

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Phan Trần Trung Dũng và Ngô Hồ Quang Hiếu** - Hiệu ứng động lực trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 134.1FiBa.12* 2
Motivation Effect on Vietnam Stock Market
- 2. Phan Thị Thu Cúc** - Thực trạng chính sách thương mại nông thôn vùng Duyên hải Nam Trung Bộ Việt Nam. *Mã số: 134.1SMET.11* 9
Rural Trade Policies in Vietnam's South Central Coastal Areas
- 3. Trần Ngọc Mai** - Các nhân tố tác động đến ý định sử dụng thương mại di động tại Việt Nam. *Mã số: 134.1BMkt.11* 22
Factors Influencing Intentions to Adopt Mobile Commerce in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Nguyễn Bách Khoa và Nguyễn Bảo Ngọc** - Nghiên cứu các yếu tố tác động đến giá trị khách hàng cảm nhận của một số chuỗi cửa hàng tiện ích trên địa bàn Thành phố Hà Nội. *Mã số: 134.2BMkt.21* 34
A Study on Factors Affecting Perceived Customer Value of Several Convenience Store Chains in Hà Nội City
- 5. Đoàn Thị Hồng Nhung** - Ảnh hưởng của thông tin lợi thế thương mại đến tăng trưởng trung bình giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 134.2FiBa.21* 43
Impacts of Goodwill Information on Average Growth Rate of Market Value of Listed Companies on Vietnam Stock Exchange
- 6. Trương Đông Lộc và Quan Lý Ngôn** - Ảnh hưởng của thông tin chia tách cổ phiếu đến sự thay đổi giá và thanh khoản của các cổ phiếu: Bằng chứng thực nghiệm từ Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Mã số: 134.FiBa.22* 51
Impacts of Information on Stock Split on Price and Validity of Shares: Experimental Evidence from HNX

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Nguyễn Thùy Dung và Nguyễn Thanh Tùng** - Văn hóa kinh doanh các sản phẩm truyền thống tại Việt Nam - Nghiên cứu điển hình tại làng nghề Bát Tràng, Gia Lâm, Hà Nội. *Mã số: 134.3BAdm.32* 59
Business Culture of Traditional Products in Vietnam – a Case-study of Bat Trang Trade Village, Gia Lam, Ha Noi

HIỆU ỨNG ĐỘNG LỰC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phan Trần Trung Dũng
Trường Đại học Ngoại thương
Email: fandzung@ftu.edu.vn
Ngô Hồ Quang Hiếu
Trường Đại học Ngoại thương
Email: ngohoquanghieu@gmail.com

Ngày nhận: 20/09/2019

Ngày nhận lại: 10/10/2019

Ngày duyệt đăng: 16/10/2019

Thông tin về lịch sử giá là một yếu tố quan trọng khi lựa chọn cổ phiếu của nhà đầu tư. Quan điểm nhận định rằng các nhà đầu tư cá nhân thường có xu hướng phản ứng thái quá với thông tin được ửng hộ rộng rãi. Phản ứng thái quá đó dẫn tới việc giá cổ phiếu bị định giá sai giá trị thực, dẫn tới việc có thể xây dựng các chiến lược đầu tư dựa trên việc khai thác hiện tượng định giá sai này. De Bondt và Thaler (1985, 1987) đã đưa ra quan điểm về chiến lược đầu tư nghịch xu thế dài hạn; Jegadeesh và Titman (1993) đưa ra quan điểm về chiến lược đầu tư thuận xu thế hay hiệu ứng động lực trong ngắn hạn. Nghiên cứu này kiểm tra sự tồn tại của hiệu ứng động lực trong ngắn hạn trên thị trường chứng khoán Việt Nam đồng thời đưa ra những khuyến nghị đầu tư và mức lợi nhuận dự kiến khi tiến hành nắm giữ danh mục theo chiến thuật đầu tư động lực. Kết quả của nghiên cứu cho thấy trong giai đoạn hiện nay hiệu ứng động lực trong ngắn hạn tại thị trường chứng khoán Việt Nam tồn tại ở dạng yếu, việc áp dụng chiến thuật đầu tư theo hiệu ứng này gần như không cho lợi nhuận với kỳ nắm giữ từ 3 tháng trở lên.

Từ khóa: Định giá sai, thị trường chứng khoán, hiệu ứng động lực, tài chính hành vi.

