

# Mối quan hệ giữa rủi ro hệ thống và các chỉ số tài chính của các công ty trong ngành bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

NGÔ VI TRỌNG  
ĐỖ THẾ HIỆP

**M**ột trong những yếu tố quan trọng trước khi đưa ra các quyết định đầu tư đó chính là nhận định loại rủi ro và đo lường mức độ rủi ro để có thể áp dụng các biện pháp quản trị rủi ro hiệu quả. Bài viết xem xét mối quan hệ tuyến tính và phi tuyến tính giữa rủi ro hệ thống (hệ số beta) và các chỉ số tài chính của 34 công ty trong ngành bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009-2013. Kết quả cho thấy rủi ro hệ thống có mối quan hệ cùng chiều với quy mô hoạt động nhưng lại có quan hệ ngược chiều với hệ số thanh khoản và đòn bẩy tài chính; ngoài ra, mối quan hệ giữa rủi ro hệ thống, khả năng sinh lời, hiệu quả hoạt động và tốc độ tăng trưởng trở nên mất ý nghĩa thống kê trong mô hình hồi quy đa biến.

**Từ khóa:** hệ số beta ( $\beta$ ), rủi ro hệ thống, các chỉ số tài chính, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).

## 1. Đặt vấn đề

Trong hoạt động đầu tư tài chính, các rủi ro gây ra sự biến động giá của chứng khoán thường được chia làm 2 loại: rủi ro hệ thống (systematic risks) và rủi ro phi hệ thống (unsystematic risks) (Repetti và Kim, 2010; Chance và Brooks, 2013). Rủi ro hệ thống được định nghĩa là những rủi ro nằm bên ngoài công ty, liên quan đến toàn bộ thị trường (hay còn được gọi là rủi ro thị trường), các công ty thường không thể kiểm soát được do chịu sự ảnh hưởng của các yếu tố như tình hình kinh tế, chính trị và xã hội và được đo bằng hệ số beta  $\beta$  trong mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM) (Lee và Jang, 2007; Chance và Brooks, 2013). Rủi ro phi hệ thống được định nghĩa là những rủi ro được gây ra bởi các yếu tố bên trong công ty (bao gồm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính), có thể được kiểm soát và thường chỉ có tác động đến từng công ty riêng biệt (Repetti và Kim, 2010; Chance

và Brooks, 2013). Việc tiến hành đa dạng hóa danh mục đầu tư có thể giúp giảm thiểu và loại bỏ rủi ro phi hệ thống nhưng không thể loại bỏ được rủi ro hệ thống, cụ thể hơn nếu nắm giữ một danh mục đầu tư bao gồm tất cả các cổ phiếu trên thị trường, nhà đầu tư sẽ vẫn phải đối mặt với rủi ro thị trường do suy thoái kinh tế và lạm phát (Gu và Kim, 1998, 2002; Lee và Jang, 2007). Chính vì vậy, rủi ro hệ thống luôn nhận được sự quan tâm đặc biệt của các nhà đầu tư, để đánh giá kịp thời và đưa ra những giải pháp thích hợp giảm thiểu những tác động bất lợi của rủi ro hệ thống đến hiệu quả của hoạt động đầu tư.

Mặt khác, các nhà quản trị công ty thường triển khai các chiến lược sản xuất kinh doanh theo hướng có thể làm giảm thiểu đến mức tối đa những ảnh hưởng của các yếu tố

Ngô Vi Trọng, TS, Trường đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh; Đỗ Thế Hiệp, ThS., Trường đại học Mở thành phố Hồ Chí Minh.

bên ngoài mà công ty không thể kiểm soát nhưng đồng thời phải tối đa hóa giá trị của công ty (Jensen, 1984). Hiệu quả của các quyết định tài chính chủ yếu (quyết định đầu tư, quyết định nguồn tài trợ, quyết định phân chia lợi nhuận) cùng với các loại quyết định khác (cụ thể như quyết định mua bán và sáp nhập, quyết định phòng ngừa rủi ro tài chính, quyết định chính sách tiền lương) được thể hiện thông qua kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh và được đo lường thông qua các chỉ số tài chính (Gu và Kim, 1998, 2002; Toms và etg., 2005; Frank và Goyal, 2009; Watson và Head, 2010; Arnold, 2012). Đây chính là cơ sở quan trọng mà nhiều nhà nghiên cứu đã đưa ra giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ giữa rủi ro hệ thống và các chỉ số tài chính (Gu và Kim, 1998, 2002). Mao (1976) chỉ ra rằng các nhà quản trị cần phải kiểm soát rủi ro phi hệ thống bởi vì nó ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống của công ty. Cụ thể hơn, những thay đổi trong các quyết định tài chính sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận và rủi ro của công ty, từ đó nó cũng ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống. Việc gia tăng khả năng xảy ra rủi ro hệ thống sẽ làm giảm giá trị công ty và ngược lại. Do đó, hệ số beta phản ánh rủi ro thị trường của cổ phiếu thường của công ty, thể hiện mối quan hệ giữa hành vi của công ty và giá trị thị trường của cổ phiếu. Hay nói một cách khác, hệ số beta là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị công ty. Việc nghiên cứu mối quan hệ giữa hệ số beta và các chỉ số tài chính nhằm cung cấp thông tin giúp các nhà quản trị và các nhà đầu tư hiểu được các yếu tố tác động đến lợi nhuận và rủi ro của công ty để đưa ra các quyết định hợp lý và giảm thiểu rủi ro.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

