

HIỆU ỨNG THÁNG VỀ LỢI NHUẬN CHỨNG KHOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Đan Khánh

Trung tâm đào tạo Tiên tiến, Chất lượng cao và POHE, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: khanhpd@neu.edu.vn

Ngày nhận: 17/10/2018

Ngày nhận bản sửa: 29/11/2018

Ngày duyệt đăng: 05/4/2019

Tóm tắt:

Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của hiệu ứng tháng đối với lợi nhuận chứng khoán và các vấn đề lý giải tác động của hiệu ứng tháng trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mô hình hồi quy biến giả được áp dụng với các chuỗi dữ liệu từ tháng 3 năm 2002 đến tháng 12 năm 2017 cho 3 nhóm chỉ số: VN-Index, HN-Index và chỉ số ngành dầu khí. Kết quả cho thấy sự xuất hiện của hiệu ứng tháng giao dịch trong năm. Kết quả này cũng bổ sung thêm vào những lập luận khẳng định tồn tại hiện tượng mùa vụ trên thị trường chứng khoán Việt Nam và thị trường chứng khoán Việt Nam là không hiệu quả dạng yếu.

Từ khóa: Hiệu ứng tháng, thị trường chứng khoán, lợi nhuận chứng khoán.

Mã JEL: G14

The monthly effect on stock return: An evidence from Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This study provides an empirical evidence of the monthly effect on stock returns and explains the monthly effect on the stock market in Vietnam. The dummy regression model is applied to the data from March 2002 to December 2017 for groups of indicators including VN-Index, HN-Index, and oil and gas sector. The results show the occurrence of the monthly effect and also add to the arguments of the seasonal effect in the Vietnam Stock Exchange, and Vietnam Stock Exchange is ineffective.

Keywords: Monthly effect, stock market, stock return.

JEL code: G14

1. Đặt vấn đề

Trải qua gần 20 năm hình thành và phát triển, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua nhiều bước thăng trầm khác nhau của nền kinh tế. Nhất là khủng hoảng kinh tế thế giới 2008 có ảnh hưởng vô cùng mạnh đến dòng vốn đầu tư vào Việt Nam, và thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không là ngoại lệ. Sau nhiều năm tích lũy kinh nghiệm và kiến

thức, hành vi nhà đầu tư đã có sự thay đổi theo xu hướng thận trọng và an toàn. Các hiện tượng mùa vụ (seasonal effect) cũng thay đổi theo từng giai đoạn, từng thị trường khác nhau, nó đã thu hút sự quan tâm của rất nhiều nhà nghiên cứu, hiệu ứng tháng cũng là một trong số đó. Lý thuyết thị trường hiệu quả được phát triển bởi giáo sư Eugene Fama tại University of Chicago Booth School of Business trong luận án

tiến sỹ của mình vào những năm 1960s. Lý thuyết này được chấp nhận rộng rãi cho đến những năm 1990s thì bị đặt câu hỏi, khi kinh tế học tài chính hành vi nổi lên được chấp nhận rộng rãi. Theo lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH), tại bất kỳ thời điểm nào giá cổ phiếu sẽ phản ánh toàn bộ thông tin hiện có trên thị trường. Tuy nhiên, thị trường hiệu quả có 3 dạng là hiệu quả mạnh (strong), hiệu quả vừa (semi-strong form), hiệu quả yếu (weak). Trong thực tế, có nhiều nghiên cứu thực nghiệm và bằng chứng cho thấy thị trường hiệu quả ít xuất hiện trong môi trường đầu tư; trong đó, có nhiều hiện tượng chống lại lý thuyết thị trường hiệu quả như tác động của khối lượng lên giá chứng khoán (size effect), tác động của phân tách lên giá cổ phiếu (stock split effects), hiện tượng mùa vụ (các bất thường) trong giá chứng khoán. Các bất thường (anomalies) là các kết quả thực nghiệm mà cho đến khi chưa được giải thích đầy đủ thì có vẻ như chúng đi ngược lại với tính hiệu quả của thị trường. Chẳng hạn sự sụt giảm mạnh mẽ của giá cả chứng khoán trong những thời điểm nào đó (như đã xảy ra ở thị trường chứng khoán Mỹ từ ngày 15 tháng 10 đến ngày thứ hai đen tối 19 tháng 10 năm 1987), hoặc sự bất thường trong tỷ suất lợi nhuận trung bình hằng ngày trong tuần, hàng tháng của các cổ phiếu trên thị trường.

