

PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA ĐẠI DỊCH COVID-19 ĐẾN LỢI SUẤT THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TRÊN TỪNG NHÓM NGÀNH

Kim Hương Trang¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Lê Minh Hằng

Tổng công ty Dịch vụ số Viettel-Viettel Digital Services, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 28/12/2021; Ngày hoàn thành biên tập: 12/05/2022; Ngày duyệt đăng: 19/05/2022

Tóm tắt: Nghiên cứu tìm hiểu tác động của đại dịch COVID-19 đến lợi suất thị trường chứng khoán Việt Nam. Phương pháp nghiên cứu sự kiện được sử dụng kết hợp với bộ dữ liệu về chỉ số chứng khoán của 10 nhóm ngành trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Nghiên cứu tính toán lợi suất bất thường của chỉ số chứng khoán từng nhóm ngành trong 10 ngày xung quanh sự kiện thông báo bùng phát dịch bệnh COVID-19 lần thứ nhất từ ngày 13/01 đến ngày 17/02/2020 và lần thứ tư từ ngày 12/04 đến ngày 13/05/2021 tại Việt Nam. Kết quả cho thấy đại dịch tác động đến lợi suất chứng khoán từng nhóm ngành theo các cách khác nhau. Cụ thể, ngành tài chính phản ứng tích cực; ngành công nghiệp, hàng tiêu dùng và hàng tiêu dùng thiết yếu phản ứng tiêu cực trong khi ngành bất động sản không cho thấy lợi suất bất thường do tác động của COVID-19. Ngoài ra, một số ngành ghi nhận sự ảnh hưởng không đồng nhất giữa các đợt dịch khác nhau, theo đó, đợt dịch đầu tiên tác động rõ rệt hơn so với đợt dịch thứ tư. Những phát hiện này phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với từng nhóm ngành nói riêng và toàn bộ nền kinh tế nói chung trong bối cảnh đại dịch.

Từ khóa: COVID-19, Thị trường chứng khoán Việt Nam, Lợi suất bất thường, Hiệu ứng ngành, Nghiên cứu sự kiện

IMPACTS OF THE COVID-19 PANDEMIC ON VIETNAM STOCK MARKET RETURN: EMPIRICAL EVIDENCE BY SECTORS

Abstract: This study aims to analyze the impacts of the COVID-19 pandemic on stock market return in Vietnam. The event study methodology was applied to closing daily data derived from 10 sector indices on the Ho Chi Minh Stock Exchange to calculate abnormal returns (AR) for 10 trading days before and after the announcement of the COVID-19 in the first outbreak from January 13

¹ Tác giả liên hệ, Email: kimhuongtrang@ftu.edu.vn

to February 17, 2020 and the fourth one from April 12 to May 13, 2021. The results indicate that the COVID-19 outbreak influences sectors in different ways. The financial sector exhibits positive ARs; in contrast, negative ARs are found in the industrial, consumer staples, and consumer discretionary sectors; while the real estate sector tends to have no sentiment. Besides, the effect varies from each stage of the COVID-19 outbreak, the impact of the first outbreak is stronger than the fourth one. These findings reflect the investors' expectations for the different sectors and the economy as a whole under the context of the COVID-19.

Keywords: COVID-19, Vietnam Stock Market, Abnormal Return, Sector Effect, Event Study Method

1. Giới thiệu

Khởi nguồn là một cuộc khủng hoảng về y tế, COVID-19 đã dần lan rộng và có những tác động sâu rộng đến mọi khía cạnh đời sống, đặc biệt cho thấy những hậu quả lâu dài đối với nền kinh tế và các thị trường, bao gồm cả thị trường chứng khoán (Hongsakulvasu & Liamukda, 2020). Các nghiên cứu trên thế giới về tác động COVID-19 đến thị trường chứng khoán (TTCK) là vô cùng phong phú và đa dạng, xem xét ở nhiều khía cạnh khác nhau như về mối liên hệ giữa số ca nhiễm, số ca tử vong và lợi nhuận trên TTCK (Al-Awadhi & cộng sự, 2020); về khía cạnh tâm lý hành vi của các nhà đầu tư trước thông tin về dịch bệnh (Budiarso & cộng sự, 2020); về hiệu ứng ngành (Sayed & Eledum, 2021; Alam & cộng sự, 2020); hiệu ứng quốc gia (Liu & cộng sự, 2020).

Đại dịch COVID-19 bắt đầu ảnh hưởng tới TTCK Việt Nam từ cuối tháng 01/2020, đã dẫn đến một đợt sụt giảm nhanh và mạnh chưa từng thấy, chỉ số VN-Index đã sụt giảm 33,51%, xuống mức thấp nhất trong vòng ba năm. Do đó việc hiểu về tác động của đại dịch COVID-19 đối với lợi suất TTCK sẽ là tiền đề cho những chiến lược kiểm soát rủi ro, nâng cao hiệu quả đầu tư cũng như góp phần phát triển nền kinh tế một cách lành mạnh.

Bên cạnh đó, đại dịch COVID-19 bùng phát cũng ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh, dẫn tới hiệu quả hoạt động trên các lĩnh vực ngành nghề sẽ bị ảnh hưởng là điều không thể tránh khỏi. Các nghiên cứu trước chỉ ra rằng mỗi lĩnh vực, mỗi ngành nghề có thể bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh theo các cách khác nhau (He & cộng sự, 2020). Chính vì vậy, trước bối cảnh của đại dịch COVID-19, mức độ ảnh hưởng của đại dịch đến lợi suất chứng khoán của các nhóm ngành là như thế nào, hay xu hướng lợi nhuận cổ phiếu của các nhóm ngành ra sao là những câu hỏi mà không ít các chuyên gia và nhà đầu tư trên TTCK hiện đang quan tâm.

Nghiên cứu sẽ tập trung phân tích tác động của đại dịch COVID-19 đến lợi suất TTCK Việt Nam, dưới góc độ lợi suất chứng khoán của từng nhóm ngành. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng TTCK Việt Nam phản ứng trước thông tin về bùng phát đại dịch COVID-19. Cụ thể, lợi suất chứng khoán từng nhóm ngành bị ảnh hưởng theo các cách khác nhau, cả tiêu cực lẫn tích cực. Bên cạnh đó, mức độ ảnh hưởng cũng

khác nhau theo từng giai đoạn bùng dịch, lợi suất TTCK phản ứng rõ rệt trước tin tức về bùng phát dịch COVID-19 trong đợt dịch đầu tiên hơn so với đợt dịch thứ tư. Những phát hiện này sẽ giúp các nhà đầu tư xác định được xu hướng phản ứng qua giá cả trước thông tin về dịch bệnh của từng nhóm ngành cụ thể, có giá trị trong hoạt động phân tích cơ bản và đưa ra chiến lược đầu tư cho các nhà đầu tư. Đồng thời, những phát hiện của nghiên cứu cũng đóng góp vào sự đa dạng của các công trình nghiên cứu về mảng đề tài về tác động của những sự kiện khẩn cấp và bất ngờ đến thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng.

Bố cục của nghiên cứu gồm có 6 phần. Phần 1 giới thiệu vấn đề nghiên cứu. Cơ sở lý thuyết và tổng quan về tình hình nghiên cứu được trình bày trong phần 2. Phần 3 giới thiệu phương pháp nghiên cứu. Phần 4 và phần 5 lần lượt trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu. Kết luận và hàm ý chính sách được thực hiện trong phần 6.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan tình hình nghiên cứu

2.1 Cơ sở lý thuyết

2.1.1 Lý thuyết thị trường hiệu quả

Thị trường hiệu quả là thị trường mà ở đó giá trị thị trường của cổ phiếu phản ánh tất cả thông tin có sẵn trên thị trường tại thời điểm đó và công chúng không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá dựa trên thông tin đó (Fama & cộng sự, 1969).

Thị trường được chia thành ba cấp độ hiệu quả: (i) Hiệu quả dạng yếu, (ii) Hiệu quả dạng vừa và (iii) Hiệu quả dạng mạnh. Thị trường hiệu quả dạng yếu cho rằng giá cổ phiếu hiện tại phản ánh đầy đủ thông tin về giá trong quá khứ. Đối với thị trường hiệu quả dạng vừa, giá cổ phiếu trên thị trường phản ánh đầy đủ các thông tin trong quá khứ và hiện tại, chẳng hạn như thông tin công bố của thông tin về lợi nhuận, cổ tức, ban điều hành. Trong khi thị trường hiệu quả dạng mạnh cho rằng tất cả thông tin trên thị trường được phản ánh trong giá cổ phiếu, kể cả các thông tin nội gián, do đó các giao dịch không thể được thực hiện dựa trên thông tin nội bộ (Fama, 1970).