### **2.1. Lý thuyết danh mục của Markowitz**

Lý thuyết danh mục của Markowitz (Markowitz's portfolio theory) cung cấp công thức xác định tỷ suất sinh lợi của một danh mục đầu tư trên cơ sở ước lượng mức độ rủi ro của từng loại chứng khoán trong danh mục, do đó việc đa dạng hóa danh mục đầu

tư sẽ góp phần giúp các nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro phi hệ thống (Markovitz, 1952; Watson và Head, 2010; Arnold, 2012). Tuy nhiên để xây dựng một danh mục đầu tư hiệu quả, các nhà đầu tư phải xác định và đo lường được một cách chính xác các rủi ro có thể có cho từng khoản mục đầu tư. Lý thuyết danh mục được ứng dụng khá phổ biến trên thực tiễn và cho thấy một cách khá chính xác phương thức các nhà đầu tư đã tiến hành để làm giảm độ lệch chuẩn của các mức lợi nhuận của danh mục chứng khoán trên cơ sở đầu tư vào các chứng khoán không biến thiên cùng với nhau hoàn toàn. Các nhà đầu tư luôn mong muốn tối đa hóa tỷ suất sinh lợi trên cơ sở đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận (risk-return trade-off) (giảm thiểu rủi ro nhưng vẫn đảm bảo cho nhà đầu tư có được một mức lợi nhuận tối ưu). Đây cũng chính là cơ sở lý thuyết nền tảng cho việc phân tích mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận của công ty (Watson và Head, 2010).

### **2.2. Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)**

Sharpe (1963) xây dựng phương pháp định giá cổ phiếu trên cơ sở phát triển lý thuyết danh mục của Markowitz (Watson và Head, 2010). Tuy nhiên mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) thực sự được biết đến bởi các mô hình nghiên cứu của bốn nhà kinh tế học vào những năm đầu thập niên 1960s, bao gồm: Jack Treynor (1962)<sup>1</sup>, William Sharpe (1964), John Lintner (1965a,b) và Jan Mossin (1966). Mô hình định giá tài sản vốn mô tả mối quan hệ tuyến tính giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng, và được biết đến với tên gọi là đường thị trường chứng khoán (security market line – SML) (Watson và Head, 2010). Trong đó, rủi ro hệ thống của một chứng khoán được xác định trên cơ sở mối quan hệ với rủi ro và lợi nhuận của thị trường cùng với tỷ suất sinh lời phi rủi ro để xác định tỷ suất sinh lời kỳ

---

1. Bài nghiên cứu của Treynor được viết năm 1962 và được công bố năm 1999 với tên "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets" (Treynor, 1999; Sullivan, 2006).

vọng và mức giá hợp lý của cổ phiếu, cụ thể như sau:

$$r_i = r_f + \beta_i \times (r_m - r_f)$$

Trong đó,  $r_i$ : tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu  $i$ ;  $r_f$ : tỷ suất sinh lợi phi rủi ro;  $r_m$ : tỷ suất sinh lợi của danh mục trên thị trường;  $\beta_i$ : hệ số beta của cổ phiếu  $i$ .

Mô hình CAPM được xây dựng trên cơ sở các giả thuyết tương tự như lý thuyết danh mục của Markowitz (Watson và Head, 2010; Arnold, 2012). Hệ số beta là một hệ số đo lường rủi ro hệ thống và thể hiện mối quan hệ giữa rủi ro của một chứng khoán so với rủi ro của toàn thị trường và thay đổi theo các điều kiện của nền kinh tế (hệ số beta được xem như là khuynh hướng hay mức độ phản ứng của chứng khoán đối với sự biến động của thị trường) (Watson và Head, 2010). Một chứng khoán nếu có hệ số beta bằng 1 thì sẽ có giá biến động tương đồng với mức độ biến động của thị trường; nếu có hệ số beta nhỏ hơn 1 sẽ có mức thay đổi giá ít hơn mức thay đổi của thị trường; và ngược lại nếu có hệ số beta lớn hơn 1 sẽ có mức độ thay đổi giá nhiều hơn so với thị trường. Như vậy, khi muốn đầu tư vào một loại cổ phiếu nào đó, các nhà đầu tư thường dựa vào hệ số beta để đánh giá tiềm năng của công ty thông qua xu hướng của thị trường kết hợp với việc phân tích các chỉ số tài chính của công ty để đưa ra những quyết định hợp lý.

