

HIỆU ỨNG KỶ NGHỈ LỄ VÀ LỢI NHUẬN CHỨNG KHOÁN: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Đan Khánh

Trung tâm ĐTTT, CLC & POHE, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: khanhpd@neu.edu.vn

Phạm Thành Đạt

Viện Ngân hàng tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: sirphamthanhdatt@gmail.com

Ngày nhận: 30/01/2018

Ngày nhận bản sửa: 05/4/2018

Ngày duyệt đăng: 25/4/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về hiệu ứng kỳ nghỉ lễ đối với lợi nhuận chứng khoán và các vấn đề lý giải tác động của kỳ nghỉ lễ. Bài viết phân tích lợi nhuận chứng khoán cao bất thường trước các kỳ nghỉ lễ tại sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. Cụ thể, lợi nhuận chứng khoán trước Tết Nguyên Đán thường cao hơn so với sau Tết Nguyên Đán (tết âm lịch) tại sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh qua các thống kê mô tả và kiểm định thống kê.

Từ khóa: Kỳ nghỉ lễ, thị trường chứng khoán, lợi nhuận chứng khoán, Tết Nguyên Đán

The Holiday Effect and Stock Return: Evidence from Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This study provides empirical evidence of the holiday effect on stock return and the implications of the holiday effect. The research finds that there is existing the high stock return before the Tet holiday on Ho Chi Minh Stock Exchange. The results indicate evidences of Tet holiday effect on stock return on Ho Chi Minh Stock Exchange. Specifically, the stock return before Tet holiday is usually higher than that after Tet holiday at the Ho Chi Minh Stock Exchange.

Keywords: Holiday effect; stock return; Ho Chi Minh Stock Exchange, Tet holiday.

1. Đặt vấn đề

Lý thuyết thị trường hiệu quả (efficient market hypothesis) là một giả thuyết của lý thuyết tài chính khẳng định rằng các thị trường tài chính là hiệu quả và giá của chứng khoán trên thị trường đã phản ánh đầy đủ mọi thông tin đã biết. Do đó, các nhà đầu tư không thể kiếm được lợi nhuận bằng cách căn cứ vào các thông tin đã biết hay những hình thái biến động của giá cả trong quá khứ. Có thể nói một cách ngắn gọn là không thể dự đoán được giá chứng khoán. Được Fama phát triển vào đầu thập niên

1960, lý thuyết này được chấp nhận rộng rãi cho đến những năm 1980s thì bị đặt câu hỏi bởi nhiều nhà nghiên cứu học thuật cũng như thực nghiệm. Một trong số rất nhiều những nghiên cứu về những sự bất thường trên thị trường tài chính đã được công bố là sự bất thường của tỷ suất sinh lời xung quanh các ngày nghỉ lễ. Hiện tượng này được biết đến là hiệu ứng các ngày lễ đã được phát hiện ở cả các thị trường đã phát triển và các thị trường mới nổi.

Fields (1934) đã có công bố đặt nền móng cho hiệu ứng kỳ nghỉ lễ qua việc chỉ ra tỷ suất sinh lời

của cổ phiếu có xu hướng tăng trong những ngày trước các ngày nghỉ lễ và đây cũng là phát biểu đầu tiên về sự tồn tại của sự bất thường về tỷ suất sinh lời do ảnh hưởng của ngày nghỉ lễ. Tuy nhiên, phải đến những năm 1980 các nhà nghiên cứu học thuật mới nghiêm túc xem xét hiện tượng này và dẫn đến sự ra đời rất nhiều công trình nghiên cứu đã xác nhận ảnh hưởng của các kì nghỉ lễ đến thị trường. Trên thế giới có nhiều nghiên cứu về kỳ nghỉ lễ, nhưng hầu hết các nghiên cứu tại các thị trường phát triển và chỉ có một số nghiên cứu đề cập về hiệu ứng kỳ nghỉ lễ tại Việt Nam. Hơn nữa, vì những đặc trưng về lịch sử phát triển thị trường chứng khoán, truyền thống văn hóa và tốc độ phát triển của nền kinh tế, tác động của các ngày lễ đến thị trường chứng khoán Việt Nam có thể có những đặc trưng khác biệt với các thị trường chứng khoán các nước khác. Đứng trước sự cần thiết của việc ra đời một nghiên cứu thực nghiệm kiểm định sự tồn tại của hiệu ứng kỳ nghỉ lễ, nhóm tác giả đi nghiên cứu cụ thể là ảnh hưởng của Tết Âm lịch đối với tỷ suất sinh lời thị trường chứng khoán Việt Nam bởi vì đây là khoản thời gian nghỉ lễ dài nhất trong các kỳ nghỉ lễ tại Việt Nam.