Tuy nhiên trên thực tế, bằng chứng thực nghiệm cho thấy không phải lúc nào giả thuyết thị trường hiệu quả cũng có thể sử dụng, lý thuyết này cho thấy một số tranh cãi bởi một số yếu tố bất thường.

Thứ nhất, phản ứng thái quá của thị trường. De Bondt & Thaler (1987) đã chỉ ra rằng cổ phiếu có thể phản ứng thái quá đối với sự kiện công bố thông tin. Điều này vi phạm giả thuyết thị trường hiệu quả bởi vì các nhà đầu tư có thể kiếm lợi suất cao bất thường bằng cách mua ngay khi có thông tin xấu và bán lại sau vài tuần khi lợi suất ổn định lại ở mức bình thường.

Thứ hai, thông tin mới thường không được phản ánh ngay vào giá cổ phiếu. Theo giả thuyết thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu phản ứng khá nhanh trước các thông tin mới. Tuy nhiên, những bằng chứng gần đây cho thấy giá cổ phiếu không điều chỉnh ngay khi tin tức, thay vào đó, giá cổ phiếu sẽ tăng trong một thời gian sau khi có tin tức tốt và sẽ giảm sau khi có thông tin bất lợi (Chan & cộng sự, 1996).

2.1.1 Lý thuyết tài chính hành vi

Theo Tversky & Kahneman (1974), hành vi của nhà đầu tư được tiếp cận dựa trên những yếu tố sau: (i) Kinh nghiệm, tức dựa vào tình huống điển hình, tính sẵn có hoặc thông tin tham chiếu; (ii) Sự lệch lạc về hành vi do thiếu hiểu biết, đầu tư dựa vào kinh nghiệm, cảm xúc và dựa trên sự tương tác xã hội; (iii) Tâm lý đám đông, tức bắt chước hành động của các nhà đầu tư khác hoặc tuân theo các diễn biến của thị trường thay vì dựa trên nguồn thông tin và chiến lược đầu tư của chính mình. Các nghiên cứu tài chính hành vi cho thấy tâm lý nhà đầu tư thay đổi dựa trên thông tin họ nhận được, do đó có thể ảnh hưởng đến quyết định và hành vi của nhà đầu tư, từ đó tác động đến giá cổ phiếu (Kouser & cộng sự, 2016).

2.2 Tổng quan tình hình nghiên cứu

2.2.1 Nghiên cứu về tác động của các đại dịch đến thị trường chứng khoán

Chen & cộng sự (2009) đã khám phá ảnh hưởng của dịch SARS trên TTCK Đài Loan và chỉ ra tác động tiêu cực trên lĩnh vực khách sạn, du lịch, bán buôn và bán lẻ, trong khi ghi nhận lợi suất tích cực trên ngành công nghệ sinh học. Zhang & cộng sự (2003) sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện nhằm xem xét lợi nhuận bất thường của giá cổ phiếu trong các lĩnh vực khác nhau tại Trung Quốc, từ đó nhận thấy rằng đại dịch SARS ảnh hưởng đến TTCK Trung Quốc là không đáng kể, nhất là trong dài hạn, ngoại trừ lĩnh vực du lịch. Ichev & Marinc (2018) chỉ ra rằng đại dịch Ebola ảnh hưởng đáng kể đến các cổ phiếu trên TTCK Hoa Kỳ, ngoài ra các lĩnh vực khác nhau ảnh hưởng theo các cách khác nhau.

2.2.2 Nghiên cứu về tác động của đại dịch COVID-19 đến thị trường chứng khoán

Với đại dịch COVID-19, các tác động tiêu cực từ sự bùng phát dịch bệnh đối với TTCK trên toàn thế giới đã được ghi nhận trong nhiều nghiên cứu. Nghiên cứu của Liu & cộng sự (2020) chỉ ra rằng TTCK Trung Quốc và Châu Á chịu ảnh hưởng tiêu cực đáng kể, đặc biệt là ngành vận tải và ngành du lịch trong khi các ngành sản xuất dược phẩm, phần mềm và dịch vụ công nghệ thông tin phản ứng tích cực. Yan & cộng sự (2020) đã phân tích tác động tiềm ẩn của COVID-19 đến TTCK và kết luận rằng thị trường phản ứng tiêu cực trong ngắn hạn nhưng xét về dài hạn, thị trường sẽ tự điều chỉnh về giá trị thực của nó. Smales (2020) sử dụng lượng tìm kiếm trên Google (GSV) và chỉ ra rằng sự chú ý đối với COVID-19 càng tăng thì càng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận trên TTCK Hoa Kỳ, một số ngành được hưởng lợi, hoặc ít bị tổn thất do COVID-19 là ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, chăm sóc sức khỏe và công nghệ thông tin. Al-Awadhi & cộng sự (2020) sử dụng phân tích dữ liệu bảng cùng bộ dữ liệu chỉ số Hang Seng và Sở Giao dịch Chứng khoán Thượng Hải để kiểm tra tác động của COVID-19 trên TTCK Trung Quốc và chỉ ra rằng lợi suất cổ phiếu phản ứng tiêu cực trước sự tăng trong tổng số ca nhiễm hàng ngày và tổng số ca tử vong hàng ngày do đại dịch gây ra.

Nghiên cứu của Anh & Gan (2020) khám phá những tác động của sự bùng phát COVID-19 và cách ly toàn xã hội tại Việt Nam thông qua phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng, từ đó đi tới kết luận về tác động tiêu cực của số ca nhiễm COVID-19 đến lợi suất chứng khoán ở Việt Nam, đồng thời chỉ ra những diễn biến khác nhau của thị trường trước và sau thời gian cách ly xã hội. Hung & cộng sự (2021) nghiên cứu tác động của COVID-19 đến lợi suất TTCK thông qua mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) với dữ liệu bảng là chỉ số chứng khoán của 733 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và kết luận rằng số ca nhiễm COVID-19 tác động tiêu cực đến lợi suất chứng khoán, đặc biệt thể hiện rõ rệt ở giai đoạn trước giãn cách và ở đợt dịch thứ hai, so với giai đoạn giãn cách, đồng thời mức độ ảnh hưởng cũng khác nhau giữa các nhóm ngành. Hung & cộng sự (2021) đã sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện nhằm đánh giá lợi nhuận bất thường trên dữ liệu của 364 công ty niêm yết trên sàn HOSE qua ba sự kiện tương ứng với mỗi giai đoạn có biện pháp phòng ngừa. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng COVID-19 ảnh hưởng đến lợi nhuận bất thường của cổ phiếu và mức độ ảnh hưởng của mỗi giai đoạn dịch trên mỗi cổ phiếu cũng khác nhau, đặc biệt việc ban hành chỉ thị giãn cách xã hội và sự chuẩn bị tâm lý đã tác động tích cực đến lợi suất chứng khoán của các doanh nghiệp.

Bằng chứng thực nghiệm ở các quốc gia trên thế giới chỉ ra rằng mỗi ngành khác nhau sẽ phản ứng với thông tin về dịch bệnh theo những cách khác nhau, và ở mỗi quốc gia khác nhau, các ngành cũng sẽ phản ứng theo những cách khác nhau (Ramelli & Wagner, 2020; He & cộng sự, 2020), vì vậy nghiên cứu ảnh hưởng của COVID-19 trên từng nhóm ngành tại Việt Nam cũng là một hướng tiếp cận còn nhiều khoảng trống để khám phá những phát hiện khác biệt. Theo tìm hiểu của nhóm tác giả, ngoài nghiên cứu của Hung & cộng sự (2021), rất ít nghiên cứu chính thức tại Việt Nam xem xét ảnh hưởng của COVID-19 đối với TTCK dựa trên phương pháp nghiên cứu sự kiện. Đây là phương pháp đã được áp dụng rất nhiều trên thế giới để xác định phản ứng của thị trường trước một sự kiện, do đó việc sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện sẽ là điểm khá mới mẻ, góp phần làm phong phú các công trình nghiên cứu tại Việt Nam. Về thời gian nghiên cứu, nghiên cứu lựa chọn hai sự kiện là đợt bùng dịch lần thứ nhất (13/01 - 17/02/2020) và lần thứ tư (12/04 - 13/05/2021) của đại dịch COVID-19 thay vì giai đoạn bùng dịch và khi đã có biện pháp kiểm soát dịch như các nghiên cứu trước. Ngoài ra, một điểm mới mẻ khác của nghiên cứu chính là bộ dữ liệu chỉ số ngành theo chuẩn phân ngành quốc tế GICS, đây là nghiên cứu đầu tiên phân tích tác động của COVID-19 đối với lợi suất TTCK Việt Nam dưới góc độ từng nhóm ngành thông qua bộ chỉ số 10 nhóm ngành trên sàn HOSE.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Thiết kế nghiên cứu

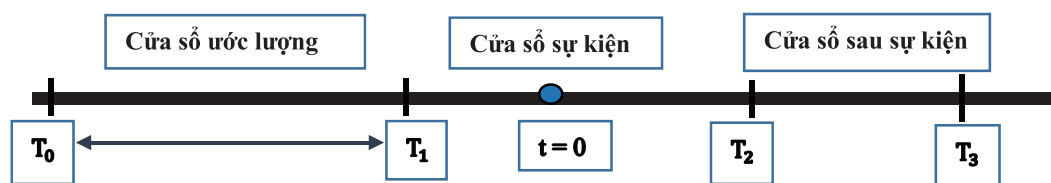
Sự kiện nghiên cứu

Hai sự kiện được lựa chọn trong nghiên cứu liên quan đến hai đợt bùng phát dịch COVID-19 có ảnh hưởng nhất tại Việt Nam, đó là sự kiện bùng dịch lần thứ nhất -

ngày 01/02/2020 (có tính chất mới, bất ngờ) và sự kiện bùng dịch lần thứ tư - ngày 27/04/2021 (có tính chất nghiêm trọng, ảnh hưởng sâu rộng). Nếu ngày diễn ra thông tin vào ngày nghỉ thì ngày giao dịch tiếp theo sẽ được lựa chọn làm ngày sự kiện.

