

BIẾN ĐỘNG THỊ TRƯỜNG VÀ PHẦN BÙ GIÁ TRỊ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Ngày nhận: 21/9/2015
Ngày nhận lại: 03/12/2015
Ngày duyệt đăng: 10/3/2016
Mã số: 3-16-23

06 3557

06 3551

Võ Xuân Vinh (*)
Võ Văn Phong (**)

Tóm tắt: Nghiên cứu này xem xét tác động của yếu tố biến động tỷ suất lợi nhuận (TSLN) thị trường đến TSLN danh mục cổ phiếu giá trị, danh mục cổ phiếu tăng trưởng và sự khác biệt TSLN giữa hai danh mục này (phần bù giá trị). Nhóm tác giả thiết lập danh mục cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng theo các tỷ số BM (Book to market equity), EP (Earnings to Price), CP (Cash flow to price), DP (Dividend yield to price). Tác giả hồi quy dữ liệu chuỗi thời gian TSLN các danh mục cổ phiếu giá trị, cổ phiếu tăng trưởng, phần bù giá trị theo mô hình CAPM kết hợp yếu tố biến động TSLN thị trường trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2010-2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố biến động TSLN thị trường có tác động ngược chiều đối với TSLN danh mục cổ phiếu giá trị và danh mục cổ phiếu tăng trưởng. Tuy nhiên, biến động TSLN thị trường lại không có khả năng giải thích phần bù giá trị. Đồng thời, kết quả cho thấy mô hình CAPM truyền thống không có khả năng giải thích phần bù giá trị.

Từ khóa: Cổ phiếu giá trị, cổ phiếu tăng trưởng, phần bù giá trị.

Giới thiệu

Trong kho tàng học thuật về chủ đề định giá tài sản, đã có nhiều nghiên cứu xem xét giải thích TSLN cổ phiếu. Trong đó, có một số nghiên cứu xem xét việc giải thích TSLN của yếu tố biến động thị trường trong mô hình định giá tài sản. Theo phần lớn các kết quả nghiên cứu công bố thì danh mục cổ phiếu giá trị (danh mục giá trị) thu được TSLN trung bình cao hơn danh mục cổ phiếu tăng trưởng (danh mục tăng trưởng), sự khác biệt TSLN đó còn được gọi là phần bù giá trị (value premium). Arisoy (2010) kiểm định tác động của yếu tố biến động thị trường đến TSLN danh mục giá trị và danh mục tăng trưởng trong các giai đoạn khác nhau của thị trường. Kết quả cho thấy mức độ giải thích của mô hình CAPM đối với phần bù giá trị là không đáng kể và biến động thị trường là một yếu tố quan trọng trong việc xác định phần bù giá trị.

Tuy nhiên, cho đến nay vẫn chưa có nhiều nghiên cứu xem xét riêng phần bù giá trị, cũng

như kiểm định tác động của yếu tố biến động thị trường đối với phần bù giá trị sử dụng dữ liệu trên TTCK Việt Nam. Vì vậy, đóng góp đầu tiên của bài báo này là góp phần làm giàu kho tàng học thuật trong nước về chủ đề này. Sự hiểu biết về tác động của yếu tố biến động thị trường tới phần bù giá trị hay TSLN danh mục tăng trưởng, danh mục giá trị trong các giai đoạn khác nhau của thị trường có thể giúp cho nhà đầu tư có thêm các chiến lược phòng vệ hoặc tăng trưởng giá trị danh mục đầu tư. Từ đó, nhà đầu tư có cơ sở để quyết định hợp lý trong từng giai đoạn biến động khác nhau của thị trường, điều này đặc biệt có ý nghĩa đối với TTCK đang phát triển như TTCK Việt Nam.

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết định giá tài sản có nhiều cách giải thích khác nhau về sự khác biệt giữa TSLN của cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng. Dưới góc độ hành vi, nghiên cứu trên TTCK Mỹ của Lakonishok, Shleifer và Vishny (1994) cho

thấy chiến lược đầu tư cổ phiếu giá trị mang lại TSLN cao hơn chiến lược đầu tư cổ phiếu tăng trưởng trong suốt giai đoạn 1968-1990. Trong đó, chiến lược đầu tư cổ phiếu giá trị là chiến lược mà các nhà đầu tư nắm giữ các cổ phiếu bị định giá thấp so với lợi nhuận, cổ tức, giá trị sổ sách, hoặc các chỉ tiêu đo lường giá trị cơ bản khác của công ty. Có thể giải thích kết quả thu được là do việc định giá sai của nhà đầu tư đối với cổ phiếu giá trị (thấp hơn so với giá trị) và cổ phiếu tăng trưởng (cao hơn so với giá trị). Tuy nhiên, tỷ lệ tăng trưởng về lợi nhuận, cổ tức, giá trị sổ sách, thực tế sau đó của cổ phiếu tăng trưởng lại thấp hơn so với cổ phiếu giá trị. Khi đó, các cổ phiếu được định giá lại chính xác thì cổ phiếu giá trị có TSLN cao hơn và cổ phiếu tăng trưởng có TSLN thấp hơn. Mặt khác, Lakonishok và ctg (1994) cũng chỉ ra cổ phiếu giá trị không rủi ro hơn cổ phiếu tăng trưởng, vì vậy không thể giải thích sự khác biệt TSLN giữa cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng dưới góc độ rủi ro cơ bản.

