MÔ HÌNH FAMA FRENCH ĐA NHÂN TỐ: NGHIÊN CỨU TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Lê Quý Dương*

Bài nghiên cứu đánh giá khả năng giải thích lợi nhuận cổ phiếu của ba mô hình Fama-French đa nhân tố trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu dữ liệu gồm 619 cổ phiếu niêm yết, được phân loại để xây dựng các nhân tố theo phương pháp điều chỉnh phù hợp với đặc trưng thị trường Việt Nam. Kết quả cho thấy mô hình sáu nhân tố là mô hình phù hợp nhất cho thị trường Việt Nam.

• Từ khóa: *thị trường chứng khoán, mô hình định giá tài sản, Fama-French.*

This study assesses the explanatory power of three Fama-French multifactor models in the Vietnamese stock market. The dataset comprises 619 listed firms, classified to construct factor portfolios using an approach tailored to the specific characteristics of the Vietnamese market. The empirical findings indicate that the six-factor model provides the best fit for the Vietnamese market.

• Key words: *stock market, asset pricing, Fama-French.*

JEL codes: G10, G31, G32

Ngày nhận bài: 21/01/2026
Ngày gửi phản biện: 21/02/2026
Ngày duyệt đăng: 17/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.31

1. Đặt vấn đề

Trong nhiều thập kỷ qua, mối quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng và mức độ rủi ro của cổ phiếu đã trở thành một chủ đề quan trọng trong lĩnh vực tài chính. Một trong những công trình nền tảng về mối quan hệ này là nghiên cứu của Sharpe (1964) với mô hình định giá tài sản vốn CAPM. Theo Fama và French (2004), mặc dù CAPM có thể giải thích được một số khía cạnh về mối quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng và mức độ rủi ro, song mô hình này không thể lý giải đầy đủ các biến động lợi nhuận thực tế.

Nhằm khắc phục những hạn chế của CAPM, Fama và French (1993, 2015, 2018) đã phát triển các mô hình định giá tài sản đa nhân tố phản ánh tốt hơn các rủi ro trên thị trường chứng khoán. Mặc dù các mô hình Fama-French đa nhân tố trên đã được đánh giá toàn diện tại các thị trường tài chính lớn như Hoa Kỳ, Châu Âu, Trung Quốc, Nhật Bản; các nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Việt Nam còn khá hạn chế. Một số nghiên cứu như Quach và cộng sự (2019), Hoang và Phan (2019), Ryan và cộng sự (2021), Huang và cộng sự (2023) đã đưa ra các kết quả trái chiều về khả năng giải thích của các mô hình này tại Việt Nam. Những khác biệt về cấu trúc, tính minh bạch, mức độ phát triển và hành vi nhà đầu tư khiến các mô hình phổ biến ở thị trường phát triển có thể không phản ánh chính xác đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Do đó, mục tiêu nghiên cứu bài viết này là đánh giá khả năng giải thích lợi nhuận cổ phiếu của mô hình Fama-French đa nhân tố tại thị trường chứng khoán Vào tháng 10/2025, thị trường chứng khoán Việt Nam đã được FTSE Russell nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp. Nghiên cứu về mô hình Fama-French đa nhân tố tại Việt Nam là cần thiết để hiểu rõ hơn mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận trong các điều kiện kinh tế xã hội của Việt Nam, cũng như xác định các nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu niêm yết tại Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

Để xác định mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng của một tài sản tài chính, Sharpe (1964) đã xây dựng mô hình định giá tài sản vốn CAPM. Trong mô hình này, rủi ro được đo lường thông qua hệ số beta, phản ánh mức độ biến động của lợi nhuận tài sản so với thị trường. Mặc dù CAPM đưa ra một khuôn khổ lý thuyết mạnh mẽ về mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng, song mô hình này chưa giải thích được nhiều hiện tượng trong dữ liệu lợi nhuận cổ phiếu tại Hoa Kỳ sau năm 1963. Trong giai đoạn 1963-1990, lợi nhuận cổ phiếu tại Hoa Kỳ có xu hướng giảm khi quy mô doanh nghiệp tăng và tỷ số B/M giảm, phản ánh rủi ro phá sản cao hơn ở các công ty nhỏ và có B/M lớn. Từ đó, Fama và French (1993) đã mở rộng CAPM bằng cách bổ sung hai yếu tố quy mô và giá trị, hình thành mô hình Fama-French ba nhân tố.