Hiệu ứng tháng trong năm là một hiện tượng mùa vụ, nơi giao dịch chứng khoán có xu hướng tạo ra lợi nhuận bất thường. Hiệu ứng này nói rằng lợi nhuận trên cổ phiếu thường không giống nhau trong tất cả các tháng trong năm. Các nghiên cứu thực nghiệm được tiến hành ở nhiều quốc gia đã cho thấy rằng lợi nhuận dương có ý nghĩa đối với các cổ phiếu phổ biến xảy ra vào tháng giêng. Hiệu quả trong tháng của năm không giống nhau đối với tất cả các quốc gia, cụ thể như Hoa Kỳ thì lợi nhuận cao nhất của chứng khoán được tìm thấy trong tháng mười hai, trong khi tháng đem lại lợi nhuận cao nhất trên thị trường Anh và Tokyo là tháng giêng. Ở hầu hết các quốc gia, lợi nhuận chứng khoán thu được lại cao hơn đáng kể trong tháng giêng so với những tháng còn lại của năm, vì vậy hiệu ứng này còn được gọi là ‘Hiệu ứng tháng giêng’. Những kết quả này đã chứng minh tính không hiệu quả của thị trường chứng khoán.

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng hai phương

trình của mô hình GARCH (1,1) cho mẫu dữ liệu tại 2 sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Ngoài ra, chỉ số ngành dầu khí được đưa vào xem xét sự khác biệt trong hiệu ứng tháng của chỉ số ngành này với các chỉ số thị trường. Mục đích của nghiên cứu này nhằm tìm bằng chứng thực nghiệm hiệu ứng tháng tại thị trường chứng khoán Việt Nam, đồng thời đề xuất một số giải pháp cho nhà đầu tư nhằm lựa chọn chiến lược mua bán thích hợp, nhà quản lý để quản lý thị trường hiệu quả hơn. Với dữ liệu từ chỉ số VN-Index, HN-Index và ngành dầu khí, trong giai đoạn từ 2002-2017, kết quả mô hình hồi quy với biến giả cho thấy hiệu ứng tháng tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu được lý giải dựa trên lý thuyết tài chính hành vi.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu đầu tiên về hiệu ứng tháng giêng được Watchel (1942) dựa trên việc nghiên cứu thị trường chứng khoán Mỹ. Sau đó, Rozeff & Kinney (1976) đã phân tích lợi nhuận của các chứng khoán niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán New York giai đoạn từ 1904 đến 1974 và nhận thấy lợi nhuận trong 15 ngày đầu của tháng 1 cao hơn các tháng còn lại trong năm. Nghiên cứu khác của Keim (1983), Ariel (1987) cũng đã chỉ ra sự xuất hiện của hiệu ứng tháng giao dịch tại Mỹ và một số thị trường phát triển khác. Hiệu ứng tháng 12 xuất phát từ Mỹ với tên gọi khác là hiệu ứng Halloween. Hiệu ứng này chỉ ra việc mua chứng khoán trong giai đoạn từ tháng 11 đến tháng 4 thường tạo ra tỷ suất lợi nhuận cao hơn giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 10. Đặc biệt, hiệu ứng này không chỉ xuất hiện ở Mỹ mà còn xuất hiện tại một số nước mà Halloween không phải là ngày lễ như Nhật Bản, Úc,...Nghiên cứu của Keong & cộng sự (2010) về hiệu ứng tháng giao dịch tại một số nước châu Á cũng đã chỉ ra không chỉ có sự xuất hiện của hiệu ứng tháng 12 và hiệu ứng tháng 10 mà lợi nhuận bình quân của các tháng này cao hơn các tháng còn lại trong năm. Fountas & Segredakis (2002) và Balaban (1995) đã tìm ra những bằng chứng về lợi tức thấp trong tháng 12 tại Hy Lạp và Thổ Nhĩ Kỳ.

Một số nghiên cứu như nghiên cứu của Schallheim & Kato (1985) đã báo cáo bằng chứng về hiệu ứng tháng trong năm tại thị trường Tokyo trong giai đoạn

1952-1980. Kết quả cho thấy tỷ suất lợi nhuận dương và có ý nghĩa thống kê vào tháng giêng, nhưng ngoài ra họ tìm thấy lợi nhuận tích cực đáng kể về mặt thống kê vào tháng sáu. Nghiên cứu cũng đã gợi ý rằng có thể có một số mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận tháng sáu vì nhóm tác giả tìm thấy sự xuất hiện chủ yếu cho các công ty nhỏ. Nghiên cứu của Pandey (2002), Hawaldar & cộng sự (2017) và Jain (2017) cũng đưa ra kết quả tháng giêng cho tỷ suất lợi nhuận cao nhất tại thị trường chứng khoán Ấn Độ và Bahrain. Điều này được cho là ngược lại với các nghiên cứu trước đây. Nghiên cứu đã đưa ra giả thuyết ủng hộ quan điểm này dựa trên giả thuyết “tax-loss selling”, tức là các nhà đầu tư tắt toán trạng thái lỗ của chứng khoán trong tháng 12 vì mục đích của chính sách thuế và mua lại chứng khoán trong tháng 1.