Bansal, Kiku, Shaliastovich và Yaron (2014) khẳng định vai trò quan trọng của biến động tỷ suất sinh lợi cổ phiếu đối với giá cổ phiếu. Gulen, Xing và Zhang (2011) nghiên cứu khả năng dự báo của phần bù giá trị và kết quả cho rằng phần bù giá trị tăng trong giai đoạn thị trường có biến động cao. Một nghiên cứu khác của Choi (2013) cho rằng tương tác giữa beta với phần bù thị trường và biến động TSLN giải thích 40% phần bù giá trị.

Theo quan điểm của lý thuyết định giá tài sản hợp lý, sự khác biệt về TSLN giữa danh mục giá trị và danh mục tăng trưởng gắn liền với yếu tố kinh tế vĩ mô hoặc yếu tố ngại rủi ro. Fama và French (1996) kết luận, phần bù giá trị là phần bù cho những yếu tố rủi ro bị bỏ sót trong mô hình định giá tài sản vốn truyền thống (CAPM). Kết luận này được dựa trên bằng chứng là tồn tại những biến động thông thường về TSLN các cổ phiếu mà không được giải thích bởi TSLN của thị trường hay các yếu tố SMB và HML gắn liền với sự khác biệt trong TSLN của các danh mục thiết lập theo các tỷ số BM, EP, CP, hay

DP. Cochrane (2001) thừa nhận cách phân chia danh mục của Fama và French (1996) làm đại diện cho rủi ro kinh tế vĩ mô và sự khác biệt giữa TSLN của cổ phiếu giá trị với cổ phiếu tăng trưởng hàm ý tồn tại sự khó khăn hoặc suy giảm vĩ mô. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm cho đến nay, đều thất bại trong việc tìm ra cách đo lường thích hợp cho yếu tố kinh tế vĩ mô mà tương quan chặt chẽ với danh mục giá trị và danh mục tăng trưởng và có thể giải thích phần bù giá trị.

Về yếu tố ngại rủi ro của nhà đầu tư, theo Campbell (1993) và Chen (2002), nhà đầu tư ngại rủi ro không chỉ quan tâm tới việc phòng ngừa rủi ro thị trường mà còn phòng ngừa cả những thay đổi của biến động thị trường. Mặt khác, French, Schwert và Stambaugh (1987), Campbell và Hentschel (1992) đã chứng minh các giai đoạn thị trường có biến động mạnh thì thường cũng là các giai đoạn thị trường suy giảm. Do đó, các nhà đầu tư không muốn đối mặt với sự suy giảm giá trị tài sản trong giai đoạn thị trường biến động mạnh, vì nó cũng đồng nghĩa với việc làm giảm giá trị của cơ hội đầu tư. Vậy nếu nhà đầu tư không chỉ ngại rủi ro thị trường, mà còn ngại cả sự thay đổi của biến động thị trường, thì các tài sản mà có TSLN tương quan dương với biến động thị trường sẽ có lợi nhuận kỳ vọng thấp hơn. Nói rõ hơn, tài sản mà có TSLN tương quan dương với sự thay đổi của biến động thị trường sẽ được xem như là biện pháp phòng vệ rủi ro biến động thị trường và được các nhà đầu tư ngại rủi ro đầu tư vào, như cầu đầu tư tăng làm tăng giá tài sản, dẫn đến TSLN trung bình giảm. Nhận định trên cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu sau đó của Ang, Hodrick, Xing và Zhang (2006) và Moise (2007) đối với TTCK Mỹ, kết quả chỉ ra yếu tố biến động thị trường có thể định giá và tương quan chặt chẽ với TSLN cổ phiếu trong cùng một giai đoạn. Moise (2007) giải thích hiện tượng "flight to quality" trong suốt thời gian thị trường suy giảm: nhà đầu tư sẽ chuyển hướng đầu tư khác đối với cổ phiếu các công ty nhỏ trong danh mục, do TSLN các cổ phiếu này được cho là có tương quan âm với biến động thị trường. Thay

vào đó, họ chuyển sang đầu tư vào cổ phiếu "quality" là cổ phiếu có TSLN tương quan dương với sự thay đổi của biến động thị trường. Điều này dẫn đến gia tăng nhu cầu phòng vệ rủi ro bằng cách đầu tư các cổ phiếu công ty quy mô lớn, làm tăng giá cổ phiếu và dẫn đến TSLN kì vọng thấp hơn.