Mục tiêu của bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của Tết Âm lịch đến tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán Việt Nam cụ thể là chỉ số VN-index trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Để có thể kiểm tra sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch tại thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu dựa trên mẫu dữ liệu tỷ suất sinh lời theo ngày của chỉ số VN – Index từ 01 tháng 3 năm 2002. Giai đoạn trước Tết Âm lịch được xác định là 5 ngày giao dịch trước khi thị trường đóng cửa nghỉ Tết. Tương tự, giai đoạn sau Tết Âm lịch được xác định là 5 ngày giao dịch sau kì nghỉ Tết Âm lịch khi thị trường chứng khoán hoạt động trở lại. Sự chênh lệch về tỷ suất sinh lời các chỉ số vào các giai đoạn xung quanh Tết Âm lịch so với các ngày giao dịch còn lại là cơ sở để kiểm định sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu này sử dụng các phương pháp phân tích dữ liệu định lượng sau: phương pháp thống kê mô tả cơ bản, các mô hình phương sai sai số thay đổi tự hồi quy tổng quát (Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity – GARCH).

2. Tổng quan nghiên cứu

Hiệu ứng kỳ nghỉ lễ là một trong các hiện tượng mùa vụ và hiện tượng này thể hiện sự mâu thuẫn

với lý thuyết thị trường hiệu quả - một giả thuyết quan trọng về tài chính. Hiện tượng mùa vụ có thể được hiểu là những hiệu ứng theo mùa tạo ra mức lợi nhuận cao hơn hoặc thấp hơn tùy thuộc vào tính chất của chuỗi thời gian. Những hiệu ứng này còn được gọi là những bất thường trên thị trường bởi vì những bất thường này không thể được giải thích bởi các mô hình định giá tài sản truyền thống. Ví dụ về một vài hiệu ứng phổ biến như hiệu ứng tháng Giêng (January Effect), hiệu ứng các ngày trong tuần (Day-of-the week Effect), hiệu ứng chuyển dịch tháng (Turn of the month Effect), hiệu ứng kỳ nghỉ lễ (Holiday Effect).

Ảnh hưởng của hiệu ứng kỳ nghỉ lễ lần đầu tiên được Fields (1934) xác định và từ đó đã có nhiều tranh luận tồn tại về hiệu ứng của kỳ nghỉ lễ. Ariel (1987 và 1990) và Lakonishok & Smidt (1988) chỉ ra trong các nghiên cứu chuyên sâu của họ rằng lợi nhuận thời kỳ trước kỳ nghỉ cao hơn thời gian sau nghỉ lễ. Lợi nhuận bất thường đã được tìm thấy không chỉ vào cuối tuần mà cho bất kỳ thời điểm giao dịch nào. Lakonishok & Smidt (1988) thậm chí còn chỉ ra rằng hiệu ứng kỳ nghỉ chiếm khoảng 30-50% của tổng lợi nhuận trên thị trường Mỹ trong giai đoạn trước năm 1987. Ariel cho thấy rằng lợi nhuận trước kỳ nghỉ là cao gấp 8 lần lợi nhuận sau kỳ nghỉ. Ông cho thấy rằng 8 ngày nghỉ lễ mỗi năm chiếm 38% tổng số tỷ lệ lợi nhuận hàng năm. Nghiên cứu của Kim & Park (1994) và Brockman & Michayluk (1998) cũng tìm thấy hiệu ứng kỳ nghỉ của Mỹ ảnh hưởng tới các chỉ số thị trường từ Sở Giao dịch Chứng khoán New York, AMEX và NASDAQ từ năm 1963 - 1987 và 1987-1993. Nhiều học giả khác cũng đã phân tích, đã xem xét kỹ hơn về lợi nhuận chứng khoán ở cả trước và sau mỗi kỳ nghỉ. Nghiên cứu của họ đã thể hiện sự khác biệt về kỳ nghỉ lễ ở các quốc gia khác so với Mỹ như Canada, Nhật Bản, Hồng Kông và Úc (Cadsby & Ratner, 1992), Thổ Nhĩ Kỳ (Bildik, 2004) và Ý (Barone, 1989).

