



INTERNAL FACTORS AFFECTING STOCK PRICES: A CASE STUDY OF NON-FINANCIAL COMPANIES LISTED ON THE HOSE

Phan Ngoc Thuy Nhu¹, Nguyen Kim Phuoc^{1*}, Dang Hoang Minh Quan²

¹Ho Chi Minh City Open University, Vietnam

²Hoa Sen University, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i6.1300 <i>Received:</i> March 31, 2026 <i>Accepted:</i> June 11, 2026 <i>Published:</i> December 25, 2026 Keywords: Non-financial enterprise, Stock price, Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE), Vietnam JEL codes: G10, G11, G30	Stock prices are one of the indicators that influence investors' decisions. Both theoretically and practically, stock prices are influenced by many factors, making them a topic of interest to researchers. However, research results on stock prices are inconsistent. This study focuses on investigating the internal factors affecting the stock prices of 249 non-financial companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) over a 10-year period, from 2015 to 2024. The FGLS regression results show that factors such as return on assets (ROA), earnings per share (EPS), revenue/total assets (REV), and total assets (ASSET) have a positive impact on the stock prices of non-financial companies in Vietnam. Based on the research results, several managerial implications are proposed to provide business managers with a scientific basis for improving financial indicators and enhancing operational efficiency by increasing income-generating assets, strengthening cost/revenue control, etc., thereby attracting investors to hold the company's shares and increasing the company's share value.

*Corresponding author:

Email: phuoc.nk@ou.edu.vn



CÁC YẾU TỐ NỘI TẠI TÁC ĐỘNG ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN HOSE

Phan Ngọc Thuỳ Như¹, Nguyễn Kim Phước^{1*}, Đặng Hoàng Minh Quân²

¹Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

²Trường Đại học Hoa Sen

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i6.1300 Ngày nhận bài: 31/03/2026 Ngày chấp nhận: 11/06/2026 Ngày đăng: 25/12/2026 Từ khóa: Doanh nghiệp phi tài chính, Giá cổ phiếu, Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam Mã JEL: G10, G11, G30	Giá cổ phiếu là một trong những chỉ số có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư. Trên bình diện lý thuyết cũng như thực tiễn, giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố, do đó đây là một chủ đề luôn được các nhà nghiên cứu quan tâm thực hiện. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu về giá cổ phiếu chưa có sự đồng nhất. Nghiên cứu này tập trung tìm hiểu các yếu tố nội tại tác động đến giá cổ phiếu của 249 doanh nghiệp phi tài chính có cổ phiếu niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) liên tục trong 10 năm, từ năm 2015 – 2024. Kết quả phân tích FGLS cho thấy, các yếu tố như tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), tổng doanh thu/tổng tài sản (REV), tổng tài sản (ASSET) có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam. Với quy mô mẫu lớn, thời gian đủ dài trên HOSE, kết quả nghiên cứu giúp xác định những yếu tố tài chính cốt lõi có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Từ kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị được đề xuất nhằm giúp cho nhà quản lý doanh nghiệp có căn cứ khoa học để cải thiện các chỉ số tài chính, nâng cao hiệu quả hoạt động của mình bằng cách gia tăng tài sản sinh lời, tăng cường kiểm soát chi phí/doanh thu,... từ đó giúp thu hút các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp và nâng cao giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp.

*Tác giả liên hệ:

Email: phuoc.nk@ou.edu.vn

1. Giới thiệu

Thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng trên toàn cầu đã đạt đến mức độ phát triển ngày càng cao, đây cũng được xem là cách kết nối các nhà đầu tư. Quyết định của nhà đầu tư dựa vào giá cổ phiếu và những biến động giá của nó. Mosley & Singer (2008) đã chứng minh rằng vốn cổ phần là một yếu tố quan trọng trong thị trường vốn, có thể giúp nâng cao hiệu quả kinh doanh và thúc đẩy doanh nghiệp đổi mới và cung cấp nền tảng có giá trị cho phát triển kinh tế lâu dài. Việt Nam hiện đang thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư trong và ngoài nước bởi sự phát triển nhanh chóng của các doanh nghiệp và thị trường chứng khoán Việt Nam.

Theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tổng vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đến hết năm 2023 đạt hơn 240 tỉ USD, tương đương 56,4% GDP. Quyết định số 1726/QĐ-TTg, ngày 29/12/2023 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030 với mục tiêu “phấn đấu nâng hạng thị trường chứng khoán trước cuối năm 2025, từ đó hướng tới mục tiêu giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán đạt 100% GDP trước năm 2025 và 120% GDP trước năm 2030”. Để thực hiện được mục tiêu nâng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam, các doanh nghiệp Việt Nam phải chứng minh sự phát triển của doanh nghiệp, thu hút nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp càng nhiều.

Wagle (2021) cũng cho rằng, đầu tư cổ phiếu là một trong những con đường đầu tư chính mang lại lợi nhuận đáng kể cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, sự bất ổn bất thường của giá cổ phiếu gây ra rủi ro cho nhà đầu tư, cũng như rắc rối cho các nhà quản lý, người hoạch định chính sách và các cơ quan chính phủ. Do đó, các chủ thể liên quan cần nghiên cứu kỹ các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu của từ nhóm ngành hàng, từng lĩnh vực, từng thị trường ở các quốc gia để có những quyết định phù hợp. Nhà đầu tư quyết định mua cổ phiếu nào với giá bao nhiêu dựa vào nhiều yếu tố (cả vĩ mô lẫn vi mô) trong đó, các chỉ số tài chính quan trọng của doanh nghiệp như: tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), thu nhập/cổ phiếu, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tổng tài sản,... được nhà đầu tư quan tâm nhiều.

