

Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu: Bảng chứng thực nghiệm từ Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Trương Đông Lộc*, Nghiêm Minh Thu**, Võ Văn Dứt***

Ngày nhận: 29/7/2015

Ngày nhận bản sửa: 16/2/2016

Ngày duyệt đăng: 25/6/2016

Tóm tắt:

Mục tiêu của bài viết này là nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu niêm yết Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trên cơ sở mô hình 5 nhân tố do nhóm tác giả đề xuất. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi chỉ số thị trường (VN-Index) và giá của 60 cổ phiếu phi tài chính được niêm yết trên HOSE theo thời gian với tần suất tuần (weekly series) trong giai đoạn từ 01/01/2008 đến 30/6/2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu có mối tương quan thuận với rủi ro thị trường, quy mô công ty, tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BE/ME) và tỷ số khả năng thanh toán hiện thời của công ty, nhưng lại có mối tương quan nghịch với nhân tố xu hướng.

Từ khóa: Tỷ suất sinh lời, mô hình 5 nhân tố, cổ phiếu niêm yết, HOSE

The determinants of stock returns: Empirical evidence from Ho Chi Minh Stock Exchange

Abstract:

The objective of this paper is to investigate determinants of stock returns on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) based on the five-factor model proposed by the authors. Data used in the study consist of weekly series of market index (VN-Index) and prices of 60 non-financial stocks listed on HOSE for the period from January 1st, 2008 to June 30th, 2014. The results derived from this study reveal that stock returns are positively related to market risk, size, book equity to market equity ratio (BE/ME), and current ratio, but negatively related to momentum factor.

Keywords: Stock returns; five-factor model; listed stocks; HOSE.

1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời (TSSL) và rủi ro trong đầu tư tài chính là chủ đề đã nhận được sự quan tâm đặc biệt của nhiều nhà nghiên cứu trong suốt nhiều thập kỷ qua. Một trong những học giả tiên phong trong lĩnh vực này là Markowitz. Lý thuyết danh mục đầu tư của Markowitz (1952) được xem là nền tảng cho các mô hình đo lường mối quan hệ giữa TSSL và rủi ro của các tài sản tài chính. Trên cơ sở lý thuyết danh mục đầu tư, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) đã được phát triển bởi

Sharpe (1964), Lintner (1965) và Mossin (1966). Trong mô hình này, rủi ro thị trường (được đo lường bằng hệ số beta) là nhân tố duy nhất ảnh hưởng đến TSSL kỳ vọng của các cổ phiếu. Tuy nhiên, một nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện bởi Fama & French (1993) đã chỉ ra rằng rủi ro thị trường không phải là biến số duy nhất giải thích cho sự thay đổi về TSSL của các cổ phiếu. Vì vậy, Fama & French (1993) đã xây dựng mô hình 3 nhân tố để bổ sung cho những khiếm khuyết của mô CAPM trong việc giải thích mối quan hệ giữa TSSL và rủi ro của các

cổ phiếu (mô hình này sau đó được biết đến với tên gọi là Mô hình 3 nhân tố Fama-French).

Sau khi được công bố, Mô hình 3 nhân tố Fama-French đã được nhiều nhà nghiên cứu kiểm định lại bằng số liệu thực tế trên các thị trường chứng khoán khác nhau (Maroney & Protopapadakis, 2002; Al-Mwalla & Karasneh, 2011; Ferdian & cộng sự, 2011; Eraslan, 2013). Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tính phù hợp của Mô hình 3 nhân tố Fama – French cũng đã được kiểm định bởi Vương Đức Hoàng Quân & Hồ Thị Huệ (2008), Trần Thị Hải Lý (2010), Trương Đông Lộc & Dương Thị Hoàng Trang (2014). Các nghiên cứu trên đều khẳng định sự phù hợp của Mô hình 3 nhân tố Fama - French trong việc đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu. Cụ thể là, tỷ suất sinh lời của các công ty có quy mô nhỏ cao hơn tỷ suất sinh lời của các công ty có quy mô lớn; các công ty có tỷ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường (BE/ME) càng cao thì tỷ suất sinh lời càng cao.

