

# TÁC ĐỘNG CÁC YẾU TỐ RỦI RO ĐẾN TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. LÊ THỊ THÙY NGOAN\*

**N**ghiên cứu thực hiện nhằm tìm hiểu tác động của các yếu tố rủi ro đến tỷ suất lợi nhuận (TSLN) cổ phiếu ngành bất động sản (BDS) tại thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Dữ liệu gồm 26 công ty BDS niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX với thời gian từ 07/2012 đến 06/2018 (72 quan sát, dữ liệu chuỗi thời gian). Sử dụng phương pháp OLS và kiểm định khuyết tật của mô hình hồi quy như: Augmented Dickey-Fuller, Durbin-Watson, Breusch-Godfrey và White, nhằm xem xét mối tương quan giữa các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy.

*Rủi ro quy mô công ty, rủi ro khuynh hướng đầu tư tác động ngược chiều TSLN cổ phiếu ngành BDS tại TTCK Việt Nam; Rủi ro thị trường, rủi ro giá trị công ty, rủi ro xu hướng TSLN trong quá khứ, rủi ro đặc thù có tác động cùng chiều đến TSLN cổ phiếu ngành BDS.*

**Từ khóa:** Rủi ro đến tỷ suất lợi nhuận, cổ phiếu, bất động sản, thị trường chứng khoán

**Impact of risk factors on the rate of profit value of real estate market in the Vietnam securities market**

The study was conducted to investigate the impact of risk factors on the return of real estate stocks of the real estate sector in Vietnam's stock market. The data includes 26 real estate companies listed on the HOSE and HNX between 07/2012 and 06/2018 (72 observations, time series data). Using the OLS method and defect testing of the regression model such as: Augmented Dickey-Fuller, Durbin-Watson, Breusch-Godfrey and White, to examine the correlation between the variables used in the regression model.

Risk of company size, risk of investment tendency impacts on real estate stocks in the stock market in Vietnam; market risks, corporate value risks, past stock market risks, specific risks have the same impact on real estate stocks.

**Keywords:** Risks to profitability ratio, stocks, real estate, stock market

## 1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết nền tảng của nghiên cứu sự tác động của các yếu tố rủi ro đến TSLN là mô hình định giá tài sản vốn - CAPM kinh điển của Sharpe (1964); Lintner (1965) và Mossin (1966), chỉ nghiên cứu một yếu tố duy nhất giải thích biến động TSLN cổ phiếu, đó là rủi ro thị trường. Rủi ro đặc thù không được xem xét do nhà đầu tư có thể xây dựng danh mục đầu tư đa dạng hoá để loại bỏ loại rủi ro này.

Merton (1987) đã phát triển mô hình định giá tài sản trong đó có cân nhắc yếu tố rủi ro đặc thù, lý thuyết cho rằng: do thông tin không đầy đủ nên nhà đầu tư sẽ đầu tư vào cổ phiếu mà họ hiểu rõ các đặc trưng về rủi ro và TSLN. Nên họ sẽ không đa dạng hóa danh mục đầu tư mà nắm giữ danh mục đầu tư chưa đa dạng hóa và sẽ yêu cầu một TSLN cho rủi ro đặc thù. Rủi ro đặc thù có tác động đến TSLN cổ phiếu hay không là một câu hỏi lớn trong tài chính vì nó là một trong những bằng chứng để

\*KTNN Khu vực IX



ủng hộ hay bác bỏ các mô hình định giá tài sản kinh điển.

Fama & French (1993) đã đưa ra mô hình ba yếu tố, bổ sung thêm rủi ro quy mô công ty và rủi ro giá trị công ty với cách tiếp cận hồi quy theo dãy số thời gian của Black, Jensen & Scholes (1972). Mô hình được kiểm định tại thị trường chứng khoán Mỹ và nhiều nước khác, cho thấy nó giải thích biến động của TSLN danh mục cổ phiếu tốt hơn so với mô hình CAPM. Tuy nhiên, mô hình này không giải thích được biến động của TSLN danh mục cổ phiếu khi phân loại danh mục theo xu hướng TSLN quá khứ.