1. Giới thiệu

Hai hiệu ứng đối lập cùng được công nhận sự tồn tại qua các nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán theo thuyết thị trường hiệu quả dạng yếu là hiệu ứng nghịch xu thế (*reversal effect*) và hiệu ứng động lực (*momentum effect*). De Bondt và Thaler (1985) đã đưa ra quan điểm về chiến lược đầu tư nghịch xu thế dài hạn (*contrarian strategies*) nghĩa là mua các cổ phiếu đang xuống giá và bán các cổ phiếu đang có xu hướng tăng giá trong dài hạn, mang lại thu nhập bất thường (*abnormal return*). Thu nhập bất thường được hiểu là phần thu nhập không phải do ảnh hưởng của các nhân tố mang tính hệ thống, nói cách khác đó là phần chênh lệch giữa thu nhập thực tế và thu nhập dự kiến ban đầu và cũng là phần thu nhập được các nhà đầu tư mong muốn tối ưu. Debondt và Thaler chỉ ra rằng các cổ phiếu được nắm giữ trên 3 năm tới 5 năm sẽ có thu nhập cao

hơn nêu giá của chúng biến động theo chiều hướng đi xuống trong 3 đến 5 năm trước so với các cổ phiếu có giá biến động tích cực trong thời gian cùng kỳ. Một quan điểm khác cũng được nêu ra là hiệu ứng động lực. Cùng với hiệu ứng nghịch xu thế (*reversal effect*), hiệu ứng động lực (*momentum effect*) có thể sử dụng để thử nghiệm dạng yếu của thị trường hiệu quả. Hiệu ứng động lực cho rằng các cổ phiếu “đang thắng” trong quá khứ sẽ tiếp tục tăng giá còn cổ phiếu “đang thua” sẽ tiếp tục xuống giá trong ngắn hạn (Jegadeesh và Titman, 1993).

Thị trường chứng khoán Việt Nam dù mới thành lập chưa được 20 năm nhưng cũng đã thể hiện sự tồn tại của cả 2 hiệu ứng trên. Quan sát chỉ ra rằng nhiều nhà đầu tư trên thị trường Việt Nam quyết định thực hiện giao dịch dựa trên phân tích lịch sử giá của cổ phiếu. Hiện tượng này là gợi ý cho việc thực nghiệm tác động của hiệu ứng động lực và hiệu ứng nghịch

vị thế trên thị trường chứng khoán. Trên thực tế, các tác giả như Fernandes và Ornelas (2008), Griffin và cộng sự (2003) và Rouwenhorst (1999) đã chỉ ra các bằng chứng của hiệu ứng động lực tại các thị trường mới nổi bao gồm cả Châu Á, tuy nhiên Việt Nam lại không được đưa vào danh sách trên.

Nghiên cứu này nhằm mục đích chỉ ra sự tồn tại hay không của hiệu ứng động lực trên TTCK Việt Nam, đồng thời tìm hiểu sự tồn tại đó có tác động mạnh hay yếu, tích cực hay tiêu cực. Nghiên cứu cũng mong muốn chỉ ra tác động của hiệu ứng tới một thị trường chứng khoán có tác động phát triển nhanh như Việt Nam và so sánh với sức tác động tới các thị trường châu Á khác.

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

Jegadeesh và Titman (1993) đã đưa ra một chiến thuật đầu tư dựa trên việc mua các cổ phiếu có lịch sử giá tốt (tăng giá) trong quá khứ và bán các cổ phiếu có lịch sử giá xấu (giảm giá), gọi là chiến thuật đầu tư thuận xu thế. Chiến thuật này mang lại một khoản thu nhập dương trong một thời kỳ ngắn (từ 3 - 12 tháng), được xây dựng trên một hiệu ứng gọi là hiệu ứng động lực (*momentum effect*). Tuy nhiên việc chiến thuật này thành công lại mâu thuẫn với một nền tảng trong lý thuyết tài chính, đó là giả định thị trường hiệu quả (efficient market hypothesis - EMH).

Rất nhiều giả thiết được đưa ra để giải thích sự tồn tại của hiệu ứng động lực trên thị trường. Một số ý kiến phủ nhận cho rằng hiệu ứng động lực thực chất là kết quả của việc khai thác dữ liệu (data mining) và hiệu ứng này thực sự không tồn tại. Việc mang lại lợi nhuận của chiến thuật đầu tư này thực tế chỉ là việc khai thác các dữ liệu thị trường trong quá khứ và vô tình mang lại kết quả ở thị trường Hoa Kỳ vào thời điểm nghiên cứu của Jegadeesh và Titman diễn ra. Tuy nhiên, rất nhiều tài liệu nghiên cứu về hiệu ứng động lực sau này đã đưa ra rất nhiều bằng chứng, trong đó cho thấy sự tồn tại của hiệu ứng động lực tại các thị trường chứng khoán khác nhau vào các khoảng thời gian khác nhau. Một vài ý kiến cho rằng lợi nhuận của chiến thuật đầu tư theo hiệu ứng động lực đơn giản là phần bù rủi ro khi chấp nhận rủi ro. Tuy nhiên, Gutierrez Jr. và Kelley (2008) đã sử dụng phân tích hồi quy mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) và mô hình 3 nhân tố Fama-French để chỉ ra rằng, hiệu ứng động

