



Original Article

The impact of COVID-19 on firm risks:
The case of real estate firms listed
on the Vietnamese stock market

Dinh Thi Quynh Anh, Nguyen Thi Nhung*

*VNU University of Economics and Business
No. 144, Xuan Thuy Road, Cau Giay District, Hanoi, Vietnam*

Received: July 1, 2024

Revised: August 15, 2024; Accepted: October 25, 2024

Abstract: This article aims to examine the impact of COVID-19 on the risk of Vietnamese real estate (RE) firms from both a static perspective (based on book value) and a dynamic perspective (based on market value). By utilizing data from 78 real estate companies listed on the Vietnamese stock market, covering the period from the second quarter of 2018 to the first quarter of 2024, and employing the Paired-Samples T-Test method in SPSS, this research demonstrates that financial risk, market risk, and total risk for real estate firms continuously increased even after lockdown measures were lifted. Besides, the business risk of real estate firms decreased during the COVID-19 period and started to rise again after the pandemic ended, whereas idiosyncratic risk only increased during COVID-19 and subsequently remained at high levels.

Keywords: Firm risks, real estate firms, market risks, business risks, financial risks.

* Corresponding author

E-mail address: ntnhung@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v4i5.404>

Copyright © 2024 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

Ảnh hưởng của COVID-19 tới rủi ro của doanh nghiệp: Trường hợp các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Đinh Thị Quỳnh Anh, Nguyễn Thị Nhung*

*Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội
Số 144 Đường Xuân Thủy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 1 tháng 7 năm 2024

Chỉnh sửa ngày 15 tháng 8 năm 2024; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2024

Tóm tắt: Nghiên cứu này nhằm kiểm tra tác động của COVID-19 tới rủi ro của các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam ở cả hai góc độ tĩnh (theo giá trị sổ sách) và động (theo giá trị thị trường). Sử dụng dữ liệu của 78 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ quý 2 năm 2018 tới quý 1 năm 2024, kết hợp phương pháp kiểm định Paired-Samples T-Test trong SPSS, nghiên cứu đã chỉ ra rằng rủi ro tài chính, rủi ro thị trường và tổng rủi ro của doanh nghiệp bất động sản không ngừng gia tăng ngay cả khi lệnh phong tỏa đã được dỡ bỏ. Ngoài ra, rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp bất động sản giảm trong giai đoạn COVID-19 và tiếp tục tăng trở lại kể từ sau khi COVID-19 kết thúc, trong khi đó rủi ro riêng biệt chỉ tăng trong giai đoạn COVID-19 và sau đó tiếp tục duy trì ở mức độ cao.

Từ khóa: Rủi ro doanh nghiệp, doanh nghiệp bất động sản, rủi ro thị trường, rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính.

1. Đặt vấn đề

Rủi ro hiện hữu trong hầu hết các hoạt động kinh tế và tài chính của doanh nghiệp. Theo Ross (2010), có hai loại rủi ro chính của doanh nghiệp là rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Rủi ro kinh doanh là tính khả biến hay không chắc chắn về lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) của doanh nghiệp, được đo lường thông qua hệ số đòn bẩy hoạt động. Trong khi đó, rủi ro tài chính là sự biến động lợi nhuận trên mỗi cổ phần và mất khả năng thanh toán phát sinh do công ty sử dụng nguồn tài trợ có chi phí cố định (nợ vay, cổ phần ưu đãi), được đo lường bằng đòn bẩy tài chính. Ngoài ra, có rất nhiều nghiên cứu tiếp cận rủi ro doanh nghiệp thông qua rủi ro thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp, bao gồm rủi ro cá biệt (còn gọi

là rủi ro phi hệ thống), rủi ro thị trường và rủi ro tổng thể (Shahzad và cộng sự, 2019).

Bên cạnh các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp có thể gây ra rủi ro, bao gồm: các chính sách khuyến khích nhân sự (Kini & Williams, 2012), sự đa dạng về nhiệm kỳ của hội đồng quản trị (Ji và cộng sự, 2021), khẩu vị rủi ro của doanh nghiệp (Safiullah và cộng sự, 2022; Alipour & Yaprak, 2022), trách nhiệm xã hội (Hsu & Chen, 2021; Li và cộng sự, 2022), có nhiều yếu tố vĩ mô ảnh hưởng tới rủi ro của doanh nghiệp như: khả năng mở rộng quảng cáo quy mô toàn cầu (Sun và cộng sự, 2020), việc cải thiện chất lượng thẻ ché (Le và cộng sự, 2021), đặc biệt là các sự kiện vĩ mô (Bystrom và cộng sự, 2005; Nguyen và cộng sự, 2022). Theo đó, các sự kiện vĩ mô có thể tạo ra những bất ổn

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: ntnhung@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v4i5.404>

Bản quyền © 2024 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

trong nền kinh tế, từ đó gây ra ảnh hưởng đến các hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Bystrom và cộng sự (2005) đã chỉ ra rằng trong thời gian xảy ra khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997, rủi ro vỡ nợ của các doanh nghiệp Thái Lan, đặc biệt là các công ty chứng khoán và vật liệu xây dựng tăng mạnh. Nguyen và cộng sự (2022) đã chỉ ra các sự kiện vĩ mô gây ra bất ổn từ năm 1991 đến năm 2019, bao gồm: cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á 1997, chiến tranh Iraq, đại dịch SARS, khủng hoảng vỡ nợ công Châu Âu 2012, Brexit, bầu cử Hoa Kỳ, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc, đồng thời đánh giá khi độ bất ổn về mặt vĩ mô tăng lên thì rủi ro của doanh nghiệp thuộc của 26 nước đang phát triển cũng tăng lên.

