BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH

LẠI CAO MAI PHƯƠNG

HIỆU ỨNG KỲ NGHỈ, THỜI TIẾT, LỊCH ÂM ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỢI CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Chuyên Ngành: Tài Chính – Ngân Hàng
Mã Số: 9 34 02 01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

TP. HCM, NĂM 2019

Công trình được hoàn thành tại:

Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Người hướng dẫn khoa học: **PGS.TS Nguyễn Thị Liên Hoa**

Phản biện 1: ……

……..

Phản biện 2: ……

……..

Phản biện 3: ……

……..

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường họp tại…….

Vào ……..giờ ……ngày……..tháng …….năm 201

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện: ……..

…….

…….

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

TÓM TẮT LUẬN ÁN

Tên luận án: **Hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam**

Chuyên ngành: Tài chính- Ngân hàng Mã số: 93 40201

Nghiên cứu sinh: Lại Cao Mai Phương Khóa: NCS2012

Cơ sở đào tạo: Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh

Người hướng dẫn: PGS. TS. Nguyễn Thị Liên Hoa

Từ khóa: *kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm, tâm trạng, tỷ suất sinh lợi, chứng khoán*

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

1.1 Tính cấp thiết của luận án

Các nghiên cứu tâm lý cho thấy tâm trạng được sử dụng như thông tin, như một điểm nổi bật, như một động lực và là thước đo tiền tệ chung liên quan đến việc phán đoán và ra quyết định trong tình huống không chắc chắn (Peters & cộng sự, 2006). Trên thị trường chứng khoán (TTCK), giá cổ phiếu có tương quan đồng biến với tâm trạng của nhà đầu tư. Cụ thể, tỷ suất sinh lợi chứng khoán (TSSL) cao hơn có liên quan đến tâm trạng tốt hơn, ngược lại, tỷ suất sinh lợi chứng khoán sụt giảm có liên quan đến tâm trạng tiêu cực của nhà đầu tư (Shu, 2010). Thậm chí tâm trạng không liên quan đến chứng khoán như tâm trạng trước kỳ nghỉ (Ariel, 1990), yếu tố thời tiết (Saunders, 1993), kết quả bóng đá (Edmans & cộng sự, 2007), niềm tin về sự may rủi và chu kỳ âm lịch (Dowling & Lucey, 2005) có thể ảnh hưởng đến TSSL chứng khoán. Ủng hộ quan điểm này, lý thuyết triển vọng của Kahneman & Tversky (1979) cho rằng không thể xem nhẹ yếu tố tâm lý khi đưa ra quyết định trong tình huống không chắc chắn, bởi vì mức thỏa dụng không phải lúc nào cũng phản ánh thái độ thuần túy với tiền, mà có thể bị ảnh hưởng bởi tác động bổ sung (như tâm trạng) đối với một số tiền cụ thể. Các nghiên cứu trên cho thấy, các quyết định trên TTCK có thể bị ảnh hưởng bởi những tâm trạng không liên quan. Tuy nhiên, các nghiên cứu khai thác chủ đề này trên TTCK Việt Nam là rất ít, và điều này cũng thể hiện tính cấp thiết của luận án. Luận án phải làm rõ được ảnh hưởng nếu có của các yếu tố dường như không liên quan đến chứng khoán (như hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm) đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam để từ đó đưa ra các khuyến nghị.

1.2 Mục tiêu nghiên cứu của luận án

Mục tiêu của luận án là nghiên cứu "*Hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán Việt Nam"* trên cơ sở tiếp liên kết lý thuyết tâm trạng của nhà đầu tư với quyết định đầu tư chứng khoán và đặc điểm liên quan đến ba hiệu ứng này tại Việt Nam. Dựa vào ý nghĩa thực tiễn, khoảng trống nghiên cứu và những dữ liệu thu thập được, tác giả tập trung giải quyết các mục tiêu cụ thể sau:

- Xác định sự tồn tại mối liên hệ của từng hiệu ứng (kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm) và TSSL vượt trội của TTCK Việt Nam với toàn bộ dữ liệu 10 năm. Những yếu tố đại diện cho từng hiệu ứng này có ảnh hưởng đến TSSL của TTCK Việt Nam hay không? Hướng tác động của các yếu tố này như thế nào- là thuận chiều hay ngược chiều? Những điểm riêng của Việt Nam về mối quan hệ này với các nghiên cứu trước đây?
- Xác định sự tồn tại mối liên hệ của cả ba hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm và TSSL của TTCK Việt Nam với toàn bộ dữ liệu 10 năm và khi xu hướng ngắn hạn của từng chỉ số chứng khoán là tích cực/ tiêu cực. Khi kết hợp cả ba hiệu ứng trong một mô hình tổng hợp, những yếu tố đại diện cho từng hiệu ứng này có tác động đến TSSL của TTCK Việt Nam hay không? Mối liên hệ giữa các hiệu ứng này và TSSL theo ngành được nghiên cứu tại Việt Nam là như thế nào?

Khi các mối liên hệ này được xác định, luận án đưa ra khuyến nghị cho các nhà đầu tư, gợi ý cho nhà phát hành và các nhà quản lý tại Việt Nam nhằm hạn chế ảnh hưởng của tâm trạng gây ra bởi ba hiệu ứng có thể tác động đến TSSL của TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 2: KHUNG LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC ĐÂY

2.1 Tâm trạng và các lý thuyết liên quan đến việc ra quyết định

2.1.1 Vai trò của tâm trạng đối với các quyết định trong tình huống không chắc chắn

Vai trò của tâm trạng trong việc ra quyết định là không nên bỏ qua. Để bảo vệ luận điểm này các nhà tâm lý học (Loewenstein, Weber, Hsee, & Welch, 2001; Schwarz & Clore, 2003), kinh tế học (Elster, 1998; Loewenstein, 2000)

và thần kinh học (Trepel, Fox, & Poldrack, 2005) đã tích lũy nhiều bằng chứng cho thấy tâm trạng và thiên lệch nhận thức tác động đến các quyết định khác nhau.

Tổng hợp các nghiên cứu tiêu biểu về tâm lý học, Peters & cộng sự (2006) đã rút ra bốn chức năng quan trọng của tâm trạng (tâm trạng như thông tin, như một điểm nổi bật, như một động lực và là tiền tệ chung) liên quan đến việc phán đoán và ra quyết định.

Năm 1990, Schwarz phát triển lý thuyết sử dụng tâm trạng như thông tin. Theo lý thuyết này, các cá nhân sử dụng trạng thái cảm xúc hay tâm trạng của họ như thông tin khi lựa chọn các chiến lược xử lý trong hầu hết các quyết định của họ (Schwarz, 1990; Bechara, Damasio, Tranel, & Damasio, 1997; Bechara & Damasio, 2005; Spinella, Yang, và Lester, 2008). Khi tâm trạng đóng vai trò như thông tin, nó hướng dẫn quá trình phán đoán hoặc quyết định (Slovic & cộng sự, 2002), người ra quyết định tham khảo cảm xúc của họ về những lựa chọn trước khi đưa ra quyết định (Schwarz & Clore, 2003).

Mô hình rủi ro như cảm xúc được phát triển bởi Loewenstein & cộng sự (2001) đã hỗ trợ cho lý thuyết tâm trạng như thông tin mà Schwarz (1990) đề xuất khi tâm trạng với vai trò là thước đo tiền tệ chung trong các quyết định. Mô hình này được Loewenstein & cộng sự (2001) phát triển dựa trên một phân tích tổng hợp của hơn 500 nghiên cứu lâm sàng và sinh lý về tâm trạng và cá nhân đưa ra quyết định, đã khẳng định rằng mọi khía cạnh của quá trình ra quyết định bị ảnh hưởng bởi những trải nghiệm tâm trạng tại thời điểm đó của mỗi cá nhân, và những trải nghiệm này tại thời điểm ra quyết định ảnh hưởng đến quyết định cuối cùng của họ. Với vai trò là thước đo tiền tệ chung trong các quyết định, tâm trạng cho phép người quyết định so sánh các lựa chọn khác nhau (Cabanac, 1992). Theo đó, thay vì cố gắng tìm ra vô số lý do hợp lý, người quyết định chuyển những suy nghĩ duy lý phức tạp thành những đánh giá cảm xúc đơn giản hơn để có thể so sánh cảm giác tốt và xấu với nhau (Montague và Berns, 2002), từ đó đưa ra quyết định. Nghiên cứu của Loewenstein & cộng sự (2001) còn kết luận rằng các phản ứng của tâm trạng trước các tình huống rủi ro thường mâu thuẫn với những đánh giá nhận thức về những rủi ro này. Khi mâu thuẫn như vậy xảy ra, tâm trạng đóng một vai trò quan trọng trong quá trình ra quyết định có rủi ro. Hàm ý của Loewenstein & cộng sự (2001) là các nghiên cứu tài chính nên đưa thông tin tâm trạng nhà đầu tư vào mô hình, trước khi ra quyết định kinh tế.

Khi tâm trạng đóng vai trò như một điểm nhấn trong một quá trình quyết định hai bước, Schwarz (1990) cho rằng con người có xu hướng đưa ra quyết định tùy thuộc vào tâm trạng của họ, thậm chí tâm trạng ảnh hưởng đến các quyết định không có liên quan đến nguyên nhân gây ra tâm trạng và sự ảnh hưởng theo cách này được gọi là quy kết sai tâm trạng (misattribution). Theo đó, ở bước đầu tiên, mức độ (mạnh yếu) của cảm xúc hoặc loại cảm xúc ban đầu ảnh hưởng đến thao tác khiến một số kiến thức được lưu trữ dễ tiếp cận hơn. Khi thông tin lưu trữ dễ tiếp cận hơn, nó có tác động lớn hơn trong các ưu tiên tiếp theo. Dẫn tới, ở bước hai, khi thông tin mới (không phải tâm trạng ban đầu) được sử dụng bị ảnh hưởng bởi tâm trạng trước đó hướng dẫn phán đoán hoặc ra quyết định (Nabi, 2003). Dẫn tới thông tin mới (không phải tâm trạng ban đầu) được sử dụng sẽ bị ảnh hưởng bởi tâm trạng trước đó hướng dẫn phán đoán hoặc ra quyết định trong bước bước hai. (Nabi, 2003).

Tâm trạng có vai trò như động lực trong việc đưa ra quyết định được thể hiện rõ trong mô hình duy trì ảnh hưởng tâm trạng (AIM) được đề xuất bởi Forgas (1995). Trong một nghiên cứu về tâm sinh lý được công bố vào năm 1987, Forgas & Bowe đã đưa ra quan điểm về các ảnh hưởng của tâm trạng đối với sự hình thành ấn tượng và trí nhớ trong não bộ của con người. Kết quả cho thấy cả hai bộ nhớ hồi tưởng và bộ nhớ nhận dạng trong não bộ đều hoạt động tốt hơn khi các đặc điểm phù hợp về tâm trạng. Theo đó, các đối tượng dành nhiều thời gian hơn để học về các chi tiết phù hợp với tâm trạng nhưng họ sẽ đưa ra các phán đoán phù hợp với tâm trạng nhanh hơn. Forgas & Bower (1987) phát hiện ra các đối tượng trong trạng thái hạnh phúc tạo ra những ấn tượng tốt hơn và đưa ra những đánh giá tích cực

hơn so với tâm trạng buồn bã. Tâm trạng tích cực có ảnh hưởng rõ rệt hơn đối với các phán đoán và trí nhớ so với tâm trạng tiêu cực. Kế thừa kết quả nghiên cứu của Forgas & Bower (1987), đến năm 1995, Forgas đề xuất mô hình duy trì tâm trạng (AIM) nhằm giải thích một cách toàn diện nhất vai trò của tâm trạng trong quá trình đưa ra quyết định của cá nhân ở khía cạnh tâm sinh lý học. Mô hình AIM của Forgas (1995) đề xuất cho rằng các đối tượng trong tâm trạng xấu có cái nhìn bi quan hơn về thế giới, nhận thức của họ trong những tình huống rủi ro trở nên trầm trọng hơn so với thực tế, do đó họ có xu hướng chọn quyết định an toàn. Nhưng trong một tâm trạng tích cực, các đối tượng trong mô hình AIM sẽ thúc đẩy những hành vi dễ bị rủi ro bởi vì tâm trạng vui vẻ gợi lên những ký ức tích cực và dẫn đến đánh giá môi trường tốt hơn (Forgas & Bower, 1987; Chou & cộng sự, 2007). Đồng quan điểm với Forgas & Bower (1987), Wright & Bower (1992) khẳng định những người hạnh phúc có xu hướng lạc quan, ngược lại, những người buồn có xu hướng bi quan và những tâm trạng này ảnh hưởng mạnh mẽ đến các quyết định của họ. Chính vì vậy, các nhà đầu tư với tâm trạng lạc quan mong chờ một thị trường tăng trưởng và họ gia tăng hoạt động mua vào, người có tâm trạng lo lắng hoặc trầm cảm có xu hướng tránh rủi ro và rời khỏi thị trường (Wright & Bower, 1992). Ngoài ra, trong những tình huống phức tạp và không lường trước được, những người gặp trạng thái cảm xúc vui vẻ có thể phải dựa nhiều hơn vào quá trình xử lý thông tin theo phương pháp tự nghiệm, điều này có thể góp phần vào phản ứng dễ bị rủi ro (Forgas, 1998; Leith & Baumeister, 1996). Các nghiên cứu khác ủng hộ mô hình AIM cũng tìm thấy sự kết nối mạnh mẽ giữa tâm trạng và rủi ro giả định trong các nghiên cứu của Yuen & Lee (2003), Kamstra, Kramer, & Levi (2003), Kuvaas & Kaufmann (2004).