Nghiên cứu của George Marrett & Andrew Worthington (2011) về hiệu ứng tháng trên thị trường chứng khoán Úc. Mười hai chỉ số chứng khoán khác nhau được sử dụng để thử nghiệm hiệu ứng tháng trong năm tại thị trường chứng khoán Úc. Một loạt chỉ số bắt đầu từ tháng 9 năm 1996 và cung cấp 2.635 quan sát trên sàn chứng khoán Úc (ASX). Đây là khoảng thời gian dài nhất trong đó giá hàng ngày có sẵn. Tất cả dữ liệu được lấy từ dữ liệu tài chính toàn cầu. Kết quả lợi nhuận cao hơn đáng kể vào tháng tư, tháng bảy, tháng mười hai và sụt giảm đáng kể vào tháng giêng.

Một số giả thuyết đã được đưa ra để giải thích tại

sao hiệu ứng tháng giêng xảy ra. Một trong số đó cho rằng các nhà quản lý quỹ đôi khi mở vị thế mua vào cuối tháng mười hai để mua những cổ phiếu đã tăng đáng kể trong năm – một thủ thuật, còn gọi là “window dressing”. Vì danh mục đầu tư của bất kỳ quỹ nào cũng đều được liệt kê trong báo cáo cuối năm cho các cổ đông, nên rõ ràng là danh mục sẽ trông có vẻ tốt hơn khi có thêm một vài cổ phiếu tăng giá. Lực cầu từ những nhà đầu tư tổ chức có thể sẽ khiến cổ phiếu đó tăng giá. Hơn nữa, khi thời điểm cuối năm đến gần, nhiều nhà đầu tư muốn xóa bỏ các cổ phiếu có hiệu suất kém ra khỏi danh mục để có được một sự khởi đầu mới cho năm mới. Tuy nhiên, giao dịch cuối năm chủ yếu bị ảnh hưởng nhiều bởi những cân nhắc về thuế, nhiều người sẽ bán những cổ phiếu lỗ của họ để ghi nhận lỗ, để có thể làm giảm lợi nhuận thực tế thu được. Ngay khi năm mới bắt đầu, số tiền thu được từ hoạt động bán những cổ phiếu trên thường được tái đầu tư trở lại thị trường, qua đó đẩy giá cổ phiếu cao hơn. Một lời giải thích nữa được xuất phát từ tâm lý nhà đầu tư. Đối với nhiều người, đầu tháng giêng đơn giản là một thời gian phổ biến để đầu tư với mong muốn kiếm được lợi nhuận trong năm mới từ những khoản tiền thưởng cuối năm.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

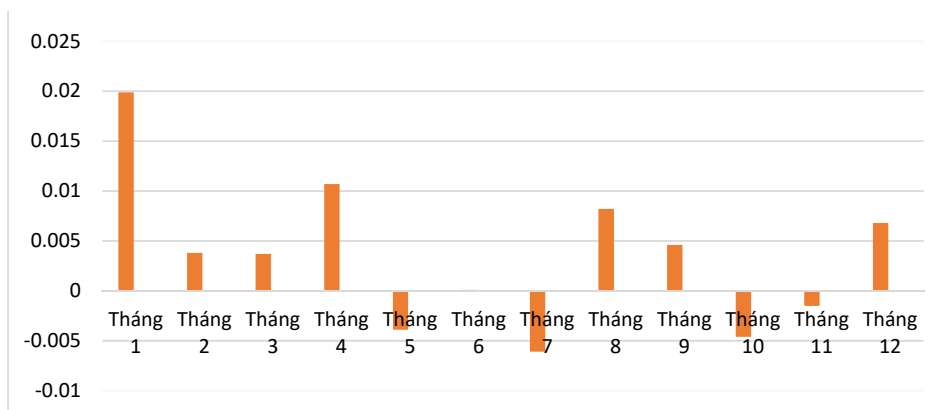
Để kiểm định hiệu ứng tháng giao dịch trong năm, tác giả thu thập dữ liệu trên 2 sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Do tính từ ngày 28 tháng 7 năm 2000 thanh khoản của thị