Fama và French (2015) tiếp tục phát triển mô hình năm nhân tố bằng cách bổ sung hai yếu tố mới là khả năng sinh lời và mức độ đầu tư. Với các điều kiện khác

** Viện Ngân hàng Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân; email: duonglq@neu.edu.vn*

không đổi, doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao hơn sẽ tạo ra dòng cổ tức kỳ vọng lớn hơn, qua đó làm tăng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu. Ngược lại, mức đầu tư thấp hơn hàm ý dòng tiền tự do lớn hơn cho cổ đông, cũng dẫn đến lợi nhuận kỳ vọng cao hơn. Dù đạt được nhiều thành công trong việc mô tả lợi nhuận cổ phiếu tại Hoa Kỳ, mô hình Fama-French năm nhân tố vẫn chưa thể giải thích một cách toàn diện lợi nhuận cổ phiếu tại các thị trường khác trên thế giới. Vì vậy, Fama và French (2018) tiếp tục mở rộng mô hình năm nhân tố bằng cách thêm vào yếu tố động lượng. Mô hình sáu nhân tố này có khả năng giải thích tốt hơn lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu Hoa Kỳ trong giai đoạn 1967-2017 so với mô hình năm nhân tố ban đầu.

Đã có một số nghiên cứu về mô hình Fama-French đa nhân tố tại Việt Nam. Quach và cộng sự (2019) đã đánh giá khả năng giải thích của mô hình Fama-French ba nhân tố, với mẫu nghiên cứu gồm 100 cổ phiếu có vốn hóa thị trường lớn nhất Việt Nam. Mặc dù các nhân tố thị trường, quy mô và giá trị đều có ý nghĩa thống kê, nhưng chúng không giải thích đầy đủ biến động lợi nhuận cổ phiếu. Do đó, có những nhân tố quan trọng khác ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu Việt Nam. Ryan và cộng sự (2021) đã kiểm định mô hình Fama-French năm nhân tố bằng cách sử dụng dữ liệu cổ phiếu Việt Nam từ năm 2007 đến năm 2015. Tuy nhiên, nghiên cứu này được thực hiện cho tất cả các cổ phiếu phổ thông, bao gồm cả cổ phiếu tài chính. Do đòn bẩy tài chính cao, cổ phiếu tài chính bị loại trừ khỏi các mô hình đa nhân tố (Fama và French, 1993). Hơn nữa, mẫu dữ liệu của họ bao gồm các cổ phiếu được giao dịch trên thị trường UPCoM. Hầu hết các công ty niêm yết trên UPCoM là các công ty có quy mô nhỏ và báo cáo tài chính bị thao túng. Kết quả là, khối lượng giao dịch của họ rất thấp, dẫn đến sai lệch do hiện tượng phi giao dịch. Huang và cộng sự (2023) khẳng định tầm quan trọng của các nhân tố thị trường và quy mô. Họ cũng chứng minh rằng mô hình bốn nhân tố, bao gồm các nhân tố thị trường, quy mô, tỷ lệ thu nhập trên giá và doanh thu, vượt trội hơn mô hình Fama-French năm nhân tố. Các bài viết trên đã cung cấp một số kết quả nghiên cứu có giá trị, tuy nhiên có hai khoảng trống như sau. Thứ nhất, chưa có nghiên cứu nào phát triển và kiểm định khả năng giải thích của mô hình Fama-French sáu nhân tố cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Thứ hai, các nghiên cứu đều sao chép phương pháp xây dựng các nhân tố của Fama-French (2018) mà chưa có sự thay đổi cho phù hợp với đặc điểm của Việt Nam. Một đặc trưng của thị trường chứng khoán Việt Nam là phần lớn vốn hóa thị trường tập trung vào nhóm 100 cổ phiếu lớn nhất, chiếm tới 95% tổng giá trị thị trường. Đặc điểm này gần giống với thị trường chứng khoán Australia khi nhóm 200 cổ phiếu lớn nhất ASX cũng chiếm 90% thị trường Australia. Vì vậy, tác giả giải quyết khoảng trống nghiên cứu này bằng cách áp dụng phương pháp xây dựng nhân tố của Chiah và cộng sự (2016) để phù hợp với đặc trưng của Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Do phạm vi nghiên cứu tập trung vào thị trường chứng khoán Việt Nam, đối tượng nghiên cứu bao gồm các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2009 đến năm 2024. Như đã trình bày trong mục 2, các cổ phiếu giao dịch trên thị trường UPCoM bị loại khỏi mẫu nghiên cứu nhằm tránh sai lệch do hiện tượng phi giao dịch. Theo Fama và French (1993), các công ty thuộc lĩnh vực tài chính - bao gồm ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm và công ty chứng khoán - cũng bị loại trừ vì sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Ngoài ra, các giá trị ngoại lai được loại bỏ nhằm giảm thiểu sai số thống kê. Mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các cổ phiếu duy trì tình trạng niêm yết ổn định trong suốt giai đoạn quan sát, không bị hủy niêm yết. Sau quá trình sàng lọc, mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 619 cổ phiếu, chiếm hơn 80% tổng vốn hóa thị trường. Dữ liệu về lợi nhuận cổ phiếu và báo cáo tài chính của các công ty này được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Fiin Group.