Cửa sổ nghiên cứu

Trong nghiên cứu điển hình sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện của Brown & Warner (1985), khung thời gian 120 ngày trước ngày diễn ra sự kiện được đề xuất sử dụng làm khoảng thời gian phỏng đoán, đây là khoảng thời gian hợp lý để tạo nên đường xu hướng giá. Do đó, nghiên cứu này lựa chọn cửa sổ ước lượng là 120 ngày và cửa sổ sự kiện 10 ngày xung quanh ngày sự kiện theo nghiên cứu của Alam & cộng sự (2020). Hình 1 minh họa thiết kế cửa sổ nghiên cứu.



Hình 1. Khung thiết kế sự kiện nghiên cứu

Nguồn: Alam & cộng sự (2020)

Bảng 1 mô tả chi tiết về khung sự kiện được sử dụng trong nghiên cứu.

Bảng 1. Mô tả khung sự kiện nghiên cứu

Khung sự kiện	Ngày	Mô tả
Sự kiện 1: Đợt dịch lần thứ nhất		
[-130, -10]	25/07/2019 - 10/01/2020	Khung thời gian ước lượng
[-10, -1]	13/01/2020 - 31/01/2020	10 ngày trước sự kiện
0	03/02/2021	Ngày sự kiện - Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc ký Quyết định số 173/QĐ-TTg ngày 01/02/2020 về việc công bố dịch viêm đường hô hấp cấp do chủng mới của vi-rút Corona gây ra
[1;10]	04/01/2021 - 17/02/2021	10 ngày sau sự kiện
Sự kiện 2: Đợt dịch lần thứ tư		
[-130, -1]	16/10/2020 - 09/04/2021	Khung thời gian ước lượng
[-10, -1]	12/04/2021 - 26/04/2021	10 ngày trước sự kiện
0	27/04/2021	Ngày sự kiện - Bộ Y tế xác nhận ca nhiễm đầu tiên (BN 2857) sau 33 ngày không ghi nhận ca nhiễm mới trước đó
[1, 10]	28/04/2021 - 13/05/2021	10 ngày sau sự kiện

Nguồn: Thiết kế của nhóm tác giả

Đo lường lợi nhuận bất thường

Lợi suất bất thường (*AR*) là sự chênh lệch giữa lợi suất thực tế và lợi suất kỳ vọng (Brown & Warner, 1980). Do đó, để tính toán *AR*, cần xác định được (i) lợi suất thực tế và (ii) lợi suất kỳ vọng.

Xác định lợi suất thực tế. Lợi suất thực tế, ở đây là lợi suất hàng ngày của chỉ số chứng khoán các nhóm ngành, được tính toán theo công thức:

$$R_{k,t} = \frac{P_{k,t} - P_{k,t-1}}{P_{t-1}}$$

trong đó R_t , P_t lần lượt là lợi suất hàng ngày, giá đóng cửa của chỉ số chứng khoán ngành k tại thời điểm t . P_{t-1} là giá đóng cửa của chỉ số chứng khoán ngành k tại thời điểm $t-1$.

Xác định lợi suất kỳ vọng. MacKinlay (1997) đưa ra hai mô hình thống kê được sử dụng để xác định lợi suất kỳ vọng là mô hình lợi nhuận không đổi (với giả định rằng lợi nhuận trung bình của một chứng khoán nhất định là không đổi) và mô hình thị trường (với giả định mối quan hệ tuyến tính giữa lợi nhuận thị trường và lợi nhuận chứng khoán). Đối với cả hai mô hình đều cần thỏa mãn giả thuyết các biến phân phối chuẩn và độc lập. Tuy nhiên, mô hình thị trường có hai ưu thế hơn so với mô hình lợi nhuận không đổi. Ngoài việc giúp kiểm định có tính tin cậy cao hơn do phương sai sai số nhỏ hơn, mô hình này cũng giúp loại bỏ một phần phương sai của lợi nhuận thị trường, do đó dẫn đến độ nhạy cao hơn đối với những ảnh hưởng của các sự kiện cụ thể (Henson & Mazzocchi, 2002). Do đó nghiên cứu lựa chọn mô hình thị trường để đo lường lợi suất kỳ vọng.

Theo mô hình thị trường, lợi suất kỳ vọng được hồi quy theo lợi suất thị trường và được ước lượng dưới dạng:

$$E(R_{k,t}) = \hat{\alpha}_k + \hat{\beta}_k R_{m,t}$$

trong đó $E(R_{k,t})$ là lợi suất kỳ vọng của chỉ số chứng khoán ngành k tại thời điểm t , $R_{m,t}$ là lợi suất của chỉ số chứng khoán thị trường tại thời điểm t và $\hat{\alpha}_k$, $\hat{\beta}_k$ là hệ số hồi quy được ước lượng thông qua mô hình OLS/GARCH - GARCH được dùng ước tính cho các mô hình tồn tại hiệu ứng ARCH và OLS được áp dụng cho các mô hình không tồn tại hiệu ứng ARCH (Bera & cộng sự, 1988).

Đo lường lợi suất bất thường (AR). Sau khi xác định được lợi suất thực tế và lợi suất kỳ vọng, lợi suất bất thường được tính toán dựa trên công thức sau:

$$AR_{k,t} = R_{k,t} - E(R_{k,t})$$

trong đó $AR_{k,t}$ là lợi suất bất thường của chỉ số chứng khoán ngành k tại thời điểm t .

Lợi tức bất thường trung bình của tất cả các nhóm ngành trong mẫu tại thời điểm t đối với cửa sổ sự kiện (t_1, t_2) cũng được xem xét để đánh giá bao quát tác động của sự kiện đến lợi suất toàn thị trường, được xác định qua công thức:

$$AARM_{t,(t_1,t_2)} = \frac{1}{k} \sum_{j=1}^k AR_{j,t} \text{ với } T_1 \leq t_1 < t_2 \leq T_2.$$

3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu về bộ chỉ số ngành (VNAllshare Sector Indices) bao gồm chỉ số 10 nhóm ngành trên sàn HOSE và chỉ số VNIndex - chỉ số phản ánh tổng quan hoạt động của TTCK Việt Nam, đại diện cho chỉ số thị trường để tính toán AR của các chỉ số chứng khoán ngành. Dữ liệu thu thập là giá đóng cửa theo ngày của các chỉ số chứng khoán, được trích xuất từ cơ sở dữ liệu chỉ số ngành tại website² của công ty cổ phần chứng khoán KIS Việt Nam trong giai đoạn từ 25/07/2019 - 17/02/2021 (sự kiện 1) và giai đoạn từ 16/10/2020 đến 13/05/2021 (sự kiện 2). Bảng 2 mô tả chi tiết mẫu dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu.

Bảng 2. Mô tả mẫu dữ liệu

STT	Nhóm ngành	Tên biến	Chỉ số
1	Toàn thị trường	Rm	VNI
2	Tài chính	Rfin	VNFIN
3	Nguyên vật liệu	Rmat	VNMAT
4	Công nghiệp	Rind	VNIND
5	Hàng tiêu dùng thiết yếu	Rcons	VNCONS
6	Hàng tiêu dùng	Rcond	VNCOND
7	Chăm sóc sức khỏe	Rheal	VNHEAL
8	Năng lượng	Rene	VNENE
9	Dịch vụ tiện ích	Ruti	VNIT
10	Bất động sản	Rreal	VNREAL
11	Công nghệ thông tin	Rit	VNIT

Nguồn: Thiết kế của nhóm tác giả

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Kết quả thống kê mô tả

Thống kê mô tả lợi suất của chỉ số thị trường (VNIndex) và 10 chỉ số ngành trong khung thời gian nghiên cứu của hai sự kiện được tổng hợp ở Bảng 3.

