

Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trên lợi nhuận và độ biến động của cổ phiếu - Nghiên cứu thực nghiệm tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Trương Đông Lộc
Võ Quốc Anh
Lê Phương Ngọc Hiền

Ngày nhận: 04/08/2017

Ngày nhận bản sửa: 15/09/2017

Ngày duyệt đăng: 28/09/2017

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm kiểm định giả thuyết về tồn tại hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Sử dụng dữ liệu giá đóng cửa theo tần suất ngày của chỉ số VN-Index giai đoạn từ 27/12/2007 đến 30/6/2017, kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận cổ phiếu gia tăng trước kỳ nghỉ lễ. Bên cạnh đó, độ biến động của cổ phiếu ở các ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ có xu hướng nhỏ dần theo thời gian so với độ biến động ở các ngày giao dịch còn lại.

Từ khóa: Độ biến động, HOSE, lợi nhuận của cổ phiếu, trước kỳ nghỉ lễ.

1. Giới thiệu

Gia thuyết thị trường hiệu quả (Fama, 1970) là một giả thuyết có vai trò quan trọng trong lý thuyết tài chính hiện đại. Giả thuyết này ngụ ý rằng do quá trình cập nhật tức thời và đầy đủ thông tin giá cổ phiếu, lợi nhuận cổ phiếu là một đại lượng ngẫu nhiên. Vì vậy, nhà đầu tư không thể dự báo được lợi nhuận cổ phiếu tương lai. Sự hiện diện của hiệu ứng cuối tuần (*weekend effects*), hiệu ứng ngày

trong tuần (*the-day-of-the-week effects*), hiệu ứng tháng Giêng (*January effects*), hiệu ứng vòng quay tháng (*turn-of-the-month effects*), hiệu ứng vòng quay năm (*turn-of-the-year effects*), hiệu ứng Halloween (*Halloween effects*) là những minh chứng cho thấy sự thiếu phù hợp của giả thuyết thị trường hiệu quả. Một hiệu ứng khác cũng thường được đề cập đến trong các nghiên cứu về thị trường cổ phiếu, đó là: Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ. Theo hiệu ứng này, lợi nhuận cổ phiếu không ngẫu nhiên mà có xu thế lớn hơn vào các ngày giao dịch ở trước kỳ nghỉ

lễ. Các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến hiệu ứng kỳ nghỉ lễ đã được tìm thấy ở nhiều thị trường trên thế giới (Hoa Kỳ, Singapore, Hy Lạp, Cộng hòa Séc, Slovakia, Tây Ban Nha, Anh, Hồng Kông).

Tại thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, một vài công trình nghiên cứu đã đi đến kết luận rằng thị trường là không hiệu quả ở mức độ yếu (Truong & cộng sự, 2010; Do & cộng sự, 2015). Về mặt lý thuyết, nếu TTCK là không hiệu quả thì các trường hợp bất thường (anomalies) trong thay đổi giá của cổ phiếu có thể tồn tại trên thị trường. Thật vậy, một số hiệu ứng bất thường đã được tìm thấy trên TTCK Việt Nam, chẳng hạn như hiệu ứng ngày trong tuần (Truong, 2012; Trầm Thị Xuân Hương & cộng sự, 2014; Trầm Thị Xuân Hương & cộng sự, 2015), hiệu ứng Halloween (Friday & Hoang, 2015). Tuy nhiên, theo hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả cho đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có công trình nghiên cứu chính thức nào phân tích cận kẽ hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ đối với TTCK Việt Nam. Vì vậy, để bổ sung các bằng chứng thực nghiệm về tính không hiệu quả của TTCK Việt Nam, nghiên cứu này thực hiện kiểm định hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ đối với trường hợp của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

2. Cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm về hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ

Về phương diện lý thuyết, hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ có thể được giải thích dựa trên giả thuyết về phần bù lợi nhuận dành cho những ngày trì hoãn thanh toán (Lakonishok & Levi, 1982; Baillie & DeGennaro, 1989; Baillie & DeGennaro, 1990). Theo giả thuyết này, so với các ngày giao dịch khác trong tuần, giao dịch cổ phiếu ở ngày giao dịch cuối tuần (ngày thứ sáu) đòi hỏi nhà đầu tư phải chờ đợi thêm hai ngày cuối tuần (ngày thứ bảy và ngày chủ nhật) để hoàn thành quá trình thanh toán. Vì lý do này, nhà đầu tư bán cổ phiếu ở ngày thứ sáu sẽ được hưởng thêm phần bù lợi nhuận cho những ngày chờ đợi và kéo theo lợi nhuận cổ phiếu ở ngày