Bảng 1: Thống kê mô tả chỉ số thị trường và chỉ số ngành dầu khí

	VN-Index		HN-Index		Ngành dầu khí	
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
Tháng 1	0,0199	0,4288	0,0124	0,4951	0,0269	0,6053
Tháng 2	0,0038	0,4236	-0,0073	0,4617	0,0205	0,4687
Tháng 3	0,0037	0,4668	0,0032	0,7520	-0,0100	0,5728
Tháng 4	0,0107	0,4087	-0,0040	0,5602	0,0249	0,5571
Tháng 5	-0,0039	0,4600	-0,0120	0,5197	0,0008	0,6227
Tháng 6	0,0001	0,3616	-0,0057	0,5382	0,0073	0,4508
Tháng 7	-0,0061	0,3720	-0,0027	0,5079	0,0009	0,4671
Tháng 8	0,0082	0,4236	0,0106	0,5246	0,0002	0,6347
Tháng 9	0,0046	0,3601	-0,0015	0,4743	-0,0047	0,4363
Tháng 10	-0,0046	0,3532	-0,0060	0,5343	-0,0053	0,4452
Tháng 11	-0,0015	0,4060	-0,0134	0,5823	-0,0181	0,3785
Tháng 12	0,0068	0,3840	0,0070	0,5311	-0,0048	0,5689
Số quan sát	190		139		72	

Nguồn: Tính toán của tác giả trên số liệu Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HSX).

Hình 1: Tỷ suất sinh lời trung bình theo tháng của chỉ số VN-Index



trường Việt Nam còn thấp (một tuần chỉ có 3 phiên giao dịch và giá trị giao dịch thấp), nên tác giả đã thu thập số liệu cụ thể như sau:

Đối với chỉ số VN-Index: Từ tháng 3 năm 2002 đến tháng 12 năm 2017;

Đối với chỉ số Hnindex: Từ tháng 6 năm 2006 đến tháng 12 năm 2017;

Đối với chỉ số ngành dầu khí: Từ tháng 1 năm 2012 đến tháng 12 năm 2017. Lợi nhuận chứng khoán được tính bằng công thức sau:

Gọi R_t là lợi nhuận chứng khoán tại thời điểm t , được tính bởi công thức:

$$R_t = \ln(P_t/P_{t-1}) = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

Trong đó P_t và P_{t-1} lần lượt là chỉ số của thị trường (giá đóng cửa của chứng khoán) tại thời điểm tháng t và $t-1$. Việc tính R_t theo dạng logarit có ưu điểm làm giảm sự biến động của dữ liệu giúp cho dữ liệu phù hợp hơn với mô hình nghiên cứu.

Để kiểm định hiệu ứng tháng giao dịch, tác giả sử dụng mô hình GARCH (1,1) hồi quy biến giả. Mô hình này đã được Pandey (2002), Bahadur & Joshi (2005), và Giovanis & Eleftherios (2009) sử dụng

để kiểm định hiệu ứng tháng.

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

Phương trình kỳ vọng:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 D_{2t} + \beta_2 D_{3t} + \dots + \beta_{10} D_{11t} + \beta_{11} D_{12t} + \varepsilon_t$$

Trong đó:

R_t : Lợi nhuận tháng t (biến độc lập)

D_{it} : Giá trị biến giả từ tháng 2 đến tháng 12

β_i : Hệ số phản ánh ý nghĩa của lợi nhuận từ tháng 1 đến tháng 12

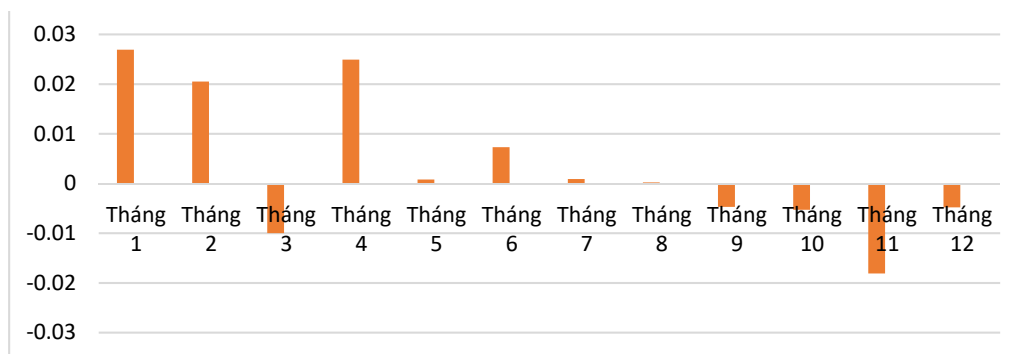
ε_t : Sai số (phần dư) của mô hình hồi quy

Tháng giêng được coi là tháng cơ sở. Hệ số β_0 là hằng số, thể hiện lợi nhuận trung bình của tháng giêng. Các hệ số từ β_1 đến β_{11} là cơ sở để đo lường về sự khác biệt về lợi nhuận của các tháng khác so với tháng cơ sở. Nếu các hệ số này bằng nhau và bằng 0 thì mô hình không có hiệu ứng tháng.