Bên cạnh đó, Jegadeesh & Titman (1993) chỉ ra rằng TSSL của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ thể hiện xu hướng (momentum): các cổ phiếu tăng giá ở năm trước có xu hướng tiếp tục tăng giá ở năm hiện tại và ngược lại. Trong một nỗ lực đo lường ảnh hưởng của yếu tố xu hướng đến TSSL của các cổ phiếu, Carhart (1997) đã đề xuất Mô hình 4 nhân tố bằng cách bổ sung thêm nhân tố xu hướng (momentum factor) vào Mô hình 3 nhân tố Fama-French. Mô hình này được xem là phù hợp hơn Mô hình 3 nhân tố Fama-French trong việc giải thích TSSL của các cổ phiếu. Tuy nhiên, theo lý thuyết chênh lệch giá (arbitrage pricing theory - APT) do Ross (1976) phát triển, nếu một cổ phiếu có n nhân tố rủi ro thì phải có n phần bù rủi ro. Vì vậy, nhóm tác giả tranh luận rằng, bên cạnh 4 nhân tố ảnh hưởng đến TSSL của một cổ phiếu như được đề nghị bởi Carhart (1997), TSSL của một cổ phiếu có thể chịu tác động bởi khả năng thanh toán của công ty. Điều này có thể được lý giải là vì tỷ số khả năng thanh toán của công ty càng thấp thì rủi ro thanh toán càng cao, cho nên nhà đầu tư yêu cầu một TSSL cao hơn vào cổ phiếu của những công ty này. Chính vì vậy, dựa trên nền tảng của Mô hình 4 nhân tố của Carhart (1997), nghiên cứu này tiếp tục xây dựng Mô hình 5 nhân tố bằng cách xem xét tỷ số khả năng thanh toán của công ty như là một nhân tố ảnh hưởng đến TSSL của cổ phiếu. Những lập luận để phát triển giả thuyết trong nghiên cứu này là nền tảng kiến thức về mặt lý thuyết trong việc giải thích TSSL của cổ phiếu. Đồng thời, kết quả kiểm chứng thực nghiệm bằng Mô hình 5 nhân tố trên HOSE là bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố

ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu trong điều kiện thị trường chứng khoán mới nổi. Bằng chứng thực nghiệm đó giúp các nhà đầu tư có những hành vi đầu tư hợp lý hơn. Đây là yếu tố quan trọng giúp thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển một cách ổn định và bền vững hơn. Phần còn lại của bài viết này được cấu trúc như sau: Mục 2 giới thiệu cơ sở lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu; Mục 3 mô tả số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu; Mục 4 tóm tắt các kết quả nghiên cứu; và cuối cùng, kết luận của bài viết được trình bày ở Mục 5.

2. Cơ sở lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết danh mục đầu tư do Markowitz (1952) đề xuất được xem là nền tảng cho các mô hình đo lường mối quan hệ giữa TSSL và rủi ro của các tài sản tài chính nói chung và của các cổ phiếu nói riêng. Markowitz đã chứng minh được rằng TSSL và rủi ro của các cổ phiếu luôn đi liền với nhau và việc đa dạng hóa là phương thức có thể làm giảm rủi ro của danh mục do các cổ phiếu có mối tương quan với nhau. Trên cơ sở lý thuyết này, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) đã được phát triển bởi Sharpe (1964), Lintner (1965) và Mossin (1966). Nội dung chính của mô hình này là TSSL kỳ vọng của một cổ phiếu phải lớn hơn TSSL phi rủi ro và có mối tương quan thuận với rủi ro thị trường (đo lường bằng hệ số beta). Một cách cụ thể, CAPM được viết dưới dạng công thức tổng quát như sau:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$: TSSL kỳ vọng của của cổ phiếu i

R_f : TSSL (lãi suất) phi rủi ro

β_i : Rủi ro thị trường của cổ phiếu i

$E(R_m)$: TSSL kỳ vọng của thị trường

Một trong những hạn chế của CAPM là rủi ro thị trường được xem là nhân tố duy nhất ảnh hưởng đến lợi nhuận kỳ vọng của các cổ phiếu. Để khắc phục hạn chế này, Fama & French (1993) đã đề xuất Mô hình 3 nhân tố Fama-French được xem là phù hợp hơn trong việc giải thích cho sự thay đổi TSSL của các cổ phiếu. Mô hình 3 nhân tố Fama-French được phát triển trên cơ sở CAPM bằng cách bổ sung nhân tố quy mô công ty (đo lường bằng vốn hóa) và giá trị công ty (đo lường bằng BE/ME) vào mô hình để giải thích cho sự thay đổi về TSSL của các cổ phiếu. Một cách cụ thể, mô hình này có dạng như sau:

$$E(R_i) - R_f = \alpha + \beta_i[E(R_m) - R_f] + s_i \text{SMB} + h_i \text{HML}$$

trong đó:

- $E(R_i)$: TSSL kỳ vọng của của danh mục i

- R_f : Tỷ suất sinh lời (lãi suất) phi rủi ro.

- $E(R_m)$: Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của thị trường.

- SMB (small minus big): Tỷ suất sinh lời của danh mục có quy mô nhỏ trừ tỷ suất sinh lời của danh mục có quy mô lớn.