Khắc phục nhược điểm mô hình ba yếu tố Fama & French (1993), dựa trên nghiên cứu của Jegadeesh & Titman (1993) và khuynh hướng hoạt động các cổ phiếu trong quá khứ, Carhart (1997) đã đưa yếu tố rủi ro xu hướng TSLN quá khứ vào mô hình ba yếu tố như một công cụ để đánh giá hoạt động của các quỹ hỗ tương. Kết quả cho thấy, yếu tố rủi ro này đã giải thích thêm sự biến động của TSLN danh mục cổ phiếu với mức độ cao hơn so với các mô hình CAPM, Fama & French (1993).

## 2. Giả thuyết nghiên cứu

Căn cứ vào các nghiên cứu trước bác bỏ lý thuyết nền tảng của mô hình định giá tài sản vốn CAPM, nghiên cứu này xây dựng giả thuyết nghiên cứu như sau:

H<sup>1</sup>: Rủi ro thị trường có tác động cùng chiều đến TSLN cổ phiếu.

H<sup>2</sup>: Rủi ro quy mô công ty có tác động ngược chiều đến TSLN cổ phiếu.

H<sup>3</sup>: Rủi ro giá trị công ty có tác động cùng chiều đến TSLN cổ phiếu.

H<sup>4</sup>: Rủi ro xu hướng TSLN trong quá khứ có tác động cùng chiều đến TSLN cổ phiếu.

H<sup>5</sup>: Rủi ro đặc thù có tác động cùng chiều đến TSLN cổ phiếu.

H<sup>6</sup>: Rủi ro khuynh hướng đầu tư có tác động ngược chiều đến TSLN cổ phiếu.

## 3. Mô hình nghiên cứu

Mô hình sáu yếu tố nghiên cứu về tác động của các yếu tố rủi ro đến TSLN cổ phiếu ngành BĐS tại TTCK Việt Nam như sau:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_1 MRP_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \beta_4 WML_{i,t} + \beta_5 HIVMLIV_{i,t} + \beta_6 CMA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$R_{i,t}$ : TSLN danh mục cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ .

$R_{f,t}$ : Lãi suất phi rủi ro tại thời điểm  $t$ .

$R_{i,t} - R_{f,t}$ : TSLN vượt trội danh mục cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ .

$MRP_{m,t}$  (Market Risk Premium): Phần bù rủi ro thị trường, là phần chênh lệch giữa TSLN danh mục thị trường và lãi suất phi rủi ro tại thời điểm  $t$ .

$SMB_{i,t}$  (Small Minus Big): Phần bù rủi ro quy mô công ty, là phần chênh lệch giữa TSLN danh mục cổ phiếu có quy mô vốn hóa nhỏ (ký hiệu S) và TSLN danh mục cổ phiếu có quy mô vốn hóa lớn (ký hiệu B) tại thời điểm  $t$ .

$HML_{i,t}$  (High Minus Low): Phần bù rủi ro giá trị công ty, là phần chênh lệch giữa TSLN danh mục cổ phiếu có tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (tỷ số B/M) cao (ký hiệu H) và TSLN danh mục cổ phiếu có tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (tỷ số B/M) thấp (ký hiệu L) tại thời điểm  $t$ .

$WML_{i,t}$  (Winners Minus Losers): Phần bù rủi ro xu hướng TSLN trong quá khứ, là phần chênh lệch giữa TSLN danh mục cổ phiếu có TSLN cao hơn năm trước (ký hiệu WIN) và TSLN danh mục cổ phiếu có TSLN thấp hơn năm trước (ký hiệu LOSE) tại thời điểm  $t$ .

$HIVMLIV_{i,t}$  (High IV Minus Low IV): Phần bù rủi ro đặc thù, là phần chênh lệch giữa TSLN danh mục cổ phiếu có rủi ro đặc thù cao (ký hiệu HIV) và TSLN danh mục cổ phiếu có rủi ro đặc thù thấp (ký hiệu LIV) tại thời điểm  $t$ .

$CMA_{i,t}$  (Conservation Minus Aggressive): Phần bù rủi ro khuynh hướng đầu tư, là phần chênh lệch giữa TSLN danh mục cổ phiếu có khuynh hướng đầu tư thấp (ký hiệu C) và TSLN danh mục cổ phiếu có khuynh hướng đầu tư cao (ký hiệu A) tại thời điểm  $t$ .