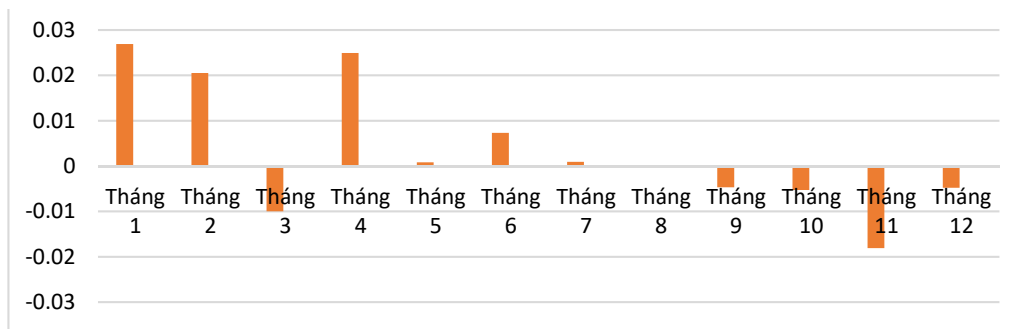
$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{11} = 0$$

Ngược lại nếu bác bỏ giả thuyết H_0 , chứng tỏ có hiệu ứng tháng trên thị trường chứng khoán Việt Nam, sau đó dựa vào hệ số β_i để kết luận tháng nào

Hình 2: Tỷ suất sinh lời trung bình theo tháng của chỉ số HN-Index



Hình 3: Tỷ suất sinh lời trung bình theo tháng của ngành dầu khí



cho tỷ suất lợi nhuận cao nhất và tháng nào cho tỷ suất lợi nhuận thấp nhất.

Phương trình phương sai:

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

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 kì vọng (ARCH term).

σ_{t-1}^2 là phương sai dự báo ở giai đoạn trước (GARCH term).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả chuỗi dữ liệu

Qua bảng thống kê và 3 biểu đồ mô tả chuỗi dữ liệu, có thể thấy rằng tháng 5; tháng 7 và tháng 10 cho lợi nhuận trung bình thấp nhất đối với nhóm chỉ số VN-Index. Đối với chỉ số HN-Index, lợi nhuận trung bình thấp nhất vào tháng 5 và tháng 11. Tuy nhiên, đối với chỉ số ngành dầu khí thì mức lợi nhuận thấp nhất được tìm thấy vào tháng 3 và tháng 11. Đặc biệt, trong cả ba nhóm chỉ số VN-Index, HN-Index, chỉ số ngành dầu khí thì lợi nhuận trung bình cao nhất được tìm thấy vào tháng 1 (tương ứng lần lượt là 0,0199; 0,0124 và 0,0269). Mức lợi nhuận trung bình đều âm vào tháng 5 và tháng 11 ở cả 2 chỉ số VN-Index và HN-Index, tuy nhiên chỉ số ngành dầu khí lại đưa đến kết quả lợi nhuận ngược lại vào tháng 5 (tương ứng là 0,0008).

4.2. Phân tích kết quả hồi quy

Căn cứ vào kết quả hồi quy, có thể thấy tháng 1 cho tỷ suất sinh lời dương và cao nhất đối với cả 3 nhóm chỉ số VN-Index, HN-Index và ngành dầu khí. Các giá trị này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