- HML (high minus low): Tỷ suất sinh lời của danh mục có tỷ số BE/ME cao trừ tỷ suất sinh lời của danh mục có tỷ số BE/ME thấp.

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm, Fama & French (1993) đã kết luận rằng đầu tư vào các cổ phiếu có quy mô nhỏ rủi ro cao hơn đầu tư vào các cổ phiếu có quy mô lớn. Bên cạnh đó, các tác giả còn cho rằng đầu tư vào các cổ phiếu có tỷ số BE/ME cao rủi ro cao hơn đầu tư vào các cổ phiếu có tỷ số BE/ME thấp. Nói một cách khác, TSSL của cổ phiếu có mối quan hệ đồng biến với rủi ro thị trường, quy mô và giá trị công ty.

Tiếp theo, Carhart (1997) đã bổ sung nhân tố xu hướng (momentum factor) vào Mô hình 3 nhân tố Fama-French để hình thành nên Mô hình 4 nhân tố. Nhân tố xu hướng được tính bằng TSSL bình quân của các cổ phiếu tăng giá mạnh nhất trừ cho TSSL bình quân của các cổ phiếu giảm giá mạnh nhất ở năm trước. Tỷ suất sinh lợi mà Carhart sử dụng để phân loại cổ phiếu là TSSL bình quân 11 tháng ở năm trước với độ trễ 1 tháng, tức là bỏ qua tháng liền kề trước đó. Mô hình 4 nhân tố do Carhart (1997) đề xuất có dạng như sau:

$$E(R_i) - R_f = \alpha + \beta_1[E(R_m) - R_f] + \beta_2SMB + \beta_3HML + \beta_4WML_t$$

trong đó: WML là nhân tố xu hướng

Kết quả nghiên cứu của Carhart (1997) cho thấy các cổ phiếu tăng giá mạnh ở năm trước có TSSL cao hơn các cổ phiếu giảm giá mạnh tương ứng là 8,0%. Mô hình 4 nhân tố sau đó đã được nhiều nhà nghiên cứu vận dụng để đo lường TSSL của các danh mục đầu tư trên nhiều thị trường chứng khoán khác nhau (L'Her & cộng sự, 2004; Bollen & Busse, 2004; Fama & French, 2012; Asness & cộng sự, 2013). Kết quả của các nghiên cứu này đều thống nhất xác nhận rằng nhân tố xu hướng tồn tại trên các thị trường chứng khoán, nghĩa là các cổ phiếu tăng giá ở hiện tại có xu hướng tiếp tục tăng giá trong tương lai (ngắn hạn) và ngược lại.

Ngoài bốn nhân tố ở trên, nhóm tác giả bài viết lập luận rằng khả năng thanh toán của công ty cũng là nhân tố có thể ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu. Tỷ số khả năng thanh toán phản ánh khả năng trả nợ của công ty. Vì vậy, các công ty có tỷ số này càng cao thì rủi ro thanh toán (có thể dẫn đến rủi ro phá sản) càng thấp và ngược lại. Do đó, theo lý thuyết chênh lệch giá, các cổ phiếu có tỷ số khả năng thanh toán thấp được kỳ vọng có TSSL cao hơn các cổ phiếu có tỷ số khả năng thanh toán cao.

Trên cơ sở lý thuyết được trình bày ở trên, các giả thuyết sau đây được phát triển để kiểm định trong nghiên cứu này:

Giả thuyết 1: Rủi ro thị trường càng cao thì TSSL của cổ phiếu càng cao.

Giả thuyết 2: Quy mô của công ty càng nhỏ thì TSSL của cổ phiếu càng cao.

Giả thuyết 3: Tỷ số BE/ME của công ty càng cao thì TSSL của cổ phiếu càng cao.

Giả thuyết 4: Các cổ phiếu tăng giá ở năm trước có xu hướng tiếp tục tăng giá ở năm hiện tại và ngược lại.

Giả thuyết 5: Các cổ phiếu có tỷ số khả năng thanh toán hiện thời thấp có TSSL cao hơn các cổ phiếu có tỷ số khả năng thanh toán hiện thời cao.

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là chuỗi chỉ số thị trường (VN-Index) và giá của các cổ phiếu phi tài chính được niêm yết trên HOSE theo thời gian với tần suất tuần (weekly series). Đầu tiên, chỉ số VN-Index và giá của các cổ phiếu được thu thập cho khoảng thời gian từ ngày 01/01/2008 đến ngày 30/6/2014. Chỉ số thị trường và giá của các cổ phiếu được thu thập là chỉ số/giá đóng cửa vào ngày thứ Tư hàng tuần. Việc chọn giá đóng cửa vào ngày thứ Tư để nghiên cứu là nhằm tránh ảnh hưởng của các giao dịch cuối tuần (Huber, 1997). Trên cơ sở chỉ số thị trường và giá của các cổ phiếu thu thập được, TSSL thị trường và của các cổ phiếu được tính như sau:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + C_t}{P_{i,t-1}}$$

trong đó:

$R_{i,t}$: TSSL thị trường hoặc của cổ phiếu i ở tuần thứ t ;

$P_{i,t}$: Chỉ số VN-Index hoặc giá đóng cửa của cổ phiếu i ở tuần thứ t ;

$P_{i,t-1}$: Chỉ số VN-Index hoặc giá đóng cửa của cổ phiếu i ở tuần thứ $t-1$.