Arisoy (2010) thiết lập các danh mục tăng trưởng và danh mục giá trị theo 4 tỷ số BM, EP, CP và DP. Tác giả thực hiện hồi quy dữ liệu thời gian của TSLN các danh mục và chiến lược HML theo 2 mô hình: CAPM truyền thống và CAPM kết hợp yếu tố rủi ro biến động. Kết quả cho thấy mô hình CAPM truyền thống giải thích khá thành công TSLN danh mục tăng trưởng và danh mục giá trị nhưng thất bại trong việc giải thích TSLN của các chiến lược HML. Tại mô hình CAPM kết hợp yếu tố rủi ro biến động các danh mục, chiến lược đều có mức giải thích cao hơn so với mô hình CAPM truyền thống. Theo đó, danh mục giá trị có hệ số beta biến động thị trường âm và có ý nghĩa thống kê, ngược lại với danh mục tăng trưởng. Đặc biệt, kết quả hồi quy đối với chiến lược HML cho thấy TSLN thị trường không có ý nghĩa thống kê nhưng hệ số beta yếu tố biến động thị trường lại có ý nghĩa thống kê. Trong giai đoạn thị trường có biến động mạnh, các cổ phiếu tăng trưởng có hệ số beta biến động thị trường mang giá trị dương thì các cổ phiếu tăng trưởng được xem như là biện pháp phòng vệ đối với rủi ro biến động. Điều này làm gia tăng nhu cầu của các nhà đầu tư sử dụng cổ phiếu tăng trưởng để bảo vệ giá trị tài sản của họ tránh khỏi sự rủi ro biến động thị trường. Hiện tượng "flight to quality" giải thích tại sao cổ phiếu tăng trưởng thường được định giá cao hơn, có TSLN thấp hơn và được xem như là tài sản ít rủi ro so với cổ phiếu giá trị. Nghiên cứu kết luận biến động thị trường là một yếu tố quan trọng đối với phần bù giá trị trên TTCK Pháp.

Giả thuyết nghiên cứu

Nhà đầu tư ngại rủi ro không chỉ quan tâm tới yếu tố TSLN thị trường mà còn biến động

thị trường (Campbell, 1993; Chen, 2002; Ang và ctg, 2006; Moise, 2007; Arisoy, Salih và Akdeniz, 2007). Nói cách khác, yếu tố biến động thị trường có tương quan chặt chẽ với TSLN của các danh mục tăng trưởng và danh mục giá trị. Tương tự, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết:

H₁: Yếu tố biến động thị trường có tác động đến TSLN danh mục cổ phiếu giá trị.

H₂: Yếu tố biến động thị trường có tác động đến TSLN danh mục cổ phiếu tăng trưởng.

Cũng dựa trên kết quả nghiên cứu của Arisoy (2010), nhóm tác giả đưa ra giả thuyết về quan hệ của yếu tố TSLN thị trường, biến động thị trường và phần bù giá trị:

H₃: TSLN thị trường không tác động đến phần bù giá trị

H₄: Yếu tố biến động thị trường có tác động đến phần bù giá trị

Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu

Dữ 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 Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) theo thời gian, với tần suất ngày, giai đoạn từ 01/01/2010-31/12/2014. Trên cơ sở chỉ số thị trường và giá của cổ phiếu thu thập được để tính toán TSLN thị trường và TSLN các danh mục, biến động thị trường. Lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm được sử dụng như lãi suất phi rủi ro, lãi suất này được thu thập từ Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ tháng 01/2010-12/2014. Dữ liệu kế toán khác để tính toán các chỉ tiêu thiết lập danh mục như vốn chủ sở hữu, dòng tiền thuần, lợi nhuận sau thuế, số lượng cổ phiếu lưu hành được lấy từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết.

TSLN theo ngày, tháng:

$$r_{it} = \frac{\text{Income}_{it} + (P_{it} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Trong đó: r_{it} là TSLN cổ phiếu i tại thời điểm t ; P_{it} là giá của cổ phiếu i tại thời điểm t ; Income_{it} là giá trị cổ tức nhận được từ việc nắm giữ cổ phiếu trong khoảng thời gian từ $t-1$ đến t . TSLN theo tháng được tính vào ngày cuối tháng.