Trên thế giới (bao gồm cả Việt Nam), nhiều nghiên cứu được thực hiện nhằm tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu. Kết quả là với mỗi môi trường và không gian nghiên cứu khác nhau đem lại những kết luận khác nhau về sự tồn tại của các yếu tố tác động cũng như chiều hướng và mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp. Điển hình như: (i) Choiriyah & cộng sự (2020), Claudia & Indrati (2021) không tìm thấy mối liên hệ của ROA với giá cổ phiếu nhưng nghiên cứu của Hasanah & Suryani (2022) cho thấy, ROA có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu. Các nghiên cứu của: Jahidah & cộng sự (2024), Jafar (2023), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2022) kết luận có mối tương quan đồng biến giữa ROA và giá cổ phiếu. (ii) Về quy mô doanh nghiệp đại diện bằng tổng tài sản, kết quả của các nghiên cứu trước cũng chưa đồng nhất. Kết quả nghiên cứu của: Dang & cộng sự (2024), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Phạm Tiến Mạnh & cộng sự (2020) cho thấy, tổng tài sản có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu. Sasongko Putra, Miqdad & Wahyuni (2024), Sukesti & cộng sự (2021), Bhattarai (2020),... đã kết luận tổng tài sản không có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Sự khác biệt về kết quả nghiên cứu có thể đến từ nhiều nguyên nhân như đối tượng, phạm vi, quy mô mẫu, mô hình và phương pháp mà các nhà nghiên cứu sử dụng. Đồng thời, các nghiên cứu về giá cổ phiếu trước đây ở Việt Nam đa phần tập trung vào lĩnh vực tài chính (ngân hàng, bất động sản) hay một ngành nào đó mà chưa có nghiên cứu tổng quát chung cho các doanh nghiệp, đặc biệt là nhóm các doanh nghiệp phi tài chính. Để góp phần gia tăng thêm nền tảng khoa học cho chủ đề nghiên cứu về giá cổ phiếu, chủ đề nghiên cứu “Các yếu tố nội tại tác

động đến giá cổ phiếu – Nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE” được thực hiện nhằm bổ sung bằng chứng khoa học về các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Nhằm khắc phục hạn chế về quy mô mẫu của các nghiên cứu về giá cổ phiếu trước đây, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 249 công ty niêm yết đủ 10 năm (2490 quan sát). Đồng thời, nghiên cứu chỉ tập trung vào các chỉ số tài chính quan trọng của các doanh nghiệp (các yếu tố bên trong của doanh nghiệp) mà không đưa vào mô hình những chỉ số vĩ mô vì các yếu tố nội tại (yếu tố cơ bản) là nền tảng quyết định giá trị thực của doanh nghiệp và là động lực cốt lõi chi phối giá cổ phiếu trong dài hạn. Đồng thời, đây cũng là những yếu tố mà nhà quản trị doanh nghiệp có thể chủ động điều chỉnh và kiểm soát (Nguyễn Đình Bình, 2025).

2. Cơ sở lý luận

Khi đề cập đến giá cổ phiếu người ta thường được xem xét dựa trên giá thị trường của cổ phiếu. Thực tế cho thấy, giá trị thị trường phản ánh hiệu quả hoạt động của các công ty, phản ánh khá nhanh những biến động của thị trường. Giá thị trường của cổ phiếu dễ quan sát và thay đổi liên tục do tuân thủ theo qui luật cung – cầu (Mishkin, 2007). Giá cổ phiếu dựa trên giá thị trường có nhiều loại như: giá mở cửa, giá đóng cửa, giá đóng cửa trung bình,... Phần lớn các nghiên cứu về giá cổ phiếu đều sử dụng giá đóng cửa vào thời điểm cuối năm (Jahidah & cộng sự, 2024; Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo, 2024; Jafar, 2023; ...). Nghiên cứu này cũng sử dụng giá đóng cửa (giá cuối năm tài chính) để đo lường giá cổ phiếu.

Sargent (1987) đưa ra lý thuyết kỳ vọng hợp lý (Rational expectations), theo lý thuyết này, các dự đoán của bên liên quan về giá trị của các biến kinh tế không sai một cách có hệ thống và độ lệch so với giá trị thực là ngẫu nhiên. Các kỳ vọng giống hệt các phán đoán tốt nhất về tương lai sau khi đã sử dụng tất cả các thông tin có sẵn. Theo đó, các nhà đầu tư quyết định mua cổ phiếu dựa vào các thông tin có sẵn (các chỉ số trên báo cáo tài chính, các chỉ số của thị trường,...) các sai lệch của dự báo mang tính ngẫu nhiên. Lý thuyết này giả sử rằng giá trị kỳ vọng của giá cổ phiếu sẽ bằng với giá trị được mô hình dự đoán.

Lý thuyết đại diện được đưa ra bởi Jensen & Meckling (1976) cho rằng, chi phí đại diện sẽ tăng lên khi có sự phân tách giữa người chủ sở hữu và người quản lý doanh nghiệp. Người chủ sở hữu (người nắm giữ cổ phiếu của các công ty cổ phần) sẽ mong muốn tối đa hóa lợi ích của mình thông qua việc tăng giá trị công ty, thu nhập/ cổ phiếu tăng lên, còn lợi ích của nhà quản lý thường quan tâm đến mức thu nhập của công ty. Chính mâu thuẫn này dẫn đến phát sinh chi phí đại diện. Lý thuyết chi phí đại diện (The agency theory) của Jensen & Meckling (1976) và lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986) cho rằng, luôn tồn tại xung đột lợi ích giữa các nhà quản lý doanh nghiệp và cổ đông.

Fama (1970) đưa ra lý thuyết hiệu quả của thị trường và cho rằng, thị trường hiệu quả là thị trường trong đó giá cổ phiếu (chứng khoán nói chung) phản ánh đầy đủ và ngay lập tức tất cả các thông tin sẵn có. Nói cách khác, trong thị trường này tại bất kỳ thời điểm nào, giá thực tế của chứng khoán là một ước tính hợp lý về giá trị nội tại của nó. Giả thuyết này giả định là tất cả các nhà đầu tư đều bình đẳng tiếp cận tất cả các thông tin có sẵn. Lý thuyết thị trường hiệu quả bao gồm: thị trường hiệu quả kém, khá mạnh và mạnh. Tuy nhiên, nghiên cứu thực nghiệm, đặc biệt là González, Nave & Rubio (2018), Akbar, Iqbal & Noor (2019) đã chứng minh rằng hầu hết thị trường là không hiệu quả. Điều đó có nghĩa là giá cổ phiếu không phản ánh đúng thực tế thị trường vì ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác. Các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu gồm có những yếu tố nội tại của doanh nghiệp và các yếu tố bên ngoài (kể cả yếu tố vĩ mô).

Một số tác giả chỉ ra tác động của các yếu tố nội bộ doanh nghiệp như: lợi nhuận trên tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS), tỷ lệ nợ vốn chủ sở hữu, lợi nhuận ròng (NPM) và quy mô công ty, chính sách cổ tức, tỷ lệ thu nhập trên giá, cổ tức trên mỗi cổ phiếu,... Tuy nhiên, các yếu tố nội bộ doanh nghiệp có ảnh hưởng khác biệt đến giá cổ phiếu ở kết quả của các nghiên cứu trước.