3.2. Xây dựng các nhân tố

Danh mục thị trường trong nghiên cứu được xác định là trung bình gia quyền của hai chỉ số chứng khoán chính tại Việt Nam, bao gồm VN-Index (đại diện cho Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh) và HNX-Index (đại diện cho Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Tài sản phi rủi ro trong nghiên cứu được xác định là trái phiếu Chính phủ Việt Nam có kỳ hạn một năm, do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành.

Theo Fama và French (2015), nhân tố giá trị (HML) được xây dựng dựa trên các danh mục đầu tư được sắp xếp hai chiều theo vốn hóa thị trường và hệ số B/M. Cụ thể, ở bước đầu tiên, các cổ phiếu được chia thành hai nhóm quy mô - lớn (Big) và nhỏ (Small) - dựa trên giá trị vốn hóa thị trường. Theo phương pháp của Chiah và cộng sự (2016), tác giả không chia đôi các cổ phiếu thành hai nhóm theo giá trị phân vị của vốn hóa thị trường mà 200 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất sẽ được chia vào nhóm có quy mô lớn và các cổ phiếu còn lại chia vào nhóm có quy mô nhỏ. Tiếp theo, toàn bộ mẫu được phân loại độc lập thành ba nhóm dựa trên tỷ số B/M, gồm nhóm có B/M cao, trung bình và thấp, xác định theo hai ngưỡng phân vị thứ 30 và 70. Sự kết hợp giữa hai nhóm quy mô và ba nhóm B/M tạo ra sáu danh mục đầu tư theo quy mô và giá trị, bao gồm BG,

BN, BV, SG, SN và SV. Từ đó, nhân tố giá trị HML là:

$$HML = \frac{BV + SV - BG - SG}{2}$$

Các nhân tố liên quan đến khả năng sinh lời (RMW) và đầu tư (CMA) được xây dựng theo quy trình tương tự như nhân tố giá trị. Điểm khác biệt chủ yếu nằm ở tiêu chí phân loại cổ phiếu trong bước thứ hai. Cụ thể, đối với nhân tố khả năng sinh lời (RMW), các công ty được chia thành ba nhóm dựa trên biên lợi nhuận thuần: cao, trung bình và thấp. Sự kết hợp giữa hai nhóm quy mô (lớn và nhỏ) và ba nhóm lợi nhuận này tạo thành sáu danh mục đầu tư quy mô - lợi nhuận, bao gồm BR, BN, BW, SR, SN và SW. Tương tự, nhân tố đầu tư (CMA) được hình thành dựa trên tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của doanh nghiệp. Các cổ phiếu được phân loại thành ba nhóm: đầu tư cao, trung bình và thấp. Việc kết hợp hai nhóm quy mô và ba nhóm đầu tư tạo ra sáu danh mục đầu tư quy mô - đầu tư, ký hiệu là BC, BN, BA, SC, SN và SA. Từ đó, nhân tố khả năng sinh lời (RMW) và đầu tư (CMA) là:

$$RMW = \frac{BR + SR - BW - SW}{2}$$

$$CMA = \frac{BC + SC - BA - SA}{2}$$

Nhân tố quy mô (SMB) được xác định bằng chênh lệch giữa lợi nhuận trung bình của các danh mục đầu tư có quy mô vốn hóa nhỏ và lợi nhuận trung bình của các danh mục đầu tư có quy mô vốn hóa lớn:

$$SMB = \frac{SG + SN + SV}{3} + \frac{SR + SN + SW}{3} + \frac{SC + SN + SA}{3} - \frac{BG + BN + BV}{3} - \frac{BR + BN + BW}{3} - \frac{BC + BN + BA}{3}$$

Nhân tố động lượng (MOM) được xây dựng dựa trên các danh mục đầu tư hình thành từ giao điểm giữa hai nhóm quy mô (lớn và nhỏ) và ba nhóm cổ phiếu được phân loại theo lợi nhuận trong quá khứ: cao, trung bình và thấp (Fama và French, 2018). Sự kết hợp này tạo ra sáu danh mục đầu tư quy mô - động lượng, bao gồm BW, BN, BL, SW, SN và SL.

$$MOM = \frac{BW + SW - BL - SL}{2}$$

3.2. Kiểm định các mô hình đa nhân tố

Các mô hình Fama-French đa nhân tố được kiểm định bao gồm:

Mô hình Fama-French (1993) ba nhân tố:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i * [R_{mt} - R_{ft}] + s_i * SMB_t + h_i * HML_t + \varepsilon_t$$

Mô hình Fama-French (2015) năm nhân tố:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i * [R_{mt} - R_{ft}] + s_i * SMB_t + h_i * HML_t + r_i * RMW_t + c_i * CMA_t + \varepsilon_t$$

Mô hình Fama-French (2018) sáu nhân tố:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i * [R_{mt} - R_{ft}] + s_i * SMB_t + h_i * HML_t + r_i * RMW_t + c_i * CMA_t + m_i * MOM_t + \varepsilon_t$$

Trong đó, R_{it} biểu thị lợi nhuận của cổ phiếu i tại thời điểm t. R_{mt} và R_{ft} lần lượt là lợi nhuận của danh mục thị trường và lãi suất phi rủi ro tại thời điểm t. Các biến SMB_t, HML_t, RMW_t, CMA_t, MOM_t đại diện cho lợi nhuận của các nhân tố quy mô, giá trị, khả năng sinh lợi, đầu tư và động lượng, được xây dựng như mô tả trong mục 3.1. Giá trị hệ số chặn a_i càng gần với 0 chứng tỏ mô hình càng có khả năng giải thích tốt lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu. Nhằm đánh giá và so sánh mức độ phù hợp của ba mô hình định giá tài sản vốn, nghiên cứu tiến hành ước lượng thống kê GRS của Gibbons và cộng sự (1989), cùng với ba thống kê đánh giá mô hình được đề xuất bởi Fama và French (2015).

4. Kết quả nghiên cứu, thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1: Thống kê mô tả các nhân tố trong mô hình nghiên cứu (%)

	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
$R_{mt} - R_{ft}$	0,201	4,600	-18,571	17,500
SMB	0,249	5,978	-19,599	26,282
HML	0,115	5,684	-15,475	10,922
RMW	0,232	4,671	-19,894	26,617
CMA	0,175	3,981	-19,354	20,378
MOM	0,326	4,796	-17,279	32,549