(tương ứng với p-value lần lượt là 0,0000; 0,0169 và 0,0063). Do đó, có thể kết luận tháng 1 có tác động đến tỷ suất sinh lời chứng khoán hay tỷ suất sinh lời chứng khoán cao tại tháng 1 là phù hợp với thống kê mô tả và phân tích hồi quy. Điều này có thể lý giải là vào dịp cuối năm, nhiều nhà đầu tư bán ra cổ phiếu để hiện thực hoá lợi nhuận hoặc cắt lỗ nhằm tránh phải nộp thuế, khiến thị trường giảm giá và bật lại trong tháng giêng. Đầu năm cũng là dịp người đi làm nhận được tiền thưởng sau cả năm làm việc nên có thể đầu tư trở lại thị trường chứng khoán, hỗ trợ cho thị trường tăng điểm. Các nhà đầu tư tổ chức tái cơ cấu danh mục và giải ngân vào thị trường. Kết quả hồi quy cũng cho thấy tháng 5, tháng 7, tháng 8 và tháng 11 cho tỷ suất sinh lời âm ở chỉ số VN-Index; tuy nhiên, các giá trị này đều không có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (tương ứng với p-value lần lượt là 0,6759; 0,8887; 0,6891; 0,9953). Tương tự, tháng 4, tháng 7, tháng 8 và tháng 10 cho tỷ suất sinh lời âm ở chỉ số thị trường HN-Index; tuy nhiên, các giá trị này đều không có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (tương ứng với p-value lần lượt là 0,7840; 0,9877; 0,3778; 0,7226). Tuy nhiên, ở nhóm ngành dầu khí thì tỷ suất sinh lời âm được tìm thấy ở các tháng 3, tháng 7, tháng 9, tháng 10, tháng 11 và tháng 12 với các giá trị p-value lần lượt là 0,6705; 0,9965; 0,0819; 0,8973; 0,0343; 0,8893; trong đó, chỉ có tháng 11 cho tỷ suất sinh lời âm cao nhất và giá trị này có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (tương ứng với p-value là 0,0343). Điều này có được thể lý giải là do đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam có bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng “Halloween” vào các tháng gần cuối năm, tính thanh khoản của thị trường thường thấp, giao dịch ảm đạm.

Tóm lại, qua thống kê mô tả và sử dụng mô hình GARCH (1,1) thì đối với 3 nhóm chỉ số VN-Index,

Bảng 2: Phân tích kết quả hồi quy

	VN-Index		HN-Index		Ngành dầu khí	
	Coefficient	P- Value	Coefficient	P- Value	Coefficient	P- Value
Tháng 1	0,3167	0,0000	0,1631	0,0169	0,3356	0,0063
Tháng 2	0,1050	0,0758	0,1275	0,1734	0,2558	0,2641
Tháng 3	0,0674	0,5251	0,0610	0,5346	-0,0732	0,6705
Tháng 4	0,1027	0,4095	-0,0289	0,7840	0,2816	0,0397
Tháng 5	-0,0419	0,6759	0,0427	0,5782	0,1104	0,2839
Tháng 6	0,0164	0,9147	0,1206	0,3278	0,0083	0,9684
Tháng 7	-0,0211	0,8887	-0,0023	0,9877	-0,0009	0,9965
Tháng 8	-0,0360	0,6891	-0,0536	0,3778	0,0412	0,2802
Tháng 9	0,0469	0,5594	0,0270	0,8011	-0,2776	0,0819
Tháng 10	0,0102	0,9353	-0,0410	0,6971	-0,0260	0,8973
Tháng 11	-0,0003	0,9953	0,0296	0,7226	-0,2797	0,0343
Tháng 12	0,0604	0,5498	0,0201	0,8772	-0,0179	0,8893

HN-Index và chỉ số ngành dầu khí có tồn tại hiệu ứng tháng giêng và tỷ suất sinh lời đúng với kỳ vọng là cao nhất vào tháng giêng. Điều này được ủng hộ bởi rất nhiều nghiên cứu như nghiên cứu của Schallheim & Kato (1985), Pandey (2002), Hawaldar & cộng sự (2017) và Jain (2017). Tháng có tỷ suất sinh lời thấp nhất chưa thấy xuất hiện ở nhóm chỉ số thị trường VN-Index và HN-Index nhưng đối với nhóm chỉ số ngành dầu khí thì có hiệu ứng tháng 11 (tháng có tỷ suất sinh lời thấp nhất).

5. Kết luận và khuyến nghị

Để giải thích hiệu ứng tháng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả đưa ra một số luận điểm sau:

Thứ nhất, hiệu ứng tháng giêng xuất hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể giải thích do tâm lý kỳ vọng của nhà đầu tư vào đầu năm mới. Tại một số nước, hiệu ứng tháng giêng được giải thích do việc nhà đầu tư bán chứng khoán đang lỗ để được bù thuế trong tháng 12 và mua lại vào tháng 1. Tuy nhiên, ở Việt Nam hiệu ứng này xuất hiện liên quan chặt chẽ đến hành vi của các nhà đầu tư trên thị trường.