Kết quả nghiên cứu của Jahidah & cộng sự (2024), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Jafar (2023), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2022), ... đã cho thấy ROA và giá cổ phiếu (P) có mối tương quan thuận. Ngược lại, kết quả nghiên cứu của Hasanah & Suryani (2022) cho thấy, ROA có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu. Choiriyah & cộng sự (2020), Claudia & Indrati (2021) không tìm thấy mối liên hệ của ROA với giá cổ phiếu.

Tỷ lệ tổng chi phí hoạt động trên tổng doanh thu (OPR) là chỉ số đo lường hiệu quả quản lý chi phí (Yuliana & cộng sự, 2024). Chỉ số này thường nghịch biến với giá cổ phiếu, vì tỷ lệ giảm cho thấy hiệu quả hoạt động tăng, cải thiện lợi nhuận (Fauji & cộng sự, 2022; Hamzah & cộng sự, 2022; Safitri & cộng sự, 2021), thúc đẩy giá cổ phiếu tăng, và ngược lại, chi phí cao làm giảm lợi nhuận, khiến giá cổ phiếu suy giảm. Kiểm soát chi phí trên doanh thu là yếu tố cốt lõi trong báo cáo kết quả kinh doanh, ảnh hưởng trực tiếp đến tâm lý nhà đầu tư, khả năng sinh lời cao, làm tăng sự hấp dẫn của cổ phiếu đối với nhà đầu tư (Gunawan & cộng sự, 2022; Yuliana & cộng sự, 2024). Các nghiên cứu của: Yuliana & cộng sự (2024), Phan, Nguyen & Hoang (2022), Fauji & cộng sự (2022); Hamzah & cộng sự (2022); Safitri & cộng sự (2021) đã kết luận, tổng chi phí hoạt động/tổng doanh thu **nghịch biến với** giá cổ phiếu của doanh nghiệp.

Khi nghiên cứu về giá cổ phiếu, hầu như biến “thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)” đều được đưa vào mô hình. Kết quả của các nghiên cứu khá tương đồng về mối quan hệ giữa EPS và giá cổ phiếu (P). Các nghiên cứu điển hình gần đây có thể kể đến như: Lestari & Hariyanto (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Gharaibeh & cộng sự (2022), Ardiana & Ulfah (2022), Machmuddah, Suhartono & Sumaryati (2021), Phạm Ngọc Vân (2021),... Tuy nhiên, một vài nghiên cứu khác chưa tìm thấy sự tương quan giữa EPS và P (Đào Thị Tuyết và Trần Phước, 2022; Lại Cao Mai Phương, Huỳnh Quốc Trọng & Vũ Phạm Gia Bảo, 2022).

Tổng nợ phải trả/ vốn chủ sở hữu (D_E) là chỉ số liên quan đến quyết định nguồn tài trợ, các công ty ưu tiên tài trợ bằng nợ hay vốn chủ sở hữu (Zaki & cộng sự, 2017). Các chủ nợ thích tỷ lệ DER thấp hơn với lập luận rằng, tỷ lệ càng thấp, mức độ tài trợ của công ty đến cổ đông càng cao và khả năng bảo vệ chủ nợ càng lớn (Junaedi & Helen, 2016). Giá trị D_E càng thấp cho thấy mức độ tài trợ do chủ sở hữu cung cấp càng cao, do đó các công ty có xu hướng sử dụng vốn chủ sở hữu làm nguồn tài trợ (Sutapa, 2018). Nếu công ty có nợ thấp, thì chi phí mà công ty bỏ ra để trả lãi và nợ gốc sẽ thấp, nhờ đó vốn chủ sở hữu của công ty có thể được sử dụng để phân phối cổ tức (Gunawan & Harjanto, 2019; Lie & Osesoga, 2020). Việc phân phối cổ tức sẽ làm tăng sự quan tâm của nhà đầu tư đến việc mua cổ phiếu, dẫn đến nhu cầu về cổ phiếu cao và giá cổ phiếu tăng. Do đó, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DER) thấp sẽ khiến giá cổ phiếu tăng (Nordiana & Budiyo, 2017; Gustmainar & Mariani, 2018; Chandra & Osesoga, 2021; Sukesti & cộng sự, 2021).

Tổng doanh thu/tổng tài sản (REV) là thước đo hiệu quả sử dụng tài sản để tạo ra doanh thu, cho biết một đồng tài sản đầu tư tạo ra bao nhiêu đồng doanh thu (Mishkin, 2007). Chỉ số này giúp nhà đầu tư và nhà quản lý biết được tài sản có đang được sử dụng tối ưu hay không. Lestari & cộng sự (2024), Yuliana & cộng sự (2024), Gunawan & cộng (2022) đã tìm thấy mối quan hệ đồng biến giữa tổng doanh thu/tổng tài sản (REV) với giá cổ phiếu (P) của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Quy mô công ty đo bằng tổng tài sản, các nghiên cứu trước cho kết quả chưa đồng nhất. Kết quả nghiên cứu của: Dang & cộng sự (2024), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Phạm Tiến Mạnh & cộng sự (2020) cho thấy, tổng tài sản có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, Sasongko Putra, Miqdad & Wahyuni (2024), Sukesti & cộng sự (2021), Bhattarai (2020),... không tìm thấy mối quan hệ giữa tổng tài sản và giá cổ phiếu.

3. Mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Dựa vào khung lý thuyết nêu trên và kết quả nghiên cứu trước điển hình như: Jahidah & cộng sự (2024), Lestari & Hariyanto (2024), Jafar (2023), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2022), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Gharaibeh & cộng sự (2022), Ardiana & Ulfah (2022), Machmuddah, Suhartono & Sumaryati (2021), Sukesti et al (2021), Phạm Ngọc Vân (2021), Ratnasih & Zulher (2021), Chandra & Osesoga (2021), Phạm Tiến Mạnh & cộng sự (2020), ... mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

Mô hình tổng quát:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{t=1}^{10} \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Với t là số năm ($t = \{1; 10\}$); α là hằng số; X là các biến độc lập ($X = \{1; 6\}$); β là hệ số hồi quy tương ứng với số biến độc lập; i là số công ty có cổ phiếu niêm yết ($i = \{1; 249\}$). Y hay P là biến phụ thuộc được tính bằng giá đóng cửa của cổ phiếu.