lực vẫn tồn tại kể cả khi đã loại bỏ các yếu tố liên quan đến rủi ro thị trường. Cuối cùng, để lý giải cho sự tồn tại của hiệu ứng này, các nhà nghiên cứu thường sử dụng đến các mô hình lý thuyết trong lĩnh vực tài chính hành vi. Đây cũng là cách lý giải được đa số các tác giả nghiên cứu về hiệu ứng động lực trên thế giới tán thành.

Có nhiều bằng chứng cho thấy hiệu ứng động lực xảy ra tại các thị trường chứng khoán khác nhau. Jegadeesh và Titman (1993) ghi nhận sự xuất hiện của hiệu ứng trong khoảng thời gian từ 3 đến 12 tháng. Conrad và Kaul (1998) cũng ủng hộ nghiên cứu và phát hiện của Jegadeesh & Titman (1993). Rouwenhorst (1998) tìm ra bằng chứng của lợi nhuận khi áp dụng chiến thuật đầu tư thuận xu thế tại 12 quốc gia ở Châu Âu. Kết quả của thị trường Châu Âu cũng ủng hộ quan điểm của Jegadeesh và Titman (1993).

Rouwenhorst (1999) chứng minh rằng mô hình cũng cho lợi nhuận tại các thị trường mới nổi mặc dù lợi nhuận trung bình tại các thị trường này thấp hơn đáng kể so với các nghiên cứu trước đó ở Hoa Kỳ hay Châu Âu. Điều này có thể đến từ việc tác giả đã loại bỏ các cổ phiếu có mức tăng trưởng hay thua lỗ cao nhất và danh mục được chọn cũng có số lượng lớn hơn các nghiên cứu đi trước. Nghiên cứu cũng tìm ra trường hợp danh mục loser tạo ra lợi nhuận tích cực, trái ngược với các nghiên cứu khác.

Jegadeesh và Titman (2001) đã thực hiện 1 số điều chỉnh nhỏ bằng cách loại trừ các cổ phiếu, chứng khoán nhỏ, vốn hóa thị trường thấp. Thời gian của mẫu cũng kéo dài thêm 8 năm, tuy nhiên kết quả thu được vẫn có sự tương đồng lớn. Do đó, giả thiết kết quả tìm được năm 1993 của 2 tác giả có được hoàn toàn do sự may mắn hoặc do lựa chọn số liệu chưa đủ đặc trưng là không thuyết phục và có dấu hiệu cho thấy hành vi của nhà đầu tư không có sự thay đổi sau 8 năm, xung đột với lý thuyết thị trường hiệu quả.

Griffin, Ji và Martin (2003) đã nghiên cứu hiệu ứng động lực tại 40 quốc gia khác nhau trên toàn cầu. Họ nhận thấy áp dụng chiến thuật đầu tư thuận xu thế cho lợi nhuận dương và đáng kể tại tất cả các châu lục ngoại trừ châu Á. Chiến lược cho kết quả tốt trong cả trạng thái kinh tế tốt và xấu, không liên quan đến rủi ro từ các biến vĩ mô của nền kinh tế. Họ cũng kết luận rằng hiệu ứng động lực không phải là kết quả của việc chấp nhận rủi ro chu kỳ kinh

doanh. Trong nghiên cứu tiếp theo vào năm 2005, các tác giả này chỉ ra rằng các nhà quản trị danh mục đầu tư rất nhạy cảm với điều kiện thị trường và có thể đạt được lợi suất đáng kể nếu đầu tư dựa theo xu hướng biến động giá.

Nguyễn Thị Thu Hằng (2012) đã kiểm tra sự xuất hiện của hiệu ứng động lực tại thị trường Việt Nam trong thời gian 3 năm từ năm 2007 đến 2010. Kết quả chỉ ra rằng kể cả khi đã điều chỉnh theo các mô hình CAPM hay Fama-French 3 nhân tố, danh mục đầu tư vẫn có thể sinh lời tuy nhiên mức lợi nhuận khá nhỏ, chỉ đạt 0,69%/tuần. Tác giả cũng chỉ ra nguyên nhân tồn tại của chiến thuật trên thị trường Việt Nam có thể đến từ sự tự tin thái quá của nhà đầu tư trong ngắn hạn (1-3 tuần); trong thời gian dài hơn sự nôn nóng và thiếu tự tin từ những chủ thể tài chính này dẫn đến việc hiệu quả của danh mục giảm rõ rệt và không còn ý nghĩa thống kê.