giao dịch cuối tuần có xu hướng lớn hơn so với các ngày giao dịch thông thường. Khi các kỳ nghỉ lễ xuất hiện, chúng cũng làm gián đoạn giao dịch tương tự như hai ngày nghỉ cuối tuần. Như vậy, nếu nhà đầu tư được bù đắp lợi nhuận cho các ngày nghỉ lễ thì có cơ sở để giả thuyết rằng lợi nhuận cổ phiếu ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ sẽ lớn hơn lợi nhuận cổ phiếu ở các ngày giao dịch khác trong năm.

Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm về hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ được thực hiện dựa trên sự so sánh giữa lợi nhuận cổ phiếu ở các ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ và lợi nhuận cổ phiếu ở các ngày giao dịch thông thường. Các nghiên cứu ở thị trường Hoa Kỳ cho thấy rằng, lợi nhuận bất thường trước kỳ nghỉ lễ có thể tồn tại đúng như dự báo của giả thuyết đóng cửa thị trường hoặc không. Ariel (1990) sử dụng kỹ thuật hồi quy trên dữ liệu lợi nhuận tần suất ngày của chỉ số CRSP giai đoạn 1963-1986 để kiểm định hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ. Kết quả phân tích cho thấy lợi nhuận cổ phiếu ở những ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ có xu hướng gia tăng. Các nghiên cứu khác của Liano & White (1994), Brockman & Michayluk (1998), Chong & cộng sự (2005), Cheong (2016) ở TTCK Hoa Kỳ cũng cho ra cùng một kết luận tương tự. Sử dụng dữ liệu của chỉ số S&P 500, NYSE, NASDAQ, AMEX giai đoạn 1987-1996 để phân tích thực nghiệm về chủ đề này, Vergin & McGinnis (1999) không tìm thấy sự khác biệt về mặt thống kê (bằng kiểm định t) giữa lợi nhuận cổ phiếu ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ và lợi nhuận cổ phiếu ở các ngày giao dịch thông thường đối với chỉ số S&P 500 và chỉ số NYSE. Tuy nhiên, nghiên cứu này đã tìm thấy sự tồn tại của hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trong trường hợp của chỉ số NASDAQ và chỉ số AMEX; và lợi nhuận trước kỳ nghỉ lễ ở giai đoạn 1987-1991 lớn hơn lợi nhuận trước kỳ nghỉ lễ ở giai đoạn 1992-1996. Trong một phân tích khác với dữ liệu lợi nhuận của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones, Marquering & cộng sự (2006) chỉ ra rằng lợi nhuận cổ phiếu ở các ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ bằng khoảng bảy lần so với lợi

nhuận ở các ngày giao dịch thông thường trong giai đoạn 1960-2003. Tuy nhiên, không phát hiện hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trong giai đoạn 1988-2003.

Các bằng chứng về sự khác biệt của lợi nhuận trước kỳ nghỉ lễ còn được tìm thấy ở một số thị trường khác bên ngoài Hoa Kỳ. Tan và Tat (1998) tìm thấy lợi nhuận cổ phiếu ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ lớn hơn so với lợi nhuận ở các ngày giao dịch còn lại khi sử dụng dữ liệu chỉ số SES All- Singapore (thị trường Singapore) trong giai đoạn 01/1975-12/1994. Coutts & cộng sự (2000) nghiên cứu hiệu ứng kỳ nghỉ lễ trên thị trường Athen (Hy Lạp) bằng dữ liệu chỉ số General index (giai đoạn 1986-1996), Bank index (giai đoạn 1986-1996), Insurance index (giai đoạn 1990-1996), Leasing index (giai đoạn 1992-1996). Phân tích hồi quy và kiểm định t cho thấy lợi nhuận cổ phiếu ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ có xu hướng lớn hơn so với lợi nhuận ở các ngày giao dịch còn lại trong trường hợp của General index, Bank index, Insurance index. Mặc dù vậy, hiệu ứng kỳ nghỉ lễ đối với chỉ số Leasing index chỉ xuất hiện trong kiểm định t. Meneu & Pardo (2004) tìm thấy lợi nhuận trung bình của cổ phiếu ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ gấp khoảng 6 đến 14 lần lợi nhuận trung bình ở các ngày giao dịch còn lại khi khảo sát ở thị trường Tây Ban Nha trong giai đoạn từ 01/1990 đến 12/2000. Kết quả phân tích bằng hồi quy cho thấy ở mức ý nghĩa 1%, lợi nhuận trước kỳ nghỉ lễ của chỉ số IBEX-35 lớn hơn so với lợi nhuận cổ phiếu ở các ngày giao dịch thông thường. Cũng bằng kiểm định t, Chong & cộng sự (2005) tìm thấy hiện tượng lợi nhuận bất thường ở Anh và Hồng Kông trong giai đoạn 01/1973-07/2003. Tuy nhiên, Tonchev & Kim (2004) không tìm thấy hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ ở Cộng hòa Séc và Slovakia trong giai đoạn 01/01/1999-18/6/2003. Có thể thấy, hiệu ứng kỳ nghỉ lễ trên lợi nhuận của cổ phiếu không phải là đặc điểm riêng của thị trường Hoa Kỳ mà còn là đặc điểm của nhiều thị trường khác.