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ : Hệ số hồi quy;  $\alpha$ : Hệ số chặn và  $\varepsilon_{i,t}$ : Phần dư mô hình.

#### 4. Đo lường các biến mô hình

##### a. Biến độc lập

TSLN mỗi cổ phiếu, từng tuần và tháng, tính theo công thức sau:

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

Trong đó:  $P_{i,t}$ : giá cổ phiếu  $i$  thời điểm  $t$ .  $P_{i,t-1}$ : Giá cổ phiếu  $i$  thời điểm  $t-1$ .

TSLN các danh mục cổ phiếu theo phương pháp không trọng số, từng tháng, tính theo công thức sau:

$$R_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n r_{i,t}}{n} \quad (2)$$

Trong đó:  $r_{i,t}$ : TSLN cổ phiếu  $i$  thời điểm  $t$ .  $n$ : Số lượng cổ phiếu  $i$  trong danh mục.

TSLN mỗi sàn HOSE và HNX, từng tuần và tháng, tính theo công thức sau:

$$R_{HOSE,t} = \frac{VN-Index_t - VN-Index_{t-1}}{VN-Index_{t-1}},$$

$$R_{HNX,t} = \frac{HNX-Index_t - HNX-Index_{t-1}}{HNX-Index_{t-1}} \quad (3)$$

Trong đó:  $VN-Index_t$ ,  $HNX-Index_t$ : Chỉ số VN-Index, HNX-Index thời điểm  $t$ .  $VN-Index_{t-1}$ ,  $HNX-Index_{t-1}$ : chỉ số VN-Index, HNX-Index thời điểm  $t-1$ .

TSLN danh mục thị trường, từng tuần và tháng, tính theo công thức sau:

$$R_{m,t} = \frac{R_{HOSE,t} + R_{HNX,t}}{2} \quad (4)$$

Trong đó:  $R_{HOSE,t}$ ,  $R_{HNX,t}$ : TSLN mỗi sàn HOSE và HNX thời điểm  $t$ .

Lãi suất phi rủi ro, từng tuần và tháng, được quy đổi từ lãi suất trung bình trái phiếu kho bạc kỳ hạn 5 năm ( $R$ ), tính theo công thức sau:

$$R_{f,t} = \sqrt[5]{1 + R} - 1 \quad (5)$$

Biến MRP: Từng tuần và tháng, TSLN danh mục thị trường ( $R_{m,t}$ , công thức (4)) trừ đi lãi suất phi rủi ro ( $R_{f,t}$ , công thức (5)).

**Biến SMB:** Quy mô vốn hóa mỗi cổ phiếu, từng tuần và tháng, tính theo công thức sau:

$$ME_{i,t} = P_{i,t} \times N_{i,t} \quad (6)$$

Trong đó:  $P_{i,t}$ : giá cổ phiếu  $i$  thời điểm  $t$ .  $N_{i,t}$ : số lượng cổ phiếu  $i$  đang lưu hành thời điểm  $t$ .

**Biến SMB**, từng tuần và tháng, tính như sau: TSLN danh mục cổ phiếu có quy mô vốn hóa nhỏ hơn mức vốn hóa trung vị (S) trừ đi TSLN danh mục cổ phiếu có quy mô vốn hóa lớn hơn mức vốn hóa trung vị (B). Xác định mức vốn hóa trung vị và phân nhóm S và B thực hiện từng tuần và tháng.

**Biến HML**: Tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (B/M) mỗi cổ phiếu, từng tuần và tháng, tính theo công thức sau:

$$B/M_{i,t} = \frac{BE_{i,t}}{ME_{i,t}} \quad (7)$$

Trong đó:  $BE_{i,t}$ : Vốn chủ sở hữu cổ phiếu  $i$  thời điểm  $t$ .  $ME_{i,t}$ : Quy mô vốn hóa cổ phiếu  $i$  thời điểm  $t$ , công thức (6).