Thứ hai, sự xuất hiện của dấu hiệu bất thường trong tháng 11 có thể giải thích do yếu tố tâm lý của nhà đầu tư trong việc đưa ra quyết định. Bên cạnh đó, yếu tố văn hóa có thể được đưa ra để giải thích hiện tượng này. Hiện tượng lợi tức sụt giảm trong tháng 11 có thể xuất phát từ tâm lý mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư phương Đông tại thời điểm gần năm mới. Theo một số nghiên cứu

trước đây thì hiệu ứng “Halloween” đã xuất hiện ở các nước phát triển như Mỹ, Úc..., lợi nhuận chứng khoán có thể cao bất thường vào những thời điểm cuối năm. Do đó, đối với ngành dầu khí (ngành có sự ảnh hưởng nhiều từ các thị trường phát triển), tâm lý của các nhà đầu tư tại Việt Nam có thể để giảm tác động của hiệu ứng “Halloween” thì các nhà đầu tư đã hạn chế giao dịch và bán cổ phiếu chốt lời. Tâm lý đám đông của nhà đầu tư Việt Nam lớn, do đó kéo theo những quyết định đầu tư bầy đàn, làm sai lệch giá trị chứng khoán trên thị trường. Nhà đầu tư lúc này không quan tâm nhiều đến thông tin mà thường quyết định dựa trên cảm tính.

Như vậy, có thể thấy nguyên nhân của cả hai dấu hiệu bất thường trong tháng giêng và tháng mười một xuất phát từ tâm lý bầy đàn của nhà đầu tư, số lượng nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam lớn, thông tin trên thị trường không minh bạch. Đặc biệt, tâm lý đám đông (tâm lý bầy đàn) là hiện tượng phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đây có thể là nguyên nhân trực tiếp dẫn đến sự xuất hiện của các hiệu ứng đặc biệt trong năm trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Tâm lý bầy đàn xuất hiện khi nhà đầu tư này hành động theo nhà đầu tư khác mà không quan tâm đến thông tin mình có. Hành động này có thể dẫn đến việc giá trị thị trường vượt xa giá trị thực, do đó làm tăng mức độ biến động đột ngột, mất ổn định thị trường. Nhà đầu tư Việt Nam thường đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lý khi các cổ phiếu mua về có tỷ lệ lợi nhuận thấp hơn các cổ phiếu bán đi. Hành vi bầy đàn có thể xuất

hiện trên bất cứ loại cổ phiếu nào của thị trường mà không phụ thuộc vào các yếu tố khác như giá trị vốn hóa, khối lượng giao dịch...

Hiệu ứng tháng giao dịch là một trong những hiện tượng bất thường liên quan đến tính khả đoán và là đặc điểm thể hiện tính không hiệu quả đối với thị trường, biểu hiện rõ nhất là những bất thường về lợi nhuận giao dịch trong tháng giêng. Nó cho thấy có thể có hiện tượng bất cân xứng về thông tin và phạm vi tiêu chí công bằng của thị trường, vì vậy để nâng cao tính hiệu quả của thị trường cũng như hạn chế hành vi bầy đàn của nhà đầu tư trên thị trường, tác giả đưa ra một số khuyến nghị:

- Đối với cơ quan quản lý nhà nước: Thứ nhất, cần đưa ra các hướng dẫn cụ thể về công bố thông tin bất thường (các thông tin cần phân loại rõ như thế nào là ảnh hưởng lớn), vì một trong những nguyên nhân gây ra hiện tượng mùa vụ là việc công bố thông tin không kịp thời của các doanh nghiệp. Thường thì các doanh nghiệp chỉ công bố thông tin tốt trước, và công bố thông tin xấu vào cuối tuần để tránh phản ánh tức thời của nhà đầu tư. Bên cạnh đó là nâng cao nhận thức của các doanh nghiệp về công bố thông tin. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, một số doanh nghiệp có công bố thông tin nhưng chưa thể hiện được chất lượng cụ thể của thông tin. Qua báo cáo tài chính, nhà đầu tư chỉ nhìn thấy được thông tin bên ngoài mà không hiểu cụ thể bản chất của các thông tin đó. Điều này dẫn đến việc nhà đầu tư có thể hoài nghi về thông tin của doanh nghiệp đưa ra, ảnh hưởng không tốt đến tâm lý đầu tư cũng như diễn biến của thị trường. Đôi khi, nhà đầu tư sẵn sàng từ bỏ các thông tin về giá cả, khối lượng giao dịch, báo cáo tài chính..., hay các công cụ phân tích để bám theo các quyết định đầu tư của người khác. Có thể nói, công bố thông tin vừa là nghĩa vụ, vừa là lợi ích của doanh nghiệp. Nếu các doanh nghiệp nhận thức được công bố thông tin cũng là quyền lợi, thị trường sẽ trở nên minh bạch hơn và hiệu quả