Như vậy, hầu hết các nghiên cứu trên thế giới đều chỉ ra rằng tại thị trường Châu Âu và Hoa Kỳ hiệu ứng động lực cho tỷ suất lợi nhuận khoảng 1%/tháng và vẫn đạt giá trị dương kể cả sau khi trừ đi phí giao dịch. Chu kỳ thời gian chủ yếu được thống kê kỳ quan sát và kỳ nắm giữ nằm trong khoảng từ 3 đến 12 tháng. Các tác giả cũng thường sử dụng danh mục tạo lập chồng lấn trong các nghiên cứu của mình để tăng số lượng mẫu quan sát cũng như sức mạnh của quan sát.

Nghiên cứu về hiệu ứng động lực từng được thực hiện ở Việt Nam tuy nhiên dữ liệu được thu thập đã cũ. Tác giả Nguyễn Thị Thu Hằng khi xây dựng danh mục cũng chọn cách xây dựng dựa trên trọng số bằng nhau (*equally weights*) với kỳ nắm giữ và kỳ quan sát từ 1 đến 26 tuần. Tác giả lựa chọn danh mục dựa trên 10% cổ phiếu có kết quả giá tốt nhất và 10% cổ phiếu có kết quả giá thấp nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam khoảng thời gian từ 2007-2010.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

a. Miêu tả dữ liệu

Mục đích chính của nghiên cứu là kiểm chứng sự tồn tại của hiệu ứng động lực trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để thực hiện điều này, dữ liệu được sử dụng là lịch sử giá của các cổ phiếu trên sàn chứng khoán HOSE. Nhóm tác giả chọn sử dụng dữ liệu giá cổ phiếu hàng tháng, tương đồng với các nghiên cứu trước kia của Rouwenhorst (1998) hay Griffin và cộng sự (2003). Giá của cổ phiếu được

ghi nhận là giá đóng cửa của phiên giao dịch ngày cuối cùng trong tháng để theo dõi biến động giá cả của chứng khoán, nghiên cứu thu thập số liệu của giá cổ phiếu được tổng hợp bởi công ty Fiin Pro. Dữ liệu được sử dụng được thống kê trong thời kỳ từ 01/01/2014 đến 31/12/2018.

Dữ liệu của nghiên cứu là dữ liệu dạng bảng không cân bằng vì lý do một vài dữ liệu bị hủy do thiếu thông tin. Tổng cộng có 372 quan sát theo tháng từ tháng 1 năm 2014 tới tháng 12 năm 2018. Một số mã cổ phiếu bị loại ra khỏi danh sách lựa chọn dù có xuất hiện trên HOSE trong khoảng thời gian từ 2014 - 2018. Các lý do khiến một cổ phiếu bị hủy bỏ niêm yết có thể là công ty bị mua lại, sáp nhập, mua lại dựa trên vay nợ (*Leverage Buyout - LBO*), phá sản, ... Grundy và Martin (2001) đã thống kê rằng khi các cổ phiếu trong danh sách winner bị hủy niêm yết, lý do thường thấy là do bị sáp nhập hoặc mua lại, việc giá của cổ phiếu tăng nhanh trong thời gian trước đó có lý do chủ yếu do thông tin về việc sáp nhập bị rò rỉ. Các cổ phiếu loser thường hay bị hủy niêm yết do tính thanh khoản thấp hoặc do tác động tiêu cực của việc sụt giá.

b. Mô hình nghiên cứu

Mô hình được sử dụng trong nghiên cứu được xây dựng theo mô hình của Jegadeesh và Titman (1993). Các tác giả quan sát lợi suất của các cổ phiếu trong 3, 6, 9 và 12 tháng trước để lựa chọn cổ phiếu, tạo nên danh mục đầu tư, ký hiệu thời kỳ này là F (*formation period*). Thời gian nắm giữ vị thế lần lượt sẽ là 3, 6, 9, 12 tháng, ký hiệu là H (*holding period*). Như vậy tổng cộng sẽ có 16 danh mục tương đương với 16 chiến lược nắm giữ khác nhau. Trong nghiên cứu này, các yếu tố về phí giao dịch cũng bị lược bỏ bởi phí giao dịch tại các công ty chứng khoán Việt Nam không đồng nhất. Đồng thời việc tính toán thêm phí giao dịch vào từng chiến thuật đầu tư cũng sẽ phức tạp hóa quá trình thống kê một cách không cần thiết. Jegadeesh và Titman cũng chỉ ra rằng việc đầu tư theo chiến thuật động lực vẫn mang lại lợi nhuận kể cả khi tính toán cả phí giao dịch.