C_t : Giá trị của các lợi ích mà nhà đầu tư nhận được trong giai đoạn $[t-1, t]$.

Trên cơ sở TSSL của từng cổ phiếu, TSSL hàng tuần của danh mục được tính như sau:

$$R_{pkt} = \frac{\sum_{i=1}^n R_{it}}{n}$$

trong đó:

R_{pkt} : TSSL của danh mục k ở tuần thứ t ;

- $R_{i,t}$: TSSL của cổ phiếu i ở tuần thứ t ;
- n : Số lượng cổ phiếu trong danh mục.

Trong nghiên cứu này, lãi suất trái phiếu chính phủ có kỳ hạn 5 năm được sử dụng như là lãi suất phi rủi ro (R_f). Ngoài ra, số liệu liên quan đến một số tiêu chí dùng để phân chia danh mục như: vốn hóa thị trường (được tính toán trên cơ sở số lượng cổ phiếu đang lưu hành và giá thị trường), giá trị vốn chủ sở hữu, tỷ số thanh toán hiện thời của các công ty niêm yết được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty tại thời điểm ngày 31/12 hàng năm trong suốt giai đoạn nghiên cứu. Số lượng cổ phiếu niêm yết trên HOSE tại thời điểm 01/01/2008 là 113. Để đảm bảo tính liên tục và ngẫu nhiên của dữ liệu trong giai đoạn nghiên cứu, một mẫu nghiên cứu gồm 60 cổ phiếu đã được lựa chọn theo phương pháp chọn mẫu hệ thống.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE, nghiên cứu này dựa trên Mô hình 4 nhân tố do Carhart (1997) đề xuất (được phát triển trên cơ sở Mô hình 3 nhân tố Fama-French) kết hợp với nhân tố khả năng thanh toán hiện thời của công ty để hình thành nên Mô hình 5 nhân tố. Một cách cụ thể, mô hình mà chúng tôi sử dụng trong nghiên cứu này có dạng như sau:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + s_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + v_p \text{WML}_t + l_p \text{LCRMHCR}_t + \varepsilon_{p,t} \quad (1)$$

trong đó:

- R_p : TSSL bình quân của danh mục;
- R_m : TSSL của thị trường;
- R_f : Lãi suất phi rủi ro;
- SMB: Nhân tố quy mô công ty;
- HML: Nhân tố giá trị công ty;
- WML: Nhân tố xu hướng giá cổ phiếu;
- LCRMHCR: Nhân tố khả năng thanh toán hiện thời của công ty.

3.2.1. Phân chia danh mục

Trước tiên, căn cứ vào giá trị vốn hóa thị trường tại thời điểm thiết lập danh mục, các cổ phiếu được chia thành 2 nhóm (danh mục). Các cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu được

xếp vào nhóm có quy mô nhỏ (danh mục S), các cổ phiếu còn lại được xếp vào nhóm có quy mô lớn (danh mục B). Tương tự, các cổ phiếu cũng được chia làm hai danh mục trên cơ sở tỷ số BE/ME. Danh mục H là danh mục bao gồm các cổ phiếu có tỷ số BE/ME cao (các cổ phiếu có tỷ số BE/ME lớn hơn giá trị trung vị của mẫu nghiên cứu). Ngược lại, các cổ phiếu có tỷ số BE/ME thấp sẽ được xếp vào danh mục L.

Để nghiên cứu nhân tố xu hướng, các cổ phiếu cũng được chia làm 2 danh mục trên cơ sở TSSL bình quân của từng cổ phiếu ở giai đoạn 11 tháng trước đó (loại trừ tháng trước liền kề tháng hiện thời). Các cổ phiếu có TSSL cao được xếp vào danh mục W, các cổ phiếu còn lại (có TSSL thấp) được xếp vào danh mục L1.

Cuối cùng, căn cứ vào tỷ số khả năng thanh toán hiện thời, các công ty cũng được chia thành 2 nhóm. Nhóm thứ nhất bao gồm các công ty có tỷ số khả năng thanh toán hiện thời cao (ký hiệu là HCR) và nhóm thứ hai bao gồm các công ty có tỷ số khả năng thanh toán hiện thời thấp (ký hiệu là LCR).