Cadsby & Ratner (1992) đã có những nghiên cứu về hiệu ứng kỳ nghỉ lễ trên thị trường quốc tế. Họ đã quan sát tại các thị trường Canada, Nhật, Hồng Kông và Úc từ năm 1962 đến năm 1989 và kiểm tra ngày lễ tại địa phương, các chỉ số thị trường từ mỗi quốc gia. Các kết quả chỉ ra hiệu ứng trước kỳ nghỉ đáng kể ở tất cả các thị trường quan sát, với lợi nhuận cao nhất xuất hiện vào những ngày trước kỳ nghỉ. Kim & Park (1994) đã cung cấp thêm bằng chứng về hiệu ứng kỳ nghỉ trong nghiên cứu về chỉ số Nikkei (Nhật Bản) và Financial Times (Vương

quốc Anh), xác nhận kết quả của Cadsby & Ratner (1992) cho thị trường Nhật Bản và trình bày bằng chứng mới về hiệu ứng kỳ nghỉ ở Anh. Tiếp đó, Kim & Park (1994) cũng ghi nhận một hiệu ứng ảnh hưởng từ quy mô của các công ty ở các thị trường này. Nghiên cứu của Agrawal & Tandon (1994) đã kiểm tra hiệu lực của kỳ nghỉ ở 17 thị trường trong các quốc gia khác nhau. Kết quả của họ cho thấy ảnh hưởng rõ rệt chiếm 65% tại trước kỳ nghỉ lễ qua các mẫu quan sát.

Nghiên cứu ở Đông Nam Á (Wong & cộng sự, 1990; Cadsby & Ratner, 1992; Tong, 1992; Yen & Shyy, 1993; Chan & cộng sự, 1996) đã xác định được sự hiện diện của một hiệu ứng kỳ nghỉ năm mới tại Trung Quốc. Nghiên cứu của Yen & Shyy (1993) tìm thấy bằng chứng đáng kể lợi tức chứng khoán cao hơn tại thời điểm trước Tết Nguyên Đán ở Hồng Kông, Nhật Bản, Malaysia, Singapore, Hàn Quốc và Đài Loan. Wong & cộng sự (1990) xác định tại cả Tết Nguyên Đán và Aidilfitri (lễ hội kết thúc nhanh chóng của Ramadan) có ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán Kuala Lumpur. Chan & cộng sự (1996) đã xác nhận tác động của Tết Nguyên Đán tới thị trường Thái Lan, Singapore và Malaysia cùng với hiệu ứng kỳ nghỉ Hindu tại Singapore và Malaysia.

Worthington (2007) đã kiểm tra hiệu ứng kỳ nghỉ trên thị trường Úc và kết luận rằng hiệu ứng kỳ nghỉ được giới hạn trong các công ty nhỏ. Ông đã sử dụng 12 chỉ số chứng khoán khác nhau tại thị trường chứng khoán Úc trong giai đoạn 10 năm (1996 - 2006) cung cấp 2.635 các quan sát cuối ngày trên Sở Giao dịch Chứng khoán Australia (ASX). Thực nghiệm của ông cho thấy hiệu ứng kỳ nghỉ ở các chỉ số đại diện thị trường với lợi nhuận chứng khoán trước kỳ nghỉ thường cao gấp 5 lần so với những ngày thường khác. Nghiên cứu cho thấy hiệu quả của công ty vốn hóa nhỏ trước kỳ nghỉ lễ và với các cổ phiếu giá trị nhỏ thì lợi nhuận cao hơn 10 lần so với những ngày giao dịch khác.

Những giải thích chính về hiện tượng kỳ nghỉ lễ được giải thích cụ thể theo các giả thuyết dưới đây của lý thuyết thị trường hiệu quả.

