểm của mỗi mô hình trong nghiên cứu này.

Mô hình định giá dựa trên lợi nhuận như EPS/P, mặc dù có hiệu suất tốt trong một số trường hợp như nghiên cứu của Liu, Nissem & Thomas (2002), nhưng trong nghiên cứu này, kết quả xếp hạng thể hiện sự không ổn định với độ chính xác không cao hơn các biến số khác trong việc dự đoán giá cổ phiếu. Điều này có thể do biến động lớn trong dữ liệu lợi nhuận và không chắc chắn trong việc dự báo lợi nhuận tương lai của các công ty.

Bảng 2. Giá trị sai số sử dụng phương pháp hồi quy - Toàn ngành

		Trung bình	Trung vi	Độ lệch chuẩn	Phân vi								
					1%	5%	10%	25%	50%	75%	1%	95%	99%
NAV	BV/P	0.11	0.30	5.26	-4.13	-1.58	-0.70	-0.08	0.30	0.60	1.50	2.83	6.33
	EPS/P	0.75	0.80	0.37	-0.75	0.13	0.30	0.70	0.80	0.90	1.00	1.00	2.08
Multiples	EBITDA/P	0.73	0.80	0.32	-0.90	0.20	0.30	0.60	0.80	0.90	1.00	1.00	1.55
	Sales/P	3.11	2.30	2.23	1.10	1.10	1.20	1.50	2.30	3.68	5.40	7.00	12.16
	Sales/TP	0.79	0.90	0.32	-0.52	0.13	0.40	0.70	0.90	1.00	1.00	1.00	1.52
	EPS 1/P	1.42	1.40	0.31	1.10	1.20	1.20	1.30	1.40	1.50	1.70	1.90	2.30
	EPS 2/P	2.37	2.20	1.13	0.40	1.00	1.10	1.60	2.20	3.00	3.75	4.55	5.86
RIMS	P1	0.90	0.90	0.14	0.29	0.70	0.80	0.80	0.90	1.00	1.00	1.00	1.40
	P2	2.13	2.00	0.57	1.30	1.40	1.50	1.70	2.00	2.50	3.00	3.28	3.86
	P3/P	1.39	1.30	0.35	1.00	1.10	1.10	1.20	1.30	1.50	1.80	2.18	2.80
	P4/P	1.15	1.10	0.14	1.00	1.00	1.00	1.10	1.10	1.20	1.30	1.40	1.73

Trong khi đó, mô hình định giá dựa trên giá trị sổ sách như BV/P thường cho kết quả sai số định giá tốt hơn, với sự ổn định hơn trong dự đoán giá cổ phiếu. Điều này có thể do giá trị sổ sách thường ít biến động hơn so với lợi nhuận và có thể cung cấp một cơ sở ổn định hơn cho định giá cổ phiếu.

Các mô hình định giá dựa trên dòng tiền dự kiến, như P3 và P4, thường cho thấy hiệu suất tốt và ít biến động hơn so với các mô hình khác. Điều này gợi ý rằng việc dựa vào dòng tiền dự kiến có thể cung cấp một cơ sở đáng tin cậy cho định giá cổ phiếu.

Kết quả từ phân tích lợi nhuận theo chuỗi thời gian cung cấp thông tin bổ sung về hiệu suất của các mô hình định giá. Trong nhiều trường hợp, các mô hình định giá dựa trên giá trị sổ sách thường cho kết quả tốt hơn so với các mô hình dựa trên lợi nhuận, đặc biệt là trong việc dự đoán lợi nhuận tích lũy trong thời gian dài.

Như đã đề cập, kết quả ước lượng phân tích lợi nhuận theo thời gian xếp hạng mức độ sinh lời với chiến lược mua và nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn 5 năm. Xếp hạng thứ tự các biến số khá tương đồng với xếp hạng trong phân tích sai số định giá. Điều đó củng cố cho giả thuyết được xây dựng về việc áp dụng các mô hình định giá kế toán trong đầu tư thực tế: các mô hình đem lại độ chính xác cao về định giá vốn, đồng thời có khả năng dự báo mức lợi nhuận đầu tư cao.