TSLN thị trường: $r_{mt} = \frac{\text{VNIndex}_t}{\text{VNIndex}_{t-1}} - 1$

Tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BM):

$$\text{BM}_{it} = \text{OE}_{it} / P_{it} N_{it}$$

Trong đó: OE_{it} là vốn chủ sở hữu, P_{it} là thị giá và N_{it} là số lượng cổ phiếu i lưu hành cuối năm t .

Tỷ số thu nhập một cổ phiếu trên thị giá (EP):

$$\text{EP}_{it} = \frac{\text{EAT}_{it} / \bar{N}_{it}}{P_{it}}$$

Trong đó: EAT_{it} là lợi nhuận sau thuế, \bar{N}_{it} là số lượng cổ phiếu i lưu hành bình quân trong năm t , P_{it} là thị giá của cổ phiếu i cuối năm t .

Tỷ số dòng tiền hoạt động kinh doanh một cổ phiếu trên thị giá (CP):

$$\text{CP}_{it} = \frac{(\text{EAT}_{it} + \text{Dep}_{it}) / \bar{N}_{it}}{P_{it}}$$

Trong đó: EAT_{it} là lợi nhuận sau thuế, Dep_{it} là khấu hao, \bar{N}_{it} là số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm t , P_{it} là thị giá của cổ phiếu i cuối năm t .

Tỷ số cổ tức trên thị giá (DP): $\text{DP}_{it} = D_{it} / P_{it}$

Trong đó: D_{it} là cổ tức bằng tiền mặt của cổ phiếu i trong năm t , P_{it} là thị giá của cổ phiếu i cuối năm t .

Thiết lập danh mục

Nhóm tác giả sắp xếp theo thứ tự từ cao xuống thấp theo giá trị lần lượt từng tỷ số BM, EP, CP, DP. Sau đó, với mỗi tỷ số BM, EP, CP, DP,

Bảng 1: Thiết lập danh mục theo BM, EP, CP và DP

Tỷ số	Tên danh mục	Bao gồm các cổ phiếu thuộc
BM	BMH	Nhóm 30% giá trị tỷ số BM cao nhất
	BML	Nhóm 30% giá trị tỷ số BM thấp nhất
EP	EPH	Nhóm 30% giá trị tỷ số EP cao nhất
	EPL	Nhóm 30% giá trị tỷ số EP thấp nhất
CP	CPH	Nhóm 30% giá trị tỷ số CP cao nhất
	CPL	Nhóm 30% giá trị tỷ số CP thấp nhất
DP	DPH	Nhóm 30% giá trị tỷ số DP cao nhất
	DPL	Nhóm 30% giá trị tỷ số DP thấp nhất

nhóm tác giả chọn 1 danh mục các cổ phiếu thuộc nhóm 30% giá trị tỷ số thấp nhất (danh mục tăng trưởng) và 1 danh mục các cổ phiếu thuộc nhóm 30% giá trị tỷ số cao nhất (danh mục giá trị). Kết quả, nhóm tác giả thiết lập được 8 danh mục (Bảng 1).

Trong nghiên cứu, tại thời điểm đầu mỗi năm, nhóm tác giả sử dụng giá trị các tỷ số tại thời điểm cuối năm $t-1$ để thiết lập danh mục và tính TSLN các danh mục đó trong năm t .

TSLN danh mục chứng khoán

TSLN bình quân được tính toán theo công thức:

$$r_{pt} = \sum^n r_{it} / n$$

Trong đó: r_{pt} là TSLN danh mục p tại thời điểm t ; r_{it} là TSLN các cổ phiếu trong danh mục tại thời điểm t ; n là số lượng cổ phiếu trong danh mục.

TSLN chiến lược HML (value minus growth)

Chiến lược HML là chiến lược đồng thời nắm giữ danh mục giá trị và bán ra danh mục tăng trưởng. TSLN chiến lược HML được gọi là phần bù giá trị và được tính toán như sau:

Tỷ số	r_{HML}
BM	$r_{HMLBM} = r_{BMH} - r_{BML}$
EP	$r_{HMLEP} = r_{EPH} - r_{EPL}$
CP	$r_{HMLCP} = r_{CPH} - r_{CPL}$
DP	$r_{HMLDP} = r_{DPH} - r_{DPL}$

Nhóm tác giả đo lường yếu tố biến động thị trường dưới hai góc độ:

- Biến động thị trường (Market volatility) được tính theo công thức của French và ctg (1987):

$$\text{Volatility}_t = \sqrt{2 \sum_{i=1}^{N_t} r_{it}^2 + 2 \sum_{i=1}^{N_t-1} r_{it} r_{i+1,t}}$$