Thứ nhất là tâm lý đầu tư: Có thể cho rằng giải thích hứa hẹn nhất cho hiệu ứng kỳ nghỉ nằm ở tâm lý nhà đầu tư (Brockman & Michayluk, 1998; Vergin & McGinnis, 1999). Giả thuyết cho thấy các nhà đầu tư có khuynh hướng mua cổ phiếu trước kỳ nghỉ vì “đang ở trạng thái tốt” và “sự phấn khích kỳ

nghe”. Tuy nhiên, thật không may, thật khó để chứng minh giả thuyết này qua các phương pháp kiểm tra trực tiếp.

Thứ hai là thời điểm kết thúc giao dịch:

Một lời giải thích có thể đưa ra là lợi nhuận trước kỳ nghỉ cao là một biểu hiện của việc giá đóng cửa có kết quả tốt, trong đó lợi nhuận cao đối với chứng khoán là quan sát thấy khi đóng cửa thị trường. Một nhóm nghiên cứu liên kết việc trước kỳ nghỉ ảnh hưởng đến các mô hình hệ thống trong tập dữ liệu được sử dụng để tính lợi nhuận trước kỳ nghỉ. Về khía cạnh hành vi, những lời giải thích bao gồm từ những người bán trong ngắn hạn kết thúc rủi ro trước kỳ nghỉ, với lý do tâm lý như nhà đầu tư trạng thái tâm lý tốt xung quanh các kỳ nghỉ cho thấy lạc quan hơn về triển vọng trong tương lai.

3. Dữ liệu nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

Để có thể kiểm tra sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch tại thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này đã thu thập số liệu của chỉ số VN – Index từ ngày 1 tháng 3 năm 2002 đến hết quý 4 năm 2017. Lý do tác giả chọn thời điểm bắt đầu của bộ dữ liệu từ năm 2002 là bởi vì 2 năm đầu (tính từ ngày 28 tháng 7 năm 2000 thanh khoản của thị trường Việt Nam còn thấp, một tuần chỉ có 3 phiên giao dịch và giá trị giao dịch thấp).

Dữ liệu giá đóng cửa hàng ngày của chỉ số VN – Index được thu thập từ ngày 1 tháng 3 năm 2002 đến ngày 31 tháng 12 năm 2017, tổng cộng có 4181 quan sát từ nguồn sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Dữ liệu theo ngày của chỉ số VN – Index được dùng để tính tỷ suất sinh lời hàng ngày theo công thức:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$

Trong đó:

R_t là tỷ suất sinh lời của chỉ số từ ngày t-1 đến ngày t

P_t là giá đóng cửa của chỉ số vào ngày t

P_{t-1} là giá đóng cửa của chỉ số vào ngày t-1

Tết âm lịch bắt đầu từ ngày đầu tiên của tháng giêng âm lịch, nằm vào tháng 1 hoặc tháng 2 Dương lịch, nghiên cứu cần xác định được các ngày Tết Âm lịch theo năm Dương lịch từ năm 2002 đến năm 2017 từ đó xác định được các ngày sàn giao dịch nghỉ lễ trước Tết cũng như ngày sàn hoạt động trở lại sau tết. Nghiên cứu này quy định giai đoạn trước

Tết Âm lịch là 5 ngày giao dịch ngay trước Tết, giai đoạn sau Tết Âm lịch là 5 ngày giao dịch ngay sau Tết. Vì Tết âm lịch sẽ diễn ra theo quy luật lặp đi lặp lại là cuối tháng 1, đầu tháng 2 và cuối tháng 2, nên nếu sử dụng khoảng quan sát dài hơn ví dụ 15 ngày thì sẽ có thể bị tác động bởi hiện tượng tháng giêng (January Effect).

Nghiên cứu này sẽ áp dụng mô hình GARCH (1, 1) và các mô hình mở rộng của nó, đồng thời xem xét các mô hình này dưới quy luật phân phối student-t. Các mô hình tương tự được áp dụng bởi nhiều nghiên cứu trước đây như của Lakonishok & Smidt (1988), Ariel (1990), Angelidis & Lyroudi (2004). Mô hình GARCH (1, 1) sẽ được phát triển để ước lượng các hệ số của các biến và đánh giá mức ý nghĩa của mỗi hệ số.