Các kết quả chính cho thấy một số mô hình, đặc biệt là những mô hình dựa trên dòng tiền kỳ vọng và dòng tiền chiết khấu từ thu nhập kỳ vọng, cho thấy mức lợi nhuận cao hơn, với lợi nhuận trung bình tích lũy trong 5 năm đạt đến 35.25%. Tuy nhiên, nhóm nhận thấy có sự biến động đáng chú ý về lợi nhuận qua các chỉ số tài chính khác nhau, cho thấy sự khác biệt trong độ chính xác và tính nhất quán. Cụ thể, mô hình dựa trên giá trị vốn sổ sách (BV/P) có sự biến động ít hơn, với lợi nhuận trung bình tích lũy là 4.80%. Tuy nhiên, các chỉ số khác như EPS/P và EBITDA/P lại ghi nhận biến động đáng kể, với lợi nhuận hàng năm trung bình lần lượt là 0.45% và -5.25%. Vì vậy, việc lựa chọn và tính

chính các mô hình định giá rất quan trọng, nhằm tăng cường các quyết định của các nhà đầu tư và chuyên gia tài chính.

Bên cạnh đó, cùng thuộc nhóm biến số kỳ vọng, bội số dựa trên mô hình thu nhập thặng dư, sử dụng dự báo giá trị cuối cùng và điều chỉnh rủi ro qua các giả định khác nhau, hoạt động chính xác hơn bội số đơn giản dựa trên dự báo thu nhập trong hai phương pháp đánh giá.

Ngoài ra, xếp hạng giữa các biến số có giả định khác nhau thuộc dòng tiền dự kiến, P1, P2, P3 và P4 không đồng nhất khi so sánh trung bình và trung vị của phân tích lợi nhuận thời gian, cũng như so sánh giữa phân tích lợi nhuận và đánh giá mức độ sai số. Việc không đồng nhất này gợi ý rằng mô hình định giá bằng dòng tiền dự kiến vẫn cho ra dự đoán lợi nhuận tương đối đáng tin cậy, tuy nhiên mức độ chính xác xét trên giá trị tuyệt đối phụ thuộc vào giả định về giá trị cuối cùng của từng bội số.

Dựa trên kết quả phân tích, có thể tìm thấy sự tương đồng với một số nghiên cứu đã được thực hiện ở Việt Nam. Ví dụ, nghiên cứu của Kim (2019) cũng đã chỉ ra rằng các mô hình dựa trên thu nhập kỳ vọng có khả năng dự báo lợi nhuận cao hơn so với các mô hình khác. Điều này phản ánh sự nhất quán trong việc áp dụng các mô hình định giá vốn trên thị trường chứng khoán Việt Nam và hỗ trợ tính hợp lý của kết quả nghiên cứu. Tuy nhiên, việc áp dụng các mô hình này vào thị trường chứng khoán Việt Nam có thể đưa ra những kết quả khác biệt.

Thị trường chứng khoán Việt Nam có những đặc điểm riêng, bao gồm sự biến động cao và tính thanh khoản thấp ở một số giai đoạn. Do đó, việc áp dụng các mô hình định giá từ nghiên cứu trước đến thực tế thị trường cần được xem xét kỹ lưỡng. Các nhà đầu tư và chuyên gia tài chính cần phải hiểu rõ các yếu tố cụ thể của thị trường Việt Nam để có thể đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý.

Ngoài ra, việc nghiên cứu tầm ảnh hưởng của các mô hình định giá trong lĩnh vực kế toán lên quyết định của chuyên gia tài chính cũng rất quan

trọng. Các mô hình định giá có thể không chỉ ảnh hưởng đến quyết định đầu tư mà còn đến các chiến lược quản lý rủi ro và phân bổ tài sản. Điều này cung cấp một cái nhìn toàn diện về cách các mô hình định giá ảnh hưởng đến hành vi và quyết định của các nhà đầu tư, cùng chuyên gia tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

5. Kết luận

Thông qua phương pháp nghiên cứu định lượng, nhóm phân tích các bội số dựa trên hai phương pháp là trung bình điều hòa và hồi quy để đo lường sai số trong định giá và phân tích lợi nhuận theo chuỗi thời gian. Từ đó, nhóm đưa ra kết luận về hai hình thức đánh giá giá trị vốn từ góc độ kế toán và góc độ tài chính.

