COVID-19 VÀ TỶ SUẤT SINH LỜI CỦA CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG Ở VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thiều Quang
Khoa Ngân hàng, trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng
Email: quangntt@due.edu.vn
Hà Xuân Thùy
Khoa Ngân hàng, trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng
Email: thuyhx@due.edu.vn

Mã bài: JED - 97
Ngày nhận: 15/02/2021
Ngày nhận bản sửa: 11/5/2021
Ngày duyệt đăng: 05/10/2021

Tóm tắt:
Nghiên cứu đánh giá tác động của COVID-19 đến thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua phân tích tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu của 15 ngân hàng niêm yết trên hai sàn giao dịch HSX và HNX. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, nghiên cứu cho thấy COVID-19 chỉ tác động mạnh đến tỷ suất sinh lời sau khi Việt Nam có ca nhiễm COVID-19 đầu tiên và khi COVID-19 được tuyên bố là đại dịch toàn cầu. Tuy nhiên, thị trường sẽ tự điều chỉnh tương ứng với các giai đoạn phát triển của đại dịch. Và do đó, giai đoạn có và không có COVID-19 không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu. Mặc dù vậy, số ca nhiễm COVID-19 có tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu; và việc thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội của Chính phủ trong những giai đoạn cao điểm của dịch có tác động tích cực trong việc gia tăng niềm tin cho nhà đầu tư, và từ đó, làm tăng tỷ suất sinh lời cổ phiếu.
Từ khóa: Ngân hàng, COVID-19, phương pháp nghiên cứu sự kiện, tỷ suất sinh lời cổ phiếu.
Mã JEL: G14, G21, I10.

Covid-19 and banks' stock returns in Vietnam

Abstract:
This study investigates the COVID-19 impact on Vietnam's stock market by analyzing the stock returns of 15 banks listed on the Hochiminh and Hanoi stock exchanges. Employing the event study method, the results reveal that COVID-19 positively affects Vietnamese banks' stock returns when there is the first infected case in Vietnam and when COVID-19 is declared as a global pandemic. However, the market will correct itself over the development of the disease. Therefore, the period with and without COVID-19 has no significant impact on banks' stock returns in the longer term. Nevertheless, newly infected cases negatively influence stock returns. The findings also indicate that government measures such as social distancing, particularly in peak periods, are effective in improving the investors' confidence and have a positive effect on stock returns.
Keywords: *Banking, COVID-19, event study, stock return.*
JEL code: G14, G21, I10.

1. Giới thiệu

Năm 2020 là một năm nhiều biến động của thế giới do tác động của đại dịch COVID-19. COVID-19 không chỉ ảnh hưởng đến sức khỏe và các vấn đề xã hội, mà còn tác động nặng nề đến nền kinh tế và thị trường tài chính ở hầu hết các nước. Trong bối cảnh đó, nhiều nghiên cứu đã thực hiện để đánh giá tác động của COVID-19 đến thị trường chứng khoán và tìm thấy tác động tiêu cực của COVID-19 đến thị trường này (Ashraf, 2020; Phan & Narayan, 2020; Zhang & cộng sự, 2020). Anh & Gan (2020), Liu & cộng sự (2020) và He & cộng sự (2020) chỉ ra rằng tác động của COVID-19 đối với các ngành kinh tế là khác nhau. Với vai trò hấp thu những tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng, một số nghiên cứu nhấn mạnh rằng ngành ngân hàng chịu tác động nặng nề hơn cả (Demirguc-Kunt & cộng sự, 2020). Mặc dù vậy, vẫn chưa có một nghiên

cứu nào đánh giá một cách đầy đủ tác động của COVID-19 đến ngành ngân hàng. Mặc dù Demirguc-Kunt & cộng sự (2020) xem xét tác động của COVID-19 đối với ngành ngân hàng ở 53 nước, nghiên cứu tập trung đánh giá tác động của các đặc điểm ngân hàng đối với tỷ suất sinh lời bất thường và các biện pháp của chính phủ trong việc giảm các khó khăn tài chính. Hơn nữa, việc thực hiện nghiên cứu đa quốc gia bỏ qua những đặc thù của Việt Nam trong việc kiểm soát và khống chế dịch bệnh. Đặc biệt, khi Việt Nam là một trong số ít các nước có mức tổng sản phẩm quốc nội (GDP) ước tính năm 2020 tăng (vào khoảng 2,8%) (The World Bank, 2021). Do đó, việc đánh giá tác động của COVID-19 đến cổ phiếu ngành ngân hàng ở Việt Nam có thể đem lại những kết quả đáng suy ngẫm.

Các nghiên cứu trước đây đánh giá tác động của COVID-19 chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện hoặc phương pháp hồi qui dữ liệu bảng tỷ suất sinh lời đối với các yếu tố của COVID-19 (Al-Awadhi & cộng sự, 2020; Ashraf, 2020; Anh & Gan, 2020; Liu & cộng sự, 2020; He & cộng sự, 2020). Tuy nhiên, mỗi phương pháp lại có những ưu, nhược điểm nhất định nên việc sử dụng từng phương pháp khó phản ánh một cách đầy đủ tác động của COVID-19. Do đó, nghiên cứu này kết hợp cả hai phương pháp để xem xét các phản ứng nhất thời của thị trường đối với dịch bệnh cũng như tác động của dịch bệnh đến cổ phiếu ngân hàng trong các khoảng thời gian dài hơn. Đặc biệt, đối với phương pháp nghiên cứu sự kiện, nghiên cứu xem xét các sự kiện khác nhau theo tiến trình của dịch bệnh thay vì chỉ lựa chọn 1 ngày sự kiện như các nghiên cứu trước đây.