Như vậy, tâm trạng có liên quan đến mức độ xử lý hệ thống và ra quyết định (Forgas, 2000), có liên quan đến xu hướng quyết định là tiếp cận hay né tránh (Chen & Bargh, 1999), thúc đẩy quyết định khi họ có xu hướng nhằm duy trì hoặc đạt được trạng thái tâm trạng tích cực (Isen, 2000).

2.1.2 Xác định xu thế ngắn hạn của chứng khoán dựa trên đường trung bình động

Lý thuyết Dow là lý thuyết nền tảng cho những nhà đầu tư sử dụng trường phái phân tích kỹ thuật để ra quyết định. Sự dịch chuyển giá của thị trường chứng khoán theo xu thế thể hiện sự thay đổi thái độ của nhà đầu tư dựa trên những thông tin tổng hợp (như kinh tế, chính trị) về cả giá hiện tại và tiềm năng là một trong những tiền đề của lý thuyết Dow. Trong một thị trường thường có ba xu thế (Pring, 1980). Xu thế cấp một thể hiện xu hướng chung là tăng (giảm) trong dài hạn của thị trường, thường kéo dài trên 9 tháng đến vài năm. Xu thế cấp hai thể hiện xu hướng trung gian của thị trường, thường kéo dài trên 3 tuần đến 9 tháng, đây là giai đoạn ngắt quãng quá trình tăng hoặc giảm của xu thế cấp một. Xu thế cấp ba thể hiện các biến động nhỏ của thị trường, thường kéo dài từ 1 đến 3 tuần.

So với các chỉ báo khác được sử dụng trong phân tích kỹ thuật để dự báo xu thế, chỉ báo đường trung bình động (MA) thường được sử dụng phổ biến (Taylor & Allen, 1992) và hiệu quả (Neftci,1991, Brock & cộng sự, 1992; Sullivan & cộng sự, 1999). Quy tắc dự báo xu thế của đường MA dựa trên sự giao cắt của MA ngắn hạn so với MA dài hạn. Tín hiệu mua xảy ra khi đường MA ngắn hạn cắt đường MA dài hạn từ dưới lên, thể hiện cho tâm lý đầu tư hiện tại trên thị trường đã chuyển sang hướng lạc quan quan hơn so với trước. Ngược lại, tín hiệu bán cổ phiếu xảy ra khi đường MA ngắn hạn cắt đường MA dài hạn từ trên xuống, cho thấy tâm lý hiện tại đã chuyển sang hướng bi quan hơn so với trước đó. Khung thời gian của đường MA có thể từ 5-13 ngày thể hiện cho xu thế cực ngắn, và từ 100-200 ngày biểu thị cho một xu thế trung và dài hạn (Achelis, 2001, tr205). Dựa vào vị trí giao cắt của hai đường MA, Dowling & Lucey (2005) xác định tâm trạng đầu tư dựa trên xu thế ngắn hạn của chứng khoán.

2.1.3 Lý thuyết khoảng trống và quan niệm của con người về sự may rủi trong cuộc sống

Lý thuyết khoảng trống của Malinowski (1954) là lý thuyết có ảnh hưởng nhất đóng vai trò giải thích sự xuất hiện của niềm tin về sự may rủi; bản chất xã hội của loài người đóng một vai trò quan trọng trong sự tồn tại và duy trì niềm tin này (Henslin, 1967) và quá trình xử lý thông tin liên hệ đến niềm tin về sự may rủi được mô tả là vô thức (Jahoda, 1969, Jung, 1979).

Lý thuyết của Malinowski (1954) cho rằng niềm tin về sự may rủi có tác dụng lấp đầy khoảng trống của những điều không biết hoặc những điều mà con người chưa thể giải thích logic về mặt khoa học được và do đó làm giảm tâm lý lo lắng khi đối mặt với sự không chắc chắn. Đồng ý với quan điểm này, Scheibe & Sarbin (1965) cho rằng trong một số sự kiện/tình huống có sự lặp lại mà con người chưa biết được bản chất của sự việc nhưng động lực mong muốn lý giải để giảm sự lo lắng trong cộng đồng đủ mạnh, thì bằng cách nào đó họ sẽ tạo ra nó. Vì vậy, có thể các cá nhân đã chủ ý bóp méo sự thật và suy luận logic để phù hợp với những niềm tin mê tín của họ (Cohen & cộng sự, 1959). Bởi vì các hành động mê tín có chức năng xoa dịu cho những cá nhân tham gia bằng cách cung cấp một số cảm giác nâng đỡ tinh thần và cảm giác kiểm soát. Giải thích nguyên nhân của niềm tin này là do sự phổ biến của lỗi nhận thức (Singer & Benassi, 1981).

Bên cạnh đó, hành vi mê tín cũng có thể xảy ra độc lập với niềm tin vào hiệu quả của hành vi đó, nhằm đạt được cảm giác kiểm soát (Rothbaum, Weisz & Snyder, 1982). Do đó, có thể coi kiểm soát là một động cơ tâm lý cơ bản và nhận thức về sự kiểm soát có được từ kết hợp các kết cục tâm lý với thể chất tích cực (Case & cộng sự, 2004). Các nghiên cứu khác ủng hộ quan điểm này cho thấy việc phát triển phản ứng mê tín xảy ra trong tình huống không chắc chắn (Padgett & Jorgensen, 1982) thì các cá nhân dựa nhiều vào trọng số niềm tin mê tín khi nhu cầu kiểm soát của họ bị đe dọa (Stavrova & Meckel, 2017). Ngay cả những cá nhân tin rằng các sự kiện không thể bị kiểm soát bằng các hành động của họ, được gọi là hoài nghi hay nửa tin nửa ngờ thường hành xử phù hợp với niềm tin mê tín (Campbell, 1996), thậm chí một số lượng lớn người được hỏi cho biết sẽ cảm thấy không thoải mái nếu họ không tuân theo các nghi lễ mê tín trong những tình huống mà họ cho rằng hành động đó là thích hợp (Abercrombie & cộng sự, 1970).

Wiseman & Watt (2004) cho rằng bất kỳ niềm tin mê tín trong xã hội đều được chia thành một trong hai loại là tích cực và tiêu cực. Các quốc gia theo phong tục Á Đông cho rằng tháng 7 âm lịch là tháng xui xẻo, do đó, một số điều kiêng kỵ không làm vào tháng 7 âm lịch như những việc mua sắm lớn, không chuyển nhà hay mua nhà mới (Pooja, 2016); không cưới hỏi (Lo, 2003); tránh sinh con hoặc tránh phẫu thuật (Huang & cộng sự, 1997; Lin và cộng sự, 2006), không đi du lịch đối với các du khách Châu Á, đặc biệt là từ Thái Lan và Trung Quốc (Rittichainuwat, 2011).

Hernandez & cộng sự (2008) phân loại niềm tin mê tín thành hai loại: chủ động và thụ động. Ảo tưởng kiểm soát được định nghĩa là liên kết với vận may để chia sẻ sức mạnh của một lực lượng lớn hơn và áp dụng cho các hành vi mê tín (Rothbaum & cộng sự, 1982). Theo đó, ảo tưởng kiểm soát thông qua việc thực hiện các hành vi với kỳ vọng đem lại sự may mắn, dựa trên cách phân loại của Wiseman & Watt (2004) đó là niềm tin mê tín tích cực, và việc thực hiện các hành vi này là biểu hiện của niềm tin mê tín thụ động. Bên cạnh đó, con người chủ động tránh hoặc trì hoãn làm một số việc trong những thời điểm kiêng kỵ (thứ Sáu ngày 13 ở các quốc gia phương Tây và tháng cô hồn ở các quốc gia phương Đông) để tránh những hậu quả xấu khi mà kết quả của nó nằm ngoài sự kiểm soát của họ có thể mang lại. Theo cách phân loại của Hernandez & cộng sự (2008) thì đó là niềm tin mê tín chủ động. Từ đó có thể rút ra kết luận, con người thường sử dụng niềm tin chủ động nhằm ngăn ngừa các kết quả xấu có thể xảy ra, và xu hướng tìm kiếm vận may khi thực hiện những hành động mê tín thụ động.

2.1.4 Lý thuyết triển vọng

Cả hai giải Nobel kinh tế liên quan đến tài chính hành vi, được trao cho Giáo sư Daniel Kahneman- Đại học Princeton vào năm 2002 và Giáo sư Richard Thaler- Đại học Chicago vào năm 2017, đều dựa trên nền tảng là lý thuyết thuyết triển vọng- công trình nghiên cứu của Giáo sư Daniel Kahneman và Amos Tversky (mất năm 1996, trước thời điểm trao giải Nobel kinh tế 2002) công bố đầu tiên vào năm 1979. (Kahneman & Tversky, 1979; Tversky & Kahneman, 1992).

Tài chính hành vi và lý thuyết triển vọng nhận thấy các giả định của tài chính truyền thống khiếm khuyết về mặt thực nghiệm (Simon, 1987a, tr221; Barberis & Thaler, 2003; Altman, 2010). Tversky & Kahneman (1974) cho rằng lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng dựa trên xác suất chủ quan đi kèm với triển vọng được quyết định bởi con người duy lý. Tuy nhiên, thực tế cho thấy với cùng một sự kiện các cá nhân khác nhau với các điểm tham chiếu và tiêu chí không giống nhau sẽ đưa ra các xác suất chủ quan là khác nhau. Bên cạnh đó, đối với các các lựa chọn có rủi ro, hàm thỏa dụng phải "dành chỗ" cho các tình huống liên quan đến tâm lý, bởi vì hàm thỏa dụng của một cá nhân không phải lúc nào cũng phản ánh thái độ "thuần túy" đối với tiền mà có thể bị ảnh hưởng bởi các hậu quả bổ sung liên quan đến số tiền cụ thể (Kahneman &Tversky, 1979, tr278-279). Do đó, các khoản được (gain) và mất (losses) trong lý thuyết triển vọng đem lại mức thỏa dụng lớn hơn so với sự giàu có đem lại (Benartzi & Thaler, 1995, tr79). Vì vậy, khi điểm tham chiếu mâu thuẫn với các khoản được và mất thì đo lường dựa trên mức thỏa dụng trở thành một yếu tố quan trọng. Điều này giải thích vì sao trong thực tế lý thuyết hữu dụng kỳ vọng dự báo thiếu chính xác hành vi lựa chọn dưới điều kiện rủi ro và không chắc. Lý thuyết triển vọng đã khắc phục được hạn chế của lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng khi sử dụng hành vi trung bình mẫu trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm từ đó khái quát nó thành cách hành xử của cá nhân hay nhóm người khi đưa ra quyết định trong một thế giới không chắc chắn. Vì vậy, lý thuyết triển vọng được đề xuất thay thế cho lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng vì thực tế cho thấy lý thuyết triển vọng mô tả và dự báo chính chính xác hơn hành vi lựa chọn dưới điều kiện rủi ro và không chắc chắn (Altman, 2010).

Kahneman (2003) cho rằng có 3 đặc điểm nhận thức trong lý thuyết triển vọng, cùng các cảm xúc ngắn hạn được coi là những nhân tố quan trọng của hành vi lựa chọn khi đánh giá về những kết quả kinh tế. Ba đặc điểm trong lý thuyết triển vọng gồm: (i) Phụ thuộc vào bản chất của triển vọng đưa ra khả năng kết quả thuộc miền lời hay miền lỗ, lựa chọn của con người đôi khi thể hiện hành vi né tránh rủi ro, đôi khi lại thể hiện hành vi tìm kiếm rủi ro. (ii) Việc đánh giá các triển vọng của con người phụ thuộc vào được (lời) và mất (lỗ) so với một điểm tham chiếu. Điểm tham chiếu thường là trạng thái hiện tại. (iii) Con người sợ mất mát (thua lỗ) bởi vì tâm lý mất mát mà họ gánh chịu nặng hơn cái được.

Hàm giá trị trong lý thuyết triển vọng có dạng hình chữ S theo kiểu một hàm số hai thành phần. Điểm tham chiếu chia đồ thị thành hai miền: Miền lỗ nằm bên trái và miền lời nằm bên phải. Khu vực lân cận điểm tham chiếu ở cả hai miền đều có độ dốc lớn nhất và giảm dần khi ra xa điểm tham chiếu cho thấy độ nhạy đối với cả hai miền đều giảm dần khi ra xa điểm tham chiếu. Khi so sánh độ dốc, hàm giá trị bên miền lỗ dốc hơn phản ánh tâm lý ngại thua lỗ so với miền lời. Tỷ lệ sợ sự thua lỗ đã từng được ước tính trong một số thí nghiệm của Kahneman & Tversky và thông thường nằm trong khoảng từ 1,5 tới 2,5. Nói cách khác, trong lý thuyết triển vọng miền lỗ có tác động mạnh hơn so với miền lời, chẳng hạn khi thêm cả lỗ và lời đều là 1USD thì mức thỏa dụng trong lý thuyết triển vọng sẽ âm dẫn tới từ chối một triển vọng này, nhưng với lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng giá trị này bằng 0 (số không) nên có thể không bị từ chối. Kết quả là hàm số lõm trong miền lời (như hàm độ thỏa dụng) và lồi trong miền lỗ, hai miền này không đối xứng mà có điểm uốn đổi hướng từ miền lời sang miền lỗ qua điểm tham chiếu, tạo nên hàm giá trị hình chữ S. (Kahneman & Tversky, 1979, Tversky & Kahneman 1992; Kahneman, 2003). Một sự thay đổi bất ngờ trong đường cong hàm số

giá trị thể hiện cái được biến thành cái mất, do sự ác cảm mất mát quá lớn ngay cả khi thực chất điểm rủi ro ảnh hưởng tới tài sản là rất nhỏ.