**Biến HML**, từng tuần và tháng, tính như sau: TSLN danh mục cổ phiếu có tỷ số B/M cao hơn mức tỷ số B/M trung vị (H) trừ đi TSLN danh mục cổ phiếu có tỷ số B/M thấp hơn mức tỷ số B/M trung vị (L). Xác định mức tỷ số B/M trung vị và phân nhóm H và L thực hiện từng tuần và tháng.

**Biến WML**: Từng tháng, tính như sau: TSLN danh mục cổ phiếu có TSLN 11 tháng trước tháng tính toán (loại trừ tháng trước liền kề) cao hơn mức TSLN trung vị (WIN) trừ đi TSLN danh mục cổ phiếu có TSLN 11 tháng trước tháng tính toán (loại trừ tháng trước liền kề) thấp hơn mức TSLN trung vị (LOSE). Xác định mức TSLN trung vị và phân nhóm WIN và LOSE thực hiện từng tháng.

**Biến HIVMLIV**: Rủi ro đặc thù được ước lượng qua độ lệch chuẩn phần dư mô hình ba yếu tố Fama & French (1993) giống như Malkiel & Xu (2006); Ang & cộng sự (2009); Bali & Cakici (2008), theo trình tự các bước sau:

*Thứ nhất*, ước lượng mô hình ba yếu tố Fama & French (1993) mỗi cổ phiếu, dữ liệu

tuần mỗi tháng:

$$r_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_1 MRP_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Trong đó:  $r_{i,t}$ : TSLN cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ , công thức (1).  $R_{f,t}$ : lãi suất phi rủi ro tại thời điểm  $t$ , công thức (5).  $r_{i,t} - R_{f,t}$ : TSLN vượt trội cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ .  $MRP_{m,t}$ ,  $SMB_{i,t}$ ,  $HML_{i,t}$  được tính như trên.  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ : hệ số hồi quy;  $\alpha$ : hệ số chặn;  $\varepsilon_{i,t}$ : phần dư mô hình.

Rủi ro đặc thù mỗi cổ phiếu từng tháng, tính theo công thức sau:

$$IV_{i,t} = \sqrt{\text{Var}(\varepsilon_{i,t})} \quad (9)$$

**Biến HIVMLIV**, từng tháng, tính như sau: TSLN danh mục cổ phiếu có rủi ro đặc thù cao hơn mức rủi ro đặc thù trung vị (HIV) trừ đi TSLN danh mục cổ phiếu có rủi ro đặc thù thấp hơn mức rủi ro đặc thù trung vị (LIV). Xác định mức rủi ro đặc thù trung vị và phân nhóm HIV và LIV thực hiện từng tháng.

**Biến CMA**: Khuynh hướng đầu tư mỗi cổ phiếu, từng tháng, tính theo công thức sau:

$$\text{Khuynh hướng đầu tư} = \frac{\text{Tổng tài sản}_t - \text{Tổng tài sản}_{t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{t-1}} \quad (10)$$

Biến CMA, từng tháng, tính như sau: TSLN danh mục cổ phiếu có khuynh hướng đầu tư thấp hơn mức khuynh hướng đầu tư trung vị (C) trừ đi TSLN danh mục cổ phiếu có khuynh hướng đầu tư cao hơn mức khuynh hướng đầu tư trung vị (A). Xác định mức khuynh hướng đầu tư trung vị và phân nhóm C và A thực hiện từng tháng.

#### b. Biến phụ thuộc

TSLN vượt trội các danh mục cổ phiếu phân theo quy mô vốn hóa ( $RiRf$ )

Hàng tháng, nhóm 26 cổ phiếu được sắp xếp tăng dần theo các tiêu chí sau: quy mô vốn hóa (50% S - 50% B); tỷ số B/M (50% H - 50% L); TSLN quá khứ (50% WIN - 50% LOSE); rủi ro đặc thù (50% HIV - 50% LIV); khuynh hướng đầu tư (50% A - 50% C).

**Bảng 1: Danh mục cổ phiếu phân theo quy mô vốn hóa**

Danh mục Vốn hóa	H	L	WIN	LOSE	HIV	LIV	A	C
S	S/H	S/L	S/WIN	S/LOSE	S/HIV	S/LIV	S/A	S/C
B	B/H	B/L	B/WIN	B/LOSE	B/HIV	B/LIV	B/A	B/C

Ví dụ: *S/H*: Danh mục các cổ phiếu vừa có quy mô vốn hóa nhỏ và có tỷ số B/M cao. Hay: *S/H*: phần giao của danh mục S và H, tương tự các danh mục cổ phiếu còn lại.