Ngoài phần giới thiệu, các nội dung còn lại của bài báo gồm: Phần 2 nêu tổng quan về cơ sở lý thuyết của nghiên cứu; Phần 3 giới thiệu phương pháp nghiên cứu và dữ liệu; Phần 4 trình bày và phân tích kết quả nghiên cứu; Phần 5 đưa ra kết luận và một số hàm ý của nghiên cứu.

2. Tổng quan nghiên cứu

Theo lý thuyết tài chính hành vi, các sự kiện bất ngờ tác động đến các yếu tố tâm lý và hành vi của nhà đầu tư, từ đó tác động đến thị trường chứng khoán (Burns & cộng sự, 2012). Với sự bùng phát và lây lan mạnh mẽ của dịch COVID-19, ngày càng có nhiều nghiên cứu tập trung vào tác động của COVID-19 đến thị trường chứng khoán. Nhìn chung, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa COVID-19 và thị trường chứng khoán có thể chia thành ba nhóm chính.

Nhóm thứ nhất, sử dụng các phương pháp thống kê tỷ suất sinh lời cổ phiếu và chỉ số cổ phiếu trong giai đoạn dịch bệnh. Trên cơ sở giảm giá cổ phiếu (tỷ suất sinh lời âm) và biến động mạnh của tỷ suất sinh lời, các nghiên cứu này kết luận rằng COVID-19 có tác động tiêu cực đối với thị trường chứng khoán (Phan & Narayan, 2020; Zhang & cộng sự, 2020).

Nhóm thứ hai sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện với ngày sự kiện là các sự kiện có liên quan đến COVID-19 như ngày có ca nhiễm COVID-19 đầu tiên, ngày bắt đầu có sự quan tâm đến COVID-19, ngày thực hiện phong tỏa,... Cụ thể, nghiên cứu của Liu & cộng sự (2020) đối với 21 chỉ số chứng khoán của các nước chịu ảnh hưởng của COVID-19 cho thấy giá chứng khoán giảm mạnh ngay sau khi dịch bùng phát do dịch bệnh làm gia tăng các kỳ vọng bi quan về tỷ suất sinh lời và rủi ro trong tương lai. Nghiên cứu của Liu & cộng sự (2020) và He & cộng sự (2020) cũng chỉ ra rằng cổ phiếu các ngành vận tải giảm mạnh do dịch bệnh, nhưng các ngành y tế và Công nghệ thông tin lại hưởng lợi từ sự kiện này. Schoenfeld (2020) bổ sung thêm một số ngành chịu ảnh hưởng của COVID-19 ở Mỹ còn bao gồm ngành ô tô, năng lượng, máy móc, và dệt may. Tuy nhiên, những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm, chăm sóc sức khỏe, dịch vụ truyền thông, và công nghiệp bán lẻ lại được lợi từ việc cổ phiếu tăng giá do các nhà đầu tư kỳ vọng về sự gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm, dịch vụ của các ngành này trong đại dịch.

Nhóm thứ ba sử dụng phương pháp hồi qui dữ liệu bảng. Điển hình là các nghiên cứu của Al-Awadhi & cộng sự (2020), Ashraf (2020), và Anh & Gan (2020). Theo đó, Al-Awadhi & cộng sự (2020) đánh giá tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 đối với tỷ suất sinh lời cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Trung Quốc giai đoạn tháng 01 đến tháng 03 năm 2020. Trong khi Ashraf (2020) thực hiện nghiên cứu trên 64 nước trên thế giới trong giai đoạn tháng 01 đến tháng 04 năm 2020 sử dụng chỉ số giá cổ phiếu. Cả hai nghiên cứu đều tìm thấy tác động tiêu cực của số ca nhiễm mới và số ca tử vong do COVID-19 đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu mặc dù tác động tiêu cực của số ca tử vong trong nghiên cứu của Ashraf (2020) là không đáng kể. Tại Việt Nam, Anh & Gan (2020) đánh giá tác động của việc phong tỏa do COVID-19 đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu của 723 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn

tháng 01 đến tháng 05 năm 2020. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc phong tỏa trong thời gian dịch bệnh có ảnh hưởng tích cực đến thị trường chứng khoán và các lĩnh vực khác nhau của nền kinh tế, đặc biệt là lĩnh vực tài chính.

Mặc dù số lượng đáng kể các nghiên cứu về tác động của dịch bệnh nói chung và COVID-19 nói riêng đối với doanh nghiệp, các nghiên cứu riêng trong lĩnh vực ngân hàng còn rất hạn chế. Nghiên cứu của Aldasoro & cộng sự (2020) đã chỉ ra tác động của COVID-19 có thể so sánh với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, thậm chí còn tệ hơn khi giá cổ phiếu của ngành ngân hàng giảm mạnh so với các ngành khác. Tuy nhiên, tác động này không đồng nhất giữa các quốc gia. Demirguc-Kunt & cộng sự (2020) thực hiện nghiên cứu trên các ngân hàng ở 53 nước và cho thấy giá cổ phiếu ngành ngân hàng giảm mạnh vào giai đoạn đầu của đại dịch và thấp hơn giá cổ phiếu của các doanh nghiệp khác trong nước cũng như các định chế tài chính phi ngân hàng. Nhóm tác giả giải thích tác động này do thị trường kỳ vọng rằng ngân hàng sẽ hấp thu những tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng và chịu ảnh hưởng nhiều hơn các doanh nghiệp khác. Nghiên cứu cũng chỉ ra tác động không đồng nhất của các biện pháp can thiệp của chính phủ như hỗ trợ về thanh khoản, hỗ trợ các khoản vay của khách hàng, nới lỏng các chính sách tiền tệ… đến ngành ngân hàng ở các nước thành viên và không là thành viên của Ủy ban Basel, cũng như các nước đang phát triển và phát triển.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