- Sự thay đổi biến động thị trường được xác định theo Moise (2007):

$$\Delta \text{Volatility}_t = \text{Volatility}_t - \text{Volatility}_{t-1}$$

Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên mô hình ICAPM của Merton (1973) và mô hình ICAPM - 2 yếu tố của Arisoy (2010), Campbell (1993) và Chen (2002), để kiểm định sự tác động của yếu tố biến động thị trường và TSLN thị trường đến TSLN các danh mục và phần bù giá trị trên TTCK Việt Nam, nhóm tác giả thực hiện hồi quy dữ liệu theo thời gian của TSLN vượt mức 8 danh mục, 4 chiến lược HML được thiết lập theo các tỷ số BM, EP, CP, DP theo 3 phương trình sau:

- Mô hình CAPM truyền thống:

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_{im} (r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- Mô hình CAPM+Volatility:

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_{im} (r_{mt} - r_{ft}) + \beta_{iv} \text{Volatility}_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

- Mô hình CAPM+ΔVolatility:

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_{im} (r_{mt} - r_{ft}) + \beta_{iv} \Delta \text{Volatility}_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Bảng 2 mô tả TSLN trung bình trên một tháng của 8 danh mục, 4 chiến lược HML trong suốt thời kỳ nghiên cứu. Kết quả cho thấy các danh mục giá trị có TSLN cao hơn hẳn so với thị trường và các danh mục tăng trưởng. Sự khác biệt về TSLN của hai danh mục từ 1,26-1,74%.

Bảng 3 cho kết quả về tương quan giữa TSLN hàng tháng của 8 danh mục kiểm định, danh mục thị trường, biến động thị trường và sự thay đổi của biến động thị trường trong giai đoạn 01/2010-12/2014. Biến động thị trường và sự thay đổi biến động thị trường tương quan âm với tất cả TSLN của các danh mục, ngược lại TSLN của 8 danh mục kiểm định và TSLN của danh mục thị trường có tương quan dương. Biến động thị trường và sự thay đổi biến động thị trường có hệ số tương quan với TSLN danh mục thị trường thấp nên loại bỏ khả năng có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng của α_i , β_{im} , β_{iv} của 8 danh mục giá trị, danh mục tăng trưởng, 4 chiến lược HML khi hồi quy lần lượt với 3 mô hình: CAPM truyền thống và mô hình 2 yếu tố được mô tả ở phương trình (1), (2).

Cả 3 mô hình đều giải thích khá tốt TSLN các danh mục giá trị, danh mục tăng trưởng với giá trị R^2 điều chỉnh từ 43-70%. Tuy nhiên mức độ giải thích của mô hình CAPM+Volatility luôn cao hơn mô hình CAPM truyền thống từ 1-5%, còn mức độ giải thích của mô hình CAPM+ΔVolatility

Bảng 2: Thống kê mô tả

	BMH	BML	CPH	CPL	DPH	DPL	EPH	EPL	Rm	Volatility	ΔVolatility
Trung bình	1,250	-0,010	1,490	-0,340	1,760	0,030	1,410	-0,320	0,110	5,720	-0,100
HML	1,260		1,830		1,730		1,740				
Độ lệch chuẩn	8,790	5,140	6,410	6,690	6,120	5,660	6,270	7,240	5,860	2,400	3,330
Giá trị lớn nhất	23,8500	10,910	21,300	13,100	18,990	11,230	18,270	15,220	14,690	14,190	10,670
Giá trị nhỏ nhất	-13,020	-12,190	-10,620	-14,780	-11,140	-12,280	-11,560	-14,540	-13,400	1,110	-7,300
Số quan sát	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

	BMH	BML	CPH	CPL	DPH	DPL	EPH	EPL	Rm	Volatility	Δ Volatility
BMH	1										
BML	0,800	1									
CPH	0,900	0,920	1								
CPL	0,930	0,900	0,890	1							
DPH	0,890	0,880	0,960	0,870	1						
DPL	0,840	0,960	0,920	0,910	0,900	1					
EPH	0,870	0,930	0,980	0,870	0,980	0,930	1				
EPL	0,960	0,870	0,900	0,980	0,870	0,900	0,870	1			
Rm	0,560	0,820	0,760	0,740	0,720	0,770	0,780	0,710	1		
Volatility	-0,330	-0,370	-0,320	-0,390	-0,360	-0,340	-0,330	-0,390	-0,230	1	
Δ Volatility	-0,180	-0,150	-0,170	-0,200	-0,200	-0,140	-0,180	-0,180	-0,150	0,640	1