² <https://online.kisvn.vn/m2/vi/pages/quotation/market-index.html>

Bảng 3. Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu

Nhóm ngành	Khung thời gian dự đoán				Khung thời gian sự kiện			
	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Hệ số Skewness	Hệ số Kurtosis	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn
<i>Khung A: Sự kiện 01/02/2020 - Đợt bùng dịch lần 1</i>								
Rm	120	-0,0002	0,0058	-0,0805	3,4033	21	-0,0016	0,0104
Rfin	120	0,0004	0,0086	0,3090	4,6909	21	0,0028	0,0162
Rmat	120	0,0004	0,0107	0,5919	4,0585	21	-0,0006	0,0175
Rind	120	-0,0002	0,0044	-0,0524	4,6268	21	-0,0021	0,0149
Rcons	120	-0,0010	0,0079	-0,0286	3,1090	21	-0,0052	0,0158
Rcond	120	0,0001	0,0102	0,2600	3,3698	21	-0,0045	0,0165
Rheal	120	0,0020	0,0154	0,8751	5,1569	21	-0,0014	0,0148
Rene	120	-0,0006	0,0122	0,1409	3,9940	21	-0,0055	0,0191
Ruti	120	-0,0010	0,0072	-0,0258	2,5528	21	-0,0025	0,0187
Rreal	120	-0,0003	0,0078	0,0837	8,3721	21	-0,0013	0,0063
Rit	120	0,0013	0,0132	-0,0440	3,4501	21	-0,0025	0,0183

Bảng B: Sự kiện 24/07/2021 - Đợt bùng dịch lần 4

Rm	120	0,0023	0,0145	-1,3228	8,3491	21	0,0012	0,0131
Rfin	120	0,0041	0,0190	-0,6945	5,2891	21	0,0067	0,0181
Rmat	120	0,0043	0,0187	-0,7140	5,3284	21	0,0082	0,0232
Rind	120	0,0029	0,0143	-1,4606	8,2223	21	-0,0029	0,0131
Rcons	120	0,0002	0,0140	-1,1139	8,6411	21	-0,0021	0,0188
Rcond	120	0,0026	0,0160	-0,8367	7,9953	21	0,0014	0,0127
Rheal	120	0,0018	0,0119	-0,3965	7,9127	21	-0,0006	0,0064
Rene	120	0,0027	0,0190	-0,4931	4,9991	21	-0,0026	0,0220
Ruti	120	0,0016	0,0156	-0,8266	6,8058	21	-0,0030	0,0132
Rreal	120	0,0028	0,0164	-0,6933	6,7714	21	0,0019	0,0161
Rit	120	0,0042	0,0198	-0,0851	6,1120	21	0,0011	0,0174

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

4.2 Kết quả phân tích tác động của đợt dịch COVID-19 lần 1 đến lợi suất thị trường chứng khoán

Lợi suất bất thường (AR) và lợi nhuận bất thường tích lũy của 10 chỉ số ngành tại các ngày xung quanh cửa sổ sự kiện (-10, 10) trong đợt dịch đầu tiên, cũng như mức ý nghĩa của chúng được trình bày ở Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả lợi suất chứng khoán bất thường của 10 nhóm ngành xung quanh ngày sự kiện 1

Ngày	FIN	MAT	IND	CONS	COND	HEAL	ENE	UTI	REAL	IT
-10	-0,53 (-0,96)	0,25 (0,17)	-0,17 (-0,41)	-0,43 (-0,45)	0,00 (-0,04)	-0,43 (-0,08)	-0,83 (-0,77)	-0,85 (-0,96)	0,65 (1,22)	-0,51 (-0,45)
-9	0,23 (0,26)	2,05** (1,99)	0,67 (1,46)	0,03 (0,17)	-0,39 (-0,48)	-0,16 (-0,06)	-0,98 (-0,98)	-0,06 (-0,22)	0,17 (0,24)	-0,45 (-0,39)
-8	0,17 (0,17)	0,62 (0,49)	0,38 (0,71)	-0,01 (0,13)	0,13 (0,12)	-0,01 (0,06)	-0,33 (-0,39)	-0,24 (-0,40)	-0,34 (-0,82)	-0,15 (-0,13)
-7	0,70 (0,96)	-0,01 (-0,30)	-0,47** (-2,44)	-0,40 (-0,58)	0,23 (0,25)	-1,68 (-1,27)	-0,09 (-0,30)	-0,52 (-1,19)	-0,81* (-1,78)	0,72 (0,63)
-6	0,23 (0,19)	-1,31 (-1,63)	0,50 (0,54)	-0,40 (-0,53)	0,11 (0,11)	-0,19 (-0,22)	-1,21 (-1,25)	-0,38 (-0,87)	-0,72 (-1,59)	-1,32 (-1,13)
-5	0,22 (0,28)	1,30 (1,22)	-0,32 (-1,14)	0,16 (0,40)	1,41 (1,57)	0,38 (0,35)	-0,98 (-0,95)	0,35 (0,41)	-0,24 (-0,62)	-0,45 (-0,40)
-4	1,01 (1,48)	0,45 (0,16)	0,05 (-1,09)	0,52 (0,79)	-0,24 (-0,28)	0,39 (0,04)	0,31 (0,04)	1,04 (0,74)	-0,08 (-0,23)	-4,18*** (-3,58)
-3	-0,36 (-0,85)	1,20 (1,01)	0,67 (0,98)	-0,34 (-0,45)	-0,40 (-0,47)	0,95 (0,51)	-0,07 (-0,25)	-0,02 (-0,43)	0,14 (0,21)	1,06 (0,91)
-2	-0,52 (-0,33)	-0,55 (-0,05)	-1,76 (-1,33)	-1,58 (-1,63)	-0,97 (-1,25)	1,47 (1,39)	-1,02 (-0,37)	-0,01** (2,09)	1,80*** (3,47)	0,16 (0,04)
-1	0,03 (0,44)	-2,23** (-2,00)	-3,23*** (-6,43)	-3,06*** (-4,03)	-1,05 (-1,32)	3,84*** (3,49)	-2,79** (-2,10)	-3,54** (-2,98)	1,79*** (3,50)	-2,39** (-2,13)
0	0,55 (1,03)	1,47 (1,59)	-2,46*** (-6,08)	0,04 (0,37)	-1,06 (-1,27)	-0,87 (-0,12)	-3,46** (-2,98)	-3,43*** (-3,83)	0,12 (0,08)	-0,37 (-0,35)
1	1,63** (2,69)	-0,09 (-0,26)	0,41 (0,76)	-2,38*** (-3,45)	-0,64 (-0,75)	3,80** (-2,41)	-1,43 (-1,37)	-1,76** (-2,38)	-0,37 (-0,89)	0,45 (0,38)
2	0,78*** (3,32)	-0,24 (-0,33)	-0,23 (-0,51)	0,78 (1,40)	0,03 (-0,01)	-1,63 (-0,83)	2,19* (1,92)	0,41 (0,70)	0,24 (0,37)	0,48 (0,39)
3	1,83** (2,77)	1,55 (1,20)	0,39 (-0,82)	-0,16 (-0,34)	0,42 (0,50)	-0,65 (-0,85)	1,61 (1,08)	3,95*** (4,07)	-0,43 (-0,93)	1,42 (1,25)
4	-0,97* (-1,86)	-2,61** (-2,95)	1,30*** (3,07)	1,74** (2,74)	-0,78 (-0,91)	-1,78 (-1,15)	-0,48 (-0,56)	0,06 (-0,14)	0,42 (0,78)	-0,90 (-0,78)
5	-0,59 (-0,91)	0,73 (0,85)	0,02 (1,07)	0,06 (0,44)	-1,02 (-1,23)	1,12 (1,22)	-0,11 (0,03)	0,59 (1,42)	0,31 (0,47)	-0,17 (-0,19)

Bảng 4. Kết quả lợi suất chứng khoán bất thường của 10 nhóm ngành xung quanh ngày sự kiện 1 (tiếp theo)