Mô hình chi tiết:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 OPR_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 D_E_{it} + \beta_5 REV_{it} + \beta_6 ASSET_{it} + \varepsilon_{it}$$

β là hệ số hồi quy tương ứng với số biến độc lập, biểu thị mối quan hệ giữa công ty i trong năm t và ε_{it} là sai số ngẫu nhiên của mô hình.

Bảng 1: Biến quan sát và giả thuyết (kỳ vọng dấu)

T T	Mã biến	Giải thích biến	Đo lường	Căn cứ khoa học	Giả thuyết (kỳ vọng dấu)
Biến phụ thuộc					
1	P	Giá cổ phiếu (giá đóng cửa)	Đồng	Jahidah & cộng sự (2024), Jafar (2023), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2022)	
Biến độc lập					
2	ROA	Tỷ suất lợi nhuận/ tổng tài sản	%	Jahidah & cộng sự (2024), Jafar (2023), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2022).	H ₁ (+)

T T	Mã biến	Giải thích biến	Đo lường	Căn cứ khoa học	Giả thuyết (kỳ vọng dấu)
3	OPR	Tổng chi phí hoạt động/tổng doanh thu	%	Phan, Nguyen & Hoang (2022), Fauji & cộng sự (2022); Hamzah & cộng sự (2022); Safitri & cộng sự (2021).	H ₂ (-)
4	EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	Đồng	Lestari & Hariyanto (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Gharaibeh & cộng sự (2022), Ardiana & Ulfah (2022), Machmuddah, Suhartono & Sumaryati (2021)	H ₃ (+)
5	D_E	Tổng nợ phải trả/vốn chủ sở hữu	%	Lestari & cộng sự (2024), Sukesti et al (2021), Phạm Ngọc Vân (2021), Ratnasih & Zulher (2021), Chandra & Osesoga (2021).	H ₄ (-)
6	REV	Tổng doanh thu/tổng tài sản	%	Lestari & cộng sự (2024), Hasanah & Suryani (2022), Sukesti et al (2021).	H ₅ (+)
7	ASSET	Tổng tài sản	Ln tổng tài sản	Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Phạm Tiến Mạnh & cộng sự (2020)	H ₆ (+)

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (POOL, REM và FEM) để phân tích dữ liệu của 249 công ty nhóm có niêm yết cổ phiếu trên HOSE liên tục trong 10 năm (2015 – 2024), tương ứng với 2.490 quan sát (10 năm * 249 công ty). Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính (đã kiểm toán) của các công ty. Trình tự phân tích dữ liệu theo bốn bước: (i) Thống kê mô tả; (ii) Hồi quy dữ liệu bảng các mô hình POOL, REM và FEM và (iii) Kiểm định sự phù hợp của mô hình nghiên cứu, (iv) Kiểm tra, khắc phục các vi phạm của mô hình (FGLS).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả

Chỉ tiêu	ĐVT	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Giá cổ phiếu (P)	Đồng	28.313,13	1.020	265.000	28.370,23
Tỷ suất lợi nhuận/ tổng tài sản (ROA)	%	6,70	-78,74	72,19	8,38

Chỉ tiêu	ĐVT	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Tổng chi phí hoạt động/tổng doanh thu (OPR)	%	0,14	-6,80	106,32	1,19
Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)	Đồng	2.765,79	-12.247	38.608	3.578,64
Tổng nợ phải trả/ vốn chủ sở hữu (D_E)	%	1,356	-4,83	140,03	3,41
Tổng doanh thu/tổng tài sản (REV)	%	0,97	-0,01	9,37	1,03
Ln_Tổng tài sản (ASSET)	Logarit tỷ đồng	28,30	24,69	34,36	1.39

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 249 công ty có niêm yết cổ phiếu trên HOSE. Kết quả thống kê (Bảng 2) cho thấy, giá cổ phiếu của các công ty có sự chênh lệch lớn (độ lệch chuẩn đạt 28.370,23), có cổ phiếu giá lên đến 265.000 đồng nhưng cũng có cổ phiếu có thời điểm dưới mệnh giá (1.020 đồng). Đây là điều hiển nhiên vì giá theo quy luật của thị trường. Giá cổ phiếu chịu tác động bởi nhiều yếu tố. Các công ty trong mẫu nghiên cứu có ROA bình quân là 6,7%. EPS cũng là một biến số có sự chênh lệch đáng kể (3.578,64 đồng), EPS bình quân chung đạt 2.765,79 đồng, đây là mức thu nhập mà cổ đông có thể chấp nhận được. Các chỉ số tài chính khác như D_E, REV, OPR có sự chênh lệch nhỏ. Tuy nhiên, ASSET có sự chênh lệch lớn giữa các công ty. Đây cũng là điều hiển nhiên vì các công ty có quy mô hoạt động khác nhau.

4.2. Kết quả phân tích hồi quy và các kiểm định

Bảng 3. Ma trận tương quan và hệ số VIF

	P	ROA	OPR	EPS	D_E	REV	VIF
P	1						
ROA	0,5166***	1					2,02
OPR	-0,0268	0,0355*	1				1,00
EPS	0,7294***	0,6791***	-0,0299	1			1,97
D_E	-0,0718***	-0,2133***	-0,0044	-0,0986***	1		1,06
REV	0,1104***	0,1459***	-0,0415**	0,1582***	0,0034	1	1,09
ASSET	0,2185 ***	-0,1148***	-0,0305	0,0704***	0,0989***	-0,2229***	1,13

Ghi chú: Dấu ***, **, và * thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Theo kết quả phân tích tương quan và hệ số VIF (Bảng 3) cho thấy, tương quan giữa các cặp biến hầu hết dưới 0,6 trừ tương quan giữa biến EPS với P (hệ số tương quan là 0,7294***) và EPS với ROA (hệ số tương quan là 0,6791). Theo Gujarati, Porter & Gunasekar (2012), để giảm thiểu sự hiện diện của đa cộng tuyến và duy trì kết quả khách quan, hệ số khuyến đại phương sai (VIF) đồng thời được xem xét, Kết quả cho thấy hệ số VIF của các biến khá thấp (VIF < 5), như vậy, mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 4: Kết quả hồi quy