Số lượng cổ phiếu cho mỗi danh mục được xây dựng ở trên là như nhau và được tái thiết lập mỗi năm một lần căn cứ vào giá trị của các tiêu chí dùng để phân chia danh mục vào ngày 31/12 của năm trước đó (trừ nhân tố xu hướng như đã mô tả ở trên). Kết hợp giữa nhân tố quy mô và ba nhân tố còn lại, 12 danh mục được thiết lập để sử dụng cho các mô hình nghiên cứu. Chi tiết về các danh mục này được trình bày ở Bảng 1.

Các cổ phiếu trong mỗi danh mục sẽ có cùng đặc tính khi chứa đựng đồng thời 2 chỉ tiêu phân loại. Cụ thể như sau, với danh mục SH được giải thích là danh mục bao gồm những cổ phiếu vừa có quy mô nhỏ vừa có tỷ số BE/ME cao. Tương tự cho các danh mục còn lại.

Số lượng cổ phiếu trong mỗi danh mục không đồng nhất nhưng vẫn đảm bảo số lượng trong từng nhóm phân loại là 30 cổ phiếu/nhóm. Chẳng hạn như cổ phiếu có tỷ số BE/ME cao chiếm tỷ trọng lớn (21/30) trong nhóm cổ phiếu có quy mô nhỏ. Thống kê chi tiết về số lượng cổ phiếu trong từng danh mục được trình bày ở Bảng 2.

Bảng 1: Các danh mục được thiết lập sử dụng cho các mô hình nghiên cứu

| Quy mô | BE/ME | | TSSL | | Khả năng thanh toán | |
|--------|-------|----|------|-----|---------------------|------|
| | H | L | W | L1 | LCR | HCR |
| S | SH | SL | SW | SL1 | SLCR | SHCR |
| B | BH | BH | BW | BL1 | BLCR | BHCR |

Bảng 2: Số lượng cổ phiếu trong 12 danh mục qua các năm (2008-2014)

| Danh mục | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| SL | 9 | 7 | 10 | 6 | 6 | 7 | 8 |
| SH | 21 | 23 | 20 | 24 | 24 | 23 | 22 |
| BL | 21 | 23 | 20 | 24 | 24 | 23 | 22 |
| BH | 9 | 7 | 10 | 6 | 6 | 7 | 8 |
| SL1 | 16 | 18 | 20 | 19 | 16 | 18 | 18 |
| SW | 14 | 12 | 10 | 11 | 14 | 12 | 12 |
| BL1 | 14 | 12 | 10 | 11 | 14 | 12 | 12 |
| BW | 16 | 18 | 20 | 19 | 16 | 18 | 18 |
| SLCR | 15 | 16 | 14 | 15 | 14 | 15 | 16 |
| SHCR | 15 | 14 | 16 | 15 | 16 | 15 | 14 |
| BLCR | 15 | 14 | 16 | 15 | 16 | 15 | 14 |
| BHCR | 15 | 16 | 14 | 15 | 14 | 15 | 16 |

3.2.2. *Tính toán các biến số (nhân tố) được sử dụng trong mô hình*

Trên cơ sở Mô hình 3 nhân tố Fama-French (1993), Mô hình 4 nhân tố của Carhart (1997), các biến số được sử dụng trong các mô hình nghiên cứu được tính toán như sau:

$$SMB = \frac{SH + SL}{2} - \frac{BH + BL}{2}$$

$$HML = \frac{SH + BH}{2} - \frac{SL + BL}{2}$$

$$WML = \frac{SW + BW}{2} - \frac{SL1 + BL1}{2}$$

$$LCRMHCR = \frac{SLCR + BLCR}{2} - \frac{SHCR + BHCR}{2}$$

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. TSSL của các danh mục được thiết lập

Như đã mô tả ở phần trên, dựa vào các chỉ tiêu: Vốn hóa thị trường, tỷ số BE/ME, TSSL của cổ phiếu ở năm trước, tỷ số khả năng thanh toán hiện thời, 12 danh mục đã được thiết lập. Thống kê mô tả về TSSL của các danh mục này trong giai đoạn 01/2008 - 06/2014 được trình bày chi tiết ở Bảng 3.

Với số quan sát là 308, kết quả phân tích thống kê cho thấy TSSL bình quân của tất cả các danh mục được thiết lập (trừ danh mục SLCR) đều dương. Tuy nhiên, mức độ biến động về TSSL của các danh mục trong giai đoạn nghiên cứu là khá lớn (thể hiện thông qua giá trị nhỏ nhất, lớn nhất và độ lệch chuẩn). Kết quả nghiên cứu này cho thấy sự bất ổn về giá của các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu và

đây cũng chính là xu hướng chung của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn này.