Ngày	FIN	MAT	IND	CONS	COND	HEAL	ENE	UTI	REAL	IT
6	0,96 (1,46)	-2,45** (-2,82)	0,48** (2,55)	-1,22* (-1,76)	0,13 (0,13)	-0,88 (-0,64)	1,62 (1,27)	0,18 (-0,11)	-0,32 (-0,77)	1,18 (1,01)
7	0,83 (1,26)	0,61 (0,43)	0,89* (1,84)	0,32 (0,58)	1,56* (1,75)	0,15 (0,06)	0,41 (0,22)	2,25** (2,60)	-0,61 (-1,37)	0,38 (0,32)
8	0,11 (0,07)	-0,40 (-0,58)	0,47 (0,97)	0,06 (0,24)	-0,27 (-0,34)	-1,07 (-0,62)	0,28 (0,15)	1,06 (1,26)	-0,05 (-0,21)	0,09 (0,07)
9	1,20 (0,98)	0,04 (-0,09)	-0,35 (-1,15)	-0,24 (-0,20)	-0,37 (-0,45)	-0,89 (-0,45)	-0,27 (-0,31)	0,08 (0,10)	-0,25 (-0,64)	0,59 (0,49)
10	0,90 (1,50)	0,27 (0,20)	0,14 (0,46)	0,05 (0,28)	-3,81 (-0,37)	-0,06 (0,16)	-0,16 (-0,17)	-0,93 (-1,05)	-0,16 (-0,48)	-0,33 (0,12)

*Chú thích: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Khoảng thời gian trước ngày công bố đại dịch COVID-19, vào ngày -2 và -1 của khung sự kiện, TTCK ghi nhận rất nhiều nhóm ngành có lợi suất chứng khoán bất thường, với 3/10 ngành vào ngày -2 và 8/10 ngành vào ngày -1. Nguyên nhân AR cao vào hai ngày này có thể là do đây là hai ngày giao dịch đầu tiên sau đợt nghỉ lễ Tết Nguyên đán và thông tin về đại dịch COVID-19 được cảnh báo với mức độ khẩn cấp toàn cầu (WHO, 2020).

Tại ngày sự kiện, tồn tại AR ở ba nhóm ngành công nghiệp, năng lượng và dịch vụ tiện ích với AR[0] lần lượt là -2,46%, -3,46%, -3,43% với ý nghĩa thống kê 1%. Nhìn chung, thị trường có xu hướng bị ảnh hưởng tiêu cực do hầu hết AR của các nhóm ngành ghi nhận mức âm đáng kể, ngoại trừ ngành tài chính và công nghệ thông tin.

Sau ngày sự kiện, 7 ngày đầu tiên sau sự kiện đều ghi nhận AR có ý nghĩa thống kê tại các ngành tài chính, nguyên vật liệu, công nghiệp, hàng tiêu dùng thiết yếu, chăm sóc sức khỏe và dịch vụ tiện ích với mức ý nghĩa thống kê 1% và 5%. Trong khi kể từ ngày thứ 8 đến ngày thứ 10, TTCK không ghi nhận bất kỳ ngành nào có AR tại mức ý nghĩa thống kê.

4.3 Kết quả phân tích tác động của đợt dịch COVID-19 lần 4 đến lợi suất thị trường chứng khoán

Lợi suất bất thường (AR) và lợi suất bất thường tích lũy của 10 chỉ số ngành tại các ngày xung quanh cửa sổ sự kiện (-10, 10) trong đợt dịch thứ tư được trình bày ở Bảng 5.

Bảng 5. Kết quả lợi suất chứng khoán bất thường của 10 nhóm ngành xung quanh ngày sự kiện 2

Ngày	FIN	MAT	IND	CONS	COND	HEAL	ENE	UTI	REAL	IT
-10	-0,16 (-0,20)	0,34 (0,32)	-0,55 (-0,88)	-0,93 (-1,50)	-0,49 (-0,50)	-0,43 (-0,47)	-2,38** (-2,13)	-0,89 (-1,12)	1,93** (2,99)	-2,06 (-1,67)
-9	-0,65 (-0,82)	-1,78 (-1,69)	-0,95 (-1,510)	0,72 (1,16)	-0,36 (-0,37)	-0,60 (-0,65)	-1,44 (-1,29)	-1,53 (-1,93)	2,61*** (4,05)	-1,50 (-1,21)
-8	0,27 (0,34)	3,53*** (3,35)	0,06 (0,09)	0,66 (1,07)	0,05 (0,05)	-0,15 (-0,16)	0,66 (0,59)	-0,37 (-0,47)	-0,86 (-1,34)	-0,36 (-0,29)
-7	-0,74 (-0,93)	2,67** (2,54)	-0,42 (-0,67)	0,29 (0,46)	-0,10 (-0,10)	-0,17 (-0,18)	-0,60 (-0,54)	-0,70 (-0,88)	1,01 (1,560)	-0,67 (-0,54)
-6	-0,78 (-0,98)	0,33 (0,32)	-1,66 (-1,64)	-0,74 (-1,20)	0,04 (0,04)	-0,78 (-0,84)	-1,68 (-1,51)	-0,50 (-0,63)	1,75** (2,71)	0,05 (0,04)
-5	-0,13 (-0,17)	2,50** (2,37)	-1,05 (-1,67)	-0,22 (-0,350)	0,77 (0,77)	-0,60 (-0,65)	-2,01 (-1,79)	-1,23 (-1,55)	-0,33 (-0,51)	0,18 (0,15)
-4	-1,14 (-1,43)	-1,96 (-1,86)	-0,88 (-1,40)	0,91 (1,48)	1,39 (1,40)	-0,07 (-0,08)	-0,78 (-0,70)	-0,48 (-0,60)	0,04 (0,06)	0,70 (0,56)
-3	0,24 (0,30)	-0,82 (-0,78)	0,00 (0,00)	-0,09 (-0,14)	2,06** (2,07)	0,05 (0,06)	-1,56 (-1,39)	0,61 (0,76)	-0,57 (-0,88)	-0,16 (-0,13)
-2	1,36 (1,71)	0,36 (0,34)	-0,22 (-0,35)	0,18 (0,30)	0,91 (0,91)	-0,66 (-0,71)	-1,02 (-0,91)	-0,67 (-0,84)	-0,74 (-1,14)	1,53 (1,23)
-1	1,75** (2,20)	0,58 (0,55)	-0,21 (-0,34)	-0,66 (-1,07)	-0,26 (-0,26)	0,51 (0,55)	-1,21 (-1,08)	-0,76 (-0,96)	-0,32 (-0,50)	0,23 (0,18)
0	-0,11 (-0,14)	1,24 (1,18)	-0,65 (-1,04)	0,23 (0,37)	-0,13 (-0,13)	0,29 (0,32)	-2,09* (-1,87)	-0,41 (-0,52)	0,21 (0,32)	-1,08 (-0,87)
1	0,99 (1,24)	-1,22 (-1,16)	0,02 (0,04)	-1,29** (-2,10)	-1,10 (-1,11)	0,59 (0,64)	1,18 (1,06)	-0,18 (-0,22)	0,07 (0,10)	-0,79 (-0,64)
2	1,08 (1,36)	1,76 (1,67)	-0,67 (-1,06)	-1,02 (-1,66)	0,01 (0,01)	0,21 (0,23)	-0,44 (-0,39)	0,45 (0,57)	-0,81 (-1,26)	-0,77 (-0,62)
3	1,63** (2,05)	1,95* (1,85)	-1,39** (-2,20)	-2,09*** (-3,39)	-1,42 (-1,43)	0,13 (0,14)	-1,95 (-1,74)	-0,47 (-0,59)	0,38 (0,59)	2,13 (1,72)
4	1,34 (1,69)	-1,70 (-1,61)	0,67 (1,07)	-0,35 (-0,57)	-0,17 (-0,17)	-0,42 (-0,45)	2,96** (2,65)	1,33 (1,67)	-0,73 (-1,13)	-1,40 (-1,13)
5	0,70 (0,88)	0,61 (0,57)	-0,11 (-0,17)	-1,07 (-1,73)	0,50 (0,50)	0,01 (0,01)	0,24 (0,22)	-0,79 (-1,00)	0,06 (0,09)	0,14 (0,11)

Bảng 5. Kết quả lợi suất chứng khoán bất thường của 10 nhóm ngành xung quanh ngày sự kiện 2 (tiếp theo)

Ngày	FIN	MAT	IND	CONS	COND	HEAL	ENE	UTI	REAL	IT
6	0,71 (0,89)	2,68** (2,55)	-1,32** (-2,09)	-1,32** (-2,13)	-0,49 (-0,49)	-0,23 (-0,25)	-0,72 (-0,65)	-0,67 (-0,84)	-0,06 (-0,09)	0,97 (0,78)
7	0,44 (0,55)	1,84* (1,74)	-1,46** (-2,32)	4,07*** (6,60)	-2,70** (-2,72)	-1,19 (-1,28)	2,16* (1,94)	-0,57 (-0,71)	-1,65** (-2,55)	1,38 (1,11)
8	-0,29 (-0,36)	-1,30 (-1,23)	1,20* (1,91)	-0,32 (-0,51)	0,20 (0,20)	0,38 (0,41)	0,60 (0,54)	0,42 (0,53)	-0,37 (-0,57)	-0,29 (-0,23)
9	1,06 (1,33)	-0,03 (-0,03)	0,04 (0,06)	0,72 (1,16)	0,62 (0,63)	-0,38 (-0,41)	0,13 (0,11)	0,02 (0,03)	-0,85 (-1,32)	-0,97 (-0,78)
10	0,75 (0,94)	-1,18 (-1,12)	-0,62 (-0,98)	-0,45 (-0,73)	0,13 (0,13)	-0,18 (-0,20)	0,55 (0,49)	-0,22 (-0,28)	-0,38 (-0,58)	-1,18 (-0,95)

Chú thích: *, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 5 cho thấy trước sự kiện đại dịch COVID-19 lần thứ tư, nhiều ngành ghi nhận AR có ý nghĩa thống kê, cụ thể ngành nguyên vật liệu với $AR[-8] = 3,53\%$, $AR[-5] = 2,5\%$, ngành bất động sản với $AR[-10] = 1,93\%$, $AR[-9] = 2,61\%$, $AR[-6] = 1,75\%$, ngành hàng tiêu dùng với $AR[-3] = 2,06\%$ và ngành năng lượng với $AR[-10] = -2,38$. Các nhóm ngành còn lại không cho thấy AR có ý nghĩa thống kê.