Nghiên cứu áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để đánh giá tác động trong ngắn hạn của COVID-19 đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu các ngân hàng ở Việt Nam bằng cách xem xét có tồn tại tỷ suất sinh lời bất thường trong giai đoạn COVID-19. Theo đó, nghiên cứu xác định các sự kiện gồm ngày Việt Nam có ca nhiễm đầu tiên vào 23 tháng 01 năm 2020 (sự kiện 1), ngày COVID-19 được Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) tuyên bố là đại dịch toàn cầu vào ngày 11 tháng 03 năm 2020 (sự kiện 2) và ngày Việt Nam bùng phát dịch đợt 2 vào ngày 25 tháng 07 năm 2020 (sự kiện 3). Trên cơ sở đó, tác giả ước lượng tỷ suất sinh lời cổ phiếu của các ngân hàng trong trường hợp không có các sự kiện trên sử dụng mô hình thị trường (phương trình 1). Để đảm bảo việc ước lượng hiệu quả tỷ suất sinh lời bất thường, nhóm tác giả sử dụng cửa sổ ước lượng là 210 ngày đến 10 ngày trước ngày sự kiện tương tự Kim & cộng sự (2020). Phương trình ước lượng tỷ suất sinh lời cổ phiếu như sau:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Với R_{it} là tỷ suất sinh lời cổ phiếu i vào ngày t, được tính bằng phần trăm chênh lệch giá đóng cửa so với ngày hôm trước, R_{mt} là tỷ suất sinh lời thị trường vào ngày t, được xác định bằng chỉ số giá cổ phiếu VNIndex và HNX-Index đối với các cổ phiếu niêm yết lần lượt trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX); α_i và β_i là các hệ số hồi qui; và $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên.

Các hệ số ước lượng từ phương trình (1) được dùng để ước lượng tỷ suất sinh lời cổ phiếu trong giai đoạn 10 ngày sau ngày xảy ra các sự kiện tương tự Liu & cộng sự (2020). Tỷ suất sinh lời bất thường (AR_{it}) đối với mỗi cổ phiếu được xác định như sau:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \quad (2)$$

Trong đó, ER_{it} là tỷ suất sinh lời của cổ phiếu i vào ngày t sử dụng các hệ số ước lượng từ phương trình (1).

Do mục tiêu nghiên cứu là đánh giá tỷ suất sinh lời bất thường của ngành ngân hàng, nên nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời bất thường bình quân (AAR_t) được tính bình quân cho N ngân hàng ở Việt Nam. Cụ thể là:

$$AAR_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{it} \quad (3)$$

Để xác định có tồn tại tỷ suất sinh lời bất thường của giá cổ phiếu của các ngân hàng do COVID-19 hay không, nghiên cứu thực hiện kiểm định t-test với giả thuyết H_0 là không có tỷ suất sinh lời bất thường trong vòng 10 ngày sau các ngày sự kiện liên quan đến COVID-19 ($AAR_t = 0$). Việc bác bỏ giả thuyết H_0 thể hiện rằng có tồn tại tỷ suất sinh lời bất thường đối với giá cổ phiếu ngành ngân hàng do COVID-19 (Campbell & cộng sự, 1997).

3.2. Phương pháp hồi qui dữ liệu bảng

COVID-19 diễn ra trong một khoảng thời gian tương đối dài, và việc xem xét tác động của COVID-19

thông qua 1 hoặc 1 số ngày sự kiện sẽ không phản ánh đầy đủ tác động của COVID-19. Do đó, nghiên cứu này sử dụng thêm phương pháp hồi qui dữ liệu bảng. Mô hình hồi qui dữ liệu bảng như sau:

$$R_{it} = \delta_i + \varphi \text{COVID}_t + \omega X_{i,t-1} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Trong đó, $COVID_t$ là vecto các yếu tố liên quan đến COVID-19; $X_{i,t-1}$ là các biến kiểm soát; δ_i là hằng số, φ và ω là vecto các hệ số hồi qui; và ϵ_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Tương tự Al-Awadhi & cộng sự (2020), Ashraf (2020) và Anh & Gan (2020), nghiên cứu sử dụng số ca mắc mới COVID-19 (CASE), số ca tử vong tăng thêm do COVID-19 (DEATH) để đánh giá tác động của COVID-19. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng xem xét tác động của giai đoạn trước và sau khi có ca nhiễm COVID-19 đầu tiên (COVID), và giai đoạn trước và sau khi áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội (DIS). Các biến kiểm soát gồm giá trị vốn hóa thị trường (MKT), giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MTB) và tỉ suất sinh lời của thị trường (R_m) tương tự các nghiên cứu trước đây (Sharpe, 1964; Fama & French, 2015; Al-Awadhi & cộng sự, 2020; Anh & Gan, 2020). Danh sách các biến và cách đo lường được thể hiện trong Bảng 1.