Mô hình GARCH (1, 1) ở nghiên cứu này có dạng như sau:

Phương trình kỳ vọng:

$$R_t = C + \beta_1 x Pre + \beta_2 x Post + \varepsilon \quad (1)$$

Trong đó:

R_t là tỷ suất sinh lời của chỉ số VN – Index

C là hằng số, bằng tỷ suất sinh lời của các ngày giao dịch thông thường

Pre là biến giả, nhận giá trị bằng 1 cho giai đoạn 5 ngày giao dịch trước kỳ nghỉ Tết Âm lịch và nhận giá trị bằng 0 cho các ngày giao dịch còn lại

$Post$ là biến giả, nhận giá trị bằng 1 cho giai đoạn 5 ngày giao dịch sau kỳ nghỉ Tết Âm lịch và nhận giá trị bằng 0 cho các ngày giao dịch còn lại

ε là sai số (phần dư) của mô hình hồi quy

Phương trình phương sai:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 x \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 x \sigma_{t-2}^2 \quad (2)$$

Trong đó:

α_0 là hằng số

ε_{t-1}^2 cho biết những thông tin về sự dao động thời gian trước được xác định bằng bình phương sai số (phần dư) từ phương trình kỳ vọng. (ARCH term)

σ_{t-2}^2 là phương sai dự báo ở giai đoạn trước (GARCH term)

Mô hình GARCH hiệu chỉnh Modified-GARCH (1, 1) bổ sung tác động của các giai đoạn trước và sau Tết Âm lịch vào phương trình phương sai bằng cách thêm vào các biến giả Pre và $Post$. Mô hình Modified-GARCH (1, 1) có dạng như sau:

$$R_t = C + \beta_1 x Pre + \beta_2 x Post + \varepsilon$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \sigma_{t-2}^2 + \gamma_1 Pre + \gamma_2 Post \quad (3)$$

Tiếp theo, để quan sát mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời và mức rủi ro tương ứng, phương sai σ_t^2 sẽ được thêm vào bên vế phải của phương trình kỳ vọng (1). Mô hình GARCH-M có dạng như sau:

$$R_t = C + \beta_1 x Pre + \beta_2 x Post + \beta_3 \sigma_t^2 + \varepsilon \quad (4)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \sigma_{t-1}^2$$

Một mô hình mở rộng thông dụng nữa của mô hình GARCH được đề xuất bởi Nelson (1991) là mô hình EGARCH mũ hay EGARCH (exponential general autoregressive conditional heteroskedastic). Mô hình EGARCH có dạng như sau:

$$R_t = C + \beta_1 x Pre + \beta_2 x Post + \varepsilon$$

$$\log(\sigma_t^2) = \alpha_0 + \alpha_1 \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right|$$

$$+ \gamma \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \alpha_2 \log(\sigma_{t-1}^2) \quad (5)$$

Có thể thấy vì $\log \sigma_t^2$ có thể âm trong khi σ_t^2 luôn dương, mô hình EGARCH đã loại bỏ những ràng buộc của các tham số của mô hình GARCH thông thường. Nghiên cứu sẽ sử dụng phần mềm Eviews lần lượt áp dụng các mô hình GARCH, Modified-GARCH, GARCH-M, EGARCH để kiểm định sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch đối với tỷ suất sinh lời trên chỉ số VN – Index, sau đó so sánh các chỉ số Akaike info criterion (AIC) và Schwarz criterion (SC) để tìm ra mô hình phù hợp nhất.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 và Bảng 2 báo cáo kết quả thống kê mô tả cơ bản và kết quả ước lượng của tỷ suất sinh lời cho toàn bộ các chỉ số VN – Index cũng như các giai đoạn xung quanh Tết Âm lịch.

Đầu tiên, nghiên cứu phân loại 4181 tỷ suất sinh lời theo ngày của chỉ số VN – Index thành các giai đoạn trước Tết Âm lịch, sau Tết Âm lịch và các ngày giao dịch khác. Giai đoạn trước Tết và sau Tết đều có 85 quan sát, tổng cộng giai đoạn xung quanh Tết Âm lịch có 170 quan sát, còn lại 4011 quan sát của các ngày giao dịch còn lại.