Trong ngày sự kiện, 6/10 ngành ghi nhận AR âm (tài chính, công nghiệp, hàng tiêu dùng, năng lượng, dịch vụ tiện ích và công nghệ thông tin), trong khi 4/10 ngành còn lại (nguyên vật liệu, chăm sóc sức khỏe, hàng tiêu dùng thiết yếu và bất động sản) có AR dương, tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê. Điều này ngụ ý rằng, không thể kết luận TTCK Việt Nam phản ứng ngay lập tức với tin tức COVID-19 đợt thứ tư.

Tại cửa sổ (1, 10), ngành chăm sóc sức khỏe, dịch vụ tiện ích và bất động sản hoàn toàn không cho thấy phản ứng bất thường đối với sự kiện. Các ngành còn lại ghi nhận AR trong khung (3, 7) của cửa sổ sự kiện. Cụ thể, các ngành phản ứng tích cực với sự kiện COVID-19 là ngành tài chính với $AR[3] = 1,63\%$, ngành nguyên vật liệu với $AR[6] = 2,68\%$, ngành năng lượng với $AR[4] = 2,96\%$ và ngành công nghệ thông tin với $AR[3] = 2,13\%$. Trong khi đó, ngành hàng tiêu dùng (ngày +7), công nghiệp (ngày +3, +6, +7) cho thấy phản ứng tiêu cực. Riêng đối với ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, ban đầu phản ứng của ngành là tiêu cực tại các ngày +1, +3 và +6 sau đó cho thấy phản ứng tích cực vào ngày thứ 7 khi lợi suất bất thường ghi nhận 4,07% tại mức ý nghĩa 1%.

Bảng 6. Dấu của lợi suất bất thường trên từng nhóm ngành xung quanh 10 ngày sau sự kiện

KHUNG	FIN	MAT	IND	CONS	COND	HEAL	ENE	UTI	REAL	IT
Đợt 1	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(-)	(+)	(0)	(0)
Đợt 4	(+)	(+)	(-)	(-)	(-)	(0)	(+)	(0)	(0)	(+)

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

4.4 Kết quả kiểm định khác

Để khẳng định lại tác động của sự kiện bùng phát dịch COVID-19 đến lợi suất TTCK qua AR là có ý nghĩa thống kê hay không, nghiên cứu tiếp tục thực hiện mô hình hồi quy GLS với biến phụ thuộc là AR trong khung cửa sổ sự kiện (-10; 10) (Herwany & cộng sự, 2021). Mô hình có dạng như sau:

$$AR_{k,t} = \alpha + \beta_1 R_k + \beta_2 R_m + \mu$$

với AR là lợi suất bất thường của ngành và R_k , R_m lần lượt là lợi suất chứng khoán ngành k, thị trường.

Bảng 7. Kết quả hồi quy của mô hình

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
C	-0,0245981	0,000	-0,0553364	0,000
R_k	0,9140585	0,000	0,9248267	0,000
R_m	-0,6720405	0,278	-0,8794986	0,001
F	1297,55	0,000	1999,98	0,000
R² hiệu chỉnh	0,9254	0,9503		

Chú thích: R_k , R_m lần lượt là lợi suất chứng khoán ngành k và lợi suất chứng khoán toàn thị trường.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Dựa trên kết quả hệ số hồi quy từ Bảng 7, thử nghiệm cho thấy giá trị R^2 hiệu chỉnh ở hai mô hình lần lượt là 0,9254 và 0,9503, điều này chỉ ra rằng, AR có thể được giải thích bởi biến lợi suất thị trường và lợi suất chứng khoán ngành đến 92,54% cho đợt dịch lần thứ nhất và 95,05% cho đợt dịch lần thứ tư.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Phản ứng chung của lợi suất thị trường chứng khoán

Qua hai giai đoạn phân tích, nhìn chung diễn biến lợi suất TTCK Việt Nam khác nhau giữa các đợt bùng dịch, phản ứng của TTCK vào đợt dịch thứ nhất là rõ ràng và mạnh mẽ hơn đợt dịch thứ tư. TTCK bắt đầu phản ứng với tin tức về đợt dịch thứ 4 khi xuất hiện những thông tin về diễn biến tiêu cực của đại dịch, đặc biệt vào ngày 10/05/2021 (tức ngày thứ 7 của sự kiện) đánh dấu kỷ lục buồn trong công tác phòng chống dịch tại Việt Nam khi Bộ Y tế ghi nhận lần đầu tiên các trường hợp

mắc COVID-19 vượt ngưỡng ba con số/ngày cũng như đưa ra những khuyến cáo về mức độ nghiêm trọng của đợt lây lan, giá cổ phiếu trên thị trường mới phản ứng một cách rõ rệt. Qua đó có thể nhận định rằng, nhà đầu tư có xu hướng phản ứng với những sự kiện nghiêm trọng, chưa từng có trong tiền lệ. Sự kiện Việt Nam xác nhận bước vào đợt dịch lần thứ tư không có tác động nhiều đến tâm lý các nhà đầu tư bởi họ đã trở nên bình tĩnh hơn qua kinh nghiệm từ ba đợt dịch trước, cùng với niềm tin vào sự thành công trong công tác kiểm soát dịch của Chính phủ. Tuy nhiên trước những diễn biến mới, chưa xảy ra trước đây, tâm lý nhà đầu tư có phần bị tác động, điều này được thể hiện qua AR trên TTCK.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành tài chính

Ngành tài chính ghi nhận phản ứng tích cực trước tin tức về bùng phát dịch tại Việt Nam ở cả hai giai đoạn dịch. Kết luận này trái ngược với phát hiện của Kunt & cộng sự (2021) khi chỉ ra rằng cuộc khủng hoảng và các chính sách ứng phó dự kiến sẽ thực hiện đã khiến hệ thống ngân hàng chịu áp lực đáng kể, ngoài ra lĩnh vực này có thể trải qua sự gia tăng các khoản nợ xấu thông qua những người đi vay và chứng kiến số lượng người gửi và rút tiền đáng kể trong một thời gian ngắn. Tuy nhiên tại Việt Nam, cổ phiếu ngân hàng hấp dẫn nhà đầu tư, là nơi trú ẩn của dòng tiền dài hạn, do đó khi thị trường giảm sâu sẽ là cơ hội để mua vào những cổ phiếu tốt với giá rẻ hơn, vì vậy những diễn biến xấu của đại dịch không có tác động tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư cổ phiếu của nhóm ngành này. Kết luận của nghiên cứu cũng được ủng hộ bởi Hung & cộng sự (2021) khi xem xét AR của nhóm cổ phiếu ngành tài chính được niêm yết tại Việt Nam.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành nguyên vật liệu

Ngành nguyên vật liệu có phản ứng trái ngược nhau trước thông tin về đại dịch COVID-19 ở đợt dịch thứ nhất và đợt dịch thứ tư. Phản ứng tiêu cực của chỉ số ngành ở lần bùng phát đầu tiên có cùng kết luận với Ramelli & Wagner (2020) khi xem xét trên thị trường Hoa Kỳ, lý giải về điều này có thể do tác động của dịch đến chiều sản xuất và tiêu thụ cũng như chịu tác động từ sự sụt giảm của giá dầu. Tuy nhiên, ở đợt dịch thứ tư ngành này không còn cho thấy sự nhạy cảm với tin tức về đại dịch, thay vào đó là phản ứng tích cực bởi tâm lý nhà đầu tư đang lạc quan về triển vọng của ngành trước các chính sách đầu tư công của chính phủ, giá nguyên vật liệu vào thời điểm tháng tư, tháng năm liên tục tăng cao, đặc biệt là giá thép.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành công nghiệp

Nghiên cứu chỉ ra rằng phản ứng trên TTCK của nhóm ngành công nghiệp trước sự kiện bùng phát dịch bệnh COVID-19 ở cả hai đợt bùng phát là tiêu cực do hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong lĩnh vực giao thông và vận tải đặc biệt bị ảnh hưởng nặng nề từ các chính sách hạn chế đi lại nhằm kiểm soát dịch bệnh.