Sau đó, biến phụ thuộc, từng tháng, tính như sau: TSLN từng danh mục cổ phiếu ( $R_{i,t}$ , công thức (2)) trừ đi lãi suất phi rủi ro ( $R_{f,t}$ , công thức (5)).

### 5. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### a. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được tiến hành trên mẫu 26 công ty BĐS niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (26 Công ty niêm yết trên sàn HOSE) và Hà Nội (6 Công ty niêm yết trên HNX), từ 07/2012 đến 06/2018. Lĩnh vực hoạt động chủ yếu đầu tư xây dựng và kinh doanh Khu đô thị, Khu dân cư, Chung cư; Đầu tư xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng trong và ngoài Khu công nghiệp; Kinh doanh và phát triển văn phòng cho thuê.

Chỉ số thị trường (VN-Index, HNX-Index) và giá đóng cửa đã điều chỉnh các cổ phiếu cuối mỗi phiên giao dịch thứ tư trong tuần nhằm mục đích giảm đi hiệu ứng đầu tuần và cuối tuần của thị trường, thu thập trên Website của HOSE và HNX.

Báo cáo tài chính đã kiểm toán mỗi công ty công bố vào cuối quý hai và cuối năm của từng năm.

Lãi suất phi rủi ro được xác định bằng kết quả đấu thầu trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, công bố trên website của Bộ Tài chính. Bài viết chọn cách xác định lãi suất phi rủi ro bằng kết quả đấu thầu trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, công bố trên website của Bộ Tài chính do các nghiên cứu trước đây như Fama & French (1992) sử dụng lãi suất phi rủi ro là lãi suất của tín phiếu kho bạc Mỹ (Treasury Bill), nhưng do tín phiếu kho bạc ở Việt Nam không được giao dịch tích cực trên thị trường thứ cấp và cũng ít được đấu thầu nên tác giả sử dụng lãi suất đấu thầu trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, với giả định mỗi năm có 52 tuần.

#### b. Phương pháp ước lượng

Phương pháp hồi quy bình phương bé nhất (OLS) trên dữ liệu chuỗi thời gian.

### 6. Kết quả nghiên cứu

Kiểm định Augmented Dickey-Fuller với phương pháp nghiệm đơn vị được sử dụng để kiểm tra tính dừng của các biến độc lập được sử dụng trong mô hình. Kết quả: Các giá trị tuyệt đối  $|\tau|$  ADF đều lớn hơn giá trị  $|\tau|$  tại mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%. Kết luận: Chuỗi dữ liệu của các biến độc lập trong mô hình là chuỗi dừng.

Phân tích ma trận tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình, kết quả: Không tồn tại các hệ số tự tương quan cặp giữa các biến lớn hơn 0,8. Kết luận: Mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến.

Kiểm định Durbin-Watson dùng để kiểm tra hiện tượng tự tương quan giữa các phần dư ở các danh mục của mô hình. Kết quả: giá trị Durbin-Watson stat ở các danh mục đều nằm trong khoảng từ 1 đến 3. Kết luận: Không có hiện tượng tự tương quan giữa các phần dư ở các danh mục của mô hình.

Kiểm định phân phối chuẩn của phần dư ở các danh mục của mô hình bằng kiểm định Breusch-Godfrey, với kiểm định tương quan bậc p ( $p \geq 1$ ). Kết quả: p-value ở các danh mục lớn hơn  $\alpha = 0,05$ . Kết luận: Chấp nhận  $H_0$ , không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 1 giữa các phần dư hay phần dư có phân phối chuẩn ở các danh mục của mô hình.