Từ Bảng 1, tỷ suất sinh lời trung bình theo ngày của chỉ số VN – Index là 0,00043 với độ lệch chuẩn là 0,01529 trong khi tỷ suất sinh lời trung bình của

Bảng 1: Thống kê mô tả tỷ suất sinh lời chỉ số VN – Index

	N	Mean	Std. Deviation
Rt_VN_Index	4181	.00043	.01529
Pre_Tet	85	.00432	.01171
Post_Tet	85	.00116	.01830
Tet_Period	170	.00274	.01540
Regular_day	4011	.00033	.015284

các ngày giao dịch ngoài giai đoạn Tết Âm lịch thấp hơn, là 0,00033. Tỷ suất sinh lời trung bình ngày của giai đoạn 5 ngày trước Tết Âm lịch là 0,00432, cao gấp nhiều lần so với của toàn chỉ số VN – Index và với các ngày giao dịch thông thường. Tuy nhiên, độ lệch của tỷ suất sinh lời giai đoạn sau tết cao hơn so với trung bình của toàn chỉ số, có nghĩa là rủi ro của giai đoạn sau Tết Âm lịch cao hơn so với trung bình. Ngoài ra, giai đoạn Tết cũng đem lại một tỷ suất sinh lời cao hơn bình thường nhưng không đi kèm một mức rủi ro cao hơn. Từ đó, có thể thấy sự tồn tại của tác động tích cực của giai đoạn Tết Âm lịch đối với chỉ số VN – Index là hoàn toàn có cơ sở.

Nhìn chung, qua phân tích những thống kê mô tả sơ bộ, bước đầu có thể thấy sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch đối với chỉ số VN – Index là khá rõ ràng, đặc biệt là giai đoạn trước Tết.

Đến bước này, một số nghiên cứu trước đây như của Mills & Coutts (1995) đã đi đến kết luận sự tồn

tại của hiệu ứng các ngày lễ trên thị trường chứng khoán Anh trong giai đoạn từ năm 1986 đến năm 1992. Tuy nhiên, đây cũng là hạn chế của các nghiên cứu này vì sẽ là sự thiếu sót trong việc đi đến kết luận khi nguồn số liệu tỷ suất sinh lời các chỉ số không tuân theo phân phối chuẩn. Điều này cho thấy nếu chỉ dựa vào tỷ suất sinh lời trung bình, độ lệch chuẩn để kết luận sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch trên chỉ số VN – Index sẽ là sự thiếu sót lớn.

Các mô hình GARCH (1,1), GARCH hiệu chỉnh (1,1), GARCH-M và EGARCH được áp dụng để ước lượng các hệ số của tỷ suất sinh lời các giai đoạn trước và sau Tết Âm lịch. Bảng 2 trình bày các kết quả hồi quy về hiệu ứng Tết Âm lịch và sự biến động của tỷ suất sinh lời chứng khoán từ ngày 1 tháng 3 năm 2002 đến ngày 31 tháng 12 năm 2017.

Để tìm được mô hình tối ưu trong số 4 mô hình trên, ta căn cứ vào chỉ số Akaike info criterion (AIC) và Schwarz criterion (SC). Các chỉ số này ở mô hình

Bảng 2: Kết quả ước lượng cho các mô hình họ ARCH (VN – Index)

Biến	GARCH (1, 1)	Modified – GARCH (1,1)	GARCH - M	EGARCH
Phương trình giá trị trung bình				
GARCH			1.91665	
C	2.90E-05	0.00020	2.81E-05	0.00014
PRE TET	0.00176	0.00221	0.00230	0.00209
POST TET	0.00025	-0.00037	6.52E-05	-0.00026
Phương trình phương sai				
α_0	2.90E-05	2.02E-05	2.03E-05	-0.61904
α_1	0.22563	0.23966	0.22412	0.41858
α_2	0.78066	0.77968	0.77669	-0.01127
γ				0.96715
PRE TET		1.08E-05		
POST TET		-9.64E-05		
AIC	-6.08076	-6.10330	-6.10372	-6.10783
SC	-6.07318	-6.08965	-6.09160	-6.09570

nào đạt giá trị nhỏ nhất đem đến mô hình tốt nhất. Ta thấy, mô hình EGARCH có các chỉ số AIC và SIC thấp nhất nên mô hình này tối ưu hơn các mô hình còn lại.