Biến phụ thuộc (P: Giá cổ phiếu)		Kết quả hồi quy		
Biến độc lập	POOL	FEM	REM	FGLS
ROA	315,3395*** [4,96]	-145,9401** [-2,07]	-42,65734 [-0,63]	119,33** [2,22]
OPR	42,39452 [0,25]	-18,25199 [-0,15]	-9,464902 [-0,07]	-3,11959 [-0,03]
EPS	5,12062*** [34,78]	3,136289*** [19,14]	3,607129*** [22,91]	4,16197*** [24,29]
D_E	-62,30483 [-0,55]	73,04657 [0,82]	35,85267 [0,39]	-11.26241 [-0,16]
REV	1042,318*** [2,73]	1283,384 [1,56]	1483,218** [2,45]	800,9384*** [3,59]
ASSET	3939*** [13,75]	2424,533*** [3,71]	3460,808*** [7,48]	1809,408*** [8,01]
Hằng số	-100353,3***	-49331.39***	-80792.76***	-39282,58***
Độ phù hợp mô hình		F(6,2483)	F(6,2235)	Wald chi2 (6)
Thông kê F/ Wald chi2		539,70***	115,59***	1149,47***
Adj R-squared		0,5650		
Lựa chọn mô hình				
Kiểm định ảnh hưởng cố định (Wald test) F(6, 2235)		115,59***		
Kiểm định Hausman (Hausman test) (chi2(5))		18,49***		
Kiểm định khắc phục tự tương quan và phương sai sai số thay đổi (Wald test)		Hệ số AR(1)= 0,4453; Hệ số Wald chi2(6) = 1679,3; Prob > chi2 = 0.0000		

*Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%*

Thống kê t trong ngoặc []

Kiểm định ảnh hưởng cố định (Wald test) cho kết quả, Prob > F = 0,0000 (nhỏ hơn 5%) với F (6, 2235) = 115,59 (mức ý nghĩa 1%), như vậy mô hình FEM phù hợp hơn PoolOLS. Kiểm định Hausman (Hausman test) cho kết quả (chi2(5) = 18,49 với Prob > chi2 = 0,0024 (nhỏ hơn 5%) như vậy mô hình FEM phù hợp hơn REM.

Bảng 5: Kiểm tra hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi

Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi	Chibar2	Prob > chibar2
Modified Wald test (chi2 (249))	4,1 ^{e+05***}	0,0000
Kiểm định hiện tượng tự tương quan	F (1, 248)	Pr
Wooldridge test	49,447***	0,0000

Từ kết quả kiểm định ở Bảng 5 ta thấy, giá trị chibar2 có Prob > chi2 nhỏ hơn 1%, và P F (1, 248) có Pr < 1%, cho thấy mô hình FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Điều này sẽ hạn chế tính hiệu quả của mô hình FEM. Theo Beck & Katz (1995), phương pháp ước lượng FGLS (Feasible Generalized Least Squares) phù hợp để khắc phục hiện tượng phương sai sai số và tự tương quan, để kết quả ước lượng không chệch (Hoechle, 2007). Kết quả kiểm định khắc phục tự tương quan và phương sai sai số thay đổi cho hệ số AR(1) = 0,4453; hệ số Wald chi2(6) = 1679,3 với Prob > chi2 = 0.0000, như vậy, hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi đã được khắc phục, kết quả hồi quy đảm bảo tính tin cậy.

Kết quả ước lượng mô hình FEM hiệu chỉnh bằng phương pháp FGLS (Bảng 4), các biến ROA (mức ý nghĩa 5%), EPS (mức ý nghĩa 1%), REV (mức ý nghĩa 1%), ASSET (mức ý nghĩa 1%) có tác động tới giá cổ phiếu. Các biến OPR và D_E không đạt ý nghĩa thống kê yêu cầu nên chưa tìm thấy bằng chứng có tác động đến giá cổ phiếu.

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy (Table 4) cho thấy, 4/6 biến độc lập có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu (P) của 249 công ty trong mẫu nghiên cứu là: tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản (ROA), thu nhập trên mỗi của cổ phiếu (EPS), Tổng doanh thu/tổng tài sản (REV) và tổng tài sản (ASSET), Tất cả các biến ROA, EPS, REV và ASSET đều tác động tích cực đến P ở mức ý nghĩa 1%, duy chỉ có biến ROA tác động tích cực đến P ở mức ý nghĩa 5%.

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS): Kết quả FGLS cho thấy, P và EPS có tương quan thuận. Khi các yếu tố khác không thay đổi thì khi EPS tăng thêm 1.000 đồng thì giá cổ phiếu sẽ tăng 4,16197 đồng và ngược lại (với mức ý nghĩa 1%). Kết quả này cho thấy giả thuyết (H₃) và kỳ vọng đầu ban đầu là phù hợp. Lestari & Hariyanto (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Gharaibeh & cộng sự (2022), Ardiana & Ulfah (2022), Machmuddah, Suhartono & Sumaryati (2021). EPS là thu nhập được kỳ vọng của nhà đầu tư, do vậy EPS tác động tích cực đến P là hoàn toàn phù hợp. Do đó, nhà quản trị doanh nghiệp cần chú trọng chỉ số EPS để giữ chân nhà đầu tư, giúp nhà đầu tư quyết định nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp nhiều hơn.

Tổng doanh thu/tổng tài sản (REV): Kết quả FGLS cho thấy, P và REV có tương quan thuận. Khi các yếu tố khác không thay đổi thì khi REV tăng thêm 1% thì giá cổ phiếu sẽ tăng 800,9384 đồng và ngược lại (với mức ý nghĩa 1%). Kết quả này cho thấy giả thuyết (H₅) và kỳ vọng đầu

ban đầu là phù hợp và phù hợp với kết quả nghiên cứu của: Lestari và cộng sự (2024), Hasanah & Suryani (2022), Sukesti et al (2021). Tổng doanh thu/tổng tài sản (REV) tăng là một chỉ số chứng tỏ công ty phát triển, hoạt động kinh doanh tăng trưởng nên giá cổ phiếu tăng nhanh là phù hợp. Để cải thiện chỉ số này, nhà quản trị và nhà đầu tư cần xem xét cả hai chỉ số tổng doanh thu và tổng tài sản, đảm bảo tốc độ tăng tổng doanh thu nhanh hơn tốc độ tăng tổng tài sản, nói chung là hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp ngày càng phát triển.