4.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu

Như đã trình bày ở phần trên, nghiên cứu này sử dụng Mô hình 5 nhân tố để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE. Kết quả ước lượng từ mô hình nghiên cứu này được trình bày tóm tắt ở Bảng 4.

Kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 4 cho thấy cả 5 nhân tố được đưa vào mô hình đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này có nghĩa là các nhân tố này đều có ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu. Đúng như kỳ vọng và thống nhất với kết quả nghiên cứu của Fama & French (1993) và một số nghiên cứu khác (Vương Đức Hoàng Quân & Hồ Thị Huệ, 2008; Trần Thị Hải Lý, 2010; Al-Mwalla & Karasneh, 2011; Ferdian & cộng sự, 2011; Eraslan, 2013; Trương Đông Lộc & Dương Thị Hoàng Trang, 2014), nghiên cứu này cũng tìm thấy mối tương quan thuận giữa TSSL của thị trường, quy mô công ty và tỷ số BE/ME với TSSL của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE. Cụ thể là, TSSL của các cổ phiếu trong danh mục nghiên cứu có mức độ biến động cùng chiều và gần như bằng với mức độ biến động của thị trường. Tương tự, nghiên cứu này còn xác nhận rằng các công ty có quy mô càng nhỏ và tỷ số BE/ME càng lớn thì TSSL càng cao. Mối quan hệ này có thể được giải thích là do các công ty có quy mô càng nhỏ và tỷ số BE/ME càng lớn thì rủi ro càng cao. Như vậy, phần TSSL chênh lệch giữa các nhóm công ty này chính là phần bù rủi ro cho các nhà đầu tư. Điều này hoàn toàn phù hợp với các lý thuyết tài chính doanh nghiệp.

Bảng 3: TSSL của các danh mục được thiết lập giai đoạn 01/2008 - 06/2014 (%)

| Chỉ tiêu | Số quan sát | Nhỏ nhất | Trung bình | Lớn nhất | Độ lệch chuẩn |
|-------------------|-------------|----------|------------|----------|---------------|
| R _p | 308 | -16,98 | 0,12 | 17,20 | 4,90 |
| R _{SL} | 308 | -19,23 | 0,09 | 23,63 | 5,56 |
| R _{SH} | 308 | -17,37 | 0,05 | 17,33 | 4,97 |
| R _{BL} | 308 | -16,79 | 0,24 | 15,49 | 4,95 |
| R _{BH} | 308 | -17,19 | 0,04 | 20,17 | 5,50 |
| R _{SLI} | 308 | -16,65 | 0,09 | 17,22 | 5,22 |
| R _{SW} | 308 | -18,05 | 0,03 | 20,18 | 4,94 |
| R _{BLI} | 308 | -18,14 | 0,25 | 16,02 | 5,54 |
| R _{BW} | 308 | -15,83 | 0,14 | 17,66 | 4,79 |
| R _{SLCR} | 308 | -16,76 | -0,04 | 19,64 | 5,07 |
| R _{SHCR} | 308 | -17,80 | 0,16 | 17,99 | 5,10 |
| R _{BLCR} | 308 | -17,87 | 0,14 | 21,01 | 5,29 |
| R _{BHCR} | 308 | -15,95 | 0,23 | 14,94 | 4,90 |

Nguồn: Kết quả xử lý số liệu từ Eviews

Bảng 4: Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu

| Biến số | Hệ số ước lượng | Giá trị thống kê t |
|--|-----------------|--------------------|
| Hằng số (C) | 0,2586 | 2,77*** |
| Rủ ro thị trường (R _m -R _f) | 0,9977 | 47,26*** |
| Quy mô công ty (SMB) | 0,4307 | 8,19*** |
| Giá trị công ty (HML) | 0,3843 | 7,36*** |
| Xu hướng (WML) | -0,1549 | -2,84*** |
| Khả năng thanh toán hiện thời (LCRMHCR) | 0,2008 | 3,24*** |
| Số quan sát | | 308 |
| Giá trị R ² điều chỉnh (%) | | 89,07 |
| Giá trị thống kê F | | 501,27*** |

***: Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

Trái với kỳ vọng, kết quả ước lượng từ mô hình hồi quy cho thấy nhân tố xu hướng có tương quan nghịch với TSSL của các cổ phiếu. Điều này có nghĩa là những cổ phiếu tăng giá mạnh ở năm trước sẽ có xu hướng giảm giá ở năm sau và ngược lại. Kết quả này cho thấy sự phản ứng quá mức (over-reaction) trong ngắn hạn tồn tại trên HOSE. Đây có thể được xem là hành vi không hợp lý của các nhà đầu tư. Nguyên nhân có thể là do sự thiếu minh bạch trong việc công bố thông tin trên thị trường và kiến thức hạn chế của một bộ phận các nhà đầu tư nhỏ lẻ trên thị trường.