### **3. Tổng quan về các nghiên cứu trước đây**

Khi đầu tư vào các cổ phiếu có hệ số beta cao (rủi ro hệ thống cao), các nhà đầu tư luôn kỳ vọng nhận được tỷ suất sinh lời cao (Gu và Kim, 2002; Watson và Head, 2010). Để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống, các nghiên cứu trước đây đã tập trung xem xét mối quan hệ giữa hệ số beta (biến phụ thuộc) và các chỉ số tài chính của công ty (các biến độc lập), cụ thể như là: hệ số thanh khoản, đòn bẩy tài chính, khả năng sinh lời, hệ số hiệu quả hoạt động, tốc độ tăng trưởng và quy mô

hoạt động. Tuy nhiên, các công trình nghiên cứu trước đây cung cấp nhiều kết quả trái chiều, nguyên nhân là do sự khác nhau về đặc điểm của đối tượng nghiên cứu và thời gian nghiên cứu.

#### **3.1. Hệ số thanh khoản**

Hệ số thanh khoản (liquidity) cung cấp thông tin về khả năng đáp ứng các nghĩa vụ trả các khoản nợ ngắn hạn thông qua việc phân loại và đánh giá các tài sản có tính thanh khoản cao hay thấp; hay nói một cách khác khả năng công ty có thể sử dụng tài sản ngắn hạn như tiền mặt, hàng tồn kho hay các khoản phải thu để chi trả cho các khoản nợ ngắn hạn (Moyer và Chatfield, 1983; Repetti và Kim, 2010; Watson và Head, 2010; Arnold, 2012). Khả năng thanh khoản được xác định thông qua tỷ số thanh toán hiện hành và tỷ số thanh toán nhanh. Trường hợp các tỷ số phản ánh khả năng thanh toán nhỏ hơn 1 sẽ cho thấy công ty đang trong tình trạng có khả năng không trả được các khoản nợ khi đáo hạn. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là công ty sẽ phá sản, bởi vì công ty có thể sử dụng các biện pháp khác nhau để huy động thêm các nguồn tài trợ. Ngược lại, nếu các tỷ số này quá cao sẽ là một dấu hiệu cho thấy công ty đang sử dụng tài sản ngắn hạn chưa thật hiệu quả.

Moyer và Chatfield (1983) nghiên cứu mối quan hệ giữa rủi ro hệ thống, qui mô hoạt động (trên khía cạnh doanh thu và tổng tài sản) và khả năng thanh khoản hiện hành của các công ty công nghiệp tại Mỹ. Kết quả cho thấy quy mô hoạt động có mối quan hệ khá lỏng lẻo với rủi ro hệ thống, trong khi đó khả năng thanh toán nếu được duy trì ở mức cao giúp làm giảm rủi ro tài chính và từ đó làm giảm rủi ro hệ thống (giảm mức độ ảnh hưởng của các biến động kinh tế, chính trị và xã hội). Kết luận này tương đồng với kết quả của Beaver và ctg. (1970), Logue và Merville (1972). Điều này được giải thích là nếu duy trì nhiều tài sản ngắn hạn trong đó có hàng tồn kho sẽ

giúp hạn chế tình trạng bị gián đoạn sản xuất cũng như khan hiếm nguyên vật liệu hay hàng hóa trên thị trường. Thực tế cho thấy rằng việc nắm giữ nhiều tài sản ngắn hạn làm cho các công ty phải đánh đổi cơ hội đầu tư để gia tăng khả năng sinh lời và làm gia tăng chi phí sử dụng vốn, chi phí lưu kho, chi phí do hư hỏng, hao hụt, mất mát, giảm chất lượng hàng tồn kho.

Jensen (1984) nghiên cứu mối quan hệ giữa chi phí đại diện của các dòng tiền tự do, tài chính công ty và vấn đề đầu tư (takeovers) tại các công ty trực thuộc ngành dầu khí tại Mỹ. Kết quả cho thấy, công ty nào duy trì khả năng thanh khoản ở mức cao sẽ làm gia tăng chi phí đại diện của các dòng tiền tự do và rủi ro hệ thống. Mặc dù, ngược lại với các nghiên cứu trước đây, kết quả này lại tương đồng với kết quả nghiên cứu của Borde (1998), Patel và Olsen (1984). Ngoài ra, một số nghiên cứu chưa tìm ra được đủ chứng cứ để kết luận mối quan hệ giữa rủi ro hệ thống và khả năng thanh khoản (Logue và Merville; 1972; Gu và Kim, 1998; Lee và Jang, 2007).