Tại Việt Nam, nhiều nghiên cứu đã xem xét ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến hoạt động của các doanh nghiệp ngành du lịch (Pham và cộng sự, 2020) các doanh nghiệp ngành xây dựng tại Thành phố Hồ Chí Minh (Pham và cộng sự, 2022), các doanh nghiệp ở Miền Bắc (Nguyen và cộng sự, 2020) hay quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết (Dang, 2022), hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại Việt Nam (Phan và cộng sự, 2022). Bên cạnh đó, chủ đề về rủi ro và quản trị rủi ro của các doanh nghiệp cũng thu hút sự quan tâm của nhiều học giả như Ho và cộng sự (2021), Bui và cộng sự (2022), Vo (2023). Tuy nhiên, các học giả lại chưa dành nhiều sự quan tâm xem xét tác động của COVID-19 tới rủi ro của các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam, trong khi bất động sản là ngành trọng yếu của nền kinh tế, chiếm tỷ trọng lớn trong tổng GDP và có ảnh hưởng lớn đến các ngành khác như vận tải, nguyên vật liệu, xây dựng. Trong bối cảnh COVID-19, nhiều doanh nghiệp đã phải ngừng kinh doanh có thời hạn hoặc chờ việc giải thể hoàn thành. Do đó, để có thể cung cấp các bằng chứng rõ nét hơn về tác động của COVID-19 tới các doanh nghiệp bất động sản, nghiên cứu này tiếp cận rủi ro doanh nghiệp ở cả góc độ tĩnh (theo giá trị sổ sách) và góc độ động (theo giá trị thị trường), đồng thời thực hiện so sánh rủi ro trước, trong, và sau thời điểm xuất hiện COVID-19 tại Việt Nam. Thông qua sử dụng phương pháp kiểm định Paired-Samples T-Test trong

SPSS để phân tích dữ liệu theo quý của 80 doanh nghiệp bất động sản niêm yết từ quý 2 năm 2018 tới quý 1 năm 2024, nghiên cứu chỉ ra rằng các rủi ro của doanh nghiệp bất động sản luôn duy trì ở mức độ cao kể từ khi COVID-19 xảy ra. Đặc biệt, cho tới nay, các rủi ro tài chính, rủi ro thị trường và tổng rủi ro của các doanh nghiệp bất động sản không ngừng gia tăng.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu

Đại dịch COVID-19 đã gây ra rất nhiều ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế. Rababah và cộng sự (2020) chỉ ra COVID-19 đã kéo theo biện pháp giãn cách, phong tỏa, dẫn đến giảm nhu cầu, giảm sản xuất cũng như gián đoạn chuỗi cung ứng, từ đó giảm dòng tiền, giảm doanh thu bán hàng, và cuối cùng là giảm hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ở Trung Quốc. Tương tự, Zhang và Zheng (2022) chỉ ra COVID-19 đã làm giảm tốc độ tăng trưởng doanh thu và giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp Trung Quốc niêm yết. Các doanh nghiệp trong ngành sản xuất với chu kỳ hoạt động dài hơn và vòng quay hàng tồn kho thấp chịu ảnh hưởng nhiều hơn so với các ngành còn lại. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy tại thị trường Ấn Độ (Alsamhi và cộng sự, 2022) và các doanh nghiệp logistics Việt Nam (Nguyen, 2022). Đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Phan và Nguyen (2021) chỉ ra đại dịch COVID-19 đã làm doanh thu giảm mạnh, dẫn đến sụt giảm lợi nhuận trên tổng tài sản, gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong việc trả nợ và duy trì chi phí cố định. Vì vậy, nghiên cứu đặt ra giả thuyết như sau:

H1: Rủi ro của doanh nghiệp theo giá trị sổ sách trong giai đoạn COVID-19 là khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

H1-1: Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19 là khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

H1-2: Rủi ro tài chính của doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19 là khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