2.1.5 Tâm trạng, nhận thức và hành vi của con người là yếu tố không thể tách rời

Các nhà tâm lí học (Ellis, 1991; Piaget, 1977) đều thống nhất: trong mối tác động qua lại giữa con người với các tình huống/sự kiện được thông qua hành vi của họ, trong đó tâm trạng là động lực của các hành vi và nhận thức là sự cấu trúc hoá của các hành vi đó. Goleman (1995) cho rằng tâm trạng tham gia vào hoạt động nhận thức trên hai phương diện là động lực thúc đẩy hoặc kìm hãm một hành động nhận thức nào đó, thậm chí nó còn mạnh hơn cả khả năng lôgic - toán, mà chúng ta vẫn nhận ra trong các thực nghiệm. Do đó, luận án giả định rằng hành vi của nhà đầu tư cổ phiếu thể hiện tổng hợp cả việc lượng hóa nhận thức và phản ứng của tâm trạng (từ đây trở về sau gọi tắt là "tâm trạng" hay "ảnh hưởng của tâm trạng" đối với một sự kiện xảy ra.

2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm nước ngoài về hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

Bảng 2.1: Các nghiên cứu nước ngoài liên quan đến các kỳ nghỉ và thị trường chứng khoán

Tâm trạng liên quan đến các kỳ nghỉ	Các bằng chứng thực nghiệm về TSSL trên thị trường chứng khoán
Trước kỳ nghỉ	***Hoa Kỳ***
Tâm trạng tích cực trước kỳ nghỉ	Ariel (1990); Fabozzi & cộng sự (1994); Kim & Park (1994); Lakonishok và Smidt (1988); Liano & cộng sự (1992); Liano & White (1994); Pettengill (1989)
Ariel (1985); Coursey & Dyl (1986); Fields (1931, 1934); Frank Cross (1973); Kenneth French (1980); Keim & Stambaugh (1984); Lakonishok & Smidt (1987)	
Giả thuyết duy trì tâm trạng	
Pettengill (1989); Liano & White (1994)	***Châu Âu***
Giả thuyết hiệu ứng thu nhập vượt kỳ vọng	Dodd & Gakhovich (2011); Dumitriu & cộng sự (2011); Gama & Vieira (2013); Kim & Park (1994); Meneu & Pardo (2004)
Thaler & Johnson (1990); Ogden, (1990); Chia & cộng sự (2015)	
Tâm trạng sau kỳ nghỉ không thống nhất	
Thị trường giảm điểm	***Châu Đại Dương***
Ariel (1990); Don & cộng sự (2016); Gibbons & Hess (1981); Hirshleifer & cộng sự (2016); Lakonishok & Maberly (1990); Lakonishok & Smidt (1988); Miller (1988); Osborne (1962) Rystrom & Benson (1989); Wang & Walker (2000)	Cao & cộng sự (2009); Marrett & Worthington (2009)
	Châu Á
	Bergsma & Jiang (2016); Chan, Khanthavit & Thomas (1996); Kim & Park (1994); McGuinness (2005)
Thị trường tăng điểm	***Các nước vùng Vịnh (GCC)***
Kim & Park, 1994; Keim (1983); Lakonishok & Smidt, 1988; Fabozzi và cộng sự, 1994	Bley & Saad (2010)
Không tác động	***Các quốc gia mới nổi***
Ariel, 1990; Lakonishok & Smidt, 1988; Tonchev & Kim, 2004; Marrett & Worthington, 2009	Seif, Docherty & Shamsuddin (2017)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu)

Bảng 2.2: Các nghiên cứu nước ngoài liên quan đến hiệu ứng thời tiết và thị trường chứng khoán

Tác động đến tâm trạng, hành vi con người	Các bằng chứng thực nghiệm về TSSL trên thị trường chứng khoán

Điều kiện thời tiết	***Nhiệt độ***
Bassi & cộng sự (2013); Damasio (2000); Edelman (2006); Keller & cộng sự (2005); Sinclair, Mark & Clore (1994); Watson (2000)	Cao & Wei (2005); Chang, Nieh, Yang & Yang (2006); Dowling & Lucey (2008); Floros (2008); Kang & cộng sự (2010); Keef & Roush (2002, 2005); Gerlach (2007); Yoon & Kang (2009)
Nhiệt độ	
Nhiệt độ cao tác động tiêu cực đến tâm sinh lý, hành vi của con người	
Allen & Fischer (1978); Anderson & cộng sự (2000); Anderson (2001); Baron & Bell (1976); Cunningham (1979); Howarth & Hoffman (1984); Kenrick & MacFarlane (1986); Page, Hajat & Kovats (2007); Vrij & cộng sự (1994)	
Yếu tố giảm tác động nhiệt độ cao	
Baron & Bell (1976); Kenrick & MacFarlane (1986)	***Lượng mưa***
Độ ẩm	Dowling & Lucey (2005); Gerlach (2007); Hirshleifer & Shumway (2003)
Amr & Volpe (2012); Cunningham (1979); Dexter (1904); Howarth & Hoffman (1984); Mawson & Smith (1981)	
Hoạt động địa từ	
Babayev & Allahveriyeva (2007); Mulligan & cộng sự (2010); Nastos & cộng sự (2006)	***Hoạt động địa từ***
	Krivelyova & Robotti (2003)
Các yếu tố khác	
Dexter (1904); Cunningham (1979); Cooke & cộng sự (2000); Repetti (1993)	

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu)

Bảng 2.3: Các nghiên cứu nước ngoài liên quan đến hiệu ứng lịch âm và thị trường chứng khoán

Tác động đến tâm sinh lý, hành vi của con người			
Hành vi	**Tác giả**	**Nguyên nhân**	**Tác giả**
Sinh con	Criss & Marcum (1981)	Do 'thủy triều sinh học' hay sự mất cân bằng hoóc môn	Zimecki (2006)
Chu kỳ kinh nguyệt	Jongbloet (1983); Law (1986)	Dịch chuyển chất trong hệ thần kinh	Lieber & Sherin (1972)
Hành vi giúp đỡ, hành vi bo của thực khách	Cunningham (1979)	Tác động đến giấc ngủ của con người; giai đoạn trăng tròn con người nhạy cảm hơn với tiếng ồn.	Cajochen & cộng sự (2013); Smith & cộng sự (2014); Croy & Waye (2014)
Hành vi bất thường ở trẻ em	Russell & Bernal (1977)	Niềm tin, các nghi lễ cổ đại từ xa xưa, duy trì đến ngày nay	Laycock (1843); Gale (1980); Katzeff (1981); Lieber & Agel (1978)
các vụ tai nạn giao thông	Lieber (1978)	Tác động đến hành vi ở mức độ nhẹ	Garzino (1981)
		Con người không chịu tác động	Nogueira (1982); Rotton & Kelly (1985)
Niềm tin vào các sự kiện xảy ra theo chu kỳ lịch âm		**Những kiêng kỵ trong tháng 7 âm lịch**	
Tin vào những điều dị thường xảy ra xung quanh những ngày trăng tròn	Kelly, Rotton & Culver, (1996)	Mua sắm lớn, không chuyển nhà, không mua nhà	Pooja (2016), He & cộng sự (2018)
Sinh viên	Rotton & Kelly (1985)	Không cưới hỏi	Lo (2003)
Y tá chăm sóc bênh nhân tâm thần	Angus (1973)	Tránh sinh con hoặc tránh phẫu thuật	Huang & cộng sự (1997); Lin & cộng sự (2006); Chiu & cộng sự (2018)
		Không đi du lịch	Rittichainuwat (2011)

Các bằng chứng thực nghiệm về TSSL trên thị trường chứng khoán	
Chu kỳ lịch âm: Tương quan âm với giai đoạn trăng tròn: Dichev & Janes (2003), Yuan, Zheng & Zhu (2006); Floros & Tan (2013). - Tác động tích cực vào ngày đầu tháng: Floros & Tan, 2013; Borowski (2015) - Không bị ảnh hưởng: Hammami & Abaoub (2010)	**Tháng Bảy âm lịch** Tác động tiêu cực: Almonte (2016)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu)

2.3 Các nghiên cứu thực nghiệm trong nước về hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

Bảng 2.4: Các nghiên cứu trong nước liên quan đến hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của TTCK Việt Nam

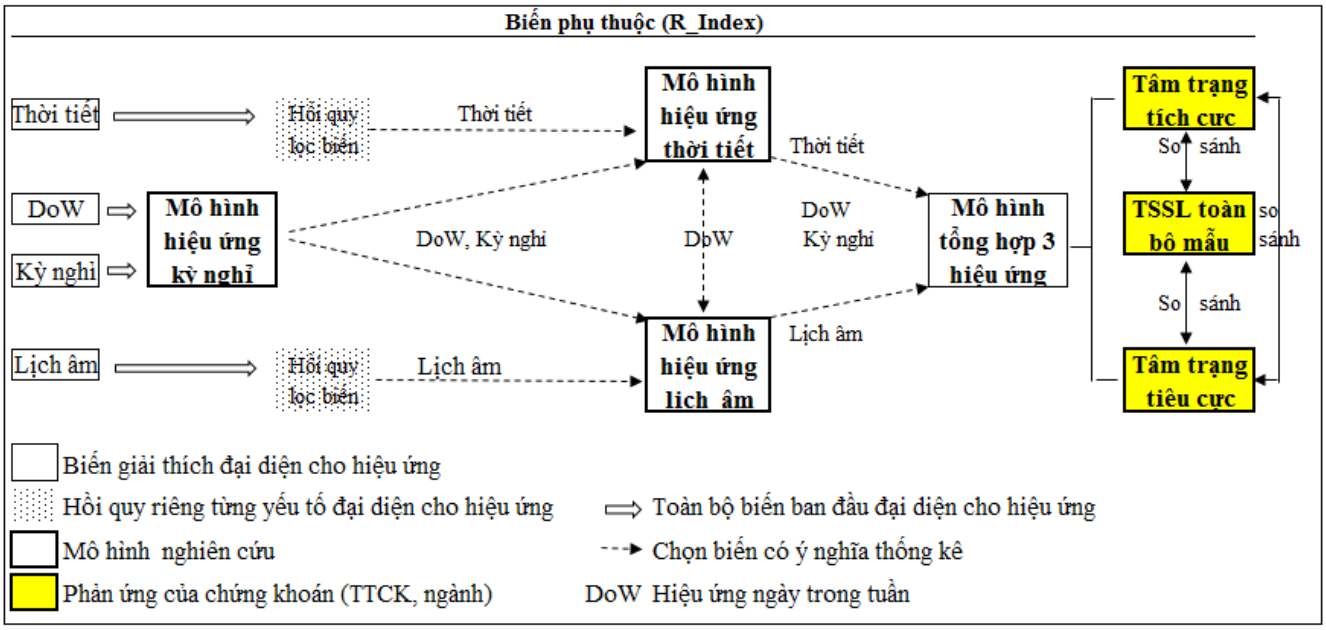
Hiệu ứng	Tác giả
Kỳ nghỉ lễ	
Truong Dong Loc (2012); Luu Tien Chung & cộng sự (2016)	Phương pháp ước lượng OLS. Ngày Thứ Ba là ngày tiêu cực với VNIndex và ngày Thứ Sáu là ngày tích cực với chỉ số này.
Trương Đông Lộc & cộng sự (2017)	Phương pháp: OLS và GARCH cho thấy lợi nhuận VNIndex tăng trước kỳ nghỉ lễ, mức độ biến động vào những ngày giao dịch trước mỗi kỳ nghỉ lễ có xu hướng giảm dần.
Lê Thị Hồng Minh & Trương Ngọc Sơn (2018)	Sử dụng ARMA (1,1) và GARCH (1,1) cho thấy lợi nhuận chứng khoán tăng trước Tết Âm lịch tại Việt Nam, Malaysia và Nhật Bản; lợi nhuận chứng khoán cao sau Tết Âm lịch tồn tại ở Hồng Kông và Đài Loan.
Lại Cao Mai Phương (2018)	Phương pháp OLS: TSSL của VNIndex và HNXIndex trước các kỳ nghỉ lễ thường cao hơn so với những ngày khác. Trong đó, VNIndex và HNXIndex cùng chịu tác động từ kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán, VNIndex chịu tác động từ kỳ nghỉ 30 tháng 4, HNXIndex chịu tác động từ kỳ nghỉ lễ Quốc Khánh.
Thời tiết	
Friday & Hoang (2015)	Sử dụng thống kê mô tả và kiểm định t, OLS, gợi ý lượng mưa trung bình tháng vào mùa mưa có thể tác động đến TSSL chứng khoán VNIndex.
Lại Cao Mai Phương (2017)	Sử dung OLS và hồi qua logit, sau những ngày giao dịch hoạt động địa từ ap>29 ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex.
Lịch âm	
Lại Cao Mai Phương (2012)	Sử dụng OLS, ngoại trừ khung thời gian 1 ngày và khung thời gian 3 ngày cho kết quả ngược nhau với P-value<0,1.
Nguyễn Văn Diệp & cộng sự (2014); Nguyễn Văn Diệp (2016).	Sử dụng thống kê mô tả và kiểm định t, không thấy sự khác biệt về TSSL giữa những ngày đầu tháng và những ngày giữa tháng âm lịch. Sử dụng mô hình IGARCH, hai ngày đầu tháng âm lịch có tác động tích cực đến tSSL chứng khoán; một ngày xung quan ngày rằm có tác động tiêu cực đến TSSL cổ phiếu.
Nguyễn Văn Diệp (2017).	GARCH-M (1,1) để nghiên cứu hiện tượng siêu trăng và TSSL chứng khoán, hiện tượng siêu trăng có tác động tiêu cực đến TSSL cổ phiếu.
Lê Thị Hồng Minh & Trương Ngọc Sơn (2018)	Sử dụng phương pháp ARMA (1,1), GARCH (1,1) cho thấy VNIndex tăng trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán nhưng không chịu tác động sau kỳ nghỉ này
Lại Cao Mai Phương (2018)	Sử dụng OLS, ba ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên Đán đều tác động tích cực lên TSSL của VNIndex và HNXIndex khi đã kiểm soát hiệu ứng ngày trong tuần và các kỳ nghỉ lễ khác trong năm.