Bên cạnh đó, kết quả định lượng từ phân tích sai số trong định giá đã chỉ ra xếp hạng mức độ chính xác tương đối cao cho mô hình định giá dòng tiền dự kiến RIM sử dụng các giả định thu nhập dự kiến, tuy xếp hạng không nhất quán. Với phân tích sai số trung bình hài hòa và trung bình giản đơn, mức độ lệch chuẩn giữa các giả định thu nhập cao dẫn tới thứ hạng mức độ định giá đúng khác nhau lớn. Ngược lại, với phương pháp hồi quy, xếp hạng giữa các bội số có tính tương đồng cao hơn, với mức độ lệch chuẩn thấp nhất so với các nhóm khác. Như vậy, mô hình dòng tiền dự kiến có xếp hạng dự báo mức độ chính xác nhất, kể đến là mô hình thu nhập dự kiến và cuối cùng là dữ liệu quá khứ ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Curtis, A., & Fargher, N. L. (2003). A Comparison of Residual Income and Comparable Firm Valuation of Initial Public Offerings. [Online] Available at <https://doi.org/10.2139/ssrn.408320>
2. Kariuki, B., & Oyugi, L. (2013). Testing the Residual Income Valuation Model in a Nascent Stock Market: The Case of Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 4(10), 69-78.
3. Kim, J. R. (2019). A Comparison of Equity Valuation Models: Empirical Evidence from a Sample of UK Companies. *European Journal of Multidisciplinary Studies*, 4(2), 105.
4. Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172.
5. Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as Determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365.
6. Pinochi, M., Fais, F., & Corsiglia, M. (2019). Residual Income Model and Abnormal Returns: A Comparison to Factor Styles and Sell-Side Analysts. *SSRN Electronic Journal*, 1(1). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3478213>
7. Vergos, K., Christopoulos, A. G., & Kalogirou, V. (2013). Macroeconomic Factors and Company Value in the Context of the Ohlson Residual Income Valuation Model: Empirical Findings from Greece. *International Journal of Sustainable Economics Management (IJSEM)*, 2(2), 1-11.

Ngày nhận bài: 11/3/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 28/3/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 13/4/2024

Thông tin tác giả:

1. TS. LÊ PHƯƠNG LAN¹

2. NGUYỄN PHƯƠNG THỤC ANH²

3. NGUYỄN ĐĂNG NHẬT PHƯƠNG²

4. NGUYỄN MỸ DUYÊN²

5. NGUYỄN QUANG HUY²

6. NGUYỄN QUỐC HUY²

¹Giảng viên, Khoa Tài chính ngân hàng, Trường Đại học Ngoại thương Hà Nội

²Sinh viên, Khoa 60-Anh 02, Chương trình Tiên tiến Tài chính ngân hàng,
Khoa Tài chính ngân hàng, Trường Đại học Ngoại thương Hà Nội

COMPARING THE RELIABILITY OF CAPITAL VALUATION MODELS: EMPIRICAL RESULTS FROM VIETNAMESE ENTERPRISES

● PhD. LE PHUONG LAN¹

● NGUYEN PHUONG THUC ANH²

● NGUYEN DANG NHAT PHUONG²

● NGUYEN MY DUYEN²

● NGUYEN QUANG HUY²

● NGUYEN QUOC HUY²

¹Lecture, Faculty of Finance and Banking, Foreign Trade University

²Student, Faculty of Finance and Banking, Foreign Trade University

ABSTRACT:

This study provided an overview of valuation models and their reliability in predicting stock prices. The study is expected to help investors and financial analysts better understand the factors affecting stock prices and choose the most suitable model for their needs.

Keywords: pricing model, performance comparison, capital valuation, reliability, enterprise.