Bên cạnh đó, sự kiện vĩ mô như COVID-19 gây ra sự bất định, khiến các nhà đầu tư bán tháo

cổ phiếu dẫn đến giá cổ phiếu giảm và thanh khoản thị trường thấp, đặc biệt làm gia tăng mức độ rủi ro hệ thống và thay đổi xu hướng rủi ro tăng theo thời gian (Huang và cộng sự, 2022). Bystrom và cộng sự (2005) chỉ ra rằng trong thời gian xảy ra khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997, niềm tin của nhà đầu tư giảm sút, thị trường chứng khoán Thái Lan lao dốc, kéo theo giá trị tài sản của các doanh nghiệp giảm mạnh, dẫn đến rủi ro vỡ nợ tăng lên đáng kể, đặc biệt vào giai đoạn đỉnh điểm 1997-1998. Trong đó, các ngành chịu ảnh hưởng nặng nề nhất là bất động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng, còn ngành ngân hàng chịu ảnh hưởng lâu dài và chưa thể phục hồi hoàn toàn sau khủng hoảng. Huang và Liu (2021) cũng chỉ ra rằng đại dịch COVID-19 đã gây ra gián đoạn chuỗi cung ứng do các biện pháp phong tỏa và đóng cửa biên giới, dẫn đến tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm, ảnh hưởng đến nhu cầu năng lượng, khiến giá dầu giảm. Bên cạnh đó, đại dịch còn gây ra tác động tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư, dẫn đến rủi ro biến động giá cổ phiếu tăng mạnh. Tại Việt Nam, Ho và cộng sự (2021) đã chỉ ra trước và trong giai đoạn COVID-19, rủi ro thị trường của các ngành tăng, trong đó một số ngành có mức độ rủi ro tăng nhiều hơn, điển hình là ngành du lịch và dầu khí có mức độ chịu ảnh hưởng nặng nề nhất. Do đó, nghiên cứu đặt ra giả thuyết:

H2: Rủi ro của doanh nghiệp theo giá trị thị trường trong giai đoạn COVID-19 là khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

H2-1: Tổng rủi ro của doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19 là khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

H2-2: Rủi ro hệ thống của doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19 là khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

H2-3: Rủi ro riêng biệt của doanh nghiệp trong giai đoạn COVID-19 khác biệt so với giai đoạn trước và sau COVID-19.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Đo lường các biến

Về rủi ro của doanh nghiệp, nghiên cứu sẽ tiếp cận rủi ro của doanh nghiệp ở góc độ giá trị sổ sách và giá trị thị trường. Theo đó:

Ở góc độ sổ sách, nghiên cứu dựa vào lý thuyết tài chính doanh nghiệp để sử dụng rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh nhằm đo lường rủi ro của doanh nghiệp. Theo đó, rủi ro kinh doanh được đo lường thông qua hệ số đòn bẩy hoạt động, trong khi rủi ro tài chính được đo lường thông qua hệ số đòn bẩy tài chính, được tính toán theo quý và được xác định như sau:

$$BusRisk_{i,t} = \frac{\% \Delta EBIT_{i,t}}{\% \Delta Sale_{i,t}}$$

$$FinRisk_{i,t} = \frac{\% \Delta EPS_{i,t}}{\% \Delta EBIT_{i,t}}$$

Trong đó:

- *BusRisk_{i,t}*: Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp *i* tại quý *t*.

- *FinRisk_{i,t}*: Rủi ro tài chính của doanh nghiệp *i* tại quý *t*.

- $\% \Delta Sale_{i,t}$: Thay đổi trong doanh thu của doanh nghiệp *i* tại quý *t*.

- $\% \Delta EBIT_{i,t}$: Thay đổi trong lợi nhuận trước thuế và lãi vay của doanh nghiệp *i* năm *t*.

- $\% \Delta EPS_{i,t}$: Thay đổi trong thu nhập trên một cổ phiếu của doanh nghiệp *i* năm *t*.

Ở góc độ thị trường, nghiên cứu kế thừa nghiên cứu của Shahzad và cộng sự (2019) để tính toán ba loại rủi ro, bao gồm: (i) Rủi ro riêng biệt hay còn gọi là rủi ro phi hệ thống/rủi ro không được đa dạng hóa) được ký hiệu là *IdioRisk_{i,t}*; (ii) Rủi ro tổng thể được ký hiệu là *TotalRisk_{i,t}*; và (iii) Rủi ro hệ thống hay rủi ro thị trường được ký hiệu là *MaketRisk_{i,t}*. Tổng rủi ro (*TotalRisk_{i,t}*) được xác định là giá trị hàng quý của độ lệch chuẩn của lợi tức cổ phiếu theo ngày, trong khi rủi ro hệ thống (*MaketRisk_{i,t}*) là giá trị hàng quý của hệ số beta của cổ phiếu. Rủi ro riêng biệt (*IdioRisk_{i,t}*) chính là sự biến động cá biệt của CAPM, được xác định thông qua mô hình CAPM như sau:

$$SRet_{i,t} - DRet_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(DRet_{m,t} - DRet_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- *SRet_{i,t}*: Lợi nhuận của cổ phiếu *i* tại ngày *t*.

- *DRet_{f,t}*: Lãi suất phi rủi ro tại ngày *t*.

- *DRet_{m,t}*: Lãi suất thị trường tại ngày *t*.

- $\varepsilon_{i,t}$: Sai số.