Vì dữ liệu nghiên cứu ở dạng bảng nên nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi qui mô hình sai số cố định (FEM) để ước lượng.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu hàng ngày được thu thập cho 15 cổ phiếu ngành ngân hàng được niêm yết trên hai sàn HNX và HSX giai đoạn từ ngày 01 tháng 01 năm 2018 đến ngày 31 tháng 12 năm 2020. Các dữ liệu liên quan đến cổ phiếu và các chỉ số VN-Index và HNX-Index được trích xuất từ cơ sở dữ liệu FinnPro. Các dữ liệu về COVID-19 được thu thập từ trang thông tin về dịch bệnh viêm đường hô hấp cấp COVID-19 của Bộ Y tế Việt Nam (Bộ Y tế, 2021). Thống kê và mô tả các biến được trình bày trong Bảng 1.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 1: Mô tả các biến

Các biến	Định nghĩa	Đo lường	Trung bình	Độ lệch chuẩn
R	Tỷ suất sinh lời cổ phiếu	$(P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1}$	0,001	0,023
Các biến liên quan đến COVID-19				
COVID	Giai đoạn có và không có COVID-19	Biến giả, có giá trị 1 giai đoạn từ ngày 23 tháng 01 năm 2020 đến ngày 31 tháng 12 năm 2020, và 0 cho giai đoạn còn lại	0,319	0,466
DIS	Áp dụng biện pháp giãn cách xã hội	Biến giả, có giá trị 1 cho các giai đoạn áp dụng giãn cách xã hội (ngày 01 đến ngày 30 tháng 04 năm 2020 và ngày 26 tháng 07 đến ngày 04 tháng 09 năm 2020), 0 cho giai đoạn còn lại	0,065	0,246
CASE	Số ca nhiễm tăng thêm	$CASE_t - CASE_{t-1}$	1,459	5,154
DEATH	Số ca tử vong tăng thêm	$DEATH_t - DEATH_{t-1}$	0,030	0,253
Các biến kiểm soát (X)				
MKT	Giá trị vốn hóa thị trường	Ln (giá trị vốn hóa thị trường)	31,090	1,127
MTB	Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường	Giá trị sổ sách/giá trị thị trường	1,321	0,821
R_m	Tỷ suất sinh lời thị trường	$(Index_t - Index_{t-1})/Index_{t-1}$	0,000	0,017

4.1. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

Bảng 2 thể hiện tỉ suất sinh lời bất thường bình quân của cổ phiếu các ngân hàng trong 10 ngày sau các ngày sự kiện. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại tỉ suất sinh lời bất thường trong giai đoạn từ 2 đến 8 ngày sau ngày sự kiện 1 (p-value < 0,01). Hầu hết các giá trị tỷ suất sinh lời bất thường bình quân (AAR) đều dương thể hiện tác động tích cực của COVID-19 đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu của các ngân hàng trong làn sóng COVID-19 thứ nhất. Tuy nhiên, tác động của COVID-19 đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu ngân hàng sau khi COVID-19 được tuyên bố là đại dịch toàn cầu lại không rõ ràng. Các giá trị AAR chỉ có ý nghĩa thống kê trong các ngày thứ 3, 4, 7 và 9 sau ngày sự kiện. Và đến làn sóng COVID-19 thứ hai (sự kiện 3), tác động của COVID-19 đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu là không đáng kể (AAR trong 10 ngày sau sự kiện 3 đều không có ý nghĩa thống kê).

Kết quả ở Bảng 2 không thể hiện được mức độ tác động của các sự kiện đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu.

Bảng 2: Tỷ suất sinh lợi bất thường bình quân (AAR) của cổ phiếu các ngân hàng trong 10 ngày sau ngày sự kiện

t	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Làn sóng COVID-19 thứ nhất (Sự kiện 1)											
AAR	-0,003	0,002	0,010	0,022	0,012	0,014	-0,014	-0,008	0,012	0,004	0,000
t-statistic	-0,951	0,683	3,220	6,896	3,741	4,226	-4,337	-2,529	3,697	1,275	0,112
p-value	0,343	0,496	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,012	0,000	0,204	0,911
WHO tuyên bố COVID-19 là đại dịch (Sự kiện 2)											
AAR	-0,001	0,000	0,005	-0,015	0,015	0,005	-0,001	0,018	-0,004	0,011	-0,002
t-statistic	-0,339	-0,040	1,357	-4,270	4,503	1,495	-0,206	5,145	-1,066	3,286	-0,588
p-value	0,735	0,968	0,177	0,000	0,000	0,137	0,837	0,000	0,288	0,001	0,557
Làn sóng COVID-19 thứ hai (Sự kiện 3)											
AAR	-0,006	-0,002	0,010	-0,005	-0,006	-0,002	-0,001	-0,002	-0,006	-0,005	0,003
t-statistic	-1,159	-0,347	2,121	-1,053	-1,356	-0,448	-0,231	-0,360	-1,265	-0,986	0,593
p-value	0,248	0,729	0,035	0,294	0,177	0,655	0,817	0,719	0,207	0,325	0,554

Do đó, nghiên cứu tiếp tục đánh giá tỉ suất sinh lời bất thường bình quân tích lũy (CAAR) của các cửa sổ sự kiện trong vòng 10 ngày sau các ngày sự kiện với . Kết quả nghiên cứu ở Bảng 3 cho thấy tương tự như Bảng 2, tỉ suất sinh lời bất thường bắt đầu từ ngày 2 và kéo dài đến 10 ngày sau sự kiện 1 (CAAR dương và có ý nghĩa thống kê ở tất cả các cửa sổ sự kiện, trừ cửa sổ [0;1]) và không có tỉ suất sinh lời bất thường đến 10 ngày sau ngày sự kiện 3 (CAAR không có ý nghĩa thống kê ở tất cả các cửa sổ sự kiện). Trong khi đó, tác động của COVID-19 sau khi được tuyên bố là đại dịch toàn cầu chỉ thực sự rõ rệt từ ngày thứ 7 đến ngày thứ 10 sau ngày sự kiện.