Việc lựa chọn số lượng cổ phiếu trong các danh mục ở các nghiên cứu hiện có khá đa dạng. Jegadeesh và Titman (1993) và Rouwenhorst (1998) đều chọn cách chia cổ phiếu thành 10 danh mục rồi chọn danh mục có lợi suất tốt nhất tạo thành winner và thua lỗ nhiều nhất là loser. Asness cùng cộng sự

(2013) lại chọn các cổ phiếu thuộc 1/3 nhóm đầu và 1/3 nhóm cuối để thực hiện nghiên cứu. Với 372 cổ phiếu vào năm 2018 trên sàn HOSE, nếu lựa chọn cách chia theo danh mục thập phân, danh mục *winner* và danh mục *loser* sẽ có khoảng 30 cổ phiếu mỗi danh mục. Tuy nhiên việc lựa chọn các cổ phiếu có kết quả kinh doanh tốt nhất hoặc kém nhất trên thị trường đang trên đà phát triển (*frontier market*) hay kể cả thị trường mới nổi (*emerging market*) có thể gặp vấn đề vì các cổ phiếu này có thể bị thao túng giá. Vì lý do này mà Rouwenhorst (1999) khi nghiên cứu về hiệu ứng động lực trên các thị trường mới nổi đã quyết định loại bỏ đi 5% cổ phiếu có lãi suất cao nhất và 5% cổ phiếu có lãi suất thấp nhất trước khi lựa chọn danh mục. Nghiên cứu này cũng lựa chọn mô hình giống như mô hình mà Jegadeesh và Titman đã sử dụng năm 1993 tuy nhiên kích thước của danh mục được chọn sẽ thay đổi để loại trừ khả năng gặp phải cổ phiếu bị thao túng giá: loại bỏ 15 cổ phiếu có thu nhập cao nhất và thu nhập thấp nhất khỏi danh mục, sau đó chọn 15 cổ phiếu có thu nhập tốt tiếp theo cho danh mục *winner* và 15 cổ phiếu thu nhập thấp tiếp theo vào danh mục *loser*. Cụ thể, sau khi xếp hạng 372 cổ phiếu theo thứ tự thu nhập giảm dần, các cổ phiếu có xếp hạng thứ 16 đến 30 sẽ được lựa chọn vào danh mục *winner*, cổ phiếu xếp hạng 343 đến 357 sẽ nằm trong danh mục *loser*.

Hầu hết các nghiên cứu về hiệu ứng động lực hiện có đều chọn sử dụng trọng số bằng nhau trong danh mục được thống kê. Một cách tiếp cận khác là lựa chọn trọng số trong danh mục dựa theo kết quả kinh doanh hoặc vốn hóa thị trường của cổ phiếu. Ưu điểm của cách tiếp cận này là các cổ phiếu nhỏ, độ thanh khoản thấp trên thị trường sẽ có trọng số nhỏ hơn trong danh mục đầu tư (Swinkels, 2004). Tuy nhiên nhược điểm của việc sử dụng trọng số theo vốn hóa thị trường là các cổ phiếu lớn sẽ chiếm gần như toàn bộ danh mục, làm mất đi tính chính xác của việc thử nghiệm hiệu ứng động lực. Ở cả 2 nghiên cứu của mình vào năm 1993 và 2001, Jegadeesh và Titman đều sử dụng cách xây dựng với trọng số bằng nhau. Vì vậy, nghiên cứu này cũng sẽ sử dụng cách xây dựng trọng số này nhằm đảm bảo sự thuận tiện trong việc so sánh kết quả cuối cùng với các nghiên cứu trước tại các quốc gia khác trên thế giới.

Trong các nghiên cứu trước, đặc biệt là các nghiên cứu của Rouwenhorst (1998) và Jegadeesh,

Titman (1993), danh mục tạo lập chồng lấn (*overlapping period*) thường được sử dụng. Jegadeesh và Titman lựa chọn cách tạo lập danh mục này vì các tác giả cho rằng việc này sẽ tăng độ mạnh của nghiên cứu do tạo lập được nhiều mẫu quan sát hơn. Nếu chọn cách nắm giữ không chồng lấn, tại bất kỳ thời gian nào cũng chỉ có thể mở vị thế với 1 danh mục duy nhất. Sử dụng cách nắm giữ này sẽ có ít sự trao đổi hơn dẫn đến phí giao dịch cũng ít hơn đáng kể. Tuy nhiên vì dữ liệu được quan sát trong nghiên cứu kéo dài trong thời gian chỉ 5 năm nên việc sử dụng thời kỳ nắm giữ chồng lấn có thể giúp tăng số lượng quan sát. Việc này cũng khiến kết quả thu được có thể so sánh với các kết quả của các nghiên cứu trước một cách dễ dàng hơn.