Kiểm định hiện tượng phương sai của sai số thay đổi bằng kiểm định White. Kết quả: p-value ở 5 danh mục (S/L; S/LOSE; B/LOSE; B/HIV; B/C) nhỏ hơn  $\alpha = 0,05$ . Kết luận: Bác bỏ  $H_0$ , chấp nhận  $H_1$ , tồn tại phương sai của sai số thay đổi ở 5 danh mục này của mô hình. Ngược lại: p-value ở các danh mục còn lại lớn hơn  $\alpha = 0,05$ . Kết luận: Chấp nhận  $H_0$ , không tồn tại phương sai của sai số thay đổi ở các danh mục này của mô hình.



Bảng 1: Thống kê kết quả hồi quy

	MRP $\beta_1$	SMB $\beta_2$	HML $\beta_3$	WML $\beta_4$	HIVMLIV $\beta_5$	CMA $\beta_6$
S/H	1,127 *** (0,000)	0,346 *** (0,000)	0,372 *** (0,004)	0,131 (0,254)	0,306 *** (0,001)	0,370 *** (0,006)
S/L	1,146 *** (0,000)	1,045 *** (0,000)	-0,940 *** (0,000)	0,008 (0,956)	0,371 *** (0,003)	0,419 ** (0,019)
S/WIN	1,164 *** (0,000)	0,459 *** (0,000)	-0,088 (0,537)	0,726 *** (0,000)	0,326 *** (0,002)	0,385 ** (0,012)
S/LOSE	1,030 *** (0,000)	0,692 *** (0,000)	-0,130 (0,332)	-0,679 *** (0,000)	0,259 *** (0,008)	0,335 ** (0,020)
S/HIV	1,176 *** (0,000)	0,693 *** (0,000)	-0,180 (0,165)	-0,018 (0,878)	0,752 *** (0,000)	0,404 *** (0,004)
S/LIV	1,099 *** (0,000)	0,350 *** 0,002	-0,015 (0,913)	0,198 (0,130)	-0,219 ** (0,032)	0,248 * (0,097)
S/A	1,180 *** (0,000)	0,636 *** (0,000)	0,019 (0,900)	0,047 (0,736)	0,314 *** (0,005)	-0,214 * (0,080)
S/C	1,087 *** (0,000)	0,522 *** (0,000)	-0,177 (0,169)	0,092 (0,434)	0,357 *** (0,000)	0,867 *** (0,000)
B/H	1,116 *** (0,000)	-0,572 *** (0,000)	0,397 ** (0,018)	-0,078 (0,606)	0,455 *** (0,000)	0,454 ** (0,010)
B/L	1,114 *** (0,000)	-0,367 *** (0,000)	-0,306 ** (0,016)	0,125 (0,279)	0,289 *** (0,002)	0,316 ** (0,018)
B/WIN	1,069 *** (0,000)	-0,391 *** (0,000)	-0,088 (0,508)	0,365 *** (0,004)	0,277 *** (0,005)	0,320 ** (0,025)
B/LOSE	1,170 *** (0,000)	-0,496 *** (0,000)	0,002 (0,988)	-0,209 (0,126)	0,381 *** (0,000)	0,448 *** (0,005)
B/HIV	1,140 *** (0,000)	-0,711 *** (0,000)	0,112 (0,483)	0,261 (0,180)	0,811 *** (0,000)	0,264 (0,119)
B/LIV	1,178 *** (0,000)	-0,181 * (0,079)	-0,165 (0,205)	-0,007 (0,953)	-0,058 (0,533)	0,444 *** (0,002)
B/A	1,074 *** (0,000)	-0,516 *** (0,000)	-0,211 (0,196)	0,146 (0,210)	0,392 *** (0,000)	-0,033 (0,800)
B/C	1,184 *** (0,000)	-0,397 *** (0,002)	0,095 (0,537)	0,044 (0,760)	0,282 ** (0,012)	0,814 *** (0,000)

\*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả chạy hồi quy các danh mục của tác giả.



#### ***Biến phân bù rủi ro thị trường (MRP)***

Hệ số hồi quy  $\beta_1$ : Ở các danh mục cổ phiếu đều dương, dao động khoảng từ 1,030 (S/LOSE) đến 1,184 (B/C), có ý nghĩa thống kê mạnh ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này cho phép chấp nhận giả thuyết  $H_1$ .