Tổng tài sản (ASSET): Kết quả ước lượng FGLS đã ghi nhận bằng chứng về tương quan đồng biến giữa tổng tài sản và giá cổ phiếu (P) của các công ty trong mẫu nghiên cứu. Ước lượng FGLS cho thấy, Khi các yếu tố khác không thay đổi thì khi ASSET tăng thêm 1 đơn vị thì giá cổ phiếu sẽ tăng 1809,408 đồng và ngược lại (với mức ý nghĩa 1%). Kết quả này cho thấy giả thuyết (H6) và kỳ vọng đầu ban đầu là phù hợp. Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Phạm Tiến Mạnh, và cộng sự (2020). Ngoài việc tăng lợi nhuận không chia để tái đầu tư vào tài sản, quy mô tài sản lớn sẽ giúp nhà đầu tư vững tin vào sự phát triển của công ty trong tương lai nên việc nắm giữ cổ phiếu sẽ gia tăng đáng kể. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần chú ý, nếu giữ lại lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư (tăng tài sản) thì có thể ảnh hưởng đến EPS. Đồng thời, việc gia tăng tổng tài sản nhưng tỷ suất lợi nhuận tăng không tương ứng hoặc tăng ít hơn tốc độ tăng của tổng tài sản thì cũng ảnh hưởng đến ROA.

Tỷ suất lợi nhuận/ tổng tài sản (ROA): Kết quả FGLS cho thấy, P và ROA có tương quan thuận. Khi các yếu tố khác không thay đổi thì khi ROA tăng thêm 1% thì giá cổ phiếu sẽ tăng 119,33 đồng và ngược lại (với mức ý nghĩa 5%). Kết quả này cho thấy giả thuyết (H1) và kỳ vọng đầu ban đầu là phù hợp. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu Jahidah và cộng sự (2024), Jafar (2023), Jafar (2023), Al-Dwiry, Al-Eitan & Amira (2022), Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024), Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2022). Việc gia tăng hiệu quả tài chính giúp nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu nhiều hơn, từ đó đẩy giá cổ phiếu tăng lên. Việc gia tăng tổng tài sản giúp gia tăng giá cổ phiếu trên thị trường, tuy nhiên nhà quản trị doanh nghiệp cần cân nhắc và chỉ được gia tăng tài sản có suất sinh lời cao, nhằm đảm bảo tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản tăng nhanh hơn và lợi nhuận mang lại từ việc gia tăng tài sản cao và bền vững để tránh ảnh hưởng tiêu cực đến EPS và ROA.

5. Kết luận và hàm ý quản trị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của 249 công ty có cổ phiếu niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2015 – 2024 (10 năm). Kết quả ước lượng mô hình FEM hiệu chỉnh bằng phương pháp FGLS cho thấy, các biến ROA, EPS, REV, ASSET có tác động tới giá cổ phiếu. Các biến OPR và D_E chưa tìm thấy bằng chứng có tác động đến giá cổ phiếu. Kết quả này đã góp phần khẳng định mối quan hệ giữa ROA, EPS với giá cổ phiếu. Đồng thời, nghiên cứu này cũng phát hiện thêm REV, ASSET có tác động đến giá cổ phiếu. Đây là điểm mà các nghiên cứu trước chưa có kết quả đồng nhất. Các chỉ số này có mối tương quan với nhau, điển hình như chỉ số ROA và EPS (có liên quan đến lợi nhuận sau thuế), REV và ASSET (có liên quan đến tổng tài sản). Từ kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị gợi ý cho 249 công ty phi tài chính được đề xuất.

5.2. Hàm ý quản trị

Dựa vào kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị gửi đến các công ty phi tài chính có cổ phiếu niêm yết trên HOSE như sau: (i) Gia tăng ROA bằng việc gia tăng lợi nhuận sau thuế, để đảm bảo gia tăng lợi nhuận của công ty một cách hiệu quả cần kiểm soát chi phí hoạt động nhất là các chi

phí cố định; (ii) Kiểm soát hiệu quả chi phí hoạt động/doanh thu theo xu hướng gia tăng doanh thu nhanh và nhiều hơn, chi phí hoạt động tăng không tương ứng (ít hơn) so với tốc độ tăng doanh thu. Các công ty nên gia tăng ứng dụng công nghệ tiên tiến trong việc vận hành bộ máy để giảm chi phí cố định lẫn chi phí biến đổi; Duy trì và phát triển các sản phẩm/ dịch vụ cũng như khách hàng mang lại doanh thu và lợi nhuận cao; (iii) Gia tăng quy mô tài sản, đảm bảo tăng các tài sản sinh lời cho công ty. Việc gia tăng tổng tài sản một cách hiệu quả bằng cách gia tăng tài sản có khả năng sinh lời cao. Điều này vô hình chung góp phần tác động tích cực và gián tiếp đến ROA và EPS. Từ đó, tác động kép đến giá cổ phiếu, giúp giá cổ phiếu của doanh nghiệp gia tăng cao hơn do nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu nhiều hơn; (iv) Tăng thu nhập trên mỗi cổ phần để giữ chân và thu hút nhà đầu tư lâu dài. Nhà quản trị nên duy trì lợi nhuận ổn định để chi trả cổ tức đều đặn để giữ chân nhà đầu tư và tránh việc bán tháo cổ phiếu.

Dữ liệu nghiên cứu đủ lớn (2490 quan sát), tuy nhiên chưa đưa vào mô hình nghiên cứu biến kiểm soát sự khác biệt giữa các ngành nghề kinh doanh của các công ty. Đồng thời, nghiên cứu này chỉ tập trung vào một số chỉ số tài chính quan trọng bên trong doanh nghiệp mà chưa xem xét đến các yếu tố khác như: Các nghiên cứu tiếp theo cần phát triển theo hướng khắc phục hạn chế của nghiên cứu này ví dụ như xem xét yếu tố kiểm soát đặc điểm của ngành kinh doanh, yếu tố biến động của thị trường (ví dụ chu kỳ kinh tế, COVID-19), sử dụng biến ROE thay cho biến ROA hoặc dùng cả hai, các yếu tố phi tài chính khác,... để phát hiện thêm những yếu tố tác động đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.

Tài trợ:

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh theo mã số đề tài T2024.04.2.