hơn. Thứ hai, các nhà quản lý có thể nghiên cứu rút ngắn thời gian thanh toán bởi vì kéo dài thời gian thanh toán khiến cho nhiều nhà đầu tư trong nước và nước ngoài cảm thấy không an tâm. Đặc biệt, trong trường hợp khẩn cấp, nhà đầu tư cần rút tiền ra ngay để giảm thiểu rủi ro nhưng không dễ dàng. T+2 cũng khiến nhà đầu tư chậm quay vòng vốn, là một trong những sức ỳ ảnh hưởng đến tính thanh khoản chung của thị trường. Thứ ba, tăng cường chế tài xử phạt thật mạnh tay mang tính răn đe và nâng cao ý thức của công ty niêm yết trong việc công bố thông tin. Tình trạng các doanh nghiệp phớt lờ chuyện công bố thông tin ngày càng nhiều hơn mà một trong số những lý do là do chế tài không đủ sức răn đe (nhiều doanh nghiệp vi phạm nhiều lần nhưng mức xử phạt tối đa cũng chỉ có 100 triệu đồng). Bên cạnh đó, cần tăng cường giám sát việc công bố thông tin của tổ chức niêm yết, giám sát chất lượng kiểm toán báo cáo tài chính của các tổ chức kiểm toán được chấp thuận, xử lý nghiêm các tổ chức công bố thông tin có nội dung không chính xác, sai lệch báo cáo tài chính.

- Đối với các nhà đầu tư: Cần nâng cao năng lực của nhà đầu tư. Mặc dù các nhà đầu tư chứng khoán hiện nay đã phần nào được trang bị kiến thức cơ bản khi đầu tư vào thị trường, tuy nhiên phần đông nhà đầu tư vẫn thiếu đi những kỹ năng cần thiết như sàng lọc thông tin, sử dụng các công cụ phân tích... Trong khi đó, nhà đầu tư cá nhân, phần lớn chưa qua đào tạo, những kiến thức mà họ có được chủ yếu thông qua các phương tiện thông tin đại chúng. Bên cạnh đó, tâm lý e ngại sẵn có của nhiều nhà đầu tư cho rằng việc trang bị những kiến thức về tính toán, định giá chứng khoán,... phức tạp. Chính vì vậy, việc tăng cường năng lực của nhà đầu tư là cần thiết nhằm nâng cao chất lượng của đội ngũ tham gia thị trường. Đồng thời, các nhà đầu tư có kiến thức sẽ sàng lọc tốt hơn thông tin trên thị trường, chủ động hơn trong quá trình ra quyết định đầu tư thay vì hành động theo đám đông.

Tài liệu tham khảo:

- Ariel, R. (1987), 'A monthly effect in stock returns', *Journal of Financial Economics*, 18, 161-174.
- Bahadur, K.C.F. & Joshi, N.K. (2005), 'The Nepalese stock market: Efficient and calendar anomalies', *NRB Economic Review, Nepal Rastra Bank, Research Department*, 17, 40-85.
- Balaban, E. (1995), 'Day of the week effects: New evidence from an emerging stock market', *Applied Economics Letters*, 2, 139-143.
- Fountas, S. & Segredakis, K.N. (2002), 'Emerging stock markets return seasonalities: The January effect and the tax-loss selling hypothesis', *Applied Financial Economics*, 12, 291-299.
- George Marrett & Andrew Worthington (2011), 'The month-of-the-year effect in the Australian stock market: A short technical note on the market, industry and firm size impacts', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(1), 8-16.
- Giovanis, E. (2009), 'The month-of-the-year effect: Evidence from GARCH models in fifty five stock markets', *MPRA Paper number 22328*, University library of Munich, Germany.
- Hawaladar, I.T., Shakila, B. & Pinto, P. (2017), 'Empirical testing of month of the year effect on selected commercial banks and services sector companies listed on Bahrain Bourse', *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 426-436.
- Jain, N. (2017), 'Illusion or reality: Testing the day-of-the-week and month-of-the-year effect for Indian stock market', *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 7(4), 75-84.
- Keim (1983), 'Size-related anomalies and stock return seasonality', *Journal of Financial Economics*, 12, 13-32.
- Keong, Lim Boon, Yat, David Ng Ching & Ling, Chong Hui (2010), 'Month-of-the-year effects in Asian countries: A 20-year study (1990-2009)', *African Journal of Business and Management*, 4, 1351-1362.
- Pandey, A. (2003), *Efficiency of the Indian Stock Market*, from <<http://ssrn.com/abstract=474921>>.
- Rozeff, M.S. & Kinney, W. (1976), 'Capital market seasonality: The case of stock returns', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 379-402.
- Schallheim, J.S. & Kato, K. (1985), 'Seasonal and size anomalies in the Japanese stock market', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(2), 243-260.
- Wachtel, S.B. (1942), 'Certain observations on seasonal movements in stock prices', *The Journal of Business*, 15, 184-196.