Do tác động của mỗi sự kiện COVID-19 kéo dài đến 10 ngày sau ngày sự kiện, nghiên cứu tiếp tục xem

Bảng 3: Tỷ suất sinh lợi bất thường bình quân tích lũy của cổ phiếu các ngân hàng trong 10 ngày sau ngày sự kiện

Cửa sổ	[0;1]	[0;2]	[0;3]	[0;4]	[0;5]	[0;6]	[0;7]	[0;8]	[0;9]	[0;10]
Làn sóng COVID-19 thứ nhất (Sự kiện 1)										
CAAR	0,009	0,031	0,043	0,057	0,043	0,035	0,047	0,051	0,051	0,050
t-statistic	1,525	4,532	5,637	6,926	4,882	3,691	4,678	4,840	4,656	4,600
p-value	0,129	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
WHO tuyên bố COVID-19 là đại dịch (Sự kiện 2)										
CAAR	0,000	0,005	-0,009	0,006	0,011	0,011	0,030	0,027	0,039	0,035
t-statistic	0,082	0,751	-1,169	0,695	1,188	1,078	2,653	2,076	2,846	2,657
p-value	0,935	0,453	0,244	0,488	0,236	0,282	0,009	0,039	0,005	0,009
Làn sóng COVID-19 thứ hai (Sự kiện 3)										
CAAR	-0,007	0,003	-0,002	-0,009	-0,011	-0,012	-0,014	-0,020	-0,024	-0,021
t-statistic	-1,067	0,324	-0,230	-0,794	-0,904	-0,921	-0,984	-1,335	-1,567	-1,320
p-value	0,287	0,747	0,819	0,428	0,367	0,358	0,326	0,183	0,119	0,188

xét các cửa sổ sự kiện dài hơn. Kết quả nghiên cứu ở Bảng 4 khẳng định tác động tích cực của đợt COVID thứ nhất đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu và tác động này duy trì đến 90 ngày sau ngày sự kiện. Tuy nhiên, tác động tích cực của COVID-19 sau khi COVID-19 được tuyên bố là đại dịch toàn cầu chỉ duy trì trong 10 ngày đầu, và tác động chuyển thành bất lợi sau đó. Tác động này kéo dài đến 80 ngày sau ngày sự kiện, thể hiện ở CAAR trong các cửa sổ sự kiện [0;20] đến [0;80] đều âm và có ý nghĩa thống kê. Kết quả ở Bảng 4

cũng khẳng định lại các kết quả ở Bảng 2 và 3 về việc tỉ suất sinh lời cổ phiếu ngành ngân hàng ở Việt Nam không bị ảnh hưởng bởi COVID-19 trong làn sóng COVID-19 thứ hai.

Như vậy, các kết quả nghiên cứu trên cho thấy tác động của COVID-19 đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu thay đổi theo quá trình phát triển của dịch bệnh. Trong giai đoạn đầu của dịch vào tháng 01 năm 2020, mức độ ảnh hưởng của COVID-19 trong giai đoạn này còn chưa đáng kể, nên mặc dù tin tức về COVID-19 trong sự kiện 1 có thể xem là "tin xấu" nhưng thông tin này vẫn tốt hơn so với kỳ vọng của thị trường. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Alfaro & cộng sự (2020) và lý giải vì sao sự kiện 1 lại tác động tích cực đến tỉ suất sinh lời của cổ phiếu. Trong sự kiện thứ 2, COVID-19 đã bắt đầu ảnh hưởng nặng nề đến nhiều nước. Trong khi đó, ở Việt Nam tình hình COVID-19 vẫn trong tầm kiểm soát nên thị trường vẫn còn lạc quan về tình hình dịch bệnh và tỉ suất sinh lời bất thường bình quân trong 10 ngày sau sự kiện 2 là dương. Tuy nhiên, khi COVID-19 bắt đầu diễn biến phức tạp sau đó buộc Chính phủ phải áp dụng các biện pháp giãn cách toàn xã hội, tỉ suất sinh lời bất thường bình quân chuyển thành âm trong giai đoạn sau này. Trong sự kiện 3, mặc dù COVID-19 xuất hiện trở lại và có chiều hướng xấu đi khi bắt đầu xuất hiện ca tử vong, các thông tin về COVID-19 đã không còn "mới" và "bất ngờ", do đó, không có tỉ suất sinh lời bất thường sau ngày sự kiện 3 (Mishkin, 2004).

Bên cạnh đó, việc tỉ suất sinh lời thay đổi theo diễn biến của dịch bệnh, và việc tỉ suất sinh lời không còn bị ảnh hưởng khi có làn sóng COVID-19 thứ hai thể hiện sự tự điều chỉnh của thị trường, tương tự như nghiên cứu của Phan & Narayan (2020). Điều này được giải thích bởi De Bondt & Thaler (1987) về phản ứng quá mức của thị trường.

4.2. Phương pháp hồi qui dữ liệu bảng

Bảng 4: Tỷ suất sinh lợi bất thường bình quân tích lũy của cổ phiếu các ngân hàng trong các cửa sổ sự kiện khác nhau

	Sự kiện 1			Sự kiện 2			Sự kiện 3		
t	CAAR	t-statistic	p-value	CAAR	t-statistic	p-value	CAAR	t-statistic	p-value
[0;10]	0,051	4,656	0,000	0,035	2,657	0,009	-0,020	-1,260	0,209
[0;20]	0,091	5,917	0,000	-0,055	-3,284	0,001	-0,011	-0,510	0,611
[0;30]	0,106	5,398	0,000	-0,074	-3,619	0,000	-0,035	-1,266	0,207
[0;40]	0,104	4,469	0,000	-0,077	-3,110	0,002	-0,012	-0,350	0,726
[0;50]	0,056	2,249	0,026	-0,089	-2,995	0,003	0,019	0,482	0,631
[0;60]	0,047	1,744	0,083	-0,062	-1,750	0,082	0,011	0,243	0,808
[0;70]	0,063	2,096	0,037	-0,072	-1,777	0,077	-0,048	-0,840	0,402
[0;80]	0,063	1,887	0,061	-0,096	-2,039	0,043	-0,034	-0,537	0,592
[0;90]	0,096	2,535	0,012	-0,086	-1,566	0,119	-0,037	-0,499	0,618