### 3.2. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính (financial leverage) là một khái niệm được sử dụng để chỉ cấu trúc nguồn vốn hay tỷ trọng của các nguồn tài trợ mà công ty đã huy động và sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh (Watson và Head, 2010; Arnold, 2012). Tùy thuộc vào đặc điểm của từng ngành sản xuất kinh doanh và điều kiện cụ thể của từng công ty cũng như việc đánh đổi giữa chi phí và lợi ích, các nhà quản trị có thể kết hợp hài hòa giữa vốn chủ sở hữu và các khoản nợ phải trả để có chi phí sử dụng vốn thấp nhất và giá cổ phiếu cao nhất. Cấu trúc vốn thường được thể hiện thông qua hệ số nợ (Nợ/Tổng tài sản) và hệ số tự tài trợ (Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản). Nhiều công ty chủ yếu sử dụng nhiều nợ vay để tận dụng lợi ích của tấm chắn thuế (tax shield) để làm gia tăng khả năng sinh lời và giảm mức độ phân tán các quyết định quản lý, nhưng lại

tạo ra gánh nặng nợ và có thể làm phát sinh các chi phí khi gặp khó khăn về tài chính (costs of financial distress) (Arnold, 2012). Theo Ross và ctg. (2012), rủi ro hệ thống trong trường hợp các công ty có sử dụng nợ (Levered firm) và không sử dụng nợ (Unlevered firm) được xác định trên cơ sở đòn bẩy tài chính và thuế thu nhập công ty ( $T_c$ ) (Ross và ctg., 2012), cụ thể như sau:  $\beta_L = \beta_U [1 + (1 - T_c) B/S]$ . Bởi vì  $[1 + (1 - T_c) B/S]$  luôn lớn hơn 1, cho nên các công ty sử dụng nợ có rủi ro hệ thống cao hơn so với các công ty không sử dụng nợ ( $\beta_L > \beta_U$ ) (Ross và ctg., 2012). Điều này cho thấy, việc gia tăng sử dụng nợ sẽ làm gia tăng rủi ro hệ thống nhưng đồng thời cũng tạo ra lá chắn thuế phi rủi ro (riskless tax shield) và góp phần làm giảm mức độ rủi ro tổng thể của công ty. Kết quả của các công trình nghiên cứu trước đây phù hợp với cơ sở lý luận cơ bản nêu trên và cho thấy đòn bẩy tài chính có mối quan hệ cùng chiều rủi ro hệ thống (Beaver và ctg. 1970; Logue và Merville, 1972; Melicher, 1974; Moyer và Chatfield, 1983; Patel và Olsen, 1984; Borde, 1998; Kim và ctg., 2002; Lee và Jang, 2007; Repetti và Kim, 2010). Trong đó, kết quả nghiên cứu của Melicher (1974) cho thấy, đòn bẩy tài chính và rủi ro hệ thống có mối quan hệ cùng chiều và phi tuyến tính (nonlinear). Nguyên nhân là do các công ty luôn cố gắng hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ để hưởng lợi ích từ lá chắn thuế và để đạt được cấu trúc vốn tối ưu. Việc gia tăng sử dụng nợ sẽ làm gia tăng rủi ro. Tuy nhiên, trong thời gian đầu, lợi ích từ lá chắn thuế sẽ cao hơn các khoản chi phí phát sinh do việc gia tăng sử dụng nợ. Nếu sử dụng quá nhiều nợ sẽ làm giảm đi sự chủ động về tài chính đồng thời làm xấu đi hình ảnh của công ty. Bên cạnh đó, Borde (1998) và Toms và ctg. (2005) xác nhận rằng, chưa có đầy đủ các bằng chứng về mối quan hệ giữa rủi ro hệ thống và đòn bẩy tài chính từ kết quả nghiên cứu của mình.

**3.3. Khả năng sinh lời**

Khả năng sinh lời (profitability) cung cấp thông tin về kết quả hoạt động của các công ty trên khía cạnh tài chính và nó gắn liền với lợi ích kinh tế của các nhà đầu tư (Scherrer và Mathison, 1996; Ross và ctg., 2012; Arnold, 2012). Khả năng sinh lời càng cao cho thấy công ty đã sử dụng hiệu quả đồng vốn của cổ đông hoặc hiệu quả sử dụng tài sản. Khi đạt được lợi nhuận cao, công ty có thể gia tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như sẽ được đánh giá tốt hơn khi đi vay, gia tăng vị thế trong đàm phán với các đối tác. Điều này làm gia tăng giá trị cổ phiếu của công ty trên thị trường. Nếu đứng trên góc độ của các cổ đông, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity – ROE) được quan tâm đặc biệt, vì phản ánh một đồng vốn chủ sở hữu sẽ tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận (Melicher, 1974). Nếu đứng trên góc độ của các nhà quản trị công ty, lợi nhuận trên tổng tài sản (Return on Assets – ROA) được quan tâm đặc biệt vì phản ánh hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận. Trong bài viết này, tác giả xem xét ảnh hưởng của ROA đến rủi ro hệ thống tương tự như trong nghiên cứu của Repetti và Kim (2010).