Coutts & cộng sự (2000), Meneu & Pardo (2004) không chỉ quan tâm đến xu thế lớn

hơn của lợi nhuận mà còn tìm hiểu xem liệu mức độ rủi ro ở các ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ có gia tăng theo sự gia tăng của lợi nhuận hay không. Kết quả phân tích của họ cho thấy, độ biến động lợi nhuận cổ phiếu không có xu hướng gia tăng mặc dù lợi nhuận ở các ngày giao dịch trước kỳ lễ có xu hướng lớn hơn lợi nhuận ở các ngày giao dịch thông thường. Đây là một phát hiện bất ngờ vì nó đi ngược lại lý thuyết đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro trong hoạt động đầu tư.

Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ có xu hướng suy yếu dần theo thời gian cũng là một khám phá khác có vai trò quan trọng trong việc nhận diện sự cải thiện hiệu quả về mặt thông tin của thị trường. Theo ngụ ý của giả thuyết thị trường hiệu quả (Fama, 1970), lợi nhuận cổ phiếu là một đại lượng ngẫu nhiên bởi lẽ tất cả thông tin đều được phản ánh đầy đủ và tức thì vào trong giá cổ phiếu. Nếu giả thuyết này phù hợp, lợi nhuận bất thường trước kỳ nghỉ lễ sẽ không thể tồn tại. Vergin & Mcginnis (1999), Chong & cộng sự (2005), Marquering & cộng sự (2006) chỉ ra rằng lợi nhuận bất thường trước kỳ nghỉ lễ giảm dần cường độ của nó theo thời gian. Hiện tượng này có thể là do mức độ hiệu quả của thị trường được cải thiện dần dần theo thời gian.

Cũng cần lưu ý thêm, hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ là một hiện tượng bất thường nhưng rất có thể nó độc lập với các hiệu ứng khác trên TTCK xuất hiện trong năm. Brockman & Michayluk (1998) cho rằng khi loại trừ lợi nhuận trước kỳ lễ năm mới (*New Years Day*), hầu hết các kết quả phân tích cho thấy hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ vẫn được duy trì. Lợi nhuận gia tăng trước kỳ nghỉ lễ cũng không bị triệt tiêu sau khi kiểm soát các hiệu ứng: hiệu ứng cuối tuần, hiệu ứng ngày trong tuần, hiệu ứng tháng Giêng, hiệu ứng vòng quay tháng, hiệu ứng vòng quay năm (Ariel, 1990; Tan & Tat, 1998; Meneu & Pardo, 2004).

Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ (lợi nhuận trước ngày nghỉ lễ cao hơn các ngày còn lại) đã tồn tại trên một số TTCK. Trong

khi đó, độ biến động lại không có xu hướng gia tăng ở trước kỳ nghỉ lễ. Mặc dù hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ có dấu hiệu suy tàn theo thời gian nhưng nó độc lập với một số hiệu ứng khác (như hiệu ứng ngày trong tuần, hiệu ứng tháng Giáng, hiệu ứng ngày thứ 6, hiệu ứng vòng quay tháng, hiệu ứng vòng quay năm).