Chi tiết cách tính các chỉ số được thể hiện trong Bảng 1.

Bảng 1: Giải thích cách tính các chỉ số sử dụng trong nghiên cứu

TT	Loại rủi ro	Chỉ số	Công thức	Nguồn
1	Rủi ro kinh doanh của cổ phiếu i tại quý t	$BusRisk_{i,t}$	$BusRisk_{i,t} = \frac{\% \Delta EBIT_{i,t}}{\% \Delta Sale_{i,t}}$	Ross (2010)
2	Rủi ro tài chính của cổ phiếu i tại quý t	$FinRisk_{i,t}$	$FinRisk_{i,t} = \frac{\% \Delta EPS_{i,t}}{\% \Delta EBIT_{i,t}}$	
3	Tổng rủi ro của cổ phiếu i tại quý t	$TotalRisk_{i,t}$	$TotalRisk_{i,t} = \delta_{i,t}$ $= \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \underline{r})^2}{n - 1}}$	Shahzad và cộng sự (2019)
4	Rủi ro hệ thống của cổ phiếu i tại quý t	$MarketRisk_{i,t}$	$MarketRisk_{i,t} = \beta_{i,t}$ $= \frac{Covar(R_X, R_M)}{\sigma_M^2}$	
5	Rủi ro riêng biệt của cổ phiếu i tại quý t	$SRet_{i,t}$	$SRet_{i,t} = \frac{P_{i,cuối\ kỳ\ t} - P_{i,đầu\ kỳ\ t}}{P_{i,đầu\ kỳ\ t}}$	

Nguồn: Nhóm tác giả.

3.2. Phương pháp thu thập dữ liệu

Nhóm tác giả xác định giai đoạn nghiên cứu xuất phát từ mục đích là so sánh rủi ro của các doanh nghiệp bất động sản giai đoạn trước, trong và sau COVID-19. Có thể thấy ngày 23/1/2020 là ngày Việt Nam phát hiện ca bệnh đầu tiên, trong khi đó lệnh phong tỏa được dỡ bỏ hoàn toàn tại Việt Nam từ ngày 1/10/2021. Ngoài ra, để đảm bảo có sự cân bằng về dữ liệu, nghiên cứu lấy số quý (hoặc số ngày giao dịch) trong giai đoạn trước COVID-19 bằng số quý (hoặc số ngày giao dịch) trong giai đoạn trong COVID-19. Giai đoạn sau COVID-19 được xác định kể từ ngày 1/10/2021 tới thời điểm gần nhất của nghiên cứu là ngày 31/03/2024. Cụ thể như sau:

- Giai đoạn 1: Giai đoạn trước COVID-19 được xác định là từ ngày 1/04/2018 tới ngày 22/01/2020, tương ứng với 7 quý.

- Giai đoạn 2: Giai đoạn trong COVID-19 được xác định là từ ngày 23/01/2020 tới ngày 1/10/2021, tương ứng với 7 quý.

- Giai đoạn 3: Giai đoạn sau COVID-19 được xác định từ ngày ngày 1/10/2021 tới ngày 31/03/2024, tương ứng với 10 quý để đảm bảo tính cập nhật của nghiên cứu.

Về dữ liệu, có thể thấy dữ liệu của nghiên cứu bao gồm các dự liệu theo quý và dữ liệu theo ngày. Cụ thể: Các doanh nghiệp bất động sản được nghiên cứu bao gồm 78 doanh nghiệp. Các dữ liệu được thu thập theo quý được thu thập từ quý 2 năm 2018 tới quý 1 năm 2024, bao gồm: (i) Doanh thu; (ii) Lợi nhuận trước thuế và lãi

vay; (iii) Thu nhập trên một cổ phiếu; (iv) Lãi suất phi rủi ro; (v) Giá theo ngày của cổ phiếu; (vi) Chỉ số VN-Index theo ngày. Toàn bộ dữ liệu trên được thu thập từ dữ liệu của FiinPro.

3.3. Phương pháp phân tích dữ liệu

Về phương pháp được sử dụng trong các nghiên cứu liên quan tới ảnh hưởng của sự kiện vĩ mô tới rủi ro của doanh nghiệp, có thể kể đến mô hình hồi quy tác động cố định OLS được sử dụng bởi Byström và cộng sự (2005) và Nguyen và cộng sự (2022), mô hình hồi quy phân vị được sử dụng bởi Nguyen và cộng sự (2022), mô hình hồi quy Probit và mô hình hồi quy sai biệt kép (Difference in Difference - DID) được sử dụng bởi Huang và Liu (2021). Tuy nhiên, xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu là so sánh rủi ro của các doanh nghiệp bất động sản giai đoạn trước và sau ngày 23/1/2020, nghiên cứu sử dụng kiểm định Paired-Samples T-Test trong SPSS. Đây là phương pháp kiểm định nhằm so sánh sự khác biệt giữa trung bình của hai mẫu có bằng không hay không. Từ đó, nghiên cứu xác định xem các quan sát của hai mẫu có sự khác biệt hay không ở hai giai đoạn so sánh. Công thức của kiểm định Paired-Samples T-Test như sau:

$$t = \frac{\bar{d}}{s_d/\sqrt{n}}$$

Trong đó:

- \bar{d} là giá trị trung bình của các sự khác biệt giữa các cặp dữ liệu (tức là trung bình của $d_i = X_i - Y_i$ cho mọi i).