Nghiên cứu của Lee và Jang (2007) tại các công ty hàng không Mỹ trong giai đoạn 1997-2002 cho thấy, mối quan hệ nghịch chiều giữa khả năng sinh lời và rủi ro hệ thống. Kết quả phù hợp với cơ sở lý thuyết và kết quả nghiên cứu của Logue và Merville (1972), Scherrer và Mathison (1996), Borde (1998), Kim và ctg. (2002), Repetti và Kim (2010). Điều này được giải thích là nếu hoạt động kinh doanh hiệu quả, các công ty có thể giảm tối đa các tác động có thể có từ những cú shock từ bên ngoài. Tuy nhiên, Melicher (1974) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và rủi ro hệ thống. Để đạt được tỷ suất sinh lợi cao, các công ty có khuynh hướng chấp nhận và tiến hành

thực hiện các dự án kinh doanh có mức độ rủi ro cao (lợi ích từ lá chắn thuế không đủ bù đắp cho các khoản chi phí phát sinh khi công ty gặp khó khăn về tài chính) (Ross và ctg., 2012; Arnold, 2012).

**3.4. Hiệu quả hoạt động**

Hiệu quả hoạt động (operating efficiency) cung cấp thông tin về hiệu quả sử dụng các tài sản của công ty (Ross và ctg., 2012; Arnold, 2012). Chỉ tiêu này thường được đo lường thông qua hệ số vòng quay tổng tài sản (doanh thu thuần/tổng tài sản bình quân) và hệ số vòng quay hàng tồn kho. Hệ số này càng cao đồng nghĩa với việc sử dụng tài sản càng hiệu quả, tuy nhiên cần so sánh với các chỉ tiêu trung bình của ngành. Trên thực tế, các công ty hoạt động hiệu quả thường xuyên thực hiện các biện pháp phòng ngừa rủi ro hữu hiệu để nâng cao khả năng tự đề kháng rủi ro (Logue và Merville, 1972; Gu và Kim, 1998; Repetti và Kim, 2010).

Dựa trên cơ sở giả định và lập luận của Logue và Merville (1972) về mối quan hệ nghịch chiều giữa hiệu quả hoạt động và rủi ro hệ thống, Gu và Kim (1998) đã tiến hành kiểm định mối quan hệ này tại 35 công ty casino của Mỹ trong giai đoạn 1992 đến 1994. Kết quả cho thấy hệ số vòng quay tổng tài sản có quan hệ nghịch chiều với rủi ro hệ thống. Nguyên nhân là do các công ty hoạt động kinh doanh có hiệu quả cao thường đạt được tỷ suất sinh lời cao, do đó tạo nên sự ổn định của dòng tiền hoạt động, làm giảm xác suất thất bại và rủi ro hệ thống. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn tương đồng với kết quả của Scherrer và Mathison (1996), Borde (1998), Repetti và Kim (2010). Tuy nhiên, Kim và ctg. (2002), Lee và Jang (2007) đã tìm thấy sự tác động không đáng kể của hiệu quả hoạt động đến rủi ro hệ thống.

**3.5. Tốc độ tăng trưởng**

Tốc độ tăng trưởng (Growth) cung cấp thông tin về sự gia tăng lợi nhuận hoặc quy

mô hoạt động của công ty trong một thời kỳ nhất định (Borde, 1998, Kim và ctg., 2002). Tùy thuộc vào mục tiêu của đề tài, chỉ tiêu này được đo lường thông qua các hệ số khác nhau, cụ thể như: Moyer và Chatfield (1983), Borde (1998) sử dụng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trên một cổ phiếu (EPS growth); Rosenberg và Perry (1978), Kim và ctg. (2002) sử dụng tốc độ tỷ lệ tăng trưởng tài sản (asset growth); Gu và Kim (2002), Lee và Jang (2007), Repetti và Kim (2010) sử dụng tốc độ tăng trưởng EBIT (EBIT growth).