Tài liệu tham khảo

- Akbar, M., Iqbal, F., & Noor, F. (2019). Bayesian analysis of dynamic linkages among gold price, stock prices, exchange rate and interest rate in Pakistan. *Resources Policy*, 62, 154-164. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.03.003>
- Al-Dwiry, M., Al-Eitan, G. N., & Amira, W. (2022). Factors affecting stock price: Evidence from commercial banks in the developing market. *Journal of Governance and Regulation*, Volume, 11(4). 339–346. <https://doi.org/10.22495/jgrv11i4siart14>. <https://doi.org/10.37641/jimkes.v12i6.2916>
- Ardiana, T. E., & Ulfah, I. F. (2022). Manufacturing Company's Stock Price: Effect dividend Per Share, Earning Per Share, Return On Investment, Price Book Value Listing in Bei. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAAR)*, 6(2), 1551-1557. <https://doi.org/10.29040/ijebar.v6i2.5722>
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American political science review*, 89(3), 634-647. <https://doi.org/10.2307/2082979>
- Bhattarai, B. P. (2020). Determinants of share price of commercial bank in Nepal. *Journal of Research Business, Economics and Management*, 10(9), 12-28. DOI: 10.47750/QAS/24.196.01
- Chandra, C. N., & Osesoga, M. S. (2021). Analysis on factors that affect stock price: A study on property, real estate, and building construction companies at Indonesia Stock Exchange. *Ultima Accounting: Jurnal Ilmu Akuntansi*, 13(1), 32-45. DOI: 10.31937/akuntansi.v13i1.1933
- Chính phủ (2023). Quyết định số 1726/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ: Phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030 (ban hành ngày 29 tháng 12 năm 2023). Xem tại: <https://vanban.chinhphu.vn/?pageid=27160&docid=209335>
- Choiriyah, C., Fatimah, F., Agustina, S., & Ulfa, U. (2020). The effect of return on assets, return on equity, net profit margin, earning per share, and operating profit margin on stock prices of banking companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Finance Research*, 1(2), 103-123. <https://doi.org/10.47747/ijfr.v1i2.280>

- Claudia, A., & Indrati, M. (2021). Analysis of Effect on Asset Return, Return on Equity, Earning Per Share, and Net Profit Margin on Share Price on Banking Company. *Journal Research of Social, Science, Economics, and Management*, 1(2), 64-78. DOI :10.36418/jrssem.v1i2.10
- Dang, N., Dam, H., Dinh, A., & Le, T. (2024). The factors influencing the stock prices of construction industry enterprises: An empirical study in Vietnam. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 18(3), 1-17. <https://pdfs.semanticscholar.org/271b/bcefa49e937229828a64b52cb8ef8932169e.pdf>
- Đào Thị Tuyết và Trần Phước (2023). Ảnh hưởng của thông tin trên báo cáo tài chính đến giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công Thương - Các kết quả nghiên cứu khoa học và ứng dụng công nghệ*, Số 18 tháng 8 năm 2023. DOI: 10.46242/jstih.v54i06.4226
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fauji, A., Oktafiani, W., & Bangsa, B. (2022). The Effect of Capital Adequacy Ratio and Operating Income Operating Expenses on Return on Assets in Banking Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi*, 11(01), 326–333. <https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi/article/view/250>
- Gharaibeh, A. T., Saleh, M. H., Jawabreh, O., & Ali, B. J. (2022). An empirical study of the relationship between earnings per share, net income, and stock price. *Applied Mathematics & Information Sciences An International Journal (Appl. Math)*, 16(5), 673-679. doi:10.18576/amis/160502
- González, M., Nave, J., & Rubio, G. (2018). Macroeconomic determinants of stock market betas. *Journal of Empirical Finance*, 45, 26-44. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.10.003>
- Gujarati, D. N., Porter, D. C., & Gunasekar, S. (2012). Basic econometrics. Tata mcgraw-hill education, New Delhi.
- Gunawan, A., & Harjanto, K. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016. *Ultima Accounting: Jurnal Ilmu Akuntansi*, 11(1), 81-107. DOI:10.31937/akuntansi.v11i1.1225
- Gunawan, R., Widiyanti, M., Malinda, S., & Adam, M. (2022). The EfThet of Current Ratio, Total Asset Turnover, Debt Asset Ratio, and Debt-to-Internet Ratio on Return on Assets in Plantation Sub-Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economic, Business, Accounting, Agriculture Management and Sharia Administration (IJEBAAS)*, 2(1), 19–28. <https://doi.org/10.54443/ijeabas.v2i1.139>
- Gustmainar, J., & Mariani, M. (2018). Analisis Pengaruh Current Ratio, Debt To Equity Ratio, Gross Profit Margin, Return On Investment, Dan Earning Per Share Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan LQ 45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2016. *Bilancia: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 2(4), 465-476. DOI:10.32897/dimensi.v3i2.2753
- Hamzah, A., Nurhayati, E., Martika, L., Puspasari, O., & Nurhaliza, S. (2022). Effect of Operating Expenses of Operating Income, Loan Deposits Ratio, and Non-Performing Loan on Profitability with Capital Adequacy Ratio as a Moderating Variable. <https://doi.org/10.4108/eai.2-12-2021.2320239>. DOI:10.4108/eai.2-12-2021.2320239
- Hasanah, M., & Suryani, E. (2022). Effect of ROA, EPS, and NPM on the stock price of property & real estate sub-sector companies in 2009-2018. *Management Science Research Journal*, 1(2), 6-29. DOI:10.56548/msr.v1i2.16
- Hoàng Hoa Sơn Trà và Trần Vũ Bảo (2024). Các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn 2010-2022. Xem tại: <https://kinhtevadubao.vn/cac-nhan-to-anh-huong-den-gia-co-phieu-cua-cac-ngan-hang-thuong-mai-co-phan-viet-nam-niem-yet-tren-san-hose-giai-doan-2010-2022-29597.html>.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, 7(3), 281-312. DOI:10.1177/1536867X0700700301
- Jafar, A. N. (2023). The Influence of Fundamental and Macroeconomic Analysis on Stock Price. *Jurnal Economic Resource*, 6(2), 279-287. DOI:10.57178/jer.v6i2.662
- Jahidah, N., Arraniri, I., Komarudin, M. N., & Fauzan, A. I. (2024). The Influence of Inflation, Interest Rates, and Financial Performance on LQ45 Index Share Prices in 2019-2023. *International Journal Administration, Business & Organization*, 5(2), 87-96. DOI:10.61242/ijabo.24.411