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Trong nghiên cứu này, lợi nhuận cổ phiếu được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận của chỉ số VN-Index, chỉ số đại diện cho giá của các cổ phiếu được niêm yết tại HOSE. Dữ liệu được sử dụng là dữ liệu giá đóng cửa ở dạng chuỗi thời gian theo tần suất ngày. Đầu tiên, số liệu được thu thập cho khoảng thời gian từ 27/12/2007 đến 30/6/2017 tại website của Công ty chứng khoán (CTCK) Ngân hàng Đông Á (www.dag.vn). Trên cơ sở chỉ số đóng cửa của VN-Index, tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu được tính toán theo dạng kép liên tục (*continuous compounding*) như sau:

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

Trong đó:

R_t : Tỷ suất lợi nhuận thị trường (tỷ suất lợi nhuận của các cổ phiếu) ở ngày t ;

p_t : Chỉ số VN-Index tại thời điểm đóng cửa ở ngày t ;

p_{t-1} : Chỉ số VN-Index tại thời điểm đóng cửa ở ngày $t-1$.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

So với các kiểm định thống kê thông thường, kiểm định hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ bằng kỹ thuật hồi quy cho phép hiệu chỉnh mô hình dễ dàng để kiểm soát một số yếu tố khác có liên quan như: hiệu ứng ngày trong tuần, sự suy tàn của hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ, tác động của hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ đến mức độ rủi ro. Trong nghiên cứu này, mô hình hồi quy được sử dụng có dạng như sau:

$$R_t = \mu + \lambda_1 Hol_t + \varepsilon_t \quad (\text{Mô hình 1})$$

là lợi nhuận của cổ phiếu ở ngày t và Hol_t là biến giả đại diện cho ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ. $Hol_t = 1$ nếu ngày t là ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ và trường hợp ngược lại, $Hol_t = 0$.

μ và ε_t lần lượt là tham số và sai số ngẫu nhiên nhiều trắng của mô hình. Nếu ngày giao dịch không phải là ngày trước kỳ nghỉ lễ, $Hol_t = 0$ và lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu là μ . Ngược lại, nếu ngày giao dịch là ngày trước kỳ nghỉ lễ, $Hol_t = 1$ và lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu là $\mu + \lambda_1$. Như vậy, hệ số λ_1 đại diện cho chênh lệch lợi nhuận kỳ vọng giữa ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ và ngày giao dịch thông thường. Nếu hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ tồn tại, λ_1 được kỳ vọng mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê.

Như đã đề cập ở nội dung về cơ sở lý thuyết, hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ và hiệu ứng cuối tuần có thể có cùng một nguồn gốc, đó là sự gián đoạn giao dịch làm phát sinh phần bù lợi nhuận cho nhà đầu tư. Các nghiên cứu của Truong (2012), Trầm Thị Xuân Hương & cộng sự (2014), Trầm Thị Xuân Hương & cộng sự (2015) cho thấy hiệu ứng ngày trong tuần hiện diện ở TTCK Việt Nam. Để tránh nhầm lẫn (có thể xảy ra) giữa hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ và hiệu ứng ngày trong tuần, mô hình 1 được thực hiện lại trong trạng thái có kiểm soát hiệu ứng ngày trong tuần. Cụ thể:

$$R_t = \mu + \sum_{j=3}^6 d_j D_{jt} + m_1 Hol_t + f_t$$

(Mô hình 2)

Trong phương trình trên, D_{jt} là biến giả đại diện cho ngày thứ j trong tuần. Nếu ngày giao dịch t là ngày thứ j trong tuần, D_{jt} sẽ bằng 1. Ngược lại, nếu ngày giao dịch không phải là ngày thứ j trong tuần, D_{jt} sẽ bằng 0¹. Hệ số d_j là hệ số đại diện cho sự khác biệt lợi nhuận kỳ vọng của ngày thứ j so với ngày thứ hai.