Các nghiên cứu trước đây đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều và nghịch chiều giữa tốc độ tăng trưởng và rủi ro hệ thống (Borde, 1998). Để đạt được sự tăng trưởng ổn định và bền vững, các công ty cần phải sử dụng hiệu quả các yếu tố đầu vào để gia tăng chất lượng và số lượng sản phẩm, hạ giá thành sản phẩm, nâng cao chất lượng dịch vụ và sự hài lòng của khách hàng, đổi mới công nghệ, đảm bảo các nguồn nhân lực và tài lực đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Chính vì vậy, việc tăng trưởng quá nhanh mà không có các nguồn lực đảm bảo để xử lý các tình huống biến động trong quá trình sản xuất kinh doanh cũng như biến động của thị trường sẽ làm gia tăng rủi ro hệ thống (Logue và Merville, 1972; Rosenberg và Perry, 1978; Borde, 1998; Gu và Kim, 2002; Kim và ctg., 2002) và ngược lại việc tăng trưởng ổn định và bền vững có cơ sở sẽ làm giảm rủi ro hệ thống (Moyer và Chatfield, 1983; Borde, 1998; Repetti và Kim, 2010).

### **3.6. Quy mô hoạt động**

Quy mô hoạt động (scale of operation hay size) thường được đo lường thông qua các chỉ số sau: doanh thu, số lao động, số vốn đầu tư, tổng tài sản, lợi nhuận hay mức độ vốn hóa thị trường (Kim và ctg., 2002; Repetti và Kim, 2010; Ngo, 2014). Kết quả nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) cho thấy, các công ty có khuynh hướng mở rộng quy mô bằng cách đa dạng hóa hoạt

động sản xuất kinh doanh để tiết kiệm chi phí và giảm thiểu rủi ro phi hệ thống. Đây cũng chính là cơ sở quan trọng góp phần giúp công ty hoạt động hiệu quả hơn, làm gia tăng tính thanh khoản của cổ phiếu và giảm rủi ro hệ thống (Logue và Merville, 1972; Frank và Goyal, 2009; Repetti và Kim, 2010). Mặt khác, các công ty lớn thường thực hiện các biện pháp phòng ngừa rủi ro hữu hiệu để nâng cao khả năng tự đề kháng rủi ro cũng như có nhiều nguồn lực để ứng phó với những tác động tiêu cực từ môi trường bên ngoài (Logue và Merville, 1972; Gu và Kim, 1998; Repetti và Kim, 2010). Do đó, đa số kết quả của các nghiên cứu trước đây cho thấy, quy mô hoạt động có mối quan hệ nghịch chiều với rủi ro hệ thống. Tuy nhiên, khi tiến hành kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro của các ngân hàng thương mại Mỹ dựa trên cơ sở dữ liệu Compustat, Rosenberg và Perry (1978) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô hoạt động và rủi ro hệ thống. Điều này được giải thích là, khi lợi thế theo quy mô (economies of scale) vượt quá điểm tối ưu thì chi phí để sản xuất thêm một đơn vị sản phẩm sẽ bắt đầu gia tăng do các nguồn cung cấp nguyên vật liệu lân cận không thể đáp ứng, thị trường bị bão hòa buộc công ty phải vận chuyển hàng hóa đến các thị trường tiềm năng ở xa hơn, việc sử dụng nhiên liệu kém hiệu quả hơn hoặc tỷ lệ sản phẩm hỏng tăng khi quy mô hoạt động tăng (Ngo, 2014). Mặt khác, việc sản xuất nhiều loại sản phẩm ở các công ty lớn đôi khi tốn kém chi phí nhiều hơn so với việc chuyên môn hóa vào một vài sản phẩm dựa trên các nguồn lực hạn chế của từng công ty. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Kim và ctg. (2002).

## **4. Phương pháp nghiên cứu**

### **4.1. Mô hình nghiên cứu**

Bài viết này sử dụng phương trình hồi quy trong nghiên cứu của Repetti và Kim (2010):

2009-2013, các công ty bất động sản duy trì tỷ số thanh toán hiện hành ở mức khá cao (trung bình ở mức 2.8 và cao nhất là

17.6, xem bảng 3) để đảm bảo khả năng thanh toán cho các khoản nợ vay và phần làm giảm rủi ro hệ thống.

**BẢNG 4: Kết quả hồi quy theo phương pháp FGLS**

| <b>Biến quan sát</b> | <b>Beta</b>             |               |
|----------------------|-------------------------|---------------|
|                      | <b>Hệ số tương quan</b> | <b>Sai số</b> |
| Hàng số              | -0.44442                | 0.4468        |
| Liquidity            | -0.08857***             | 0.0005        |
| Leverage             | -0.99181***             | 0.0094        |
| Profitability        | 0.46541                 | 0.6683        |
| Efficiency           | -0.17854                | 0.5303        |
| Growth               | -0.03093                | 0.4644        |
| Size                 | 0.13815***              | 0.0005        |
| Số quan sát          | 125                     |               |
| Adjusted R-squared   | 26.50%                  |               |
| Durbin-Watson        | 2.05                    |               |

Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%.