- s_d là độ lệch chuẩn của các sự khác biệt d_i , được tính bằng công thức như sau:

$$s_d = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (d_i - \bar{d})^2}{n-1}}$$

- n là số lượng cặp dữ liệu (số lượng quan sát).

- T là giá trị thống kê t (t-value).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Mô tả dữ liệu

Bảng 2 mô tả thống kê dữ liệu nghiên cứu. Theo đó, giai đoạn trước và trong COVID-19, quy mô mẫu (được tính bằng tổng số lần giá trị rủi ro tính theo quý của 78 doanh nghiệp bất

động sản) đối với rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, tổng rủi ro, rủi ro hệ thống và rủi ro riêng biệt lần lượt là 448, 451, 485, 485 và 485, trong khi đó mẫu tương ứng cho giai đoạn trong và sau COVID-19 lần lượt là 489, 491, 526, 526 và 526.

Ở giai đoạn trước COVID-19, giá trị trung bình của rủi ro kinh doanh là -0,3028, cao hơn so với rủi ro tài chính (-2,9092). Tuy nhiên, trong giai đoạn COVID-19, rủi ro tài chính (-2,1989) cao hơn rủi ro kinh doanh (-7,1499). Ngoài ra, rủi ro thị trường luôn có giá trị trung bình cao nhất so với tổng rủi ro và rủi ro đặc thù, với giá trị lần lượt là 0,4817 và 0,7571 ở trước và trong giai đoạn COVID-19. Đối với giai đoạn trong và sau COVID-19, rủi ro tài chính đều lớn hơn rủi ro kinh doanh, trong khi đó rủi ro thị trường đều cao hơn tổng rủi ro và rủi ro riêng biệt.

Bảng 2: Thống kê dữ liệu nghiên cứu

Giai đoạn	Các biến	Giá trị trung bình	Mẫu	Độ lệch chuẩn	Sai số chuẩn trung bình	
Giai đoạn trước và trong COVID-19	Pair 1	Pre-BusRisk	-0,3028	448	23,53350	1,11185
		BusRisk	-7,1499	448	158,73879	7,49970
	Pair 2	Pre-FinRisk	-2,9092	451	84,71153	3,98891
		FinRisk	-2,1989	451	32,29586	1,52075
	Pair 3	Pre-TotalRisk	,0246	485	,01108	,00050
		TotalRisk	,0294	485	,01140	,00052
	Pair 4	Pre-MarketRisk	,4817	485	,59183	,02687
		MarketRisk	,7571	485	,51333	,02331
	Pair 5	Pre-IdioRisk	,0234	485	,01113	,00051
		IdioRisk	,0263	485	,01140	,00052
Giai đoạn trong và sau COVID-19	Pair 1	BusRisk	-6,4545	489	152,07417	6,87703
		Post-BusRisk	2,7499	489	50,20899	2,27053
	Pair 2	FinRisk	-1,9949	491	30,98976	1,39855
		Post-FinRisk	216,3107	491	4740,68813	213,94426
	Pair 3	Total-Risk	,0294	526	,01119	,00049
		Post-TotalRisk	,0316	526	,01239	,00054
	Pair 4	MarketRisk	,7748	526	,51246	,02234
		Post-MarketRisk	1,1447	526	,68621	,02992
	Pair 5	IdioRisk	,0263	526	,01117	,00049
		Post-IdioRisk	,0272	526	,01032	,00045

Nguồn: Nhóm tác giả.

4.2. Rủi ro của doanh nghiệp bất động sản theo giá trị sổ sách trước, trong và sau sự kiện COVID-19

Bảng 3 cho thấy về rủi ro kinh doanh, ở các cặp giai đoạn trước và trong, trong và sau sự kiện COVID-19, đều có Sig lần lượt là 0,367 và

0,206, lớn hơn 0,05; hàm ý rằng rủi ro kinh doanh ở các giai đoạn không có sự khác biệt về ý nghĩa thống kê. Nói cách khác, giả thuyết H1-1 bị bác bỏ. Tương tự, rủi ro tài chính trong các giai đoạn đều có Sig lớn hơn 0,05, có nghĩa là giả thuyết H1-2 bị bác bỏ. Như vậy, giả thuyết H1 bị bác bỏ.