lại thấp hơn hoặc bằng so với mô hình CAPM truyền thống. Kết quả thống nhất ở cả 8 danh mục, các hệ số ước lượng của mô hình CAPM và CAPM+Volatility đều có ý nghĩa thống kê mức 5% nhưng ở mô hình CAPM+ Δ Volatility, các ước lượng của β_{iv} lại không có ý nghĩa thống kê. Ở mô hình CAPM+Volatility, hệ số β_{im} đều có giá trị dương, β_{iv} đều có giá trị âm, cho thấy TSLN các danh mục biến động cùng chiều với TSLN thị trường và biến động ngược chiều với mức độ biến động thị trường. Điều này cho thấy biến động thị trường (Volatility) có tác động tới TSLN danh mục tăng trưởng và danh mục giá trị nhưng sự thay đổi biến động thị trường (Δ Volatility) lại không tác động đến TSLN của các danh mục trên. Hàm ý nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam có quan tâm đến yếu tố biến động thị trường nhưng chỉ dừng lại ở mức độ biến động thị trường tại mỗi giai đoạn chứ chưa quan tâm đến sự thay đổi mức độ biến động giữa các giai đoạn khác nhau. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước của Campbell (1993), Chen (2002), Moise (2007), Arisoy (2010). Đồng thời, kết quả cho phép chấp nhận giả thuyết H₁, H₂, yếu tố biến động thị trường có tác động đến TSLN của các danh mục giá trị và tăng trưởng.

Đối với chiến lược HML, chỉ có ở chiến lược HML được thiết lập theo tỷ số BM có mức độ giải thích xấp xỉ 7%, trong đó chỉ có hệ số β_{im} có ý nghĩa thống kê mức 5%. Ở 3 chiến lược HML được thiết lập theo các tỷ số EP, CP, DP; cả 3 mô hình đều có mức độ giải thích xấp xỉ

0, các hệ số ước lượng đều không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, tương tự kết quả nghiên cứu trước của Arisoy (2010), mô hình CAPM truyền thống không thể giải thích được phần bù giá trị, TSLN thị trường chỉ giải thích được tỷ suất của chiến lược HML ở danh mục thiết lập theo tỷ số BM và thất bại ở 3 chiến lược HML còn lại. Giả thiết H₃ được chấp nhận, TSLN thị trường không tác động đến phần bù giá trị. Tuy nhiên, đối với yếu tố biến động thị trường thì kết quả thu được lại ngược lại nghiên cứu của Arisoy (2010) trên TTCK Pháp, yếu tố biến động thị trường không tác động đến TSLN của cả 4 chiến lược HML. Giả thiết H₄ bị bác bỏ, yếu tố biến động thị trường không tác động đến phần bù giá trị trên TTCK Việt Nam.

Kết luận và gợi ý chính sách

Nghiên cứu này xem xét sự tác động của yếu tố biến động thị trường đối với TSLN danh mục giá trị, danh mục tăng trưởng và phần bù giá trị trên TTCK Việt Nam. Nghiên cứu đo lường yếu tố rủi ro biến động dưới góc độ biến động thị trường tại một giai đoạn và thay đổi biến động thị trường giữa các giai đoạn. Kết quả cho thấy biến động thị trường có tác động đến TSLN danh mục giá trị và tăng trưởng, phù hợp với kết quả nghiên cứu của Campbell (1993), Chen (2002), Moise (2007), Arisoy và ctg (2007), Arisoy (2010). Tuy nhiên, sự thay đổi biến động thị trường giữa các giai đoạn lại không có tác động đến

ISLN các danh mục nói trên. Điều này hàm ý nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam có quan tâm đến yếu tố biến động thị trường nhưng chỉ dừng lại ở mức độ biến động thị trường

tại mỗi giai đoạn chứ chưa quan tâm đến sự thay đổi mức độ biến động giữa các giai đoạn khác nhau. Đối với phần bù giá trị, kết quả ngược lại nghiên cứu của Arisoy (2010),