4. Kết quả phân tích và thảo luận

Để miêu tả quá trình xử lý số liệu, danh mục 3x3 được thành lập với chu kỳ thành lập và nắm giữ đều là 3 tháng. Các danh mục với thời gian thành lập (F) và nắm giữ (H) khác đều có cách làm tương tự.

Bước đầu tiên trong việc xử lý số liệu là tính toán thu nhập của cổ phiếu trong kỳ thành lập (F) bằng cách cộng kết quả kinh doanh của 3 tháng trước khi danh mục được thành lập. Để tính tổng, nhóm tác giả cộng thu nhập của từng cổ phiếu trong kỳ tương ứng. Như vậy danh mục 1 tương ứng với thu nhập của cổ phiếu trong thời kỳ từ tháng 1 đến tháng 3, danh mục 2 là thu nhập từ tháng 2 đến tháng 4. Kỳ nắm giữ (H) cũng sẽ được tính theo cách tương tự, danh mục 1 của kỳ nắm giữ sẽ được tính từ tháng 4 đến tháng 6.

Tiếp theo, cổ phiếu được xếp hạng từ cao xuống thấp dựa trên kết quả lợi nhuận của cổ phiếu trong từng kỳ tương ứng. Mỗi cổ phiếu được so sánh với các cổ phiếu khác trong cùng 1 kỳ thành lập để chọn ra cổ phiếu có xếp hạng phù hợp.

Sau khi xếp hạng các cổ phiếu theo thu nhập, nhóm tác giả tiếp tục lập bảng Kỳ nắm giữ (H), danh mục 1 trong bảng kỳ nắm giữ sẽ thể hiện tổng lợi nhuận của cổ phiếu sau Kỳ thành lập (F) đầu tiên, là kết quả lợi nhuận của cổ phiếu từ tháng 4 đến tháng 6, tương ứng danh mục 2 là kết quả từ tháng 5 đến tháng 7,... Trong bài viết này, danh mục *winner* sẽ bao gồm 15 cổ phiếu có kết quả tăng trưởng tốt thứ 15 đến 30 và *loser* gồm 15 cổ phiếu có kết quả xếp hạng từ 343 đến 357. Mục thu nhập của danh mục sẽ được tính bằng trung bình cộng của các cổ phiếu có xuất hiện trong danh mục đó.

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

Để tính lợi nhuận của chiến thuật đầu tư, ta tính trung bình lợi nhuận của tất cả danh mục rồi chia cho số tháng nắm giữ để ra thu nhập trung bình mỗi tháng. Kết quả cuối cùng được thể hiện bằng lợi nhuận của danh mục *winner minus loser* (WML). Ví dụ, với mô hình 3x3, kết quả đầu tư dựa theo hiệu ứng động lực cho mức lợi nhuận 0,67%/tháng. Mô hình này được áp dụng cho cả 16 chiến thuật đầu tư.

Các danh mục *winner* cho thấy ở cả 16 chiến thuật đầu tư kết quả đều có giá trị âm. Trước khi thực hiện phân tích, các tác giả đánh giá rằng các danh mục *winner* sẽ cho ra kết quả dương. Tuy nhiên thực tế mô hình lại cho kết quả ngược lại, có 8 chiến thuật cho kết quả *winner* có ý nghĩa thống kê là: 3x9, 3x12, 6x6, 6x9, 6x12, 9x3, 9x6, 9x9. Theo đó 2 chiến thuật có thu nhập từ danh mục *winner*