Khác với nhân tố xu hướng, nhân tố khả năng thanh toán hiện thời có mối tương quan thuận với TSSL của các cổ phiếu. Điều này có nghĩa là các cổ phiếu có tỷ số thanh toán hiện thời thấp có TSSL cao hơn các cổ phiếu của các công ty có tỷ số thanh toán hiện thời cao. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng của nhóm tác giả vì những công ty có tỷ số khả năng thanh toán hiện thời thấp thì rủi ro cao hơn các công ty có tỷ số thanh toán hiện thời cao. Do đó, TSSL cao của nhóm cổ phiếu này chính là phần bù cho rủi ro mà các nhà đầu tư có thể gánh chịu.

Ngoài ra, khi tiến hành ước lượng thử nghiệm cho

các trường hợp khác nhau (sử dụng số biến độc lập khác nhau) trên cơ sở Mô hình 1, nhóm tác giả nhận thấy rằng giá trị R^2 điều chỉnh tăng dần khi lần lượt thêm các biến giải thích vào mô hình. Cụ thể là, giá trị R^2 điều chỉnh đã tăng từ 83,95%, trong trường hợp một hình chỉ gồm một nhân tố rủi ro thị trường (mô hình CAPM), lên 88,46% khi Mô hình 3 nhân tố Fama-French được sử dụng. Đặc biệt là, giá trị R^2 điều chỉnh đạt mức 89,07% ở Mô hình 5 nhân tố. Kết quả này cho phép nhóm tác giả kết luận rằng các nhân tố được đưa thêm vào mô hình góp phần làm tăng khả năng giải thích cho sự thay đổi TSSL của các cổ phiếu. Nói cách khác, Mô hình 5 nhân tố mà nhóm tác giả xây dựng trong nghiên cứu này có thể giải thích sự thay đổi của TSSL cổ phiếu tốt hơn mô hình CAPM hay Mô hình 3 nhân tố Fama-French.

5. Kết luận

Bài viết này nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến TSSL của các cổ phiếu niêm yết trên HOSE bằng mô hình 5 nhân tố do nhóm tác giả đề xuất trên cơ sở Mô hình 3 nhân tố Fama-French (1993). Kết quả nghiên cứu cho thấy TSSL của các cổ phiếu có mối tương quan thuận với rủi ro thị trường, quy mô công ty, tỷ số BE/ME và tỷ số thanh toán hiện thời của công ty. Kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng ứng với một yếu tố rủi ro liên quan đến một cổ phiếu nào đó thì phải có một phần lợi nhuận bù đắp cho rủi ro cho các nhà đầu tư. Phát hiện này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết chênh lệch giá (Ross, 1976). Một phát hiện thú vị của nghiên cứu này là, có một mối tương quan nghịch giữa nhân tố xu hướng và TSSL của các cổ phiếu. Điều này có nghĩa là những cổ phiếu tăng giá ở năm trước sẽ có xu hướng giảm giá ở năm sau. Đây là bằng chứng cho thấy sự phản ứng quá mức của nhà đầu tư trong ngắn hạn đang tồn tại trên HOSE. Bằng chứng này hàm ý rằng, các nhà đầu tư

cần tìm hiểu thông tin chính xác về cổ phiếu dự định đầu tư để tránh rủi ro tiềm ẩn trong tương lai gần. Bên cạnh đó, dựa vào giá trị R^2 điều chỉnh, nghiên cứu này đã đi đến kết luận rằng mô hình 5 nhân tố mà nhóm tác giả sử dụng có thể giải thích sự thay đổi của TSSL cổ phiếu tốt hơn mô hình CAPM hay Mô hình 3 nhân tố Fama-French. Tuy nhiên, nghiên cứu này lại tìm thấy mối quan tương nghịch giữa nhân tố xu hướng và TSSL của các cổ phiếu. Điều này có nghĩa là những cổ phiếu tăng giá ở năm trước sẽ có xu hướng giảm giá ở năm sau. Đây là bằng chứng cho thấy sự phản ứng quá mức của nhà đầu tư trong ngắn hạn đang tồn tại trên HOSE. Đặc biệt là, dựa vào giá trị R^2 điều chỉnh, nghiên cứu này đã đi đến kết luận rằng mô hình 5 nhân tố mà nhóm tác giả sử dụng có thể giải thích sự thay đổi của TSSL cổ phiếu tốt hơn mô hình CAPM hay Mô hình 3 nhân tố Fama-French.