#### ***Biến phân bù rủi ro quy mô công ty (SMB)***

Hệ số hồi quy  $\beta_2$ : Ở các danh mục cổ phiếu có quy mô vốn hóa nhỏ là dương, tuy nhiên ở các danh mục cổ phiếu có quy mô vốn hóa lớn là âm. Có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% và 10%. Kết quả này cho phép chấp nhận giả thuyết  $H_2$ .

#### ***Biến phân bù rủi ro giá trị công ty (HML)***

Hệ số hồi quy  $\beta_3$ : Ở các danh mục cổ phiếu có tỷ số B/M cao là dương (S/H, B/H), tuy nhiên ở các danh mục cổ phiếu có tỷ số B/M thấp là âm (S/L, B/L). Có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% (S/H, S/L), mức ý nghĩa 5% (B/H, B/L) và các danh mục còn lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho phép chấp nhận giả thuyết  $H_3$ .

#### ***Biến phân bù rủi ro xu hướng TSLN trong quá khứ (WML)***

Hệ số hồi quy  $\beta_4$ : Ở các danh mục cổ phiếu đã có TSLN trong quá khứ cao là dương (S/WIN, B/WIN), tuy nhiên ở danh mục cổ phiếu đã có TSLN trong quá khứ thấp là âm (S/LOSE). Có ý nghĩa

thống kê mạnh ở mức ý nghĩa 1% (S/WIN, S/LOSE, B/WIN) và các danh mục còn lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho phép chấp nhận giả thuyết  $H_4$ .

#### ***Biến phân bù rủi ro đặc thù (HIVMLIV)***

Hệ số hồi quy  $\beta_5$ : Ở các danh mục cổ phiếu có rủi ro đặc thù cao là dương (S/HIV, B/HIV), tuy nhiên ở danh mục cổ phiếu có rủi ro đặc thù thấp là âm (S/LIV) và ở các danh mục còn lại đều có giá trị dương. Có ý nghĩa thống kê mạnh ở mức ý nghĩa 1% (S/H, S/L, S/WIN, S/LOSE, S/HIV, S/A, S/C, B/H, B/L, B/WIN, B/LOSE, B/HIV, B/A), mức ý nghĩa 5% (S/LIV, B/C) và không có ý nghĩa thống kê ở danh mục B/LIV. Kết quả này cho phép chấp nhận giả thuyết  $H_5$ .

#### ***Biến phân bù rủi ro khuynh hướng đầu tư (CMA)***

Hệ số hồi quy  $\beta_6$ : Ở các danh mục cổ phiếu có khuynh hướng đầu tư thấp là dương (S/C, B/C), tuy nhiên ở danh mục cổ phiếu có khuynh hướng đầu tư cao là âm (S/A) và ở các danh mục cổ phiếu còn lại đều có giá trị dương. Có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% (S/H, S/HIV, S/C, B/LOSE, B/LIV, B/C), mức ý nghĩa 5% (S/L, S/WIN, S/LOSE, B/H, B/L, B/WIN), mức ý nghĩa 10% (S/LIV, S/A) và không có ý nghĩa thống kê ở danh mục B/HIV, B/A. Kết quả này cho phép chấp nhận giả thuyết  $H_6$ .

## 7. Kết luận và kiến nghị đầu tư

Kết hợp bốn yếu tố rủi ro từ Carhart (1997) và yếu tố rủi ro đặc thù, rủi ro khuynh hướng đầu tư, tác giả đã tổng hợp một mô hình chứa những yếu tố quan trọng để thực hiện nghiên cứu về sự tác động của các yếu tố rủi ro đến TSLN cổ phiếu ngành BĐS tại TTCK Việt Nam giai đoạn từ 07/2012 đến 06/2018.