Bảng 3: Kết quả kiểm định Paired-Samples T-Test của rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính trong các giai đoạn của COVID-19

	Sự khác biệt theo cặp					Kiểm định t	Bậc tự do	Mức ý nghĩa (2 đầu)
	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Sai số chuẩn trung bình	Khoảng tin cậy 95% của sự khác biệt				
				Mức thấp	Mức cao			
Pre-BusRisk - BusRisk	6,85	160,42	7,58	-8,05	21,74	,903	447	,367
BusRisk - Post-BusRisk	-9,20	160,59	7,26	-23,47	5,06	-1,267	488	,206
Pre-FinRisk - FinRisk	-,71	90,89	4,28	-9,12	7,70	-,166	450	,868
FinRisk - Post-FinRisk	-218,31	4740,70	213,94	-638,67	202,06	-1,020	490	,308
Pre-BusRisk - Post-BusRisk	-3,02147	57,27836	2,70013	-8,32792	2,28499	-1,119	449	,264
Pre-FinRisk - Post-FinRisk	-238,36021	4946,83755	232,93748	-696,14051	219,42010	-1,023	450	,307

Nguồn: Nhóm tác giả.

4.3. Rủi ro của doanh nghiệp bất động sản theo giá trị thị trường ở trước, trong và sau sự kiện COVID-19

Bảng 4 chỉ ra rằng khi sự kiện COVID-19 xảy ra, tất cả các loại rủi ro theo giá trị thị trường (bao gồm: rủi ro thị trường, tổng rủi ro và rủi ro riêng biệt) đều có sự khác biệt trung bình đối với trước khi xảy ra sự kiện COVID-19 (với tất cả các Sig của các rủi ro đều nhỏ hơn 0,05). Tương tự, rủi

ro thị trường và tổng rủi ro của các doanh nghiệp bất động sản ở trong giai đoạn COVID-19 cao hơn giai đoạn trước COVID-19 và thấp hơn giai đoạn sau COVID-19. Nói cách khác, các giả thuyết H2-1, H2-2 được chấp nhận. Tuy nhiên, rủi ro riêng biệt ở giai đoạn trước và sau sự kiện COVID-19 không có sự khác biệt trung bình vì giá trị Sig đạt giá trị 0,137, lớn hơn 0,05. Do đó, giả thuyết H2-3 bị bác bỏ.

Bảng 4: Kết quả kiểm định Paired-Samples T-Test của các loại rủi ro theo giá trị thị trường với các giai đoạn trước, trong và sau COVID-19

	Sự khác biệt theo cặp					Kiểm định t	Bậc tự do	Mức ý nghĩa (2 đầu)
	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Sai số chuẩn trung bình	Khoảng tin cậy 95% của sự khác biệt				
				Mức thấp	Mức cao			
PreTotalRisk - TotalRisk	-,00	,016	,00	-,01	-,00	-6,63	484	,000
TotalRisk - Post-TotalRisk	-,00	,016	,00	-,00	-,00	-3,38	525	,001
PreTotalRisk - Post-TotalRisk	-,00782	,01617	,00073	-,00926	-,00637	-10,646	484	,000
Pre-MarketRisk - MarketRisk	-,28	,78	,035	-,35	-,21	-7,78	484	,000
MarketRisk - Post - MarketRisk	-,37	,84	,037	-,44	-,30	-10,13	525	,000
Pre-MarketRisk - Post - MarketRisk	-,00430	,01473	,00067	-,00561	-,00298	-6,422	484	,000
Pre-IdiolRisk - IdiolRisk	-,00	,02	,00	-,00	-,00	-4,08	484	,000

IdioRisk - Post - IdioRisk	-,00	,01	,00	-,00	,000	-1,49	525	,137
Pre-IdioRisk- Post - IdioRisk	-,66081	,88599	,04023	-,73986	-,58176	-16,426	484	,000

Nguồn: Nhóm tác giả.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả kiểm định Paired-Samples T-Test đã chỉ ra: Rủi ro của doanh nghiệp bất động sản theo giá trị sổ sách và rủi ro của doanh nghiệp bất động sản theo giá trị thị trường đều tăng lên khi COVID-19 xuất hiện và cho tới hiện nay, khi Việt Nam đã dỡ bỏ lệnh phong tỏa gần 3 năm thì các loại rủi ro này vẫn duy trì ở mức cao hơn trong COVID-19 và chưa có dấu hiệu giảm xuống. Kết quả này đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Bystrom và cộng sự (2005), Nguyen và cộng sự (2022) khi chỉ ra rằng khi có bất ổn của sự kiện vĩ mô đều làm tăng các loại rủi ro của doanh nghiệp. Riêng đối với rủi ro kinh doanh, rủi ro này có giá trị ở giai đoạn trước COVID-19 cao hơn, sau đó giảm trong giai đoạn COVID-19 và tiếp tục tăng trở lại kể từ sau COVID-19 kết thúc. Trong khi đó, rủi ro riêng biệt chỉ tăng trong giai đoạn COVID-19 và sau khi sự kiện COVID-19 vẫn duy trì mức độ rủi ro cao như ở trong giai đoạn COVID-19. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, các rủi ro của doanh nghiệp bất động sản theo giá trị sổ sách (bao gồm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính) luôn duy trì ở mức cao. Có thể nhận thấy rằng trong thời kỳ COVID-19, các doanh nghiệp đã gặp rất nhiều khó khăn như hoạt động bán hàng ngưng trệ, nguồn cung giảm mạnh; trong khi đó giá nguyên vật liệu xây dựng đầu vào không ngừng tăng, dẫn đến chi phí đầu vào tăng mạnh, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm mạnh. Điều này đã dẫn đến những thiệt hại nghiêm trọng. Cụ thể, hàng loạt sản giao dịch phải đóng cửa hay tạm ngưng hoạt động do doanh thu thấp hoặc không có doanh thu, nhiều doanh nghiệp bất động sản hay sản giao dịch có nguy cơ giải thể hay phá sản. Sau khi lệnh phong tỏa được dỡ bỏ, các doanh nghiệp bất động sản vẫn còn gặp rất nhiều khó khăn khi thanh khoản giảm mạnh, việc tiếp cận khách hàng khó khăn. Ngoài ra, những kênh huy động vốn chính như ngân hàng, trái phiếu và cổ phiếu đều đang bị siết chặt đối với các doanh nghiệp bất động sản, dẫn đến rất khó huy động vốn, mất cân đối dòng tiền. Điều này ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.