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu)

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Quy trình nghiên cứu

Hình 3.1: Quy trình nghiên cứu hiệu ứng kỳ nghỉ lễ, thời tiết, lịch âm đến TSSL của TTCK Việt Nam



(Nguồn: Tác giả xây dựng)

3.2 Mô hình nghiên cứu

3.2.1 Hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

3.2.1.1 Thiết lập tâm trạng đầu tư dựa trên xu hướng ngắn hạn của chứng khoán

Các nghiên cứu tâm lý của Isen & cộng sự (1978) và (Schwarz, 1990; Mackie & Worth, 1991; Schwarz & Bless, 1991) cho thấy con người trong tâm trạng tích cực/lạc quan hoặc trong tâm trạng tiêu cực/bi quan (Johnson & Tversky, 1983), họ có thể cho phép các thông tin dường như không liên quan ảnh hưởng đến các quyết định của họ. Từ đó luận án đưa ra giả thuyết: Khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực/ tiêu cực, thì TSSL của TTCK Việt Nam không chịu ảnh hưởng của hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm. Để kiểm tra giả thuyết này, luận án thiết lập hai đường trung bình động đối với TSSL của từng biến phụ thuộc là đường trung bình động dài hạn 200 ngày (MA200) và đường trung bình động ngắn hạn 10 ngày (MA10). Khi đó, xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực khi đường MA10 nằm trên đường MA200. Ngược lại, khi đường MA10 nằm dưới đường MA200 biểu thị cho xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tiêu cực. Cách xác định này tương tự như của Dowling & Lucey (2005) trên TTCK Ireland. Theo đó, toàn bộ dữ liệu sử dụng trong Mô hình tổng hợp- phương trình 3.1 sẽ được tách làm hai nhóm dữ liệu. Nhóm dữ liệu 1: Khi MA10 nằm trên đường MA200 thể hiện cho xu hướng ngắn hạn của TTCK thiên về tích cực. Nhóm dữ liệu 2: Khi đường MA10 nằm dưới đường MA200 thể hiện cho xu hướng ngắn hạn của TTCK thiên về tiêu cực. Sau đó, từng nhóm dữ liệu được hồi quy theo Mô hình tổng hợp- Phương trình 3.1, những biến nào có ý nghĩa thống kê sẽ bộc lộ ảnh hưởng của hiệu ứng mà biến đó đại diện lên phản ứng của chứng khoán Việt Nam.

3.2.1.2 Mô hình nghiên cứu tổng hợp

Lợi nhuận trên TTCK Việt Nam chịu tác động từ lợi nhuận chứng khoán trên thị trường Indonesia, Philippines, Thái Lan, Singapore (Lại Cao Mai Phương, 2017), do đó, để lượng hóa những ảnh hưởng từ những yếu tố nội bộ (địa phương) trên TTCK Việt Nam luận án tính TSSL địa phương hàng ngày của chứng khoán Việt Nam thông qua chênh lệch giữa lợi nhuận chỉ số chứng khoán hàng ngày tại Việt Nam so với lợi nhuận hàng ngày chỉ số chứng khoán MSCI trên thị trường mới nổi tại khu vực Châu Á. Phương pháp tính TSSL địa phương hàng ngày đã được

Dowling & Lucey (2005) sử dụng trên chỉ số ISEQ đối với TTCK Ireland. Chuỗi chênh lệch lợi nhuận này thể hiện thành phần địa phương của quốc gia, hợp lý để tính toán thành phần địa phương của cổ phiếu thuộc quốc gia nghiên cứu, và tâm trạng nhà đầu tư có khả năng ảnh hưởng đến chuỗi chênh lệch lợi nhuận này (Dowling & Lucey, 2005). Theo đó, mô hình nghiên cứu tổng hợp về hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến TSSL của TTCK tại Việt Nam có dạng:

$$R_Index_t = \alpha_0 + \sum\beta_t^j DoW_t^j + \sum\gamma_t^k Holiday_t^k + \sum\theta_t^m Weather_t^m + \sum\delta_t^n Lunar_t^n + \varepsilon_t \qquad \text{Mô hình tổng hợp}$$

(ε_t là sai số của mô hình hồi quy) (3.1)

Trong đó: *R_Index*: Là chênh lệch lợi nhuận hàng ngày giữa chỉ số chứng khoán tại Việt Nam và lợi nhuận hàng ngày của chỉ số MSCI (sau này gọi tắt là TSSL chứng khoán). Lợi nhuận tại ngày t được tính bằng 100 nhân với logarit tự nhiên của giá ngày t so với ngày (t-1).

R_Index được thực hiện với 8 biến phụ thuộc gồm chỉ số VNIndex, HNXIndex và chỉ số chứng khoán 6 ngành. Chỉ số chứng khoán 6 ngành nghiên cứu gồm: Bất động sản, Công nghiệp, Dầu khí, Dịch vụ tiêu dùng, Ngân hàng, Nguyên vật liệu.

3.2.1.3 Phương pháp ước lượng

Tương tự như Dowling & Lucey (2005), luận án sử dụng phương pháp ước lượng chính là OLS và sử dụng thêm ước lượng độ lệch tuyệt đối LAD (Least Absolute Deviation) để kiểm tra tính vững đối với các mô hình tổng hợp đến TSSL của TTCK Việt Nam.

3.2.2 Hiệu ứng kỳ nghỉ đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

Mô hình hiệu ứng kỳ nghỉ đến tỷ suất sinh lợi của TTCK Việt Nam trong luận án có dạng:

$$R_Index_t = \alpha_0 + \sum_{i=Mon,Tue}^{Wed,Fri}\beta_t^j DoW_t^j + \sum_{k=prec,postc}^{prel,pre30c,pre9c}\gamma_t^k Holiday_t^k + \varepsilon_t \qquad \text{Mô hình 1}$$

(ε_t là sai số của mô hình hồi quy) (3.8)

Bảng 3.1: Các biến độc lập đại diện cho hiệu ứng kỳ nghỉ đến tỷ suất sinh lợi của TTCK Việt Nam

Pt đo lường	Tên biến	Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Các nghiên cứu trước: Trên thế giới	Các nghiên cứu trước: Tại Việt Nam
3.2	Trước Tết Dương lịch	*prec*	+	Fields (1931, 1934), Lakonishok & Smidt (1988), Pettengill (1989), Ariel (1990), Liano & White (1994), Kim & Park (1994), Meneu & Pardo (2004), Cao & cộng sự (2009), Marrett & Worthington (2009), Dodd & Gakhovich (2011), Dumitriu & cộng sự (2011), Gama & Vieira (2013), Seif & cộng sự (2017).	Gộp chung tất cả các kỳ nghỉ (Luu Tien Chung & cộng sự, 2016; Truong Dong Loc, 2012; Trương Đông Lộc & cộng sự, 2017). Riêng nghiên cứu của Lại Cao Mai Phương (2018) tách riêng các kỳ nghỉ.
3.3	Sau Tết Dương lịch	*postc*	+/-		
3.4	Trước Tết Nguyên Đán	*prel*	+	Chan, Khanthavit & Thomas (1996), McGuinness (2005), Bley & Saad (2010), Bergsma & Jiang (2016)	Chủ yếu tập trung vào kỳ nghỉ Tết âm lịch: Lê Thị Hồng Minh & Trương Ngọc Sơn, 2018).
3.5	Sau Tết Nguyên Đán	*postl*	+/-		
3.6	Trước ngày 30/4	*pre30c*	+		
3.7	Trước ngày 2/9	*pre9c*	+		

(Nguồn: Tác giả tham khảo từ các nghiên cứu và xây dựng)

3.2.3 Hiệu ứng thời tiết đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán

3.2.3.2 Xác định khu vực thời tiết nghiên cứu tại Việt Nam và các biến đại diện cho thời tiết đưa vào vào mô hình nghiên nghiên cứu

- ***Xác định khu vực thời tiết nghiên cứu tại Việt Nam***

Qua phân tích về đặc điểm chung của nhà đầu tư cho thấy tỷ lệ các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam tập trung nhiều nhất tại hai thành phố lớn là TP.HCM và Hà Nội so với các tỉnh thành khác. Phân tích điều kiện niêm yết của các công ty đại chúng và quy tắc tính chỉ số trên hai SGDCK Việt Nam thấy rằng trong cùng một ngành, do có mức vốn hóa cao hơn nên các công ty niêm yết trên HSX ảnh hưởng lớn hơn đến chỉ số chung toàn ngành so với các công công ty cùng ngành đang niêm yết tại HNX. Bên cạnh đó, theo lộ trình hợp nhất hai Sở giao dịch (HSX và HNX), Bộ Tài chính kiến nghị theo hướng thị trường giao dịch cổ phiếu tổ chức tại TP.HCM (Bộ Tài chính, 2017, tr27). Kiến nghị này xuất phát từ nhiều yếu tố trong đó có tính đến yếu tố lịch sử phát triển, tiêu chuẩn niêm yết trên HSX so với HNX và vai trò của nhà đầu tư tại TP.HCM trên TTCK Việt Nam. Luận án giả định rằng sự tương quan tâm trạng do yếu tố thời tiết với đa số nhà đầu tư tại TP.HCM đủ mạnh có thể ảnh hưởng đến TSSL của TTCK Việt Nam. Từ những phân tích trên, tác giả sử dụng các yếu tố thời tiết tại TP.HCM để đại diện cho hiệu ứng thời tiết tác động lên TSSL chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 28/9/2007-29/9/2017.

- ***Xác định các biến đại diện cho hiệu ứng thời tiết đưa vào mô hình nghiên cứu***

Toàn bộ các biến đại diện cho hiệu ứng thời tiết sử dụng trong các mô hình nghiên cứu đều được tính toán từ 7h00-15h00 vào những ngày giao dịch trong giai đoạn từ 28/9/2007-29/9/2017. Phương pháp đo lường các biến thời tiết tập trung vào thời gian giao dịch chứng khoán như trong luận án phản ánh chính xác hơn so với việc sử dụng giá trị trung bình cả ngày (khi hơn 2/3 thời gian trong ngày chứng khoán không giao dịch) như nghiên cứu của Hirshleifer & Shumway (2003), Kamstra & cộng sự (2003, 2012), Dowling & Lucey (2005) và Gerlach (2007).

Đối với yếu tố nhiệt độ gồm hai biến là: nhiệt độ trung bình trong khoảng thời gian giao dịch (*temp*), và nhiệt độ nắng nóng trên 34 độ C (Bộ Y tế, 2016) vào cuối tháng dương lịch (*temp34*). Biến *temp34* là biến giả đại diện cho tác động áp lực nhiệt độ nóng cực đoan đến sức khỏe và hành vi của nhà đầu tư được tính như sau:

$$temp34=\begin{cases}1 & \text{Nếu ngày giao dịch không mưa, nhiệt độ cao nhất trong lều khí tượng trên } 34^0\text{C sau ngày 28 hàng tháng dương lịch}\\ 0 & \text{Những ngày giao dịch còn lại}\end{cases} \quad (3.9)$$

Những ngày giao dịch có lượng mưa vừa và mưa to được tính như sau:

$$hrain=\begin{cases}1 & \text{Nếu lượng mưa trong thời gian giao dịch vào ngày t từ 16-50mm}\\ 0 & \text{Những ngày giao dịch còn lại}\end{cases} \quad (3.12)$$

Các biến giả liên quan đến hai ngưỡng độ ẩm gồm:

$$humov72=\begin{cases}1 & \text{Nếu độ ẩm trung bình trong thời gian giao dịch vào ngày t từ 72\% trở lên}\\ 0 & \text{Những ngày giao dịch còn lại}\end{cases} \quad (3.15)$$

$$humun52=\begin{cases}1 & \text{Nếu độ ẩm trung bình trong thời gian giao dịch vào ngày t từ 49\%- 69\%}\\ 0 & \text{Những ngày giao dịch còn lại}\end{cases} \quad (3.16)$$

Nhằm lượng hóa tác động của hoạt động địa từ đến TSSL chứng khoán, luận án sử dụng biến *ap*

$$ap=\begin{cases}1, & \text{với ngày có Ap > 29 và 5 ngày giao dịch sau đó.}\\ 0, & \text{với những ngày còn lại}\end{cases} \quad (3.19)$$

Bảng 3.6: Các biến độc lập đại diện cho hiệu ứng thời tiết đến tỷ suất sinh lợi của TTCK Việt Nam