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các nhân tố trong mô hình

	$R_{mt} - R_{ft}$	SMB	HML	RMW	CMA	MOM
$R_{mt} - R_{ft}$	1,000	-0,051	0,120	-0,068	-0,193	-0,125
SMB	-	1,000	0,340	-0,349	0,149	-0,412
HML	-	-	1,000	-0,393	0,346	-0,392
RMW	-	-	-	1,000	-0,314	0,451
CMA	-	-	-	-	1,000	-0,229
MOM	-	-	-	-	-	1,000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Thống kê mô tả và ma trận tương quan giữa các nhân tố được thể hiện trong Bảng 1 và Bảng 2. Tất cả các nhân tố đều có giá trị trung bình dương, cho thấy sự phù hợp về mối quan hệ thuận chiều giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng. Trong sáu nhân tố, nhân tố động lượng (MOM) có giá trị trung bình lớn nhất, thể hiện các cổ phiếu niêm yết tại Việt Nam thường tiếp tục xu thế tăng giá hoặc giảm giá trong ngắn hạn. Nhân tố giá trị (HML) có lợi nhuận nhỏ nhất, cho thấy lợi nhuận của các cổ phiếu giá trị (hệ số B/M cao) và cổ phiếu tăng trưởng (hệ số B/M thấp) chênh lệch không đáng kể. Là một thị trường chứng khoán mới nổi, biến động giá cổ phiếu của Việt Nam tương đối lớn, nên độ lệch chuẩn của các nhân tố lớn hơn nhiều so với giá trị trung bình. Theo Bảng 2, hệ số tương quan giữa hai nhân tố bất kỳ đều nhỏ hơn 0,6 nên không có dấu hiệu của hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 3 trình bày giá trị các kiểm định về mức độ phù hợp của mô hình. Trong mô hình định giá tài sản vốn lý tưởng, hệ số chặn của hồi quy với lợi nhuận cổ phiếu sẽ gần bằng 0 (Fama và French, 2017). Do đó, thống kê GRS của Gibbons và cộng sự (1989) được sử dụng để kiểm định xem tất cả các hệ số chặn có đồng thời bằng 0 hay không. Giá trị GRS càng thấp cho thấy mô hình càng phù hợp. Ngoài ra, bài viết cũng sử dụng ba thống kê của Fama và French (2017) để so sánh các mô hình đa nhân tố. Thống kê thứ nhất là A(ai), giá trị tuyệt đối trung bình của các hệ số chặn. Thứ hai là Aa^2_i/Ar^{-2}_i, với r^-_i là phần dư, tức chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận ước tính. Fama và French (2017) cho rằng giá trị này càng thấp thì mô hình càng tốt, bởi mức độ phân tán của các hệ số chặn thấp so với mức độ phân tán của lợi nhuận cổ phiếu. Cuối cùng, As2(ai)/Aai2 là tỷ lệ phần trăm mức độ phân tán của hệ số chặn xuất phát từ sai số lấy mẫu. Giá trị này càng cao cho thấy mô hình định giá tài sản càng tốt, vì phần lớn sự phân tán của các hệ số chặn đến từ sai số lấy mẫu thay vì từ sự phân tán của các hệ số chặn thực.

Bảng 3: Kết quả kiểm định các mô hình Fama-French đa nhân tố

	Mô hình Fama-French ba nhân tố	Mô hình Fama-French năm nhân tố	Mô hình Fama-French sáu nhân tố
Giá trị GRS	1,485*	1,303**	1,264**
$A(a_i)(\%)$	0,152	0,113	0,086
	0,602	0,561	0,495
$As^2(a_i)/Aa_i^2$	0,266	0,294	0,354

*Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.*

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

4.2. Thảo luận về kết quả nghiên cứu

Theo Bảng 3, mô hình Fama-French sáu nhân tố vượt trội hơn các mô hình khác trong việc mô tả lợi nhuận trung bình của cổ phiếu. Thống kê GRS của mô hình này đạt 1,264, có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Do đó, giả thuyết H_0 rằng tất cả các hệ số chặn đều bằng không *được chấp nhận*, hay mô hình sáu nhân tố không tạo ra sai lệch định giá. Trong khi đó, mô hình ba nhân tố có giá trị GRS cao nhất và chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Do đó, mô hình ba nhân tố chưa giải thích được đầy đủ sự biến động của lợi nhuận cổ phiếu niêm yết ở Việt Nam.

Giá trị tuyệt đối trung bình của hệ số chặn nhỏ nhất thuộc về mô hình sáu nhân tố, chỉ ở mức 0,086%. Ước lượng Aa^2_i/Ar^{-2}_i của mô hình này cũng thấp nhất, đạt 0,495. Điều này cho thấy, mô hình có khả năng giải thích được khoảng 50% mức độ phân tán của lợi nhuận trung bình. Thống kê $As^2(a_i)/Aa_i^2$ của mô hình đạt giá trị cao nhất, 0,354, hàm ý rằng khoảng một phần ba mức độ phân tán chưa giải thích được của lợi nhuận trung bình là do sai số lấy mẫu.