Thứ hai, các rủi ro theo giá trị thị trường (bao gồm rủi ro thị trường, tổng rủi ro và rủi ro riêng biệt) vẫn tiếp tục gia tăng hoặc duy trì ở mức cao.

Điều này gắn liền với những biến động rất mạnh của VN-Index từ khi COVID-19 diễn ra cho tới nay. Cụ thể, khi dịch bệnh càng bùng phát thì lượng tiền chảy vào chứng khoán tăng mạnh. Tại phiên giao dịch ngày 15/01/2021, VN-Index đạt 1.194,20 điểm, sau đó lên mức 1.420,27 vào ngày 2/7/2021. Sau thời điểm dỡ bỏ lệnh phong tỏa, vào phiên giao dịch ngày 7/1/2022, Vn-Index đã đạt đỉnh với 1.528,48. Tuy nhiên, tới ngày 30/9/2022, VN-Index còn 1.132,11 điểm. Trong suốt giai đoạn từ đầu năm 2022 cho đến nay, VN-Index chứng kiến sự biến động với biên độ lớn, có những phiên tăng đến hơn 30 điểm hay có phiên giảm đến gần 70 điểm. Lý giải về điều này, có thể thấy nổi lên vấn đề phản ứng của tâm lý nhà đầu tư cá nhân trước những thông tin thị trường như rất nhiều vụ việc lãnh đạo các tập đoàn bất động sản lớn như FLC hay Tân Hoàng Minh bị bắt và điều tra. Dù Chính phủ đã có những chính sách tích cực nhằm ổn định thị trường và đã có những tác động tích cực đến nền kinh tế, nhưng lạm phát vẫn tiếp tục gia tăng trong giá nhà và các sản phẩm, dịch vụ bất động sản. Bên cạnh đó, tâm lý nhà đầu tư sau đại dịch có xu hướng bị quan hơn do những bất định liên quan đến chỉ số kinh tế, chính sách hay khả năng dịch bệnh trở lại trong tương lai. Trong khi đó, các bằng chứng thực nghiệm cho thấy các nhà đầu tư Việt Nam có đặc điểm là nghiệp dư và vốn ít, đầu tư luôn dựa vào kinh nghiệm và tâm lý đám đông (Dang, 2016), dẫn đến tình trạng luôn hoảng loạn và bán tháo mỗi khi có thông tin bất lợi (dù chính xác hay tin đồn). Điều này dẫn đến sự giảm điểm rất mạnh của Vn-Index, đặc biệt là các doanh nghiệp bất động sản bởi đây là nhóm ngành liên quan trực tiếp tới các vụ việc nổi cộm của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Alipour, A., & Yaprak, A. (2022). Indulgence and risk-taking behavior of firms: Direct and interactive influences. *Journal of International Management*, 28(2), 100945. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2022.100945>
- Alsamhi, M. H., Al-Ofairi, F. A., Farhan, N. H., Al-Ahdal, W. M., & Siddiqui, A. (2022). Impact of COVID-19 on firms' performance: Empirical evidence from India. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2044593. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2044593>