Pt đo lường	Tên biến	Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Nghiên cứu
	Hiệu ứng thời tiết			
	Nhiệt độ trung bình	*temp*	+	Kamstra & cộng sự (2003; 2012)
3.9	Nhiệt độ ≥35 độ C và không mưa vào cuối tháng dương lịch	*temp34*	-	Tác giả xây dựng dựa trên đặc điểm của Việt Nam (Bộ Y Tế, 2016)
	Lượng mưa trung bình	*rain*	+	Hirshleifer & Shumway 2003); Gerlach (2007). Kamstra & cộng sự (2012)
3.12	Mưa vừa và mưa to (từ 16mm-50mm)	*hrain*	+	Tác giả xây dựng dựa trên đặc điểm của Việt Nam (Tổng cục Thủy lợi, 2010)
	Độ ẩm trung bình		+	Kang & cộng sự (2010); Yoon & Kang (2009)
3.15	Độ ẩm ≥ 72%	*humov72*	+	Tác giả xây dựng dựa trên Dowling & Lucey (2005)
3.16	Độ ẩm ≤ 52%	*humun52*	-	
3.19	Hoạt động địa từ	*Ap*	+	Anna & Cesare (2003); Dimitrova & cộng sự (2004); Dowling & Lucey (2005); Kamstra & cộng sự (2003), Lại Cao Mai Phương (2017)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu và xây dựng)

3.2.3.2 Mô hình nghiên cứu về hiệu ứng thời tiết đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán

Dựa trên lược khảo các nghiên cứu trước liên quan đến hiệu ứng thời tiết lên TTCK, đặc điểm thời tiết tại TP.HCM, mô hình hiệu ứng thời tiết lên phản ứng của TTCK Việt Nam trong luận án có dạng:

$$R_Index_t = \alpha_0 + \sum\beta_t^j DoW_t^j + \sum\gamma_t^k Holiday_t^k + \sum_t^m \theta_t^m Weather_t^m + \varepsilon_t \qquad \text{Mô hình 2}$$

(ε_t là sai số của mô hình hồi quy) (3.21)

3.2.4 Hiệu ứng lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán

3.2.2.1 Xây dựng các biến đại diện cho hiệu ứng lịch âm

Các biến giả *clunar, lun6new, lun6full* được xác định bằng:

$$clunar = \cos(2\pi d/29{,}53) \qquad (3.22)$$

Trong đó: d là số ngày từ lúc trăng tròn của tháng trước. Khi đó biến *clunar* nhận giá trị là 1 vào ngày 15 âm lịch hàng tháng; nhận giá trị -1 vào ngày 1 âm lịch hàng tháng.

$$lun6new = \begin{cases} 1 & \text{Ngày 1 âm lịch, trước và sau ba ngày 1 âm lịch} \\ 0 & \text{Những ngày giao dịch còn lại} \end{cases} \qquad (3.23)$$

$$lun6full = \begin{cases} 1 & \text{Ngày 15 âm lịch, trước và sau ba ngày 15 âm lịch} \\ 0 & \text{Những ngày giao dịch còn lại} \end{cases} \qquad (3.24)$$

Để lượng hóa tác động tâm lý của nhà đầu tư vào những ngày giao dịch đầu tiên trong tháng 7 âm lịch (*lun7new*) và những ngày giao dịch trong tháng 7 âm lịch (*lun7mon)*, hai biến giả sẽ được thiết lập trong mô hình hiệu ứng lịch âm đến TSSL chứng khoán. Cụ thể:

lun7new= { 1, Tối đa là 3 ngày giao dịch đầu tiên nằm trong khoảng từ ngày 1/7 đến ngày 5/7 (3.25)

âm lịch hàng năm.

0, Nếu vào các ngày giao dịch còn lại

lun7mon= { 1, Nếu ngày giao dịch trong tháng 7 âm lịch. (3.26)

0, Nếu vào các ngày giao dịch còn lại

3.2.4.2 Mô hình nghiên cứu về hiệu ứng lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường

3.2.2.2 Mô hình nghiên cứu về hiệu ứng lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán

Mô hình hiệu ứng lịch âm lên phản ứng của TTCK Việt Nam trong luận án có dạng:

$$R_Index_t = \alpha_0 + \sum\beta_t^j DoW_t^j + \sum\gamma_t^k Holiday_t^k + \sum_{n=a1l,a73l}^{a157l,a715l} \delta_t^n Lunar_t^n + \varepsilon_t$$ Mô hình 3

(ε_t là sai số của mô hình hồi quy) (3.30)

Bảng 3.7: Các biến độc lập đại diện cho hiệu ứng thời tiết đến tỷ suất sinh lợi của TTCK Việt Nam

Pt đo lường	Tên biến	Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Nghiên cứu
Hiệu ứng lịch âm				
3.26	Chu kỳ lịch âm	*clunar*		Dowling & Lucey (2005); Lại Cao Mai Phương (2012); Nguyễn Văn Điệp (2014); Nguyễn Văn Điệp & cộng sự (2016)
3.27	Lân cận ngày 1 âm lịch	*lun6new*	+	
3.28	Lân cận ngày 15 âm lịch	*lun6full*	-	
3.29	Đầu tháng 7 âm lịch	*lun7new*	-	Tác giả xây dựng
3.30	Tháng 7 âm lịch	*lun7mon*	-	Almonte (2016)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu và xây dựng)

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU HIỆU ỨNG KỲ NGHỈ, THỜI TIẾT, LỊCH ÂM ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỢI CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

4.1 Phân tích thống kê và kiểm định tính dừng

4.2 Kết quả hồi quy của từng hiệu ứng đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

4.3 Kết quả và thảo luận kết quả về hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

4.3.1 Kết quả hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

Kết quả hồi quy mô hình tổng hợp đến TSSL chứng khoán Việt Nam khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực (MA10>MA200) hay tiêu cực (MA10<MA200) theo hai phương pháp OLS và LAD được thể hiện lần lượt trong Bảng 4.14 và Bảng 4.15.

Bảng 4.14: Kết quả hồi quy mô hình tổng hợp tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam (MA10>MA200)

	rvnindex		rhnxindex		rbdsan		Rcnghiep	
Variable	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**
Fri	0.083	0.036	0.113	-0.037	0.093	0.165*	0.115	0.067
Prec	0.093	0.037	0.221	0.068	0.590*	0.644*	0.077	-0.082
Prel	0.744**	0.536*	0.764*	0.647**	1.055***	1.163***	1.185***	1.011*
Postl	-0.457	-0.492	-0.372	-0.107	0.096	0.558	-0.136	-0.269

pre30c	0.295	0.499	0.462	0.648***	0.070	0.219	0.582	0.946***
pre9c	-0.289	0.049	0.127	0.219	0.316	-0.027	0.143	0.326
lun7new	-0.022	0.429	-0.595	-0.493	-0.025	-0.281	-0.572	-0.258
lun7mon	0.164	0.108	0.501**	0.381*	0.126	0.142	0.351	0.043
temp34	0.072	-0.104			-0.054	-0.560	-0.686	-1.093***
humun52	-0.176	-0.108			-0.297**	-0.341***	-0.241*	-0.216*
Ap	0.023	0.013			-0.003	-0.024	-0.074	0.013
_cons	0.257***	0.208***	0.185***	0.168***	0.346***	0.280***	0.361***	0.322***
N	1270	1270	1316	1316	1230	1230	1284	1284
r2	0.009		0.008		0.010		0.012	
Ramsey	0.2914		0.8948		0.1745		0.2578	
linktest	0.659	0.999	0.845	0.392	0.489	0.999	0.616	0.989
VIF	<1,3		<1,3		<1,3		<1,3	
	rdaukhi		**rdvtd**		**rnghang**		**rnvl**	
Variable	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**
Fri	-0.086	-0.115	-0.048	0.028	0.099	0.083	0.027	-0.077
Prec	0.399	0.185	-0.386	-0.326*	0.326	0.266	-0.078	-0.191
Prel	1.048**	1.075**	-0.035	0.196	0.681	0.739*	0.513	0.691*
Postl	0.120	-0.424	-0.286	-0.157	-0.056	-0.492	-0.695*	-0.563
pre30c	0.063	0.672**	0.585	0.359	-0.065	-0.072	0.763***	0.899***
pre9c	-0.830	-0.607	0.066	0.380	-0.729	-0.440	-0.651*	-0.416
lun7new	-0.853	-0.579	-0.608	-0.538**	-0.812	-0.205	-0.551	-0.236
lun7mon	0.310	0.198	0.208	0.019	0.611	0.344	0.087	0.005
temp34	-0.616	-0.370	-0.734	-1.065	-0.360	-0.280	-0.404	-0.663
humun52	-0.291	-0.299**	-0.106	-0.045	-0.239	-0.201	-0.160	-0.136
Ap	0.306	0.078	0.188	0.103	-0.286	-0.117	0.045	0.079
_cons	0.426***	0.327***	0.349***	0.263***	0.394***	0.246***	0.325***	0.314***
N	1223	1223	1232	1232	1149	1149	1264	1264
r2	0.010		0.007		0.010		0.010	
Ramsey	0.2431		0.2608		0.2456		0.8040	
linktest	0.950	0.993	0.562	0.979	0.299	0.490	0.864	0.998
VIF	<1,3		<1,3		<1,3		<1,3	

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm thống kê)

(Ghi chú: Phương trình hồi quy $R_Index_t = \alpha_0 + \sum\beta_t^j DoW_t^j + \sum\gamma_t^k Holiday_t^k + \sum\theta_t^m Weather_t^m + \sum\delta_t^n Lunar_t^n + \varepsilon_t$ *(Mô hình tổng hợp) theo phương pháp OLS và LAD. *, **, *** lần lượt đại diện cho ý nghĩa thống kê tại mức 10%, 5%, 1%)*

Hiệu ứng kỳ nghỉ: Với P-value<0,1, ba ngày giao dịch trước Tết Nguyên Đán ảnh hưởng đến 7/8 chỉ số chứng khoán khi MA10>MA200 và 5/8 chỉ số chứng khoán khi MA10<MA200. Trước ngày Chiến thắng và trước kỳ nghỉ Quốc khánh ảnh hưởng nhiều hơn đến TSSL chứng khoán khi MA10<MA200 so với khi MA10>MA200. Khi MA10<MA200, giao dịch trước ngày Chiến thắng tác động đến 6/8 chỉ số chứng khoán (ngoại trừ ngành Công nghiệp và ngành Dịch vụ tiêu dùng), trước kỳ nghỉ Quốc khánh tác động tích cực đến TSSL của 4 chỉ số chứng khoán (HNXIndex, Công nghiệp, Dầu khí, Dịch vụ tiêu dùng). Khi MA10>MA200, trước ngày Chiến thắng tác động tích cực đến TSSL của 2 chỉ số chứng khoán (HNXIndex, ngành Nguyên vật liệu); trước Tết Dương lịch có tác động tích cực đến ngành Bất động sản, trước kỳ nghỉ Quốc khánh không tác động đến TSSL của 8 chỉ số nghiên cứu.

Hiệu ứng thời tiết: Số lượng các biến đại diện cho hiệu ứng thời tiết có tác động đến TSSL của TTCK Việt Nam trong hai nhóm dữ liệu không chênh lệch quá nhiều. Khi MA10>MA200: Độ ẩm dưới 52% (biến *humun52*) ảnh hưởng đến TSSL của 3 chỉ số chứng khoán (Bất động sản, Công nghiệp, Dầu khí), nhiệt độ cao vào cuối tháng dương lịch (*temp34*) ảnh hưởng đến TSSL ngành Công nghiệp, bão địa từ (*ap)* ảnh hưởng đến TSSL ngành Dịch vụ tiêu dùng. Khi MA10<MA200: Độ ẩm dưới 52% (biến *humun52*) ảnh hưởng đến TSSL VNIndex, ngành Ngân hàng và

Nguyên vật liệu; nhiệt độ cao vào cuối tháng dương lịch (*temp34*) ảnh hưởng đến TSSL của ngành Bất động sản và ngành Dầu khí; bão địa từ (*ap)* ảnh hưởng đến TSSL ngành Công nghiệp và ngành Ngân hàng.

Hiệu ứng lịch âm: Ba ngày đầu tháng Bảy âm lịch chỉ ảnh hưởng đến TSSL VNIndex khi MA10<MA200. Khi MA10>MA200, giao dịch trong tháng Bảy âm lịch chỉ tác động đến TSSL HNXIndex.