Bảng 4: Kết quả hồi quy của các danh mục, chiến lược HML

	CAPM		CAPM + Volatility			CAPM + Δ Volatility		
<i>Các danh mục thiết lập theo tỷ số BM</i>								
	α_i	β_{im}	α_i	β_{im}	β_{iv}	α_i	β_{im}	β_{iv}
BMH	0,011	1,00***	0,051	0,93***	-0,71**	0,011	0,99***	-0,20
T-Statistic	1,330	6,890	2,330	6,330	-1,960	1,280	6,610	-0,760
P-value	0,190	0,000	0,020	0,000	0,050	0,200	0,000	0,450
Adj. R ²	0,440		0,460			0,430		
F-Statistic	46,680		26,410			23,490		
P-value	0,000		0,000			0,000		
BML	-0,003	0,73***	0,020	0,69***	-0,42**	-0,003	0,72***	-0,04
T-Statistic	-0,790	10,920	2,090	10,500	-2,600	-0,300	10,660	-0,340
P-value	0,430	0,000	0,040	0,000	0,010	0,430	0,000	0,740
Adj. R ²	0,670		0,700			0,660		
F-Statistic	119,300		68,960			58,300		
P-value	0,000		0,000			0,000		
HMLBM	0,006	0,28**	0,025	0,25**	-0,32	0,006	0,27**	-0,16
T-Statistic	0,910	2,340	1,330	2,020	-1,060	0,860	2,190	-0,730
P-value	0,370	0,020	0,190	0,050	0,290	0,390	0,030	0,470
Adj. R ²	0,070		0,070			0,060		
F-Statistic	5,460		3,300			2,970		
P-value	0,020		0,040			0,060		
<i>Các danh mục thiết lập theo tỷ số EP</i>								
EPH	0,012	0,84***	0,036	0,80***	-0,42**	0,012	0,83***	-0,12
T-Statistic	2,320	9,620	2,720	9,110	-1,960	2,280	9,360	-0,750
P-value	0,020	0,000	0,010	0,000	0,050	0,030	0,000	0,450
Adj. R ²	0,610		0,630			0,610		
F-Statistic	92,640		50,510			46,260		
P-value	0,000		0,000			0,000		
EPL	-0,005	0,90***	0,036	0,82***	-0,73**	-0,005	0,88***	-0,15
T-Statistic	-0,740	7,730	2,130	7,260	-2,620	-0,770	7,500	-0,720
P-value	0,460	0,000	0,040	0,000	0,010	0,440	0,000	0,470
Adj. R ²	0,500		0,550			0,500		
F-Statistic	59,810		36,380			29,920		
P-value	0,000		0,000			0,000		
HMLEP	0,009	-0,05	-0,007	-0,02	0,28	0,009	-0,05	0,03
T-Statistic	1,870	-0,620	-0,560	-0,280	1,380	1,860	-0,570	0,230
P-value	0,070	0,540	0,580	0,780	0,170	0,070	0,570	0,820
Adj. R ²	-0,010		0,000			-0,030		
F-Statistic	0,380		1,150			0,220		
P-value	0,540		0,320			0,810		

Các danh mục thiết lập theo tỷ số CP

	α_i	β_{im}	α_i	β_{im}	β_{iv}	α_i	β_{im}	β_{iv}
CPH	0,013	0,84***	0,036	0,80***	-0,42*	0,013	0,83***	-0,10
T-Statistic	2,320	9,010	2,570	8,490	-1,810	2,280	8,770	-0,570
P-value	0,020	0,000	0,010	0,000	0,080	0,030	0,000	0,570
Adj. R ²	0,580		0,590				0,570	
F-Statistic	81,260		43,850				40,330	
P-value	0,000		0,000				0,000	
CPL	-0,005	0,86***	0,032	0,79***	-0,66**	-0,006	0,84***	-0,17
T-Statistic	-0,930	8,560	2,200	8,120	-2,780	-0,980	8,310	-0,960
P-value	0,360	0,000	0,030	0,000	0,010	0,330	0,000	0,340
Adj. R ²	0,550		0,600				0,550	
F-Statistic	73,270		44,740				37,050	
P-value	0,000		0,000				0,000	
HMLCP	0,010	-0,01	-0,002	0,01	0,22	0,010	-0,01	0,08
T-Statistic	2,530	-0,210	-0,230	0,100	1,300	2,550	-0,110	0,660
P-value	0,010	0,830	0,820	0,920	0,200	0,010	0,920	0,510
Adj. R ²	-0,020		0,000				-0,030	
F-Statistic	0,040		0,860				0,240	
P-value	0,830		0,430				0,790	

Các danh mục thiết lập theo tỷ số DP

	α_i	β_{im}	α_i	β_{im}	β_{iv}	α_i	β_{im}	β_{iv}
DPH	0,015	0,76***	0,045	0,70***	-0,53**	0,015	0,74***	-0,16
T-Statistic	2,660	7,950	3,160	7,460	-2,280	2,600	7,710	-0,950
P-value	0,010	0,000	0,000	0,000	0,030	0,010	0,000	0,350
Adj. R ²	0,510		0,550				0,510	
F-Statistic	63,260		36,540				32,030	
P-value	0,000		0,000				0,000	
DPL	-0,003	0,76***	0,021	0,72***	-0,42**	-0,003	0,75***	-0,04
T-Statistic	-0,530	9,400	1,770	8,890	-2,140	-0,540	9,170	-0,290
P-value	0,600	0,000	0,080	0,000	0,040	0,590	0,000	0,770
Adj. R ²	0,600		0,620				0,590	
F-Statistic	88,300		49,170				43,500	
P-value	0,000		0,000				0,000	
HMLDP	0,009	0,00	0,017	-0,01	-0,14	0,009	-0,01	-0,12
T-Statistic	2,610	0,050	1,820	-0,160	-0,900	2,550	-0,110	-1,090
P-value	0,010	0,960	0,070	0,870	0,370	0,010	0,910	0,280
Adj. R ²	-0,020		-0,020				-0,010	
F-Statistic	0,000		0,400				0,600	
P-value	0,960		0,670				0,550	