- Byström, H., Worasinchai, L., & Chongsithipol, S. (2005). Default risk, systematic risk and Thai firms before, during and after the Asian crisis. *Research in International Business and Finance*, 19(1), 95-110. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2004.10.005>
- Dang, A. T. (2023). The impact of COVID-19 pandemic on earning management: The case of listed companies in Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 311(2), 23-32. <https://doi.org/10.1177/21582440241266974>
- Dang, V. D. (2016). Behavioral finance theory in the Vietnamese stock market. *Review of Finance*. <https://tapchitaichinh.vn/ly-thuyet-tai-chinh-hanh-vi-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam.html>
- Gopalakrishnan, B., & Mohapatra, S. (2020). Insolvency regimes and firms' default risk under economic uncertainty and shocks. *Economic Modelling*, 91, 180-197. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.005>
- Ho, C. M., Pham, T. T., Nguyen, H. L. P., & Vo, D. H. (2021). Does the COVID-19 pandemic matter for market risks across sectors in Vietnam? *Heliyon*, 7(12), e08547. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08453>
- Hsu, F. J., & Chen, S. H. (2021). US quantitative easing and firm's default risk: The role of corporate social responsibility (CSR). *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 650-664. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.03.017>
- Huang, S., & Liu, H. (2021). Impact of COVID-19 on stock price crash risk: Evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 101, 105431. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105431>
- Huang, W., Lan, C., Xu, Y., Zhang, Z., & Zeng, H. (2022). Does COVID-19 matter for systemic financial risks? Evidence from China's financial and real estate sectors. *Pacific-Basin Finance Journal*, 74, 101819. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101819>
- Le, A. T., Doan, A. T., & Phan, T. (2021). Institutional development and firm risk from a dynamic perspective: Does ownership structure matter? *Economic Analysis and Policy*, 72, 342-357. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.09.007>
- Li, H., Zhang, X., & Zhao, Y. (2022). ESG and firm's default risk. *Finance Research Letters*, 47(B), 102713. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102713>
- Liu, J., & Zhong, R. (2017). Political uncertainty and a firm's credit risk: Evidence from the international CDS market. *Journal of Financial Stability*, 30, 53-66. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.03.006>
- Luo, W., Wang, Y., & Zhang, X. (2022). Monetary policy uncertainty and firm risk-taking. *Pacific-Basin Finance Journal*, 71, 101695. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101695>
- Nguyen, D. N., Nguyen, C. P., & Dang, L. P. X. (2022). Uncertainty and corporate default risk: Novel evidence from emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101571. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101571>
- Nguyen, H. T. X. (2022). The effect of COVID-19 pandemic on financial performance of firms: Empirical evidence from Vietnamese logistics enterprises. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(2), 177-183. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no2.0177>
- Nguyen, T. N., Tran, T. V. A., & Hoang, B. N. (2021). Measuring impact of psychological factors on stock market in Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 289, 24-34. <https://ktpt.edu.vn/Uploads/Bai%20bao/2021/So%20289/380499.pdf>
- Pham, T. H., Tran, H. D., & Ngo, D. A. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on Vietnam's tourism industry and response solutions. *Journal of Economics and Development*, 274(4), 43-53.
- Pham, V. H. S., Pham, B. D. K., Tran, L. A., Pham, M. H., & Nguyen, T. A. T. (2022). Analysis of the impact of the COVID-19 pandemic on construction companies in Ho Chi Minh City. *Journal of Construction Science and Technology*, 16(5V), 11. [https://doi.org/10.31814/stce.huce\(nuce\)2022-16\(5V\)-11](https://doi.org/10.31814/stce.huce(nuce)2022-16(5V)-11)
- Pham, V. T. H., & Nguyen, N. (2022). Impact of COVID-19 on the profitability performance of real estate businesses in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 14(1), 377-395. <https://doi.org/10.34109/ijefs.20221417>
- Phan, T. H. N., Pham, M. T., Nguyen, T. A. T., Tran, T. N., Tran, N. X., Tran, N. Q., & Phan, T. L. A. (2022). The impact of the COVID-19 pandemic on earnings management: The case of listed companies in Vietnam. *Journal of Finance - Marketing Research*, 68(2), 1-14. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi68.257>
- Rababah, A., Al-Haddad, L., Sial, M. S., Chunmei, Z., & Cherian, J. (2020). Analyzing the effects of COVID-19 pandemic on the financial performance of Chinese listed companies. *Journal of Public Affairs*, 20(4), e2440. <https://doi.org/10.1002/pa.2440>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw Hill.
- Safiullah, M., Akhter, T., Saona, P., & Azad, M. A. K. (2022). Gender diversity on corporate boards, firm performance, and risk-taking: New evidence from Spain. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100721. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100721>
- Shahzad, F., Fareed, Z., Wang, Z., & Shah, S. G. M. (2020). Do idiosyncratic risk, market risk, and total risk matter during different firm life cycle stages? *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 537, 122550. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2019.122550>
- Sun, W., Ding, Z., Xu, X., & Cui, K. (2020). Internationalization and firm default risk: The roles of environmental dynamism and marketing capability. *Journal of Business Research*, 121, 142-153. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.08.027>
- Vo, D. H. (2023). Market risk, financial distress and firm performance in Vietnam. *PLOS ONE*, 18(7), e0288621. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0288621>
- Zhang, D., & Zheng, W. (2022). Does COVID-19 make the firms' performance worse? Evidence from the Chinese listed companies. *Economic Analysis and Policy*, 74, 560-570. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.03.001>
- Zhang, X., Ouyang, R., Liu, D., & Xu, L. (2020). Determinants of corporate default risk in China: The role of financial constraints. *Economic Modelling*, 92, 87-98. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.07.005>