Bảng 4.15: Kết quả hồi quy mô hình tổng hợp tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam (MA10<MA200)

	rvnindex		**rhnxindex**		**Rbdsan**		**Rcnghiep**	
Variable	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**
Fri	0.188	0.149	0.255*	0.245*	0.081	0.180	0.293**	0.397***
Prec	0.024	-0.048	-0.044	-0.595	0.195	-0.051	0.500	0.376
Prel	0.725	1.438	0.580	0.451***	0.271	0.368***	0.784*	0.970***
Postl	-1.029	-2.610	-1.292	-2.364	-1.514**	-0.965	-0.521	-0.841
pre30c	0.845**	0.523***	0.583**	0.215	0.819**	0.726***	0.563	0.271
pre9c	0.529	-0.371	1.237*	0.758	0.879	0.315	0.919*	0.704
lun7new	-0.596	-0.776**	-0.521	-0.423	-0.628	-0.532	-0.387	-0.187
lun7mon	0.194	0.247	0.098	-0.005	0.004	-0.088	0.173	0.278
temp34	-0.288	-0.411			-1.011*	-1.061***	-0.364	-0.256
humun52	-0.278*	-0.250**			-0.237	-0.141	-0.152	-0.113
Ap	0.211	0.062			0.223	-0.116	0.515**	0.343**
_cons	-0.298***	-0.217***	-0.437***	-0.347***	-0.312***	-0.215***	-0.475***	-0.402***
N	1219	1219	1173	1173	1259	1259	1205	1205
r2	0.013		0.010		0.017		0.017	
Ramsey	0.6002		0.5958		0.5399		0.6871	
linktest	0.937	0.989	0.901	0.979	0.706	0.939	0.549	0.949
VIF	<1,3		<1,3		<1,3		<1,3	
	rdaukhi		**rdvtd**		**rnghang**		**rnvl**	
Variable	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**
Fri	0.115	0.077	0.284**	0.314***	0.173	0.215*	0.161	0.267*
Prec	0.268	0.342	0.165	-0.499	-0.224	0.013	0.537	0.146
Prel	0.445	0.587	1.244**	0.793**	0.736	1.077	1.177**	0.667
Postl	-0.412	-0.143	-0.001	-0.825	-0.917*	-0.721***	-1.033	-0.227
pre30c	1.359***	0.877	0.379	0.114	0.614**	0.555***	0.675**	0.187
pre9c	1.210*	0.846	0.721*	0.657**	0.375	-0.198	0.787	0.167
lun7new	0.107	0.129	-0.229	0.235	-0.564	-0.544	-0.423	-0.986
lun7mon	-0.036	-0.078	0.174	-0.227	0.058	0.101	0.301	0.442
temp34	-1.290*	-1.545**	-0.127	-0.287	-0.455	-0.648***	-0.532	-0.812
humun52	-0.220	-0.264	-0.220	-0.141	-0.359**	-0.221*	-0.260*	-0.263*
Ap	0.090	-0.140	0.246	0.065	0.347*	0.228**	0.114	0.086
_cons	-0.460***	-0.362***	-0.433***	-0.289***	-0.311***	-0.337***	-0.329***	-0.245***
N	1266	1266	1257	1257	1340	1340	1225	1225
r2	0.013		0.013		0.014		0.014	
Ramsey	0.2318		0.4286		0.8860		0.1572	
linktest	0.800	0.420	0.491	0.739	0.702	0.512	0.817	0.854
VIF	<1,3		<1,3		<1,3		<1,3	

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm thống kê)

(Ghi chú: Phương trình hồi quy $R_Index_t = \alpha_0 + \sum\beta_t^j DoW_t^j + \sum\gamma_t^k Holiday_t^k + \sum\theta_t^m Weather_t^m + \sum\delta_t^n Lunar_t^n + \varepsilon_t$ *(Mô hình tổng hợp) theo phương pháp OLS và LAD. *, **, *** lần lượt đại diện cho ý nghĩa thống kê tại mức 10%, 5%, 1%)*

Bảng 4.16: Kết quả hồi quy mô hình tổng hợp đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam (Toàn bộ mẫu)

	rvnindex		rhnxindex		rbdsan		rcnghiep	
Variable	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**
fri	0.147*	0.148**	0.194**	0.090	0.081	0.212***	0.188**	0.206**
prec	0.127	0.034	0.267	0.066	0.460	0.642	0.300	0.209
prel	0.869***	0.805**	0.813**	0.728*	0.947***	0.905**	1.067***	0.936**
postl	-0.316	-0.351	-0.319	-0.102	-0.229	-0.428	-0.229	-0.127
pre30c	0.622**	0.285**	0.436*	0.455	0.544*	0.430	0.379	0.056
pre9c	0.068	0.186	0.636*	0.526	0.535*	0.034	0.456	0.229
lun7new	-0.626*	-0.594	-0.742**	-0.689*	-0.754**	-0.698*	-0.724**	-0.344*
lun7mon	0.213	0.186*	0.247	0.129	0.130	0.214	0.307*	0.176*
temp34	-0.293	-0.498***			-0.790	-0.728**	-0.670**	-0.868***
humun52	-0.202**	-0.117			-0.279***	-0.237***	-0.210*	-0.149*
ap	0.149*	0.048			0.089	0.045	0.212*	0.167
_cons	-0.032	0.004	-0.114**	-0.039	0.017	0.017	-0.035	0.006
N	2490	2490	2490	2490	2490	2490	2490	2490
r2	0.009		0.007		0.011		0.012	
Ramsey test	0.2717		0.8573		0.3341		0.1670	
linktest	0.506	0.999	0.920	0.356	0.825	0.989	0.357	0.997
VIF	<1,3		<1,3		<1,3		<1,3	
	rdaukhi		**rdvtd**		**rnghang**		**rnvl**	
Variable	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**	**OLS**	**LAD**
fri	0.018	-0.014	0.116	0.166**	0.128	0.223**	0.095	0.095
prec	0.523	0.525	-0.072	-0.069	0.246	0.361	0.251	0.054
prel	0.993**	1.246***	0.586	0.521*	0.831**	1.007**	0.825**	0.854*
postl	0.037	-0.228	0.007	0.073	-0.047	-0.700**	-0.555	-0.508
pre30c	0.824***	0.504*	0.281	0.029	0.382*	0.306***	0.619***	0.521**
pre9c	-0.004	-0.121	0.327	0.110	-0.105	-0.359	-0.037	-0.090
lun7new	-0.547	-0.371	-0.493	-0.341*	-0.802**	-0.703	-0.485*	-0.297
lun7mon	0.318*	0.148	0.248	0.091	0.215	0.124	0.224*	0.215*
temp34	-1.053**	-0.385	-0.394	-0.685***	-0.525	-0.787***	-0.422	-0.491***
humun52	-0.256**	-0.230**	-0.138	-0.112	-0.307***	-0.163*	-0.216**	-0.176**
ap	0.220	-0.055	0.211*	0.128	0.052	0.103	0.071	0.106
_cons	-0.041	-0.013	-0.054	-0.048	0.020	-0.091*	-0.003	0.008
N	2490	2490	2490	2490	2490	2490	2490	2490
r2	0.009		0.005		0.007		0.008	
Ramsey	0.5841		0.3437		0.8680		0.6132	
linktest	0.687	0.999	0.368	0.444	0.782	0.998	0.726	0.759
VIF	<1,3		<1,3		<1,3		<1,3	

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm thống kê)

(Ghi chú: Phương trình hồi quy $R_Index_t = \alpha_0 + \sum\beta_t^j DoW_t^j + \sum\gamma_t^k Holiday_t^k + \sum\theta_t^m Weather_t^m + \sum\delta_t^n Lunar_t^n + \varepsilon_t$ *(Mô hình tổng hợp) theo phương pháp OLS và LAD. *, **, *** lần lượt đại diện cho ý nghĩa thống kê tại mức 10%, 5%, 1%)*

Kết quả hồi quy mô hình tổng hợp đến TSSL của TTCK Việt Nam được thể hiện trong Bảng 4.16.

Hiệu ứng kỳ nghỉ: Ngoại trừ Tết Dương lịch, giao dịch trước ba kỳ nghỉ lễ còn lại đều ảnh hưởng tích cực đến TSSL chứng khoán Việt Nam đối với dữ liệu trong 10 năm nghiên cứu. Với P-value <0,1, giao dịch vào trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán ảnh hưởng tích cực đến TSSL của 7/8 chỉ số chứng khoán (ngoại trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng), sau Tết Nguyên Đán ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL ngành Ngân hàng và ngành Nguyên vật liệu. Giao dịch vào trước ngày

Chiến thắng ảnh hưởng tích cực đến TSSL của 5/8 chỉ số chứng khoán (ngoại trừ ngành Công nghiệp, ngành Dịch vụ tiêu dùng và ngành Ngân hàng). Giao dịch vào trước ngày Quốc Khánh ảnh hưởng tích cực đến TSSL HNXIndex và ngành Bất động sản.

Hiệu ứng thời tiết: Giao dịch vào những ngày có độ ẩm thấp dưới 52% và nhiệt độ cao trên 34 độ C vào cuối tháng ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL của hầu hết chỉ số chứng khoán nghiên cứu. Ngoại trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng, những ngày có độ ẩm thấp dưới 52% ảnh hưởng đến 6/7 chỉ số chứng khoán còn lại. Những ngày có nhiệt độ cao vào những ngày cuối tháng dương lịch ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL của 5/7 chỉ số chứng khoán, ngoài trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng. Bão địa từ ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex và ngành Công nghiệp.

Hiệu ứng lịch âm: Cả hai biến đại diện cho hiệu ứng lịch âm trong mô hình tổng hợp đều ảnh hưởng đến TSSL của chứng khoán Việt Nam. Ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL 5/8 chỉ số chứng khoán (ngoại trừ ngành Dầu khí, ngành Dịch vụ tiêu dùng và ngành Nguyên vật liệu). Ngược lại, giao dịch trong cả tháng Bảy âm lịch ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex và ba ngành (Công nghiệp, Dầu khí, Nguyên vật liệu).

4.3 Thảo luận kết quả hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Hiệu ứng kỳ nghỉ: Nhìn chung các biến đại diện cho hiệu ứng kỳ nghỉ trong các mô hình nghiên cứu đều ảnh hưởng đến TSSL chứng khoán tại Việt Nam. Giao dịch trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán có tầm ảnh hưởng rộng nhất đến TSSL của TTCK Việt Nam, tiếp theo là trước ngày Chiến thắng, trước ngày Quốc Khánh, trước Tết Dương lịch và sau Tết Nguyên Đán.

Tết Nguyên Đán: Trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán ảnh hưởng đến 7/8 TSSL chứng khoán, ngoại trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng trong cả ba mô hình riêng lẻ từng hiệu ứng (Bảng 4.4, Bảng 4.7, Bảng 4.10). Khi kết hợp cả ba hiệu ứng trong Mô hình tổng hợp, giao dịch vào ba ngày trước Tết Nguyên Đán ảnh hưởng tích cực đến TSSL của TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ 28/9/2007 đến 29/9/2017 ngay cả khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán đang là tăng (tâm trạng đầu tư lạc quan) hay giảm (tâm trạng đầu tư thiếu lạc quan). *Khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực*: VNIndex, HNXIndex và 5/6 ngành (trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng) tiếp tục nhận được ảnh hưởng tích cực vào trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán (Bảng 4.14). *Khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tiêu cực* bởi các chỉ số đang trong đà giảm ngắn hạn thì tâm lý tích cực trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán tạo vẫn tạo được lực cầu đủ mạnh để nâng đỡ sự suy giảm ngắn hạn của TSSL chứng khoán đặc biệt là trên HNX (TSSL HNXIndex) và 4/6 ngành gồm: Bất động sản, Công nghiệp, Dịch vụ tiêu dùng và Nguyên vật liệu (Bảng 4.15). Nhận thấy rằng khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực hay tiêu cực, TSSL của chứng khoán Việt Nam giao dịch vào trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán đều nhận được ảnh hưởng tích cực. Bằng chứng thực nghiệm này trong luận án ủng hộ cho giả thuyết khi phân biệt/ không phân biệt xu hướng chứng khoán trong ngắn hạn, nhà đầu tư chịu ảnh hưởng bởi những yếu tố không liên quan đến chứng khoán (Ariel, 1990) như tâm trạng tích cực của họ vào trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán. Kết quả này có thể được giải thích bởi tâm trạng lạc quan của nhà đầu tư, hiệu ứng thu nhập vượt kỳ vọng và lý thuyết triển vọng. Trước Tết Nguyên Đán là thời gian người dân và nhà đầu tư nói chung nắm giữ nhiều tiền mặt nhất trong năm, đây cũng là thời điểm họ nhận được các khoản tiền thưởng lớn nhất trong năm (Quỳnh Như, 2018) và chuẩn bị bước vào kỳ nghỉ đã tạo ra một tâm trạng lạc quan (Farber, 1953; Pecjak, 1970). Đầu tư chứng khoán tương tự như một quyết định trong tình huống không chắc chắn, trong khi những khoản tiền thưởng trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán như "điểm nổi bật" về nguồn tài chính tăng thêm cho việc đầu tư, thúc đẩy các nhà đầu tư làm tăng hiệu ứng thu nhập vượt kỳ

vọng (Thaler & Johnson, 1990). Bên cạnh đó, tâm trạng lạc quan vào thời gian này như "thông tin", khuyến khích các nhà đầu tư "tham khảo" tâm trạng của họ khi ra quyết định (Schwarz, 1990). Bởi vì trong các tình huống không chắc chắn, thay vì đi tìm những lý do hợp lý, các nhà đầu tư chuyển những phân tích phức tạp thành những đánh giá tâm trạng tích cực (tiêu cực) của mình khi ra quyết định (Montague và Berns, 2002). Chính vì vậy, tâm trạng lạc quan trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư, kết quả là TSSL của TTCK tăng điểm vào thời gian này. Quan điểm này được ủng hộ bởi lý thuyết triển vọng của Kahneman & Tversky (1979, 1992) khi cho rằng trong các tình huống không chắc chắn, các quyết định nhà đầu tư không phải lúc nào cũng phản ánh thuần túy bằng một khoản tiền cụ thể mà đôi khi sự được hay mất đem lại mức thỏa dụng lớn hơn so với sự giàu có đem lại.

Đối với dữ liệu *trong 10 năm từ 28/9/2007 đến 29/9/2017*, TSSL thường tích cực vào ba ngày giao dịch trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán đối với đa số cổ phiếu (7/8 chỉ số chứng khoán) trên cả hai SGD khi ước lượng theo OLS và LAD. Như vậy, kết quả từ mô hình tổng hợp đối với cả ba mẫu dữ liệu (10 năm, MA10>MA200, MA10<MA200) chứng minh tác động tích cực mạnh mẽ của ba ngày giao dịch trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán (*prel*) đến TSSL của TTCK Việt Nam. Nhận thấy rằng, trong các kỳ nghỉ lễ nghiên cứu, Tết Nguyên Đán là kỳ nghỉ lễ duy nhất mang tính truyền thống văn hóa, mà các kỳ nghỉ lễ do yếu tố văn hóa truyền thống thường ảnh thưởng đến tâm trạng mạnh với mức độ rộng hơn so với các kỳ nghỉ lễ khác trong năm (Chan & cộng sự, 1996). Điều này giải thích tại sao trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán ảnh hưởng rộng nhất và toàn diện nhất trên cả hai SGD chứng khoán so với các kỳ nghỉ khác.