Dựa trên các kết quả nghiên cứu trên, có thể thấy rằng mô hình Fama-French sáu nhân tố mang lại khả năng giải thích lợi nhuận cổ phiếu tốt hơn so với mô hình ba nhân tố và năm nhân tố. Điều này phù hợp với các nghiên cứu quốc tế, cho rằng việc bổ sung nhân tố động lượng giúp nắm bắt tốt hơn các biến động ngắn hạn của thị trường, đặc biệt tại các thị trường mới nổi có mức độ đầu cơ cao như Việt Nam. Việc giá trị GRS giảm và các thống kê $A(a_i)$ hay Aa^2_i/Ar^{-2}_i *được cải thiện cho thấy mô hình được điều chỉnh phù hợp hơn với cấu trúc thị trường trong nước, nơi lợi nhuận cổ phiếu thường chịu tác động mạnh từ tâm lý* nhà đầu tư và dòng tiền ngắn hạn. Ngoài ra, kết quả cũng hàm ý rằng các nhân tố truyền thống như quy mô và giá trị vẫn giữ vai trò quan trọng, nhưng không còn đủ để mô tả toàn diện mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết luận: Mặc dù các mô hình Fama-French đa nhân tố đã được kiểm chứng rộng rãi tại nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới, số lượng nghiên cứu áp dụng và đánh giá các mô hình này tại Việt Nam vẫn còn tương đối hạn chế. Vì vậy, mục tiêu của bài viết là *đánh giá* khả năng giải thích của ba mô hình đa nhân tố trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy mô hình Fama-French ba nhân tố chưa giải thích được đầy đủ sự biến động của lợi nhuận cổ phiếu, với thống kê GRS không đạt mức ý nghĩa 5%. Ngược lại, hai mô hình năm và sáu nhân tố có khả năng giải thích gần 50% mức độ phân tán của lợi nhuận trung bình. Kiểm định GRS cùng ba thống kê của Fama và French (2015) tiếp tục xác nhận rằng mô hình sáu nhân tố là mô hình ưu việt nhất trong việc giải thích lợi nhuận cổ phiếu tại Việt Nam so với hai mô hình còn lại. Tuy vậy, kết quả cũng cho thấy các mô hình đa nhân tố này vẫn chưa thể lý giải toàn bộ biến động lợi nhuận cổ phiếu trong nước. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo cần xem xét bổ sung những yếu tố khác, chẳng hạn như tâm lý nhà đầu tư, biến động kinh tế vĩ mô hay đặc điểm thanh khoản, nhằm mang lại cái nhìn toàn diện hơn về mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Chiah, M., Chai, D., Zhong, A., & Li, S. (2016). A Better Model? An Empirical Investigation of the Fama-French Five-factor Model in Australia. International Review of Finance, 16(4), 595-638. https://doi.org/10.1111/irfi.12099

Fama, E. F., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3-56. https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5.

Fama, E. F., & French, K. (2015). A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics, 16, 1-22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010.

Fama, E. F., & French, K. (2018). Choosing factors. Journal of Financial Economics, 128 (2), 234-252. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.012

Gibbons M.J., Ross S.A., & Shanken J. (1989). A Test of the Efficiency of a Given Portfolio. Econometrica, 57 (5), 1121-1152. https://doi.org/10.2307/1913625.

Huang, X., Liu, C & Shu, T. (2023). Factors and anomalies in the Vietnamese stock market. Pacific-Basin Finance Journal, 82. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102176

Quach H, Nguyen H, Nguyen L (2019). How do investors price stocks? Evidence with real-time data from Vietnam. International Journal of Finance and Economic, 24, 828-840. https://doi.org/10.1002/ijfe.1693

Ryan, N., Xinfeng R., Jin E. Z., Jing A. Z. (2021). Choosing Factors for the Vietnamese Stock Market. Journal of Risk and Financial Management, 14(96). https://doi.org/10.3390/jrfm1403009

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 19(3), 425-442. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.