Tương tự với các nghiên cứu trước của Vergin & McGinnis (1999), Marquering & cộng sự (2006), Chong & cộng sự (2005), bài viết này cũng khám phá xem liệu hiệu ứng kỳ nghỉ lễ có suy tàn dần theo thời gian

¹ Bởi vì mô hình có chứa hệ số chặn, biến giả đại diện cho ngày thứ hai sẽ không được tích hợp vào mô hình nhằm tránh hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo (perfect multicollinearity).

hay không. Việc làm này đòi hỏi mở rộng mô hình phân tích sang dạng:

$$R_t = n + \sum_{j=3}^6 d_j D_{jt} + m_1 H_{0t} + m_2 (T H_{0t}) + f_t$$

(Mô hình 3)

Trong mô hình này, T là biến xu thế thời gian và λ_2 là hệ số. T = 1; 2; 3... cho ngày giao dịch mang số thứ tự 1; 2; 3... trong mẫu dữ liệu. Ở Mô hình 3, dễ thấy hệ số góc thực của biến H_{0t} là $(\lambda_1 + \lambda_2 T)$ hay nói khác đi, lợi nhuận kỳ vọng ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ lớn hơn lợi nhuận kỳ vọng ở ngày giao dịch thông thường một lượng là $(\lambda_1 + \lambda_2 T)$. Đạo hàm của hệ số góc $(\lambda_1 + \lambda_2 T)$ theo T chính là λ_2 . Nếu λ_2 mang giá trị âm, thời gian T càng dài sẽ càng làm giảm $(\lambda_1 + \lambda_2 T)$ hay nói khác đi, chênh lệch lợi nhuận sẽ nhỏ dần theo thời gian và ngược lại.

Cần chú ý thêm, các Mô hình 1, 2 và 3 chỉ cho phép khám phá hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trên lợi nhuận của cổ phiếu. Nhằm mở rộng phạm vi phân tích, bài viết này còn sử dụng thêm mô hình GARCH (Bollerslev, 1986) để kiểm định hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trên độ biến động của cổ phiếu. Mô hình GARCH có dạng như sau:

$$R_t = n + \sum_{j=3}^6 d_j D_{jt} + m_1 H_{0t} + m_2 (T H_{0t}) + f_t$$

$$h_t = a_0 + a_1 f_{t-1}^2 + a_2 h_{t-1} + \sum_{j=3}^6 d_j D_{jt} + c_1 H_{0t} + c_2 (T H_{0t})$$

(Mô hình 4)

Trong Mô hình 4, $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \beta_1, \gamma_1, \gamma_2$ là các hệ số của mô hình. Phương trình đầu tiên của Mô hình 4 được gọi là phương trình trung bình và nó có dạng giống với phương trình của Mô hình 3. Phương trình thứ 2 là phương trình phương sai có điều kiện với h_t là phương sai có điều kiện ở ngày t. Phương sai này chính là thước đo độ biến động hay mức độ rủi ro của hoạt động đầu tư cổ phiếu. Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ đối với rủi ro được xem xét qua hệ số góc $(\gamma_1 + \gamma_2 T)$, hệ số góc của biến số H_{0t} . Đạo hàm của hệ số góc này theo biến T sẽ bằng γ_2 . Nếu γ_2 âm và có ý nghĩa thống kê, mức độ chênh lệch rủi ro (giữa ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ và ngày giao dịch thông thường sẽ nhỏ dần khi thời gian (đo bằng biến T) gia tăng. Hệ số β_1

được để đo lường ảnh hưởng của hiệu ứng ngày trong tuần lên mức độ rủi ro.

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 trình bày một số chỉ tiêu thống kê cơ bản đối với chuỗi dữ liệu tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu. Do tỷ suất lợi nhuận được tính toán theo dạng kép liên tục với phép biến đổi logarit, giá trị trung bình và trung vị của chúng tương đối nhỏ. Giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất và độ lệch chuẩn cho thấy xu hướng biến động mạnh xung quanh giá trị trung bình của biến số tỷ suất lợi nhuận. Kết quả từ kiểm định Jarque-Bera cho thấy không có đủ bằng chứng thống kê để bác bỏ giả thuyết phân phối chuẩn. Mặt khác, dữ liệu thỏa mãn tính dừng bởi vì giả thuyết nghiệm đơn vị trên chuỗi dữ liệu bị bác bỏ mức ý nghĩa 1%. Nhìn chung, dữ liệu đủ điều kiện để tiến hành các mô hình phân tích đã được trình bày.