Sau kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL của ngành Nguyên vật liệu và ngành Ngân hàng trong các mô hình riêng từng hiệu ứng và trong mô hình tổng hợp. *Đối với ngành Nguyên vật liệu*: Kết quả này có thể được giải thích bởi thói quen của người Việt Nam là tránh chi tiêu vào đầu năm âm lịch nên họ thường tích trữ nguyên vật liệu đủ dùng cho cả những ngày sau kỳ nghỉ Tết âm lịch (Derk, 2015) và sự tăng giá chứng khoán của ngành Nguyên vật liệu trước Tết Nguyên Đán đã phản ánh điều này. *Đối với ngành Ngân hàng*: Một lượng tiền của khách hàng đã được rút ra trước Tết Nguyên Đán, do đó để cạnh tranh với nhau, các ngân hàng thường dành một khoản chi phí đưa ra các chương trình ưu đãi nhằm thu hút khách hàng gửi tiền sau kỳ nghỉ này. Chính điều này có thể khiến tâm lý nhà đầu tư còn e dè mua giá cao cổ phiếu ngành Ngân hàng vào những ngày sau Tết Nguyên Đán. Bên cạnh đó, tâm lý "tháng Giêng là tháng ăn chơi" cũng giải thích phần nào đến sự sụt giảm TSSL của ngành Nguyên vật liệu và ngành Ngân hàng sau kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán.

Trong tám chỉ số, trước kỳ nghỉ Tết Dương lịch chỉ ảnh hưởng đến TSSL của ngành Bất động sản khi xu hướng ngắn hạn của nhóm ngành này đang tăng và trong mô hình hiệu ứng kỳ nghỉ lễ. So với kỳ nghỉ Quốc khánh, giao dịch vào trước ngày Chiến thắng ảnh hưởng rộng hơn và ổn định (ý nghĩa thống kê của hệ số hồi quy) hơn đến TSSL chứng khoán Việt Nam. Điều này được lý giải bởi trước ngày Chiến thắng ảnh hưởng tích cực đến TSSL trên cả hai SGD chứng khoán, trong khi đó, ảnh hưởng tích cực trước ngày Quốc khánh chỉ có ý nghĩa đối với SGD chứng khoán Hà Nội. TSSL tích cực của VNIndex và HNXIndex trước ngày Chiến thắng được hỗ trợ bởi sự tăng điểm của ngành Dầu khí, ngành Nguyên vật liệu trong 10 năm đối với mô hình tổng hợp và các mô hình hồi quy riêng từng hiệu ứng. Ngoài ra, trước ngày Chiến thắng TSSL ngành Bất động sản và ngành Ngân hàng nhận ảnh hưởng tích cực khi xu hướng ngắn hạn của ngành đang giảm nhưng tác động không có ý nghĩa khi xu hướng ngắn hạn của ngành đang tăng. Điều này giải thích một phần tại sao hệ số hồi quy biến *pre30c* của hai ngành không có ý nghĩa thống kê ở một số mô hình riêng từng hiệu ứng. Sự tăng điểm của HNXIndex trước ngày Quốc khánh được hỗ trợ bởi sự tăng điểm của ngành Bất động sản, ngành Công nghiệp và ngành Dịch vụ tiêu dùng.

Nghiên cứu về hiệu ứng kỳ nghỉ đến TSSL của TTCK Việt Nam cho thấy trước kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán có tác động mạnh nhất và duy trì tác động tích cực khi phân biệt và không phân biệt xu hướng ngắn hạn của chứng khoán. Khi xu hướng ngắn hạn là giảm đang chiếm ưu thế, tinh thần lạc quan trước kỳ nghỉ ngày Chiến thắng vẫn ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex, tinh thần vui tươi trước kỳ nghỉ Quốc Khánh ảnh hưởng tích cực đến TSSL HNXIndex. Ngành Bất động sản là ngành duy nhất mà ảnh hưởng trước kỳ nghỉ Tết Dương lịch tác động tích cực lên TSSL trong giai đoạn 10 năm nghiên cứu và tâm trạng ngắn hạn về ngành đang là lạc quan. Sau kì nghỉ Tết Nguyên Đán ảnh hưởng tiêu cực đến TSSN ngành Ngân hàng và ngành Nguyên vật liệu với dữ liệu 10 năm nghiên cứu, khi MA10> MA200 chỉ ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL ngành Nguyên vật liệu, khi MA10< MA200 chỉ ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL ngành Ngân hàng.

Hiệu ứng lịch âm:

Ba ngày đầu tiên của tháng Bảy âm lịch ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL của 6/8 chỉ số chứng khoán ngoại trừ ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu. Ngược lại, giao dịch trong cả tháng Bảy âm lịch ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex, ngành Công nghiệp, ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu đối với toàn bộ dữ liệu trong các mô hình nghiên cứu, nhưng chỉ ảnh hưởng đến TSSL HNXIndex khi MA10> MA200. Kết quả này cho thấy, ngoại trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng, 7/8 chỉ số chứng khoán liên quan đến tháng Bảy âm lịch đều bị ảnh hưởng. Trong đó, TSSL ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu chỉ nhận ảnh hưởng tích cực khi giao dịch trong cả tháng Bảy âm lịch, ngược lại, ngành Bất động sản và ngành Ngân hàng chỉ chịu tác động tiêu cực khi giao dịch vào ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch. Nhóm cổ phiếu tăng trưởng theo chu kỳ nền kinh tế (Bất động sản và Ngân hàng) liên quan mật thiết đến triển vọng tương lai của nền kinh tế, và có độ nhạy cao hơn đối với những thay đổi trong triển vọng tương lai so với nhóm cổ phiếu mang tính phòng thủ như ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu (Conover & cộng sự 2005). Bởi vì các nhà đầu tư đã kết nối với một triển vọng tiêu cực đối với nhóm cổ phiếu mang tính chu kỳ vào ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch, nên TSSL của các cổ phiếu thuộc nhóm Bất động sản và ngành Ngân hàng chịu tác động tiêu cực khi giao dịch vào những ngày này. Bằng chứng thực nghiệm này ủng hộ cho nghiên cứu của Pooja (2016) và He & cộng sự (2018) đối với ngành Bất động sản tại Singapore, bổ sung thêm những kiến thức về ảnh hưởng của TTCK Việt Nam vào ba ngày giao dịch đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch. Độ dốc trong miền lỗ của hàm giá trị trong lý thuyết triển vọng là dốc hơn so với miền lời, thể hiện với cùng một giá trị tâm lý sợ mất mát lớn hơn so với miền lời (Kahneman & Tversky, 1979, Tversky & Kahneman 1992). Hàm giá trị của Kahneman & Tversky (1979) và Tversky & Kahneman (1992) có thể giải thích tâm lý nhà đầu tư sợ mất mát chiếm ưu thế trong tháng Bảy âm lịch đối với cổ phiếu trong ngành Bất động sản và ngành Ngân hàng, dẫn tới hệ số hồi quy của cả ba ngành này đều là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê khi giao dịch trong cả tháng Bảy âm lịch. Nhóm cổ phiếu phòng vệ thường được các nhà đầu tư ưu tiên lựa chọn khi tâm lý thận trọng gia tăng vào tháng Bảy âm lịch, là nguyên nhân dẫn đến TSSL ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu nhận ảnh hưởng tích cực trong thời gian này. Kết quả này không ủng hộ cho kết quả của Almonte (2016) trên TTCK Philippine. Điều này có thể được giải thích bằng tâm lý đầu tư trên TTCK Việt Nam. Theo đó, thói quen sử dụng lịch âm trong cuộc sống cùng với những thông tin trước thời điểm bước sang tháng Bảy âm lịch có thể khiến tâm lý thận trọng bao trùm và chiếm ưu thế trong các quyết định mua/bán trên TTCK vào ba ngày giao dịch đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch. Tuy nhiên, sau ba ngày giao dịch đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch những ngày còn lại trong tháng này tác động tích cực đến return của TTCK Việt Nam. TSSL ngành Công nghiệp chịu tác động tiêu cực vào ba ngày đầu trong tháng Bảy âm lịch nhưng nhận ảnh hưởng tích cực khi giao dịch trong cả tháng Bảy âm lịch. Chiều hướng tác động đối lập giữa ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch với những ngày còn

lại trong tháng Bảy âm lịch đối với ngành Công nghiệp có thể giải thích dựa trên lý thuyết khoảng trống của Malinowski (1954) nhằm chủ động kiểm soát các tình huống có thể đem lại kết quả xấu (Hernandez & cộng sự, 2008). Nói theo kiểu dân giã của Việt Nam là "có thờ có thiêng, có kiêng có lành" vào ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch để yên tâm về mặt tâm lý.

Hiệu ứng thời tiết:

Nhiệt độ: Nhiệt độ trung bình từ 7h00-15h00 tại TP.HCM trong 10 năm nghiên cứu là 32,1 độ C không ảnh hưởng đến TSSL chứng khoán Việt Nam (đã bị loại ra khỏi mô hình hiệu ứng thời tiết khi hồi quy riêng lẻ từng yếu tố thời tiết, Bảng 4.5). Kết quả này khác với ảnh hưởng của nhiệt độ đến TSSL chứng khoán trong nghiên cứu của Cao & Wei (2005), Floros (2008) và Keef & Roush (2002) là do vị trí địa lý của Việt Nam nằm gần xích đạo hơn nên đặc điểm thời tiết có sự khác biệt so với đa số các quốc gia được nghiên cứu tại Hoa Kỳ và Châu Âu. *Nhiệt độ cao*: Nhìn chung những ngày không mưa có nhiệt độ cao trên 34 độ C vào cuối tháng dương lịch ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL VNIndex, ngành Bất động sản, ngành Công nghiệp, ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu trong mô hình hiệu ứng thời tiết, mô hình tổng hợp với toàn bộ dữ liệu nghiên cứu, khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực (ngành Công nghiệp) hay tiêu cực (ngành Bất động sản, ngành Dầu khí). Đây là bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ cho nghiên cứu tâm lý của Anderson (2001), Makaremi & cộng sự (2012), và quy định về điều kiện làm việc của Bộ Y Tế (2016). Vào những ngày nhiệt độ cao trên 34 độ C thường tác động tiêu cực đến tâm lý, giảm sự tỉnh táo, giảm năng lượng và hiệu suất làm việc của nhà đầu tư (Anderson, 2001; Makaremi, 2012; Bộ Y Tế, 2016). Những tác động tiêu cực lên tâm lý và hành vi nhà đầu tư do nhiệt độ cao gây ra được duy trì trong ngày nếu không có nguồn/ vật trung gian- có tác dụng làm nhiệt không khí trở nên dịu mát hơn, hay giảm cảm giác khó chịu từ nhiệt độ cao lên cơ thể của họ. Bởi vì nghiên cứu của Baron & Bell (1976) và Kenrick & MacFarlane (1986) đã khẳng định nhiệt độ cao tác động tiêu cực đến tâm lý và hành vi con người được giảm nhanh chóng, thậm chí biến mất nếu có vật/nguồn trung gian làm giảm cảm giác nóng bức của cơ thể. Những ngày nhiệt độ cao trên 34 độ C được nghiên cứu trong luận án là vào những ngày không có mưa, nên sự khó chịu của đa số các nhà đầu tư trong những ngày nhiệt độ trên 34 độ C được duy trì do không có nguồn làm giảm tác động nhiệt độ không khí bởi các cơn mưa trong ngày hoặc từ các nguồn giảm nhiệt trung gian khác. Trong điều kiện thời tiết nóng bức, không chỉ những người dân bình thường chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi nhiệt độ (Cunningham, 1979; Kenrick và MacFarlane, 1986; Anderson & cộng sự, 2000), thậm chí cả những người làm các công việc liên quan đến hành pháp khi kết quả của họ đưa ra dựa trên sự suy diễn cũng bị ảnh hưởng theo hướng tiêu cực hơn do tác động bởi điều kiện nhiệt độ cao (Vrij & cộng sự, 1994). Theo đó, các nhà đầu tư dưới tâm lý khó chịu duy trì cả ngày do nhiệt độ cao, cộng với áp lực công việc thường tăng vào những ngày cuối tháng có thể đã tác động tiêu cực lên TTCK, là gợi ý giải thích cho hiện tượng TSSL chứng khoán Việt Nam thường giảm vào những ngày này. Mô hình duy trì tâm trạng đề xuất bởi Forgas (1995) và lý thuyết triển vọng của Kahneman & Tversky (1979, 1992) đã dự báo trong tình huống này các nhà đầu tư thường có xu hướng né tránh rủi ro. Nghĩa là, tâm trạng khó chịu vào những ngày chịu áp lực công việc trong điều kiện nhiệt độ cao, các nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn, lực cầu đặt mua trên thị trường của các nhà đầu tư thiên về các mức giá thấp, và bên cung trong tâm trạng tiêu cực cũng chấp nhận bán mức giá thấp hơn những ngày khác. Kết quả là TSSL thường giảm điểm vào những ngày cuối tháng dương lịch không mưa và có nhiệt độ cao trên 34 độ C.