Như đã trình bày ở Mục 3, tỷ suất sinh lời của các danh mục trong nghiên cứu này được tính theo phương pháp bình quân đơn giản (giả định rằng trọng số của các cổ phiếu bằng nhau). Giả định này giúp đơn giản hóa việc tính toán, nhưng có thể tạo ra các sai lệch trong kết quả nghiên cứu vì về mặt lý thuyết, việc tính tỷ suất sinh lời của danh mục theo phương pháp bình quân trọng số (trọng số có thể là vốn hóa của từng công ty trên tổng vốn hóa của danh mục) sẽ phù hợp hơn phương pháp bình quân đơn giản. Ngoài ra, trong bài viết này nhóm nghiên cứu chỉ mới xác định được 5 nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Về mặt lý thuyết và thực tiễn, tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu có thể còn bị ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố khác. Đây cũng là hạn chế của nghiên cứu này. Những hạn chế trên đây là những khía cạnh nghiên cứu khá hấp dẫn mà các nghiên cứu tiếp theo nên tập trung vào. □

Tài liệu tham khảo

- Al-Mwalla, M. & Karasneh, M. (2011), 'Fama & French three factor model: Evidence from emerging market', *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 41, 132-140.
- Asness, C.S., Moskowitz, T.J. & Pedersen, L.H. (2013), 'Value and momentum everywhere', *The Journal of Finance*, 68(3), 929-985.
- Bollen, N.P.B. & Busse, J.A. (2004), 'Short-term persistence in mutual fund performance', *Review of Financial Studies*, 18(2), 569-597.
- Carhart, M.M. (1997), 'On persistence in mutual fund performance', *The Journal of Finance*, 52, 57-82.
- Eraslan, V. (2013), 'Fama and French three-factor model: Evidence from Istanbul Stock Exchange', *Business and Economics Research Journal*, 4(2), 11-22.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2012), 'Size, value, and momentum in international stock returns', *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457-472.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1993), 'Common risk factors in the returns on stocks and bonds', *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

- Ferdian, I.R., Omar, M.A. & Dewi, M.K. (2011), 'Firm size, book to market equity, and security returns: Evidence from the Indonesian Shariah stocks', *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 7(1), 77-96.
- Huber, P. (1997), 'Stock market returns in thin markets: Evidence from the Vienna Stock Exchange', *Applied Financial Economics*, 7, 493-498.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993), 'Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency', *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- L'Her, J.F., Masmoudi, T. & Suret, J.M. (2004), 'Evidence to support the four-factor pricing model from the Canadian stock market', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 14(4), 313-328.
- Lintner, J. (1965), 'The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets', *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 12-37.
- Maroney, N. & Protopapadakis, A. (2002), 'The book-to-market and size effects in a general asset pricing model: Evidence from seven national markets', *European Finance Review*, 6, 189-221.
- Markowitz, M.H. (1952), 'Portfolio selection', *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mossin, J. (1966), 'Equilibrium in a capital asset market', *Econometrica*, 34(4), 768-783.
- Ross, S.A. (1976), 'The arbitrage theory of capital asset pricing', *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Sharpe, W. (1964), 'Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk', *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Trần Thị Hải Lý (2010), 'Mô hình 3 nhân tố của Fama & French hoạt động như thế nào trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 239, 50-57.
- Trương Đông Lộc & Dương Thị Hoàng Trang (2014), 'Mô hình 3 nhân tố Fama - French: Các bằng chứng thực nghiệm từ Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 32, 61-68.
- Vương Đức Hoàng Quân & Hồ Thị Huệ (2008), 'Mô hình Fama - French: Một nghiên cứu thực nghiệm đối với thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Ngân hàng*, 22, 38-45.

Thông tin tác giả:

***Trương Đông Lộc**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Cần Thơ

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính doanh nghiệp, Thị trường chứng khoán, Ngân hàng, tài chính vi mô.

- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Economics of Transition* (thuộc danh mục ISI), *Applied Economics* (thuộc danh mục ISI), *Asian Journal of Research Management*, *Tạp chí Kinh tế & phát triển*, *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, *Tạp chí Phát triển kinh tế*.

- Địa chỉ Email: tdloc@ctu.edu.vn.

****Nghiêm Minh Thư**, thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kỹ thuật – Công nghệ Cần Thơ

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính doanh nghiệp

- Địa chỉ Email: thum2713081@gstudent.ctu.edu.vn

*****Võ Văn Dứt**, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Cần Thơ

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh doanh quốc tế, quản trị doanh nghiệp, tài chính

- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *International Business Review* (thuộc danh mục ISI), *the Asian Academy of Management Journal*, *the Journal of Problems and Perspectives in Management*, *International Journal of Agricultural Economics and Management*, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*.

- Địa chỉ Email: vvdut@ctu.edu.vn.