Có 6 dịp lễ được nghỉ ở Việt Nam bao gồm: (1) Tết Dương Lịch; (2) Tết Nguyên Đán; (3) Giỗ Tổ Hùng Vương; (4) Ngày Giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước; (5) Ngày Quốc tế Lao động; (6) Ngày Quốc khánh. Thông thường, Ngày Giải phóng miền Nam,

Bảng 1. Một số chỉ tiêu thống kê đối với tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu

Chỉ tiêu thống kê	Giá trị
Trung bình	-0,0000724
Trung vị	0,000401
Giá trị lớn nhất	0,046468
Giá trị nhỏ nhất	-0,060512
Độ lệch chuẩn	0,014481
Skewness	-0,249793
Kurtosis	4,499687
Jarque-Bera	246,5331*
Kiểm định ADF	-38,12241*
Số quan sát	2.368

Ký hiệu * là bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 1%. Giả thuyết H_0 của kiểm định Jarque-Bera là dữ liệu có phân phối chuẩn; giả thuyết H_0 của Kiểm định ADF là dữ liệu có nghiệm đơn vị (unit root).

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu được thu thập tại website của CTCK Ngân hàng Đông Á (www.dag.vn)

Bảng 2. Kết quả phân tích hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ

Hệ số	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
μ	-0,000175	-0,000829	-0,000822	-0,000806
∂_3		-0,000497	-0,000503	-0,000493
∂_4		0,001145	0,001142	0,001148
∂_5		0,000918	0,000911	0,000908
∂_6		0,001745***	0,001726***	0,001726
λ_1	0,005037**	0,004494**	0,008104**	0,008103**
λ_2			-3,14.(10 ⁻⁰⁶)	-3,50.(10 ⁻⁰⁶)
α_0				0,000177*
α_1				0,149994*
α_2				0,599969*
δ_3				-0,000117*
δ_3				-0,000112*
δ_3				-9,87.(10 ⁻⁰⁵) *
δ_3				-0,000102*
γ_1				-7,53.(10 ⁻⁰⁵)
γ_2				-5,57.(10 ⁻⁰⁸)*

Ký hiệu *, ** và *** lần lượt là bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Giả thuyết H_0 đối với các hệ số ước lượng là hệ số bằng 0.

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu được thu thập tại website của CTCK Ngân hàng Đông Á (www.dag.vn)

thống nhất đất nước và Ngày Quốc tế Lao động liên kế nhau. Vì vậy, có thể xem có 5 kỳ nghỉ lễ là: (1) Tết Dương Lịch; (2) Tết Nguyên Đán; (3) Giỗ Tổ Hùng Vương; (4) Ngày Giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước và Ngày Quốc tế Lao động; (5) Ngày Quốc khánh.

Riêng đối với dữ liệu của nghiên cứu này, năm 2015 chỉ có 4 kỳ nghỉ lễ bởi vì các dịp lễ: Giỗ Tổ Hùng Vương; Ngày Giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước và Ngày Quốc tế Lao động được gộp lại thành 1 kỳ nghỉ chung. Mặt khác, dữ liệu năm 2017 chỉ được thu thập đến tháng 6 cho nên cũng chỉ có 4 kỳ nghỉ lễ trong năm này (chưa đến kỳ nghỉ Quốc khánh). Như vậy, có 48 giá trị của Hol_t bằng 1 và các giá trị còn lại của Hol_t bằng 0. Bảng 2 trình bày các kết quả phân tích thực nghiệm của các mô hình.

Hiệu ứng ngày trong tuần trên lợi nhuận cổ phiếu xuất hiện ở Mô hình 2 và Mô hình 3 (hệ số ∂_6 dương và có ý nghĩa thống kê). Như vậy, so với ngày giao dịch là ngày thứ hai, lợi nhuận cổ phiếu ở giao dịch là ngày thứ sáu sẽ có xu hướng lớn hơn. Mặt khác,

Mô hình 4 cho thấy rằng độ biến động cổ phiếu ở ngày thứ sáu cũng như ngày thứ ba, ngày thứ tư, ngày thứ năm có xu hướng nhỏ hơn độ biến động cổ phiếu ở ngày thứ hai. Trong 3 mô hình đầu tiên, hệ số λ_1 mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê. Như vậy, có đủ bằng chứng thống kê để kết luận rằng tồn tại hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trên lợi nhuận của cổ phiếu. Mặc dù vậy, trái với kết quả thực nghiệm của Vergin & McGinnis (1999), Marquering & cộng sự (2006), Chong & cộng sự (2005), cả Mô hình 3 và Mô hình 4 đều không phát hiện sự suy tàn của hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ theo thời gian (hệ số λ_2 không có ý nghĩa thống kê).