Kết quả ước lượng bằng mô hình EGARCH, các ngày giao dịch ngoài giai đoạn Tết Âm lịch cho tỷ suất sinh lời thấp bằng 0,00014 và ảnh hưởng tích cực của giai đoạn trước Tết Âm lịch tồn tại với mức ý nghĩa 5%. Tỷ suất sinh lời giai đoạn sau Tết thấp hơn các ngày khác, nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

Phương trình phương sai với sự bổ sung hệ số bất đối xứng có giá trị nhỏ hơn 0 cho thấy những hiệu ứng tích cực (tin tốt) sẽ gây ra sự biến động thấp hơn so với những hiệu ứng tiêu cực (tin xấu), đồng thời không cho thấy biểu hiện của hiệu ứng đòn bẩy với chỉ số VN – Index. Tuy nhiên, hệ số lại không có ý nghĩa thống kê.

Qua mô hình EGARCH, nghiên cứu này ghi nhận ảnh hưởng tích cực của giai đoạn trước Tết Âm lịch, nói cách khác là sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch đối với chỉ số VN – Index.

5. Kết luận và khuyến nghị

Dựa trên những nghiên cứu trước đây liên quan đến hiệu ứng niên lịch đặc biệt là hiệu ứng các ngày lễ, nghiên cứu này kiểm tra sự tồn tại của hiệu ứng Tết Âm lịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua số liệu của các chỉ số VN – Index từ ngày ngày 1 tháng 3 năm 2002 đến hết ngày 31 tháng 12 năm 2017. Các thống kê mô tả đơn giản cho thấy tỷ suất sinh lời giai đoạn trước và sau Tết Âm lịch đều cao hơn gấp nhiều lần so với mức trung bình của các ngày giao dịch còn lại. Tuy nhiên, chỉ số ảnh hưởng của giai đoạn trước Tết là có ý nghĩa thống kê.

Mô hình hồi quy theo phương pháp phương sai sai số thay đổi tự hồi quy ARCH được áp dụng trong nghiên cứu này. Phương pháp OLS đơn giản nhất và cũng được sử dụng rộng rãi tại các nghiên cứu thực nghiệm đi trước nhưng được kết luận không phù hợp vì sự tồn tại hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi của chuỗi số liệu. Mô hình GARCH (1,1) cho phép phương sai thay đổi theo thời gian. Mô hình Modified-GARCH (1,1) bổ sung tác động của

các giai đoạn trước và sau Tết Âm lịch vào phương trình phương sai. Mô hình GARCH-M bổ sung yếu tố rủi ro vào phương trình hồi quy. Mô hình EGARCH loại bỏ ràng buộc của các tham số trong các mô hình GARCH thông thường. Mặc dù các mô hình trên đều có những ưu điểm riêng và kết quả hồi quy khá tương đương, nghiên cứu đã lựa chọn mô hình EGARCH là mô hình tối ưu nhất để công bố kết luận. Kết quả hồi quy từ mô hình EGARCH ghi nhận sự tồn tại tác động tích cực của giai đoạn trước Tết Âm lịch đến tỷ suất sinh lời chỉ số VN – Index. Các kết quả của nghiên cứu này đã trình bày những bằng chứng rõ ràng của sự tồn tại hiệu ứng Tết Âm lịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sự xuất hiện của hiện tượng mùa vụ (hiệu ứng kỳ nghỉ lễ) trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đã chứng tỏ thị trường không hiệu quả, biểu hiện rõ nhất là sự tồn tại của các tác động tích cực của giai đoạn xung quanh Tết Âm lịch đến tỷ suất sinh lời các chỉ số chứng khoán của thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc tỷ suất sinh lời tăng gấp nhiều lần so với mức trung bình các ngày giao dịch thông thường nhưng không đi kèm với sự gia tăng rủi ro khiến các nhà đầu tư khó có thể ngồi im quan sát. Các nhà đầu tư có thể tham khảo các kết quả của nghiên cứu này để xác định thời gian đầu tư. Các nhà đầu tư có thể tận dụng hiệu ứng Tết Dương lịch, mua cổ phiếu trong các phiên điều chỉnh trước Tết Dương lịch và nắm giữ đến giai đoạn trước Tết Âm lịch để bán khi thị trường tăng điểm. Các nhà đầu tư ngắn hạn, thậm chí đầu cơ T+ cũng hoàn toàn có thể áp dụng chiến thuật mua vào trong các phiên điều chỉnh trước Tết Âm lịch và bán vào phiên giao dịch cuối cùng trước kỳ nghỉ Tết. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cần lưu ý nếu mọi nhà đầu tư đều áp dụng chiến thuật đầu tư tương tự để tận dụng hiệu ứng Tết Âm lịch sẽ khiến hiệu ứng này biến mất và vô hiệu hóa các chiến thuật đầu tư trên.