Kết quả hồi qui ở Bảng 5 cho thấy việc sử dụng độc lập (cột 1 đến cột 4) hay đồng thời các biến liên quan đến COVID-19 trong mô hình (cột 5) không ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu. Hệ số ước lượng của biến COVID gần bằng 0 và không có ý nghĩa thống kê ở tất cả các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Do đó, có thể kết luận rằng giai đoạn có hay không có COVID-19 không tác động đến tỉ suất sinh lời của cổ phiếu ngân hàng. Kết hợp với các kết quả ở Bảng 2, 3 và 4, kết quả này khẳng định lại hành vi phản ứng quá mức của thị trường trong giai đoạn đầu của dịch bệnh. Tuy nhiên, theo thời gian, khi các thông tin liên quan về dịch bệnh ngày càng nhiều và được phổ biến rộng rãi, thị trường sẽ dần điều chỉnh (Phan & Narayan, 2020).

Tương tự, hệ số ước lượng của DIS dương nhưng không có ý nghĩa thống kê cho thấy việc thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội của chính phủ trong hai đợt dịch có tác động tích cực nhưng không đáng kể đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu ngân hàng ở Việt Nam. Kết quả này ngược với nghiên cứu của Anh & Gan (2020). Tuy nhiên, nghiên cứu của Anh & Gan (2020) thực hiện cho giai đoạn COVID-19 thứ nhất và chỉ xem xét biện pháp giãn cách toàn xã hội.

Tương tự Al-Awadhi & cộng sự (2020), Ashraf (2020) và Anh & Gan (2020), nghiên cứu cũng chỉ ra rằng số ca nhiễm COVID-19 có tác động tiêu cực đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu, thể hiện bằng hệ số âm và có ý nghĩa thống kê của biến CASE. Điều này thể hiện vai trò của số ca nhiễm mới có thể được xem như chỉ báo về mức độ nghiêm trọng của dịch bệnh. Số ca nhiễm mới càng tăng phản ánh dịch bệnh càng trở nên nghiêm trọng, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến kỳ vọng của nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai và làm giảm tỉ suất

sinh lời của cổ phiếu. Tuy nhiên, hệ số ước lượng của biến DEATH không có ý nghĩa thống kê. Do dó, không có đủ bằng chứng kết luận về tác động của số ca tử vong tăng thêm (DEATH) đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu ngành ngân hàng. Điều này có thể do Việt Nam thực hiện tương đối tốt công tác kiểm soát dịch, dẫn đến số ca tử vong thấp, trung bình chỉ 0,03 ca mới/ngày. Bên cạnh đó, do số ca tử vong tăng thêm thấp và ít biến động nên khó tìm thấy ý nghĩa thống kê của biến DEATH đối với tỉ suất sinh lời của cổ phiếu ngân hàng. Một nguyên nhân khác là do COVID-19 có khả năng gây tử vong cao nên các nhà đầu tư có thể đã dự đoán trước biến động bất lợi của thị trường khi có thông tin xác nhận về số ca nhiễm (Ashraf, 2020).

Liên quan đến các đặc điểm riêng của ngân hàng, các biến MTB và MKT đều có hệ số ước lượng âm và có ý nghĩa thống kê, tương tự như các nghiên cứu trước đây (Al-Awadhi & cộng sự, 2020; Anh & Gan, 2020; Ashraf, 2020). Hệ số ước lượng của R_m thể hiện rủi ro thị trường của cổ phiếu ngành ngân hàng dương và nhỏ hơn 1 cho thấy các cổ phiếu ngành ngân hàng biến động cùng chiều và mức biến động ít hơn so với thị trường.

4.3. Kiểm định bổ sung

Bảng 5: Kết quả hồi qui mô hình sai số cố định (FEM)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
COVID	0,001				0,001
	(0,001)				(0,001)
DIS		0,002			0,003
		(0,001)			(0,002)
CASE			-0,000*		-0,000***
			(0,000)		(0,000)
DEATH				0,000	-0,000
				(0,000)	(0,001)
MTB_{t-1}	-0,001*	-0,001***	-0,001***	-0,001***	-0,001**
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,001)
MKT_{t-1}	-0,004***	-0,003**	-0,003*	-0,003**	-0,003**
	(0,001)	(0,001)	(0,002)	(0,002)	(0,001)
R_m	0,481**	0,479*	0,481**	0,481**	0,479*
	(0,224)	(0,225)	(0,224)	(0,224)	(0,225)
Hằng số	0,122***	0,105**	0,104**	0,107**	0,106**
	(0,036)	(0,045)	(0,047)	(0,047)	(0,043)
Số quan sát	*11064*	*11064*	*11064*	*11064*	*11064*
R_squared	*0,144*	*0,145*	*0,144*	*0,144*	*0,145*

*Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh được báo cáo trong ngoặc. *,**,*** thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%.*

Để đảm bảo tính tin cậy của các kết quả nghiên cứu, nghiên cứu thực hiện thêm một số các kiểm định bổ sung đối với phương trình (4). Cụ thể là:

(1) Thay thế biến COVID bằng biến COVID1 để đánh giá tác động của giai đoạn có và không có COVID-19. Biến COVID1 có giá trị 1 trong những giai đoạn có ca nhiễm mới COVID-19 và 0 cho các giai đoạn còn lại.