Ghi chú: ***, **, * có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5%, 10%

yếu tố biến động thị trường không tác động tới phần bù giá trị trên TTCK Việt Nam. Ở các nghiên cứu trước (Campbell 1993; Chen, 2002; Moise, 2007; Arisoy và ctg, 2007; Arisoy, 2010) TSLN của danh mục cổ phiếu tăng trưởng tương quan dương, TSLN danh mục cổ phiếu giá trị tương quan âm với biến

động thị trường, do đó cổ phiếu tăng trưởng được xem như là biện pháp phòng vệ rủi ro biến động. Nhưng kết quả nghiên cứu này lại cho thấy TSLN của cả hai danh mục đều tương quan âm với biến động thị trường, hàm ý các cổ phiếu tăng trưởng chưa được coi là biện pháp phòng vệ rủi ro biến động.

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả khuyến nghị nhà đầu tư nên tìm kiếm các tài sản mà có TSLN biến động cùng chiều với biến động thị trường để sử dụng làm công cụ phòng vệ rủi ro biến động thị trường. Do sự khó khăn trong việc lựa chọn công cụ phòng vệ rủi ro biến động thị trường của nhà đầu tư, nhóm tác giả khuyến nghị các cơ quan lý nhà nước về chứng

khoán và TTCK sớm thực hiện kế hoạch phát triển TTCK phái sinh để giúp nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận, thực hiện phòng vệ rủi ro biến động thị trường. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng ủng hộ việc thực hiện chính sách biên độ giao dịch của Ủy ban Chứng khoán nhà nước nhằm bảo vệ nhà đầu tư giảm bớt thiệt hại do thị trường biến động quá mạnh[■]

Tài liệu tham khảo

- Ang, A., Hodrick, R.J., Xing, Y. and Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns, *The Journal of Finance*, 61(1), pp. 259-299.
- Arisoy, Y.E. (2010). Volatility risk and the value premium: Evidence from the French stock market, *Journal of Banking & Finance*, 34(5), pp.975-983.
- Arisoy, Y.E., Salih, A. and Akdeniz, L. (2007). Is volatility risk priced in the securities market? Evidence from S&P 500 index options, *Journal of Futures Markets*, 27(7), pp. 617-642.
- Bansal, R., Kiku, D., Shaliastovich, I. and Yaron, A. (2014). Volatility, the macroeconomy, and asset prices, *The Journal of Finance*, 69(6), pp. 2471-2511.
- Campbell, J.Y. (1993) International Asset Pricing without Consumption Data, *American Economic Review*, 83(1), pp. 487-512.
- Campbell, J.Y. and Hentschel, L. (1992). No news is good news: An asymmetric model of changing volatility in stock returns, *Journal of financial Economics*, 31(3), pp. 281-318
- Chen, J. (2002). Intertemporal CAPM and the cross-section of stock returns, *EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper*.
- Choi, J. (2013) What drives the value premium?: The role of asset risk and leverage, *Review of Financial Studies*.
- Cochrane, J.H. (2001). *Asset Pricing*, 2001, Princeton University Press
- Fama, E.F. and French, K.R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *The journal of finance*, 51(1), pp. 55-84.
- French, K.R., Schwert, G.W. and Stambaugh, R.F. (1987). Expected stock returns and volatility, *Journal of financial Economics*, 19(1), pp. 3-29.
- Gulen, H., Xing, Y. and Zhang, L. (2011). Value versus Growth: Time-Varying Expected Stock Returns, *Financial management*, 40(2), pp. 381-407.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk, *The journal of finance*, 49(5), pp. 1541-1578
- Merton, R.C. (1973) An intertemporal capital asset pricing model, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 867-887
- Moise, C.E. (2007). Stochastic volatility risk and the size anomaly, *University of Chicago*.

Thông tin tác giả:

(*) TS. Võ Xuân Vinh hiện đang công tác tại Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế TP HCM và Trung tâm Pháp Việt đào tạo về quản lý (CFVG) TP.HCM.

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vi mô, Tài chính, Ngân hàng, Quản trị doanh nghiệp.

Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Global Finance Journal; Research in International Business and Finance; Applied Financial Economics; Applied Economics; International Review of Financial Analysis; Emerging Markets Finance and Trade; Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, Tạp chí Công nghệ ngân hàng.*
Email: vxvinh@yahoo.com

(**) Võ Văn Phong hiện đang công tác tại Chi cục Thuế Quận 3, Cục Thuế TP.HCM.

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vi mô, Tài chính, Ngân hàng.

Email: vvphong.hcm@gdt.gov.vn.