Đòn bẩy tài chính cũng được tìm thấy có mối quan hệ nghịch chiều với rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa thống kê 1% (xem bảng 4). Kết quả mặc dù trái với giả thuyết đặt ra ban đầu nhưng lại tương đồng với kết luận của Melicher (1974) về mối quan hệ phi tuyến tính giữa đòn bẩy tài chính và rủi ro hệ thống. Nguyên nhân là do các công ty luôn cố gắng hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ để hưởng lợi ích từ lá chắn thuế và để đạt được cấu trúc vốn tối ưu. Mặc dù việc gia tăng sử dụng nợ sẽ làm gia tăng rủi ro (mối quan hệ cùng chiều giữa đòn bẩy tài chính và rủi ro hệ thống), trong thời gian đầu, lợi ích từ lá chắn thuế sẽ cao hơn các khoản chi phí phát sinh do việc gia tăng sử dụng nợ. Việc gia tăng sử dụng nợ vay trong giới hạn an toàn cho phép sẽ góp phần giúp các công ty nâng cao hiệu quả hoạt động và giảm rủi ro hệ thống.

Quy mô hoạt động được tìm thấy có quan hệ cùng chiều với rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa thống kê 1% (xem bảng 4). Kết quả mặc dù trái với giả thuyết đặt ra

ban đầu nhưng lại tương đồng với kết quả nghiên cứu của Rosenberg và Perry (1979), Kim và ctg. (2002), Repetti và Kim (2010). Điều này được giải thích là nhiều công ty còn đầu tư dãn trải; chưa chuẩn bị đầy đủ các nguồn vốn với chi phí hợp lý để đáp ứng nhu cầu triển khai thực hiện các dự án mới có vị trí tốt, nhu cầu thật và khả năng xoay vòng vốn nhanh.

Rủi ro hệ thống được tìm thấy là có quan hệ cùng chiều với khả năng sinh lời (0.46541), nghịch chiều với hiệu quả hoạt động (-0.17854) và tốc độ tăng trưởng (-0.03093), tuy nhiên các kết quả không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Kim và ctg. (2002), Lee và Jang (2007), Repetti và Kim (2010). Điều này xuất phát từ nhiều nguyên nhân chủ quan và khách quan khác nhau, cụ thể như: (i) giá của các chứng khoán có thể bị làm giá bởi các nhà đầu tư lớn vì mục đích kiếm lợi; (ii) các chính sách kinh tế vĩ mô (lãi suất, ngoại hối, thuế) chưa thật sự ổn định đã ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý của các nhà đầu tư và xu hướng biến động giá trên thị trường; (iii) chỉ số VN-Index

tiêu được dựa trên giá trị vốn hóa thị trường mà chưa tính đến số lượng cổ phiếu, sự tự do chuyển nhượng; (iv) thị trường chưa có các chỉ số ngành theo

chuẩn mực quốc tế để phản ánh chính xác hơn giá cả chứng khoán theo các đặc điểm, mức tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường.

BẢNG 5: Tóm tắt kết quả nghiên cứu

| Chỉ số tài chính   |                            | Nghiên cứu trước | Giả thuyết | Kết quả |
|--------------------|----------------------------|------------------|------------|---------|
| Hệ số thanh khoản  | Tỷ số thanh toán hiện hành | +/-              | -          | ***     |
| Đòn bẩy tài chính  | Nợ/Tổng tài sản            | +/-              | +          | ***     |
| Khả năng sinh lời  | ROA                        | +/-              | -          | +       |
| Hiệu quả hoạt động | Vòng quay tổng tài sản     | -                | -          | -       |
| Tốc độ tăng trưởng | Tốc độ tăng trưởng EBIT    | +/-              | +          | -       |
| Quy mô hoạt động   | Tổng tài sản               | +/-              | -          | ***     |

Ký hiệu \*\*\* được sử dụng để chỉ kết quả nghiên cứu có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Ngoài ra, bài viết cũng đã kiểm định mối quan hệ phi tuyến tính giữa rủi ro hệ thống và các chỉ số tài chính nhưng các kết quả tìm thấy đều không có ý nghĩa thống kê hay nói một cách khác công trình chưa nhìn thấy mối quan hệ phi tuyến tính giữa rủi ro biến theo kết luận và đề xuất của Eicher (1974).