Bảng 1: Lợi nhuận của hiệu ứng động lực

F	Danh mục	H	Tỷ suất sinh lợi của hiệu ứng động lực			
			3	6	9	12
3	<i>Winner</i>		-0,022%	-0,07%	-0,35% (*)	-0,28% (*)
			(-0,08)	(-0,27)	(-1,48)	(-1,525)
3	<i>Loser</i>		-0,687% (*)	-0,66% (**)	-0,54% (***)	-0,44% (***)
			(-1,65)	(-2,13)	(-2,49)	(-2,487)
3	WML		0,67% (**)	0,58% (**)	0,19%	0,16%
			(1,83)	(2,048)	(0,78)	(0,71)
6	<i>Winner</i>		-0,41%	-0,65% (**)	-0,80% (***)	-0,61% (***)
			(-0,98)	(-2,066)	(-2,959)	(-2,62)
6	<i>Loser</i>		-0,64% (*)	-0,68% (**)	-0,70% (***)	-0,56% (***)
			(-1,451)	(-2,076)	(-2,758)	(-2,89)
6	WML					-0,06%
			(0,46)	(0,08)	(-0,26)	(-0,202)
9	<i>Winner</i>		-0,95% (**)	-0,85% (**)	-0,46% (*)	-0,21%
			(-1,682)	(-2,266)	(-1,445)	(-0,83)
9	<i>Loser</i>		-0,82% (**)	-0,63% (**)	-0,55% (**)	-0,29%
			(-1,82)	(-1,78)	(-1,9366)	(-1,228)
9	WML		-0,13%	-0,22%	0,09%	0,08%
			(-0,21)	(-0,489)	(0,2477)	(0,232)
12	<i>Winner</i>		-0,49%	-0,17%	-0,07%	-0,02%
			(-1,076)	(-0,589)	(-0,249)	(-0,10)
12	<i>Loser</i>		-0,92% (**)	-0,40%	-0,37%	-0,16%
			(-1,82)	(-1,075)	(-1,1)	(-0,51)
12	WML		0,43%	0,23%	0,30%	0,13%
			(0,752)	(0,521)	(0,687)	(0,351)

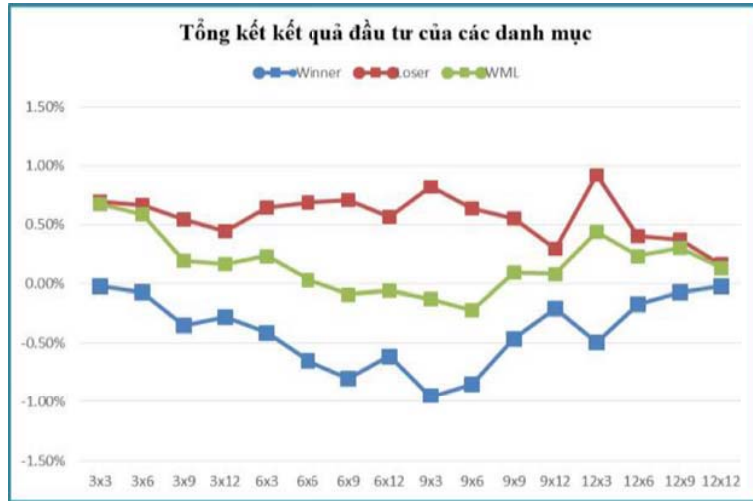
(***) , (**), (*) lần lượt thể hiện mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10%, giá trị kiểm định t-students được viết trong ngoặc đơn

kém nhất là 9x3 và 9x6, lần lượt đạt lợi suất -0,95% và -0,85%/tháng. Kết quả cũng cho thấy rằng chiến thuật có thời gian ngắn nhất (3x3) và chiến thuật có thời gian dài nhất (12x12) đều cho kết quả lãi suất tốt nhất với danh mục winner (khoảng -0,02%/tháng). Theo kết quả thống kê, nếu chỉ tính các kết quả có giá trị thống kê thì việc kéo dài thời gian hình thành (F) sẽ có thể dẫn tới việc giảm lợi suất trong danh mục winner. Như vậy qua việc đánh giá các mẫu này, có thể thấy rằng việc nắm giữ danh mục winner tại thị trường chứng khoán Việt Nam dường như không mang lại lợi suất nào cả. Nếu việc mở vị thế long với danh mục dạng này là bắt buộc để đảm bảo duy trì danh mục đầu tư zero-cost, việc có kỳ thành lập và kỳ nắm giữ cùng ngắn (3 tháng) hoặc cùng dài (12 tháng) sẽ đem lại lợi suất cao hơn với nhà đầu tư.

Ở danh mục loser, có thể thấy ngoại trừ chiến thuật 9x12, tất cả các chiến thuật có thời gian hình thành (F) dưới 9 tháng đều có ý nghĩa thống kê. Chiến thuật cho lợi nhuận cao nhất khi bán khống danh mục này là chiến thuật 12x3, đạt lợi suất -0,92% đối với bên long và 9x3, lợi suất -0,82%. Như vậy, việc rút ngắn thời gian nắm giữ và tăng thời gian quan sát lịch sử giá của cổ phiếu có thể sẽ giúp tối đa hóa lợi nhuận thu được từ việc bán khống danh mục. Tuy nhiên nếu kéo dài thời gian thành lập lên đến 12 tháng, nhiều khả năng các con số thống kê của danh mục này sẽ không có ý nghĩa lớn, gây khó khăn trong việc lựa chọn phương án tối ưu. Đặc biệt hơn tất cả các chiến thuật đầu tư vào danh mục loser đều cho lợi nhuận dương, tuy nhiên tại thị trường Việt Nam chưa cho phép việc bán khống nên trên thực tế khó có thể đạt được lợi nhuận nhờ vào danh mục này.