Ở phương diện mức độ rủi ro, nghiên cứu này phát hiện hệ số γ_1 không khác 0 một cách có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó, tham số γ_2 khác 0 một cách có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Như vậy, chênh lệch rủi ro ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ và rủi ro ở ngày giao dịch thông thường là $\gamma_2 T = -5,59(10^{-08})T$. Bởi vì $T \geq 1$ nên $\gamma_2 T$ luôn âm trên chuỗi dữ liệu được thu thập và nếu T càng lớn, $\gamma_2 T$ sẽ càng nhỏ (âm càng nhiều) hay rủi ro ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ sẽ càng nhỏ hơn rủi ro ở ngày giao dịch thông thường. Hiện tượng này có thể là do cùng với sự trưởng thành dần của TTCK theo thời gian, tâm lý thận trọng trước kỳ nghỉ lễ của các nhà đầu tư tăng dần. Điều này kéo theo giảm sự giảm sút mức độ giao dịch nhiễu (*noise trading*) trước kỳ nghỉ lễ và cuối cùng làm giảm dần mức độ biến động (rủi ro) trước kỳ nghỉ lễ.

5. Kết luận và khuyến nghị

Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ trên thị trường cổ phiếu là một chủ đề rất được quan tâm về phương diện lý thuyết lẫn thực hành. Bên cạnh nhiều công trình về chủ đề này đã được

thực hiện ở nhiều nơi trên thế giới, bài viết này kiểm định hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ đối với trường hợp của HOSE. Kết quả phân tích từ bài viết cho thấy có sự gia tăng của lợi nhuận cổ phiếu trước kỳ nghỉ lễ khi nghiên cứu bằng các dạng mô hình hồi quy thông thường và mô hình GARCH. Bên cạnh đó, mô hình GARCH còn chỉ ra độ biến động của thị trường cổ phiếu ở các ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ có xu hướng nhỏ dần theo

thời gian so với độ biến động ở các ngày giao dịch thông thường. Thực trạng này gợi ý rằng, các nhà đầu tư có thể thu được lợi nhuận bất thường bằng cách mua danh mục cổ phiếu ở các ngày giao dịch thông thường và bán danh mục cổ phiếu ở ngày giao dịch trước kỳ nghỉ lễ. Tuy nhiên, chiến lược này cần được xem xét cẩn thận trong mối tương quan với chi phí giao dịch mà nhà đầu tư phải chi trả. ■

Tài liệu tham khảo

1. Ariel, R. A. (1990), *High stock returns before holidays: Existence and evidence on possible causes*, *The Journal of Finance*, 45(5), 1611-1626.
2. Baillie, R. T., & DeGennaro, R. P. (1989), *The impact of delivery terms on stock return volatility*, *Journal of Financial Services Research*, 3(1), 55-76.
3. Baillie, R. T., & DeGennaro, R. P. (1990), *Stock returns and volatility*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(02), 203-214.
4. Bollerslev, T. (1986), *Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity*, *Journal of Econometrics*, 31(3), 307-327.
5. Brockman, P., & Michayluk, D. (1998), *The persistent holiday effect: Additional evidence*, *Applied Economics Letters*, 5(4), 205-209.
6. Cheong, F. S. (2016), *Debunking Two Myths of the Weekend Effect*, *International Journal of Financial Studies*, 4(2), 7.
7. Chong, R., Hudson, R., Keasey, K., & Littler, K. (2005), *Pre-holiday effects: International evidence on the decline and reversal of a stock market anomaly*, *Journal of International Money and Finance*, 24(8), 1226-1236.
8. Coutts, A., Kaplanidis, C., & Roberts, J. (2000), *Security price anomalies in an emerging market: the case of the Athens Stock Exchange*, *Applied Financial Economics*, 10(5), 561-571.
9. Do, T. T. N., Le, T. B. & Nguyen, T. T. (2015), 'Stock-market efficiency in emerging market: Evidence from Vietnamese stock market', *Proceeding of International Conference - Finance and Performance of Firms in Science, Education and Practice*, 204-216.
10. Fama, E. F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
11. Friday, H. S., & Hoang, N. (2015), *Seasonality in the Vietnam Stock Index*, *The International Journal of Business and Finance Research*, 9(1), 103-112.
12. Lakonishok, J., & Levi, M. (1982), *Weekend effects on stock returns: a note*, *The Journal of Finance*, 37(3), 883-889.
13. Liano, K., & White, L. R. (1994), *Business cycles and the pre-holiday effect in stock returns*, *Applied Financial Economics*, 4(3), 171-174.
14. Truong, D. L. (2012), *Day-of-the-week effect on stock returns and volatility: The case of Ho Chi Minh stock exchange, Vietnam*, *Asian Journal of Management Research*, 2(1), 711-721.
15. Marquering, W., Nisser, J., & Valla, T. (2006), *Disappearing anomalies: a dynamic analysis of the persistence of anomalies*, *Applied Financial Economics*, 16(4), 291-302.
16. Meneu, V., & Pardo, A. (2004), *Pre-holiday effect, large trades and small investor behaviour*, *Journal of Empirical Finance*, 11(2), 231-246.
17. Tan, R. S. K., & Tat, W. N. (1998), *The diminishing calendar anomalies in the stock exchange of Singapore*, *Applied financial economics*, 8(2), 119-125.
18. Tonchev, D., & Kim, T. H. (2004), *Calendar effects in Eastern European financial markets: evidence from the Czech Republic, Slovakia and Slovenia*, *Applied Financial Economics*, 14(14), 1035-1043.
19. Trâm Thị Xuân Hương, Trần Thị Mộng Tuyết & Nguyễn Phúc Cảnh (2014), *Nghiên cứu hiệu ứng các ngày trong tuần trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, 96, 35-42.
20. Trâm Thị Xuân Hương, Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh (2015), *Hiệu ứng ngày thứ hai trên thị trường chứng khoán Việt Nam trước và sau khủng hoảng*, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 20 (30), 55-60.
21. Truong, D. L., Lanjouw, G., & Lensink, R. (2010), 'Stock-market efficiency in thin-trading markets: The case of the Vietnamese stock market', *Applied Economics*, 42(27), 3519-3532.
22. Vergin, R. C., & McGinnis, J. (1999), *Revisiting the holiday effect: is it on holiday?*, *Applied Financial Economics*, 9(5), 477-482.