## 6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy nhiều công ty bất động sản đã chạy đua mở rộng quy mô hoạt động, đầu tư dân trải vào nhiều dự án có vốn đầu tư lớn nhưng chưa đáp ứng nhu cầu thị trường (nhiều sản phẩm có tính thanh khoản thấp), tốc độ xoay vòng vốn chậm. Điều này đã làm cho rất nhiều công ty trong ngành bất động sản và những công ty có các khoản đầu tư vào bất động sản gặp nhiều khó khăn trong việc trả nợ và lãi vay ngân hàng và phải đối mặt với nguy cơ phá sản cao. Chính vì vậy, đa số các công ty đã cố gắng duy trì khả năng thanh khoản ở mức cao để kịp thời chuyển đổi các tài sản ngắn hạn thành tiền mặt để đáp ứng nghĩa vụ thanh toán các khoản tiền lãi và các khoản nợ khi đến hạn. Rõ ràng, việc sử dụng quá nhiều nợ vay được xem như là một con dao hai lưỡi: nợ vay có thể giúp

khuếch đại lợi nhuận trong trường hợp công ty hoạt động hiệu quả nhưng đồng thời làm gia tăng nguy cơ phá sản và phát sinh nhiều chi phí khi công ty gặp tình trạng khó khăn về tài chính. Các hạn chế chủ yếu của nghiên cứu này là số năm và quy mô mẫu. Điều này gợi ý việc tiến hành nghiên cứu theo hướng mở rộng thời gian nghiên cứu cũng như xem xét hoạt động của các công ty trong ngành bất động sản trước, trong và sau khi xảy ra khủng hoảng kinh tế toàn cầu.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Arnold G. (2012), *Corporate Financial Management* 5<sup>th</sup> Edition. United Kingdom: Pearson Education Limited.
2. Beaver H., Kertler P. and Scholes M. (1970), The association between market determined and accounting determined risk measures. *The Accounting Review*, 45(3), pp.654-682.
3. Borde S. (1998), Risk diversity across restaurants. *Cornell Hotel and Restaurant Quarterly*, 4, pp.64-69.
4. Chance D. and Brooks R., (2013), *An Introduction to Derivatives and Risk Management*, 9<sup>th</sup> Edition. South-Western CENGAGE Learning.
5. Frank M.Z. and Goyal V.K. (2009), Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), pp.1-37.

6. Gu Z. and Kim H. (1998), Casino firms' risk features and their beta determinants. *Progress in Tourism and Hospitality Research*, 4, pp.357-365.
7. Gu Z. and Kim H. (2002), Determinants of Restaurant Systematic Risks: A Reexamination. *Journal of Hospitality Financial Management*, 10(1), pp.1-13.
8. Jensen M. (1984), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
9. Kim H., Gu Z. and Mattila A. S. (2002), Hotel real estate investment trusts' risk features and beta determinants. *Journal of Hospitality and Tourism Research*, 6(2), pp.138-154.
10. Lee J. and Jang S. (2007), The systematic-risk determinants of the US airline industry. *Tourism Management*, 28 (2), pp.434-442.
11. Logue D.E. and Merville L.J. (1972), Financial policy and market expectations. *Financial Management*, 1(2), pp.37-44.
12. Mao C. (1976), *Corporate financial decisions*. Palo Alto, CA: Pavan.
13. Melicher W. (1974), Financial factors which influence beta variations within an homogeneous industry environment. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 9(2), pp.231-241.
14. Moyer R.C. and Chatfield R. (1983), Market power and systematic risk. *Journal of Economics and Business*, 35(1), pp.123-130.
15. Ngo T., Mullineux A. and Ly A. (2014), The impact of scale of operation on financial performance in microfinance. *Eurasian Economic Review*, 2(20), pp.177-198.
16. Patel R.C. and Olsen R.A. (1984), "Financial determinants of systematic risk in real estate investment trusts". *Journal of Business Research*, 12(4), pp 481-491
17. Repetti T. and Kim J. (2010), Analyzing the Relationship Between Systematic Risk and Financial Variables in the Casino Industry. *UNLV Gaming Research & Review Journal*, 14(2), pp.47-58.
18. Rosenberg D. and Perry P.R. (1978), *The fundamental determinants of risk in banking*. Berkely, CA: University of California; Stanford, CA: National Bureau of Economic Research, Inc.
19. Ross S., Westerfield R. and Jaffe J. (2012), *Corporate Finance 10<sup>th</sup>*. McGraw-Hill/Irwin.
20. Scherrer P. and Mathison T. (1996), Investment strategies for REIT investors. *Real Estate Review*, 26(1), pp 5-10.
21. Titman S. and Wessels R. (1988), The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), pp.1-19.
22. Toms S., Salama A. and Nguyen D.T. (2005), The Association between Accounting and Market-Based Risk Measures. *Working paper*. Department of Management Studies, University of York, York.
23. Watson D. and Head A. (2010), *Corporate Finance: Principles & Practice*, 5<sup>th</sup> Edition. Harlow, Essex: Pearson Education Limited.
24. Wooldridge J.M. (2002), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2<sup>th</sup> Edition, South Western College.