(2) Thay thế biến DIS bằng biến TOT_DIS (có giá trị 1 cho giai đoạn giãn cách toàn xã hội theo chỉ thị 16/CT-Ttg và 0 cho giai đoạn còn lại) và biến PAR_DIS (có giá trị 1 cho giai đoạn giãn cách xã hội đối với 1 số địa phương theo chỉ thị 19/CT-Ttg và 0 cho giai đoạn còn lại) để đánh giá đầy đủ hơn tác động của các biện pháp giãn cách xã hội đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu.

(3) Ước lượng phương trình (4) với hai biến TOT_DIS và PAR_DIS bằng mô hình hồi qui sai số ngẫu nhiên (REM) để so sánh với nghiên cứu của Anh & Gan (2020).

(4) Xem xét mối quan hệ tương tác giữa việc áp dụng biện pháp giãn cách xã hội (DIS) đối với công tác kiểm soát dịch (CASE) bằng cách thêm biến tương tác DISxCASE.

(5) Sử dụng tốc độ tăng trưởng số ca nhiễm (GCASE) và tốc độ tăng trưởng số ca tử vong (GDEATH) thay cho số ca nhiễm mới COVID-19 (CASE) và số ca tử vong tăng thêm (DEATH).

(6) Kiểm định riêng biệt đối với lần lượt biến CASE và DEATH trong mô hình (4) để xem xét việc không có ý nghĩa thống kê của biến DEATH có phải do tự tương quan với biến CASE trong mô hình hay không.

Kết quả các kiểm định bổ sung thể hiện ở Bảng 6 tương tự như Bảng 5. Do đó, các kết quả nghiên cứu là đáng tin cậy và phù hợp. Bên cạnh đó, kết quả ở cột (3) Bảng 6 cho thấy mặc dù hệ số ước lượng biến TOT_DIS dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%, tương tự nghiên cứu của Anh & Gan (2020), nhưng kiểm định Hausman có p-value < 0,05. Do đó, kết quả ước lượng bằng mô hình FEM phù hợp hơn REM. Đặc biệt, kết quả ở cột (4) Bảng 6 cho thấy việc áp dụng biện pháp giãn cách xã hội trong những giai đoạn cao điểm của dịch (số ca tăng) là phù hợp và có tác dụng tích cực trong việc gia tăng niềm tin cho nhà đầu tư và từ đó, làm tăng tỉ suất sinh lời cổ phiếu.

Bảng 6: Kết quả kiểm định bổ sung

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
COVID		0,000	0,000	0,001	0,000	0,001	0,000
		(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
COVID 1	0,001						
	(0,001)						
DIS	0,003*			0,001	0,002	0,003	0,002
	(0,002)			(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)
PAR_DIS		0,001	0,001				
		(0,001)	(0,001)				
TOT_DIS		0,009	0,009**				
		(0,005)	(0,005)				
CASE	-0,000***	-0,000***	-0,000***	-0,000***		-0,000***	
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)		(0,000)	
DIS x CASE				0,000***			
				(0,000)			
DEATH	-0,000	0,001	0,000	-0,001			-0,001
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)			(0,001)
GCASE					-0,007*		
					(0,004)		
GDEATH					-0,006		
					(0,007)		
MTB_{T-1}	-0,003	-0,003**	0,000	-0,003**	-0,004**	-0,003**	-0,003**
	(0,002)	(0,001)	(0,000)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
MKT_{t-1}	-0,002**	-0,001**	-0,001	-0,001**	-0,001*	-0,001**	-0,001*
	(0,001)	(0,001)	(0,000)	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
R_M	0,478*	0,475*	0,475**	0,478*	0,479*	0,479*	0,480*
	(0,225)	(0,225)	(0,225)	(0,225)	(0,225)	(0,225)	(0,225)
Hằng số	0,081	0,098**	0,000	0,100**	0,114**	0,106**	0,109**
	(0,049)	(0,043)	(0,007)	(0,045)	(0,043)	(0,043)	(0,042)
Số quan sát	*11064*	*11064*	*11064*	*11064*	*11064*	*11064*	*11064*
R_squared	*0,145*	*0,147*	*0,146*	*0,146*	*0,145*	*0,145*	*0,145*

*Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh được báo cáo trong ngoặc. *,**,*** thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%.*

5. Kết luận

Nghiên cứu đánh giá tác động của COVID-19 đến thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua phân tích tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu ngành ngân hàng. Sử dụng dữ liệu giá hàng ngày của các cổ phiếu của 15 ngân hàng niêm yết trên hai sàn giao dịch HSX và HNX giai đoạn từ ngày 01 tháng 01 năm 2018 đến ngày 31 tháng 12 năm 2020 thông qua phương pháp nghiên cứu sự kiện và phương pháp hồi qui dữ liệu bảng, nghiên cứu đi đến một số kết luận quan trọng.

Thứ nhất, sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, nghiên cứu tìm thấy sự tồn tại của tỉ suất sinh lời bất thường trong giai đoạn từ 2 đến 8 ngày sau khi Việt Nam có ca nhiễm COVID-19 đầu tiên và tiếp tục duy trì

đến 90 ngày sau đó. Tuy nhiên, tác động này lại không rõ ràng sau khi COVID-19 được tuyên bố là đại dịch toàn cầu và chỉ thực sự rõ rệt từ ngày thứ 7 đến ngày thứ 10 sau đó. Hơn nữa, COVID-19 bắt đầu ảnh hưởng bất lợi đến sự lạc quan của nhà đầu tư đối với thị trường và tác động tiêu cực đến tỉ suất sinh lời của cổ phiếu trong 80 ngày sau đó. Và đến làn sóng COVID-19 thứ hai, tác động của COVID-19 đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu là không đáng kể. Như vậy, có thể thấy thị trường đã có sự tự điều chỉnh tương ứng với các giai đoạn phát triển của đại dịch. COVID-19 chỉ tác động mạnh đến tỷ suất sinh lợi trong làn sóng thứ nhất và khi trở thành đại dịch toàn cầu do nó tạo ra sự kiện bất ngờ và không mong muốn đối với thị trường.