Thông tin tác giả

Trương Đông Lộc, Phó Giáo sư- Tiến sĩ
Khoa Kinh tế, Đại học Cần Thơ
Email: tdloc@ctu.edu.vn

Võ Quốc Anh, Thạc sĩ
Đại học Kiên Giang
Email: voquocanh01@gmail.com

Lê Phương Ngọc Hiền, Thạc sĩ
Đại học Kiên Giang
Email: lephuongngochien@gmail.com

Summary

The pre-holiday effects on stock returns and volatility: An empirical study in Ho Chi Minh Stock Exchange

This study aims to test the hypothesis of pre-holiday effects in Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE). Using the data of daily closing prices of VN-Index during the period from December 27, 2007 to June 30, 2017, this study finds that stock returns tend to increase in the advance of holidays. Moreover, stock volatility on trading days before holidays tend to decay overtime in comparison to stock volatility on remaining trading days.

Keywords: Volatility, HOSE, stock returns, pre-holiday..

Loc Dong Truong, Assoc.Prof. PhD.
College of Economics, Can Tho University

Anh Quoc Vo, MEd
Kien Giang University

Hien Phuong Ngoc Le, MEd
Kien Giang University

tiếp theo trang 41

doanh nghiệp FDI.

Kết quả của nghiên cứu này cho thấy rằng động cơ thâm nhập của NHNNg vào Việt Nam không những theo sau khách hàng của họ mà còn vì mục tiêu lợi nhuận, điều này sẽ đặt áp lực cạnh tranh rất lớn lên các NHTM trong nước. Do nhu cầu gia tăng lợi nhuận, NHNNg sẽ thực hiện chiến lược giành thị phần từ các ngân hàng nội địa bằng việc nâng cao chất lượng sản phẩm dịch vụ. Vì vậy, các NHTM trong nước cần đề ra chiến lược để gia tăng năng lực cạnh tranh trong bối cảnh hội nhập quốc tế.

Cuối cùng, kết quả của nghiên cứu cho thấy mức độ tập trung trong lĩnh vực ngân hàng có vai trò khuyến khích sự hiện diện của các NHNNg tại Việt Nam. Do vậy, để đẩy mạnh việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng góp phần tăng cường tiềm lực tài chính của các NHTM tại Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước cần tiếp tục đẩy mạnh công tác tái cấu trúc hệ thống NHTM Việt Nam theo hướng giảm bớt dần các NHTM yếu kém và quy mô quá nhỏ thông qua các hình thức sáp nhập hay hợp nhất. ■