Tài liệu tham khảo:

- Ariel, R. (1987), 'A monthly effect in stock returns', *Journal of Financial Economics*, 18, 161 - 174.
- Ariel, R. (1990), 'High stock returns before holidays: Existence and evidence on possible causes', *Journal of Finance*, 45(5), 1611 - 1626.
- Angelidis, D. & Lyroudi, K. (2004), 'Seasonalities in the French stock market', *Paper presented at the Multinational Finance Society meeting*, July, 3 - 8.
- Agrawal, A. & Tandon, K. (1994), 'Anomalies or illusions? Evidence from stock markets in eighteen countries', *Journal of International Money and Finance*, 13, 83 - 106.
- Barone, E. (1989), 'The Italian Stock Market: Efficiency and Calendar Anomalies', *Journal of Banking & Finance*, 14, 483 - 510.
- Bildik, R. (2004), 'Effects of Price Limits on Volatility: Evidence from the Istanbul Stock Exchange', *Emerging Markets Finance & Trade*, 40, 5 - 34.
- Brockman, P. & Michayluk, D. (1998), 'The persistent Holiday Effect: Additional Evidence', *Taylor and Francis Journals*, 5, 205 - 209.
- Chan, M.W.L. & Khanthavit, A. & Hugh T. (1996), 'Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Markets', *Asia Pacific Journal of Management*, 13, 1 - 24.
- Cadsby, C. & Ratner, Bramand M. (1992), 'Turn-of-the-Month and Pre-Holiday Effects in Stock Returns', *Journal of Banking and Finance*, 16, 497 - 509.
- Fama, Eugene F. (1965), 'Random Walks In Stock Market Prices', *Financial Analysts Journal*, 21, 55 - 59.
- Fields, M.J. (1934), 'Security Prices and Stock Exchange Holidays in relation to short Selling', *Journal of Business*, 7(3), 328 - 338.
- Kim, C.W. & Park, J. (1994), 'Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 145 - 157.
- Lakonishok, J. & Smidt, S. (1988), 'Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective', *Review of Financial Studies*, 4, 403 - 425.
- Mills, T. & Coutts, J.A. (1995), 'Calendar effects in the London Stock Exchange FT-SE indices', *The European Journal of Finance*, 1(1), 79-93.
- Tong, Wilson H.S. (1992), 'An analysis of the January effect of the United States, Taiwan and South Korean stock returns', *Asia-Pacific Journal of Management*, 9, 189 - 207.
- Vergin, R.C. & McGinnis, J. (1999), 'Revisiting the Holiday Effect: Is it on Holiday?', *Applied Financial Economics*, 9(3), 477 - 482.
- Wong, P.L., Neoh, S.K., Lee, K.H. & Thong, T.S. (1990), 'Seasonality in the Malaysian stock market', *Asia-Pacific Journal of Management*, 7, 43 - 62.
- Worthington, A.C. (2007), *An Empirical note on Holiday Effect in the Australian Stock Market, 1996-2006*, Working Paper, Series No. 07.
- Yen, H. & Shyy, A.L. (1993), 'Chinese New Year effect in Asian Stock Markets', *Taiwan National University Management Journal*, 4(1), 417 - 436.