Thứ hai, nghiên cứu tác động trong dài hạn hơn của COVID-19 đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu bằng mô hình hồi qui sai số cố định cho thấy không có sự khác biệt về tỉ suất sinh lời của cổ phiếu ngành ngân hàng trong giai đoạn có và không có COVID-19. Tuy nhiên, số ca nhiễm COVID-19 có tác động tiêu cực đến tỉ suất sinh lời cổ phiếu và việc thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội của Chính phủ trong hai đợt dịch trong những giai đoạn cao điểm của dịch có tác động tích cực trong việc gia tăng niềm tin cho nhà đầu tư; và từ đó, làm tăng tỉ suất sinh lời cổ phiếu. Các kiểm định bổ sung xem xét việc sử dụng các cách đo lường khác nhau cho các yếu tố liên quan đến COVID-19 đều khẳng định kết quả nghiên cứu là phù hợp và đáng tin cậy.

Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng các nhà đầu tư có thể tận dụng những biến động bất thường trong ngắn hạn của thị trường để gia tăng lợi nhuận của danh mục đầu tư. Tuy nhiên, đối với những trường hợp danh mục đầu tư bị ảnh hưởng bất lợi, chiến lược "chờ và xem" sẽ hiệu quả bởi vì thị trường sẽ dần phục hồi. Bên cạnh đó, việc triển khai quyết liệt các biện pháp chống dịch của Chính phủ cũng là cơ sở để các nhà đầu tư có thêm niềm tin vào thị trường, từ đó đảm bảo sự ổn định của thị trường chứng khoán, tạo tiền đề cho sự phát triển của nền kinh tế.

Lời thừa nhận/ cảm ơn: Nghiên cứu này là sản phẩm của đề tài cấp cơ sở "Tác động của COVID-19 đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", mã số: T2021-04-06 do Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng quản lý.

Tài liệu tham khảo

Al-Awadhi, A.M., Al-Saifi, K., Al-Awadhi, A. & Alhamadi, S. (2020), 'Death và contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 10032-10036.

Aldasoro, I., Fender, I., Hardy, B. & Tarashev, N. (2020), 'Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment', *BIS Bullentin*, 12, 1-7.

Alfaro, L., Chari, A., Greenl, A.N. & Schott, P.K. (2020), 'Aggregate and firm-level stock returns during pvàemics, in real time', *NBER Working Papers 26950*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Anh, D.L.T. & Gan, C. (2020), 'The impact of the COVID-19 lockdown on stock market performance: evidence from Vietnam', *Journal of Economic Studies*, 48 (4), 836-851.

Ashraf, B.N. (2020), 'Stock markets' reaction to COVID-19: cases or fatalities?', *Research in International Business và Finance*, 54, 10124-10129.

Bộ Y tế (2021), *Trang tin về dịch bệnh viêm đường hô hấp cấp COVID-19*, truy cập ngày 31 tháng 03 năm 2021, từ <https://ncov.moh.gov.vn>.

Burns, W.J., Peters, E. & Slovic, P. (2012), 'Risk perception và the economic crisis: A longitudinal study of the trajectory of perceived risk', *Risk Analysis: An International Journal*, 32(4), 659-677.

Campbell, J.Y., Lo, A.W. & MacKinlay, A.C. (1997), 'Event-study analysis', *The Econometrics of Financial Markets*, 1, 149-180.

De Bondt, W.F. & Thaler, R.H. (1987), 'Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality', *The Journal of finance*, 42(3), 557-581.

Demirguc-Kunt, A., Pedraza, A. & Ruiz-Ortega, C. (2020), 'Banking sector performance during the covid-19 crisis', *Policy Research Working Paper No. 9363*, World Bank, Washington.

Fama, E.F. & French, K.R. (2015), 'A five-factor asset pricing model', *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.

He, P., Sun, Y., Zhang, Y. & Li, T. (2020), 'COVID–19's impact on stock prices across different sectors - An event study based on the Chinese stock market', *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2198-2212.

Kim, J., Kim, J., Lee, S.K. & Tang, L.R. (2020), 'Effects of epidemic disease outbreaks on financial performance of restaurants: Event study method approach', *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 43, 32-41.

Liu, H., Wang, Y., He, D. & Wang, C. (2020), 'Short term response of Chinese stock markets to the outbreak of COVID-19', *Applied Economics*, 1-14.

Mishkin, F.S. (2004), *The economics of money, banking, and financial markets*, 7th edition, The United States of America, Pearson.

Phan, D.H.B. & Narayan, P.K. (2020), 'Country responses và the reaction of the stock market to COVID-19 - A preliminary exposition', *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2138-2150.

Schoenfeld, J. (2020), *The invisible business risk of the COVID-19 pandemic*, retrieved on August 1st 2021, from <https://voxeu.org/article/invisible-business-risk-covid-19-pandemic>.

Sharpe, W.F. (1964), 'Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk', *The journal of finance*, 19(3), 425-442.

The World Bank (2021), *The World Bank In Vietnam – Overview*, retrieved on August 1st 2021, from <https://www.worldbank.org/en/country/vietnam/overview>.

Zhang, D., Hu, M. & Ji, Q. (2020), 'Financial markets under the global pandemic of COVID-19', *Finance Research Letters*, 36, 10152-10158.