Độ ẩm thấp: Độ ẩm trung bình từ 7h00-15h00 trong ngày giao dịch dưới 52% ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL đến 6/7 chỉ số chứng khoán, ngoại trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng. Kết quả này là bằng chứng thực nghiệm ủng hộ cho các nghiên cứu tâm lý của Baron & Bell (1976). Theo đó, ở mức độ ẩm thấp trong điều kiện nhiệt độ trung bình 7h00-

15h00 từ 32,2 độ C trở lên gây ra cảm giác khó thở, mệt mỏi dẫn đến giảm năng suất hiệu quả làm việc (Griffitt, 1970). Bên cạnh đó, Việt Nam có kiểu khí hậu nóng ẩm vì vậy cùng với một mức nhiệt độ nhưng độ ẩm thấp sẽ gây cảm giác khó chịu tăng lên (Makaremi & cộng sự, 2012). Chính cảm giác khó chịu trong điều kiện độ ẩm thấp "dẫn dắt" các nhà đầu tư duy trì tâm trạng của họ khi đặt lệnh chứng khoán, dẫn tới nhiều chứng khoán giảm vào những ngày này.

Hoạt động địa từ: Năm ngày sau *hoạt động địa từ* ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex, ngành Công nghiệp và ngành Ngân hàng trong mô hình hiệu ứng thời tiết. Trong mô hình tổng hợp: với toàn bộ dữ liệu 10 năm, hoạt động địa từ ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex và ngành Công nghiệp, khi MA10>MA200 ảnh hưởng đến TSSL ngành Dịch vụ tiêu dùng, khi MA10<MA200 TSSL ngành Công nghiệp và ngành Ngân hàng bị ảnh hưởng. Kết quả này cụ thể hóa ảnh hưởng của hoạt động địa từ đến TSSL VNIndex được hỗ trợ bởi các ngành và ủng hộ cho nghiên cứu của Lại Cao Mai Phương (2012).

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

5.1 Những phát hiện của luận án

Những nghiên cứu về tâm sinh lý và kết quả thực nghiệm cho thấy tâm trạng giữ một vai trò nhất định trong các quyết định đầu tư chứng khoán, thậm chí tâm trạng xuất phát từ những yếu tố không có liên quan (như hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm) đến chứng khoán cũng có thể ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán trên thị trường. Nhằm xác định sự tồn tại của mối quan hệ này, luận án nghiên cứu hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam. Một số phát hiện của luận án dựa trên kết quả nghiên cứu thực nghiệm từ các mô hình nghiên cứu đối với chỉ số VNIndex, HNXIndex và chỉ số của sáu ngành trên TTCK Việt Nam, gồm:

Hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đều ảnh hưởng đến TSSL của TTCK Việt Nam khi nghiên cứu các mô hình với từng hiệu ứng riêng lẻ và khi kết hợp cả ba hiệu ứng trong một mô hình tổng hợp. Mối quan hệ này tồn tại với toàn bộ dữ liệu nghiên cứu từ 28/9/2007- 29/9/2017, đồng thời cũng tồn tại khi tách dữ liệu theo xu hướng ngắn hạn đối với HSX (là VNIndex), HNX (là HNXIndex), và chỉ số của sáu ngành đang là tích cực (MA10>MA200) hay tiêu cực (MA10<MA200). Kết quả nghiên cứu ủng hộ cho giả thuyết khi xu hướng ngắn hạn của chứng khoán là tích cực/ tiêu cực, hoặc không phân biệt xu hướng đều bị ảnh hưởng bởi các yếu tố không liên quan đến chứng khoán như tâm trạng xung quanh các kỳ nghỉ lễ, các yếu tố liên quan đến thời tiết và lịch âm.

Đối với hiệu ứng kỳ nghỉ, ba ngày giao dịch trước các kỳ nghỉ lễ tại Việt Nam ảnh hưởng tích cực đến TSSL nhiều chứng khoán. Tết Nguyên Đán là kỳ nghỉ lễ có tầm ảnh hưởng rộng nhất và mạnh nhất trong các kỳ nghỉ lễ nghiên cứu. Trước ngày Chiến thắng ảnh hưởng tích cực đến TSSL VNIndex và HNXIndex, với sự hỗ trợ một phần từ sự tăng điểm của ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu. Trước ngày Quốc khánh ảnh hưởng tích cực đến TSSL HNXIndex với sự hỗ trợ một phần từ sự tăng điểm của ngành Công nghiệp và ngành Dịch vụ tiêu dùng. Giải thích sự tăng điểm trước mỗi kỳ nghỉ trước lễ có thể là do hiệu ứng thu nhập vượt kỳ vọng vào trước các dịp lễ khiến các nhà đầu tư có tâm trạng tích cực và có nhận định lạc quan về thị trường hơn những ngày khác.

Đối với hiệu ứng thời tiết, TSSL của đa số chỉ số chứng khoán đều chịu ảnh hưởng của hiệu ứng thời tiết tại TP.HCM (không tính cho HNXIndex). Độ ẩm trung bình từ 7h00-15h00 thấp dưới 52% ảnh hưởng rộng nhất (ngoại trừ ngành Dịch vụ tiêu dùng), hoạt động địa từ ảnh hưởng đến TSSL VNIndex và ngành Công nghiệp với toàn bộ dữ liệu. Ngoại trừ ngành Ngân hàng và ngành Dịch vụ tiêu dùng, nhiệt độ cao trên 34 độ C vào cuối tháng dương lịch ảnh hưởng tiêu cực đến TSSL những chỉ số chứng khoán còn lại.

Đối với hiệu ứng lịch âm: Giao dịch chứng khoán vào ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch ảnh hưởng tiêu cực đến 5/8 TSSL chứng khoán nghiên cứu trên toàn bộ dữ liệu và khi xu hướng ngắn hạn là tiêu cực đối với VNIndex. Kết quả này được giải thích bằng lý thuyết khoảng trống và quan niệm về sự may rủi trong cuộc sống. Tháng Bảy âm lịch có ảnh hưởng tích cực đến: TSSL VNIndex và 3/6 chỉ số ngành (Công nghiệp, Dầu khí, Nguyên vật liệu). Tháng Bảy âm lịch ảnh hưởng tích cực đến TSSL HNXIndex khi xu hướng ngắn hạn của chỉ số này là tích cực. Ảnh hưởng trái chiều đến TSSL vào ba ngày giao dịch đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch và trong cả tháng Bảy âm lịch chứng tỏ tâm lý lo ngại liên quan đến tháng Bảy chỉ tập trung vào ba ngày đầu tiên lên TTCK đối với nhóm cổ phiếu có tính chu kỳ. Tâm lý đầu tư khi đã vượt qua sự lo ngại thì phản ứng tích cực hơn được thể hiện vào những ngày còn lại trong tháng Bảy âm lịch tập trung vào nhóm cổ phiếu có tính phòng hộ.

TSSL ngành Bất động sản là ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực khi giao dịch vào ba ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch, tác động không có ý nghĩa trong cả tháng này, nhưng nhận ảnh hưởng tích cực ngay khi kết thúc tháng Bảy âm lịch là vào trước kỳ nghỉ Quốc khánh. Bằng chứng thực nghiệm này cho thấy TSSL ngành Bất động sản là ngành chịu ảnh hưởng rõ nét nhất liên quan đến tháng Bảy âm lịch.

Các cổ phiếu thuộc ngành Dầu khí và ngành Nguyên vật liệu thuộc nhóm phòng thủ đã thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư trong tháng Bảy âm lịch là nguyên nhân đẩy TSSL của hai ngành này tăng điểm trong tháng này. Tuy nhiên, sau Tết Nguyên Đán, chỉ có TSSL ngành Nguyên vật liệu ảnh hưởng tiêu cực sau Tết Nguyên Đán còn TSSL của ngành Dầu khí thì không bị ảnh hưởng có thể được giải thích bởi hai lý do. Thứ nhất, suy nghĩ chuẩn bị sẵn nguyên vật liệu trước từ trước Tết Nguyên Đán (đã phản ánh vào giá cổ phiếu trước kỳ nghỉ này) để tránh phải mua vào những ngày sau Tết Nguyên Đán và tâm lý "tháng Giêng là tháng ăn chơi" có thể đã gây ra ảnh hưởng tiêu cực đến ngành Nguyên vật liệu. Thứ hai, sản phẩm chính của ngành Dầu khí chịu ảnh hưởng bởi giá trên thị trường thế giới nhiều hơn so với ngành Nguyên vật liệu.

5.2 Ý nghĩa của luận án

Đóng góp chính của luận án không phải là xác định một chiến lược giao dịch có lợi nhuận, mà xác định xem tâm trạng nhà đầu tư do hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm có thể ảnh hưởng đến TSSL chứng khoán hay không. Câu trả lời là có, bằng chứng thực nghiệm từ các mô hình nghiên cứu xác nhận cho nhận định này. Điều này ngụ ý rằng, các biến có ý nghĩa thống kê trong các mô hình hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm có tính chất như một thước đo tâm trạng của TTCK Việt Nam.

Nghiên cứu trong luận án dựa trên quan điểm của tài chính hành vi. Theo đó, sự tồn tại hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm đến TSSL chứng khoán chứng tỏ trung bình các quyết định của nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam liên quan đến ba hiệu ứng là phi lý trí. Điều này là không phù hợp với quan điểm trong các lý thuyết chuẩn tắc. Từ đó, kết quả của luận án góp phần bổ sung vào khung lý thuyết trước đây trong việc giải thích việc ra quyết định đầu tư chứng khoán, làm cơ sở cho việc mở rộng hướng nghiên cứu các yếu tố phi tài chính tại Việt Nam.

5.3 Khuyến nghị của luận án

Đối với nhà đầu tư

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy hành động phi lý trí của các nhà đầu tư liên quan đến hiệu ứng kỳ nghỉ, thời tiết, lịch âm được phản ánh vào TSSL của TTCK Việt Nam. Hành động phi lý trí này có thể được hạn chế, thậm chí biến mất trên TTCK khi những kiến thức về ba hiệu ứng này được phổ cập đến đông đảo nhà đầu tư. Chẳng hạn như khi các sinh viên Đại học khi được biết trước về tác động của thời tiết có thể tác động đến tâm lý của họ thì hành động của họ sau đó không còn bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết nữa. (Sinclair, Mark & Clore,

1994). Để không bị ảnh hưởng bởi những hiệu ứng này, bên cạnh những kiến thức về các hiệu ứng này, nhà đầu tư chủ động rèn luyện để tư duy theo hướng logic nhằm vượt qua tình huống sử dụng "tâm trạng như thông tin" trong quyết định đầu tư chứng khoán.

Đối với nhà phát hành:

Việc phát hành chứng khoán thành công trên TTCK phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, trong đó cần lưu ý đến thời điểm phát hành và cả yếu tố về tâm lý liên quan đến loại chứng khoán thuộc nhóm phòng hộ hay có tính chu kỳ.

Khi các yếu tố khác không đổi, nếu tâm lý né tránh của các nhà đầu tư vẫn tồn tại vào những ngày đầu tiên trong tháng Bảy âm lịch trên TTCK Việt Nam, một trong những thời điểm mà các phát hành cổ phiếu thuộc nhóm chu kỳ (như ngành Bất động sản và ngành Ngân hàng) là trước kỳ nghỉ Quốc khánh khi đã kết thúc tháng Bảy âm lịch.

Với các nhà quản lý chính sách

Việc tồn tại ảnh hưởng đến TSSL của TTCK Việt Nam vào tháng Bảy âm lịch ủng hộ cho giả thuyết tâm trạng thiên về tiêu cực của nhà đầu tư trong thời gian này. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư được phổ biến những yếu tố tác động lên tâm lý có thể ảnh hưởng đến hành vi của họ trên TTCK, họ có xu hướng hành xử hợp lý hơn theo quan điểm của lý thuyết chuẩn tắc (Sinclair, Mark & Clore, 1994). Với sự tiến bộ của khoa học kỹ thuật ngày càng phát triển, các nhà quản lý nên chủ động đưa ra những bằng chứng khoa học mang tính logic nhằm giải thích các sự kiện/hiện tượng truyền miệng trong xã hội mà trước đây chưa có lời giải thích thỏa đáng. Đây chính là hình thức tuyên truyền hiệu quả và nhanh chóng nhất đến người dân nói chung và những nhà đầu tư nói riêng.

5.4 Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo

Một phần luận án nghiên cứu các yếu tố thời tiết tại TP.HCM và sử dụng một phương pháp tách xu hướng ngắn hạn của chứng khoán theo đường trung bình động đối với chứng khoán Việt Nam. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng nghiên cứu tác động của các yếu tố thời tiết tại nhiều khu vực khác tại Việt Nam, và bổ sung thêm các phương pháp khác nhằm xác định xu hướng ngắn hạn của chứng khoán để đưa ra một đánh giá toàn diện hơn về hiệu ứng thời tiết, kỳ nghỉ, lịch âm đến TSSL của TTCK Việt Nam.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

I. Các bài báo khoa học

1. Lại Cao Mai Phương., 2017. The correlation of geomanetic field to VNIndex return. *Banking Technology Review, vol1(9)*, 65-81.

2. Lại Cao Mai Phương., 2018. Hiệu ứng trước kỳ nghỉ lễ tác động đến tỷ suất sinh lợi VNIndex và HNXIndex. Tạp chí *Tài chính,* tháng 8/2018, 76-79.

II. Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường

Nghiên cứu ảnh hưởng của biến động địa từ đến chỉ số VNIndex tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Chủ nhiệm đề tài: NCS. Lại Cao Mai Phương, thành viên tham gia: Từ Thị Hoàng Lan. Mã số: 052014. Trường Đại học Công nghiệp thành phố Hồ Chí Minh.