Kết luận này cùng quan điểm với Ramelli & Wagner (2020) khi nghiên cứu TTCK Hoa Kỳ cũng như He & cộng sự (2020) ở TTCK Trung Quốc.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành hàng tiêu dùng thiết yếu

Ngành hàng tiêu dùng thiết yếu cho thấy phản ứng tiêu cực sau ngày xác nhận sự kiện COVID-19 ở cả hai đợt dịch. Trái với kết quả của nghiên cứu, các nghiên cứu trước đây cho rằng, chỉ số chứng khoán ngành hàng tiêu dùng thiết yếu được hưởng lợi từ thông tin COVID-19 do tâm lý hoảng loạn mua bán và nhu cầu tích trữ thực phẩm cao (Sayed & Eledum, 2021). Tuy nhiên, trên thực tế, việc bùng dịch COVID-19 hạn chế tụ tập nơi công cộng và đóng cửa nhà hàng, dẫn đến sự sụt giảm trong tiêu thụ ở các ngành hàng nước giải khát, thực phẩm,... chưa kể lĩnh vực xuất nhập khẩu cũng bị tác động, những yếu tố này trực tiếp đóng góp tỷ trọng vào ngành hàng tiêu thiết yếu tại Việt Nam, vì vậy rất có thể đây là nguy cơ dẫn đến tâm lý bi quan của nhà đầu tư về nhóm ngành này.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành hàng tiêu dùng

Tương tự ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, ngành hàng tiêu dùng cho thấy phản ứng tiêu cực sau ngày xác nhận sự kiện COVID-19 ở cả hai đợt dịch nghiên cứu. Kết quả tiêu cực này cũng được chỉ ra ở trong nghiên cứu của Schoenfeld (2020) khi cho rằng các nhóm ngành nhỏ như du lịch, dịch vụ ghi nhận xu hướng giảm rõ rệt. Cộng thêm việc tâm lý nhà đầu tư Việt Nam tại thời điểm này cũng đang bị ảnh hưởng bởi cú sốc đến từ việc đóng cửa biên giới với Trung Quốc, thị trường xuất nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, dẫn tới sự gián đoạn nguồn cung 70% nguyên vật liệu cũng như việc tiêu thụ sản phẩm tại của các ngành may mặc, da giày, cao su,... điều này ảnh hưởng đến ngành hàng tiêu dùng khi cổ phiếu của những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kể trên trực tiếp đóng góp tỷ trọng vào chỉ số chứng khoán ngành này.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành chăm sóc sức khỏe

Ngành chăm sóc sức khỏe được kỳ vọng là nhóm ngành hưởng lợi nhiều nhất trước thông tin tiêu cực từ dịch bệnh (He & cộng sự, 2020; Ramelli & Wagner, 2020; Sayed & Eledum, 2021; Goodell, 2020; Al-Awadhi & cộng sự, 2020). Theo kết quả của nghiên cứu, vào các ngày xung quanh ngày tuyên bố đại dịch lần đầu tiên tại Việt Nam, lợi suất chứng khoán ngành chăm sóc sức khỏe tăng bất thường, thể hiện tâm lý lạc quan của nhà đầu tư về ngành này. Tuy nhiên, hiện tượng này không còn xảy ra ở đợt dịch lần thứ tư. Thực tế cho thấy, hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp ngành này đã không có sự tăng trưởng ở các giai đoạn trước dịch, khi luôn thuộc nhóm thấp nhất toàn thị trường, cổ phiếu của các doanh nghiệp y tế trên TTCK Việt Nam đạt mức sinh lời thấp hơn rất nhiều so với các ngành nghề khác. Trong giai đoạn đầu của đợt dịch lần thứ nhất, các cổ phiếu ngành được tăng vọt là do nhà đầu tư kỳ vọng ngành được hưởng lợi, tuy nhiên ngành chăm sóc sức khỏe

đã không thể duy trì được đà tăng ở đợt dịch thứ tư khi mà tâm lý nhà đầu tư ổn định hơn và các yếu tố cơ bản được chú trọng nhiều hơn.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành năng lượng

Ngành năng lượng ghi nhận AR ở mức âm trước tin tức về đợt dịch lần thứ nhất, kết quả này tương tự với phát hiện của Ramelli & Wagner (2020) trên thị trường Hoa Kỳ cũng như Alam & cộng sự (2020) trên thị trường Úc. Trong khi đó vào đợt dịch thứ tư, nhóm ngành này không cho thấy AR ở mức ý nghĩa thống kê, ngoại trừ vào ngày thứ 7 sau sự kiện. Tuy nhiên phản ứng tích cực này được cho là do hưởng lợi từ thông tin giá dầu trên thế giới.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành dịch vụ tiện ích

Lợi suất chứng khoán ngành dịch vụ tiện ích có xu hướng tăng trước thông tin về việc bùng phát dịch bệnh lần thứ nhất, lý giải điều này có thể do ngành điện đang được hưởng lợi do giá dầu giảm. Đồng thời, đại dịch không những không ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành mà còn thúc đẩy nhu cầu sử dụng dịch vụ điện, nước tăng cao do chính sách đóng cửa để kiểm soát dịch bệnh. Kết quả này tương tự phát hiện của Ramelli & Wagner (2020) tại TTCK Hoa Kỳ. Tuy nhiên, cũng tương tự như ngành năng lượng và chăm sóc sức khỏe, nhóm ngành này cũng không ghi nhận AR xung quanh ngày xác nhận lần sóng dịch COVID-19 lần thứ tư tại Việt Nam.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành bất động sản

Kết quả thực nghiệm không ghi nhận AR có ý nghĩa thống kê ở ngành bất động sản trong khoảng thời gian nghiên cứu. Điều này ngụ ý rằng, cổ phiếu bất động sản không nhạy cảm với tin tức về đại dịch, kết quả này cũng được ủng hộ bởi Alam & cộng sự (2020) trên thị trường Úc và Wong (2008) khi xem xét về ảnh hưởng của dịch SARS đến nhóm ngành bất động sản tại Hồng Kông.

Phản ứng của lợi suất chứng khoán ngành công nghệ thông tin

Cùng với ngành chăm sóc sức khỏe, nhóm ngành công nghệ thông tin được kỳ vọng là ngành được hưởng lợi và có tiềm năng phát triển mạnh mẽ từ những diễn biến của đại dịch, khi mà COVID-19 đang đẩy nhanh quá trình số hóa cũng như thời kỳ công nghệ số đang là xu hướng trên toàn cầu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, tại đợt dịch lần thứ nhất, ngành công nghệ thông tin không phản ứng trước thông tin bùng phát dịch COVID-19, trong khi đó tại đợt dịch thứ tư, nhóm ngành này ghi nhận AR dương, nghĩa là phản ứng tích cực với thông tin về làn sóng COVID-19 lần thứ tư. Lý do ngành này chưa phản ứng ngay với thông tin về đại dịch trong lần đầu có thể bởi vì nhà đầu tư chưa có những bằng chứng trong quá khứ về tiềm năng tăng trưởng và lợi thế của ngành trước những sự kiện tương tự.

6. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để phân tích phản ứng của TTCK Việt Nam trước sự kiện bùng phát dịch COVID-19 trong nước, cụ thể là tại đợt dịch lần thứ nhất (với tính chất là sự kiện bất ngờ) và tại đợt dịch thứ tư (với tính chất là sự kiện nghiêm trọng) thông qua xem xét AR của 10 chỉ số ngành trên TTCK xung quanh ngày diễn ra sự kiện. Các kiểm định về tính dừng, hiệu ứng ARCH cũng như hiện tượng tự tương quan đã được kiểm tra nhằm đảm bảo tính hiệu quả của mô hình và dữ liệu, trong khi kiểm định t được sử dụng để kiểm định giả thuyết. Kết quả nghiên cứu cho thấy: *Thứ nhất*, ở đợt dịch lần thứ nhất, có hiện tượng AR âm xảy ra vào ngày sự kiện, thể hiện TTCK có xu hướng phản ứng tiêu cực trước thông tin về dịch COVID-19 lần đầu diễn ra tại Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu cũng phát hiện ra rằng các nhà đầu tư Việt Nam cũng khá nhạy cảm với tin tức về dịch bệnh trên thế giới. *Thứ hai*, tại đợt dịch thứ tư, TTCK không phản ứng ngay lập tức khi có tin về đại dịch trở lại, tâm lý của các nhà đầu tư đã ổn định hơn và chỉ nhạy cảm khi tình hình dịch bệnh trở nên nghiêm trọng. *Thứ ba*, các nhóm ngành khác nhau sẽ phản ứng trước tin tức về COVID-19 theo xu hướng khác nhau, bằng chứng thực nghiệm của nghiên cứu trên 10 nhóm ngành tại Việt Nam chỉ ra rằng các ngành phản ứng tích cực trước thông tin về dịch bệnh là ngành tài chính (hai đợt dịch), ngành chăm sóc sức khỏe, dịch vụ tiện ích (đợt đầu tiên) và ngành công nghệ thông tin (đợt thứ tư), trong khi các ngành phản ứng tiêu cực là ngành công nghiệp, hàng tiêu dùng, hàng tiêu dùng thiết yếu (hai đợt dịch) và ngành nguyên vật liệu, năng lượng (đợt đầu tiên), còn lại không nhạy cảm với tin tức về dịch COVID-19. *Thứ tư*, mức độ tác động của COVID-19 đến TTCK Việt Nam là khác nhau ở những đợt bùng dịch khác nhau, cụ thể thị trường phản ứng rõ rệt trước tin tức về bùng phát dịch COVID-19 tại lần đầu tiên hơn là so với lần thứ tư.

Trong bối cảnh dịch bệnh COVID-19, không một nghiên cứu nào, một dự báo nào có thể đưa ra thời điểm chính xác rằng dịch bệnh sẽ chấm dứt. Thay vào đó, chúng ta chỉ có thể phỏng đoán trước những kịch bản, chuẩn bị tâm lý và kiến thức để ứng phó với bất cứ diễn biến nào của đại dịch. Vì vậy những phát hiện của nghiên cứu có giá trị thực tiễn như một nguồn tài liệu tham khảo cho nhà đầu tư, các nhà phân tích cũng như các cơ quan quản lý trong việc hiểu rõ tác động của COVID-19 đến TTCK, đặc biệt là xu hướng ảnh hưởng của nó đến từng nhóm ngành. Từ đó giúp họ đưa ra những nhận định và góc nhìn tốt hơn về những diễn biến trong tương lai, giữ vững tâm lý bất chấp khả năng kịch bản tiêu cực về dịch bệnh COVID-19 còn tiếp diễn ở những lần sau. Về khía cạnh học thuật, những lý thuyết và phương pháp nghiên cứu sử dụng trong nghiên cứu sẽ là những nguồn tài liệu tham khảo có giá trị cho những nghiên cứu tiếp theo về chủ đề tài chính, chứng khoán, đầu tư cũng như đánh giá tác động của một sự kiện có tính chất bất ngờ.

Tài liệu tham khảo

- Anh, D. & Gan, C. (2020), “The impact of the COVID-19 lockdown on stock market performance: evidence from Vietnam”, *Journal of Economic Studies*, Vol. 48 No. 4, pp. 836 - 851.
- Alam, M., Wei, H. & Wahid, A. (2020), “COVID-19 outbreak and sectoral performance of the Australian stock market: an event study analysis”, *Australian Economic Papers*, Vol. 60 No. 3, pp. 482 - 495.
- Al-Awadhi, A., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A. & Alhammadi, S. (2020), “Death and contagious infectious diseases: impact of the COVID-19 virus on stock market returns”, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol. 27, 100326.
- Bera, A., Bubnys, E. & Park, H. (1988), “Conditional heteroscedasticity in the market model and efficient estimates of betas”, *Financial Review*, Vol. 23 No. 2, pp. 201 - 214.
- Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985), “Using daily stock returns: the case of event studies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 No. 1, pp. 3 - 31.
- Budiarso, N., Wahab Hasyim, A., Soleman, R., Zam Zam, I. & Pontoh, W. (2020), “Investor behavior under the Covid-19 pandemic: the case of Indonesia”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 17 No. 3, pp. 308 - 318.
- Chan, L.K., Jegadeesh, N. & Lakonishok, J. (1996), “Momentum strategies”, *The Journal of Finance*, Vol. 51 No. 5, pp. 1681 - 1713.
- Chen, C.D., Chen, C.C., Tang, W.W. & Huang, B.Y. (2009), “The positive and negative impacts of the SARS outbreak: a case of the Taiwan industries”, *The Journal of Developing Areas*, Vol. 43, pp. 281 - 293.
- De Bondt, W. & Thaler, R. (1987), “Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality”, *The Journal of Finance*, Vol. 42 No. 3, pp. 557 - 581.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. & Roll, R. (1969), “The adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review*, Vol. 10 No. 1, pp. 1 - 21.
- Fama, E.F. (1970), “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25 No. 2, pp. 383 - 417.
- Goodell, J.W. (2020), “COVID-19 and finance: agendas for future research”, *Finance Research Letters*, Vol. 35, 101512.
- 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*, Vol. 56 No. 10, pp. 2198 - 2212.
- Henson, S. & Mazzocchi, M. (2002), “Impact of bovine spongiform encephalopathy on agribusiness in the United Kingdom: results of an event study of equity prices”, *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 84 No. 2, pp. 370 - 386.
- Herwany, A., Febrian, E., Anwar, M. & Gunardi, A. (2021), “The Influence of the COVID-19 pandemic on stock market returns in Indonesia Stock Exchange”, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 8 No. 3, pp. 39 - 47.

- Hongsakulvasu, N. & Liamukda, A. (2020), “Asian stock markets analysis: the new evidence from time-varying coefficient autoregressive model”, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 7 No. 9, pp. 95 - 104.
- Hung, D.N., Van, V.T.T. & Chi, L.V. (2021), “Covid 19 pandemic and abnormal stock returns of listed companies in Vietnam”, *Cogent Business & Management*, Vol. 8 No. 1, 1941587.
- Hung, D.V., Hue, N.T.M. & Duong, V.T. (2021), “The Impact of COVID-19 on stock market returns in Vietnam”, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 14 No. 9, 441.
- Ichev, R. & Marinc, M. (2018), “Stock prices and geographic proximity of information: evidence from the Ebola outbreak”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 56, pp. 153 - 166.
- Kunt, A., Pedraza, A., & Ruiz-Ortega, C. (2021), “Banking sector performance during the Covid-19 crisis”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 133, 106305.
- Kouser, R., Saba, I. & Anjum, F. (2016), “Impact of asymmetric information on the investment sensitivity to stock price and the stock price sensitivity to investment”, *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, Vol. 2 No. 1, pp. 1 - 16.
- Liu, H., Wang, Y., He, D. & Wang, C. (2020), “Short term response of Chinese stock markets to the outbreak of COVID-19”, *Applied Economics*, Vol. 52 No. 53, pp. 5859 - 5872.
- MacKinlay, A.C. (1997), “Event studies in economics and finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35 No. 1, pp. 13 - 39.
- Ramelli, S. & Wagner, A.F. (2020), “Feverish stock price reactions to COVID-19”, *The Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 9 No. 3, pp. 622 - 655.
- Sayed, O. & Eledum, H. (2021), “The short-run response of Saudi Arabia stock market to the outbreak of COVID-19 pandemic: an event-study methodology”, *International Journal of Finance & Economics*, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/ijfe.2539>, truy cập ngày 08/11/2021.
- Smales, L. (2020), “Investor attention and the response of US stock market sectors to the COVID-19 crisis”, *Review of Behavioral Finance*, Vol. 13 No. 1, pp. 20 - 39.
- Schoenfeld, J. (2020), “The invisible business risk of the COVID-19 pandemic”, Tuck School of Business Working Paper No. 3567249.
- Thủ tướng Chính phủ. (2021), *Quyết định 173/QĐ-TTg 2020 công bố dịch viêm đường hô hấp cấp do chủng mới của vi rút Corona*.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974), “Judgment under uncertainty: heuristics and biases: biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty”, *Science*, Vol. 185 No. 4157, pp. 1124 - 1131.
- Wong, G. (2008), “Has SARS infected the property market? Evidence from Hong Kong”, *Journal of Urban Economics*, Vol. 63 No. 1, pp. 74 - 95.

- WHO. (2020), “Timeline: WHO's COVID-19 response”, <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/interactive-timeline>, truy cập ngày 08/11/2021.
- Yan, B., Stuart, L., Tu, A. & Zhang, Q. (2020), “Analysis of the effect of COVID-19 on the stock market and investing strategies”, *SSRN Electronic Journal*, <https://ssrn.com/abstract=3563380>, truy cập ngày 08/11/2021.
- Zhang, Y., Liu, Y., Liu, Xu, S. & Wang, S. (2003), “Event-study analysis of SARS’s impact on Chinese Stock Market”, *Management Review*, Vol. 15 No. 5, pp. 37 - 63.