Rủi ro thị trường - yếu tố duy nhất trong mô hình CAPM luôn tác động cùng chiều đến TSLN cổ phiếu toàn TTCK Việt Nam nói chung và ngành BĐS nói riêng, không phụ thuộc vào sự phân chia các danh mục cổ phiếu. Khi nghiên cứu về vấn đề này thì mô hình CAPM vẫn thể hiện sự phù hợp sau đó mô hình đa yếu tố được sử dụng để cung cấp thêm bằng chứng tham khảo cho sự điều chỉnh khả năng chịu rủi ro của nhà đầu tư. Vì vậy, để giảm thiểu rủi ro mà vẫn đạt được TSLN tốt, nhà đầu tư nên chọn những danh mục cổ phiếu có  $\beta_1$  tương đối thấp để đầu tư trong giai đoạn thị trường đi xuống để hạn chế rủi ro (S/LOSE, B/WIN, B/A), hay những danh mục có  $\beta_1$  cao hơn trong giai đoạn thị trường đang đi lên để thu được TSLN cao hơn (S/A, B/LIV, B/C).

Cuối cùng, khi đầu tư vào cổ phiếu ngành BĐS tại TTCK Việt Nam nếu nhà đầu tư chấp nhận rủi ro cao thì nên chọn những cổ phiếu các công ty có đặc tính như sau: quy mô vốn hóa nhỏ, tỷ số B/M cao, TSLN trong quá khứ cao, rủi ro đặc thù cao, khuynh hướng đầu tư thấp thì như vậy họ sẽ có cơ hội nhận được TSLN cao hơn so với các cổ phiếu khác.

Bên cạnh những kết quả nghiên cứu đạt được thì bài viết cũng một số hạn chế do khách quan như sau:

Sử dụng bộ dữ liệu, chỉ gồm 26 cổ phiếu BĐS niêm yết trên HOSE và HNX, số lượng dữ liệu nghiên cứu khá ít so với các nghiên cứu trước đây trên thế giới và Việt Nam. Dẫn đến kết quả hồi quy từ mô hình nghiên cứu có thể chưa giải thích hết tác động của các yếu tố rủi ro đến TSLN cổ phiếu ngành này.

Xét về tình hình hoạt động kinh doanh của các công ty, bài viết chưa đề cập đến các yếu tố rủi ro như: lợi nhuận hoạt động trước thuế, khả năng sinh lợi trên tài sản, khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở

hữu có tác động như thế nào đến TSLN cổ phiếu.

Từ những giới hạn nêu trên bài viết xin đưa ra hướng nghiên cứu tiếp theo để nâng cao ý tưởng đề tài. Trước hết, bài nghiên cứu sẽ mở rộng cỡ mẫu quan sát mà cụ thể là tăng số lượng năm được chọn nghiên cứu trong những năm tiếp theo. Sau cùng, luận văn chưa xem xét tới các yếu tố rủi ro như: lợi nhuận hoạt động trước thuế (Operation Profitability - OP), khả năng sinh lợi trên tài sản (Return on total assets - ROA), khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (Return on common equity - ROE) có tác động như thế nào đến TSLN cổ phiếu ngành BĐS tại TTCK Việt Nam. Hướng nghiên cứu tiếp theo của đề tài sẽ mở rộng tập trung vào các yếu tố vừa nêu. Nghiên cứu sâu hơn có thể cung cấp hướng dẫn cụ thể hơn cho các nhà đầu tư đưa ra những chiến lược đầu tư phù hợp và chuyên nghiệp nhất.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Brailsford, T., Gaunt, C. & O'Brien, M.A. (2012b), "Size and the Book-to-Market Factors in Australia", *Australia Journal of Management*, 37(2), pp. 261-281;
2. Cakici, N. (2015), "The Five-Factor Fama and French Model: International Evidence", *Working paper có thể download tại <http://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2015/05/SSRN-id2601662.pdf>*;
3. Fama, E.F. & French, K.R. (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp. 3-56;
4. Fama, E.F. & French, K.R. (2015a), "A Five-Factor Asset Pricing Model", *Journal of Financial Economics*, 116, pp. 1-22;
5. Phan Đình Nguyên và Hà Minh Phước (2012), "Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu niêm yết trên Sàn Chứng khoán TP HCM", *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 78, tr. 51-55;
6. Sharpe, W.F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19(3), pp. 425-442;
7. Võ Xuân Vinh và Đặng Quốc Thành (2014), "Tác động của rủi ro đặc thù đến tỷ suất lợi nhuận: Nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 206, tr. 36-46.

Ngày nhận bài: 4/6/2018  
Ngày duyệt đăng: 11/8/2018