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M.C & Meckling, W.H (1976), “Agency Costs and the theory of the firm”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.3, 305-360. <https://www.scribd.com/document/343897071/Journal-of-Financial-Economics-Volume-3-Issue-4-1976-Doi-10-1016-0304-405x-76-90026-x-Michael-C-Jensen-William-H-Meckling-Theory-of-the-Firm>
- Junaedi, A. T., & Helen, H. (2016). Analisis pengaruh current ratio (cr), debt to equity ratio (der), return on equity (roe) dan price to earning ratio (per) terhadap harga saham pada sektor perkebunan di bursa efek indonesia (bei). *Procuratio: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 4(4), 531-540. <https://www.ejournal.pelitaindonesia.ac.id/index.php/PROCURATIO/article/view/376/319>
- Lại Cao Mai Phương, Huỳnh Quốc Trọng & Vũ Phạm Gia Bảo (2022). Các yếu tố tác động đến giá cổ phiếu niêm yết của doanh nghiệp bất động sản Việt Nam. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*. Số 63 (73) - Tháng 03 - 04/2022, trang 21 – 28. https://jdi.uef.edu.vn/article/files/SXB63_BB789.pdf
- Lestari, D., Syarif, D., Febriyanti, D., Sajekti, T., & Sugiantoro, D. (2024). Factors Affecting Stock Prices Using Moderation Variables in Coal Subsector Companies Listed on The Indonesian Stock Exchange 2015-2022. *Journal of Accounting Inaba*, 3(1), 40-51. DOI:10.56956/jai.v3i01.297
- Lestari, S. D., & Hariyanto, W. (2024). The Influence of Economic Variables on Stock Prices of Telecommunications Companies. *Indonesian Journal of Cultural and Community Development*, 15(3), 10-21070. DOI:10.21070/ijccd.v16i1.1136
- Lie, M. J., & Osesoga, M. S. (2020). Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio (Studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2015-2017). *Ultima Accounting: Jurnal Ilmu Akuntansi*, 12(1), 1-20. <https://doi.org/10.31937/akuntansi.v12i1.1509>
- Machmuddah, Z., Suhartono, E., & Sumaryati, A. (2021). Factors Affecting Stock Prices in Indonesia. *International Journal of Accounting Research*, 44-49. https://www.arabianjbm.com/pdfs/IJAR_VOL_6_1/6_ijar_06012021.pdf
- Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education. <https://unitimesofficial.wordpress.com/wp-content/uploads/2020/06/the-economics-of-money-banking-and-financial-markets-11th-edition-global-edition.pdf>
- Mosley, L., & Singer, D. A. (2008). Taking stock seriously: Equity-market performance, government policy, and financial globalization. *International Studies Quarterly*, 52(2), 405-425. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2478.2008.00507.x>
- Nordiana, A., & Budiyanto, B. (2017). Pengaruh DER, ROA dan ROE terhadap harga saham pada perusahaan food and beverage. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen (JIRM)*, 6(2). <https://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jirm/article/view/711>
- Nguyễn Đình Bình (2025). Các yếu tố ảnh hưởng đến thị giá cổ phiếu của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ – Kinh tế-Luật và Quản lý* 2025, 9(1):5988-6002. DOI : <https://doi.org/10.32508/stdjelm.v9i1.1497>
- Phạm Ngọc Vân (2021). Các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của những doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ* (Trường Đại học Công nghiệp thành phố Hồ Chí Minh), Số 51 (03), 2021, trang 158 - 167. *J Sci Technol IUH*. 2021;51(03):n.p;
- Phạm Tiến Mạnh, Nguyễn Thu Phương, Đỗ Thu Huyền & Lê Thảo Linh (2020). Tác động của cấu trúc sở hữu đến thị giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*. Số 212+213 - Tháng 1 & 2. 2020, trang 42 – 54. <https://vjol.info.vn/HVNH-KHDAOTAONH/article/view/72192>
- Phan, D. T., Nguyen, T. T., & Hoang, T. T. (2022). Impact of income diversification on the business performance of Vietnamese commercial banks. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2132592. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2132592>

- Ratnasih, C., & Zulher. (2021). The driving factors of real estate stock prices in Indonesia Stock Exchange. *Journal Accounting*, 7, 1575–1580. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2021.5.013>
- Safitri, J., Shaferi, I., Nusair, A. E. S., & Affandi, M. A. (2021). The Role of Nonperforming Financing (NPF) as A Mediator for The Relationship Between Operating Expenses and Operating Income (BOPO) on The Performance of Islamic Banks in Indonesia. *Perisai: Islamic Banking and Finance Journal*, 5(1), 110. <https://doi.org/10.21070/perisai.v5i1.1349>
- Sasongko Putra, E., Miqdad, M., & Wahyuni, N. I. (2024). Analysis Of Factors Affecting Stock Price Movements In The Technology Sector On The Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi*, 13(03), 626-635. <https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi/article/view/3445>
- Sargent, T. J. (1987). Rational expectations. In *The new Palgrave dictionary of economics* (pp. 1-7). Palgrave Macmillan, London. DOI: 10.1057/9780230280830_22
- Sukesti, F., Ghozali, I., Fuad, F. U. A. D., Kharis Almasyhari, A., & Nurcahyono, N. (2021). Factors affecting the stock price: The role of firm performance. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 165-173. Doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0165
- Sutapa, I. N. (2018). Pengaruh Rasio dan Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham pada Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015 - 2016. *Jurnal KRISNA : Kumpulan Riset Akuntansi*, Vol 9 No 2. <https://doi.org/10.22225/kr.9.2.2018.11-19>
- Wagle, S. (2021). Determinant of stock market prices in Nepal: A case of commercial banks. *SDMIMD Journal of Management*, 1-9. DOI:10.18311/sdmimd/2021/26768
- Yuliana, S., Fatmala, E., Adiansyah, N. P., Haryadi, D., & Wahyudi, W. (2024). Operating costs and profitability to company value. *International Journal of Applied Finance and Business Studies*, 11(4), 928-934. www.ijafibs.pelnus.ac.id
- Zaki, M., Islahuddin, & Shabri, M. (2017). The Effect of Profitability, Financial Leverage and Company Size on Stock Prices (Study of Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the Period 2005-2014). *Journal of Masters in Accounting*, 6(2), 2302-0164. <https://doi.org/10.31538/mjifm.v5i1.423>