Kết quả đầu tư của danh mục WML chỉ đạt hiệu quả trong thời gian ngắn, cụ thể là chiến thuật đầu tư 3x3 và 3x6. Nếu thời gian nắm giữ và thành lập kéo dài ra, lợi suất của danh mục có xu hướng giảm dần cho đến tháng thứ 9. Tuy nhiên ngoại trừ kết quả của

chiến thuật 3x3 và 3x6, các kết quả khác đều không có ý nghĩa thống kê. Trong chiến thuật 3x3, lợi suất của danh mục đạt 0,67%/tháng, lợi suất đạt 0,58%/tháng với chiến thuật 3x6.



Hình 1: Tổng kết lợi nhuận đầu tư của các danh mục

Như vậy, từ thống kê trên có thể thấy rằng lợi nhuận của danh mục đầu tư đến chủ yếu từ danh mục loser, trái với nhận định của Jegadeesh và Titman khi trong các nghiên cứu của mình, các tác giả trên đã chỉ ra rằng đóng góp của danh mục các cổ phiếu mạnh và cổ phiếu yếu trên thị trường là như nhau. Lợi nhuận của danh mục loser cũng đủ mạnh để bù đắp sự thua thiệt trong việc giữ vị thế long danh mục winner trong hầu hết các chiến thuật

5. Các khuyến nghị từ kết quả nghiên cứu

Việc tạo lập danh mục dựa trên hiệu ứng động lực tại Việt Nam theo thống kê sẽ có kết quả tốt nhất với chiến thuật 3x3, đạt lợi suất 0,67%/tháng. Tuy nhiên kết quả được đưa ra với giả định không tồn tại chi phí giao dịch khi tiến hành mua bán cổ phiếu. Giả định trên tất nhiên không thể tồn tại trên bất kỳ thị trường chứng khoán nào trên thế giới. Vì vậy con số lợi nhuận thực tế chắc chắn sẽ thấp hơn thống kê bên trên. Một yếu tố khác ảnh hưởng tới kết quả quan sát được bên trên đó chính là độ hoàn hảo trong quá trình thực hiện. Giả định của bối cảnh nghiên cứu là có thể mua và bán mọi cổ phiếu trên thị trường và mở, đóng vị thế một cách chủ động. Tuy nhiên việc bán khống trên thị trường Việt Nam

hiện chưa thể thực hiện vì chưa có văn bản hướng dẫn, thậm chí trong tương lai nếu có thể thực hiện thì số lượng cổ phiếu được bán không trên thị trường cũng sẽ có khả năng bị hạn chế (thông thường chỉ có các cổ phiếu có tính thanh khoản cao được quyền bán không trên thị trường). Các nhà môi giới (broker) cũng có thể dè dặt thỏa thuận bán không để cắt lỗ tại các thời điểm khác nhau nên việc giữ vị thế chính xác trong các khoảng 3 6 9 và 12 tháng dường như không thể xảy ra trên thị trường. Trong các cổ phiếu nằm trong danh mục *loser*, có khá nhiều cổ phiếu nhỏ và một vài cổ phiếu có khả năng thanh khoản rất thấp. Vì vậy nhóm tác giả tin rằng dù lợi nhuận dự báo dương trong một vài chiến thuật, rất khó để áp dụng hiệu ứng động lực trong thực tế đầu tư tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian sắp tới.

Tuy nhiên kết quả trên cũng khá đồng nhất với các nghiên cứu đi trước. Như đã đề cập Griffin và các cộng sự (2003) đã chỉ ra rằng hiệu ứng động lực xuất hiện khá yếu tại thị trường châu Á: khi đưa vào thời gian chờ 1 tháng giữa kỳ thành lập và kỳ nắm giữ, lợi nhuận thu được bình quân hàng tháng của chiến thuật chỉ đạt 0,32%. Lợi nhuận khi mở vị thế nắm giữ ngay sau khi đánh giá lịch sử giá (chiến thuật giống như chiến thuật đầu tư được sử dụng trong nghiên cứu này) thậm chí còn thấp hơn, chỉ đạt 0,13%/tháng. Rouwenhorst (1999) cũng chỉ ra rằng tại các thị trường mới nổi, lợi nhuận của chiến thuật kinh doanh này cũng chỉ đạt khoảng 0,39%/tháng, thị trường cá biệt tại Châu Á như Đài Loan còn đạt mức lợi nhuận âm, vào khoảng -0,47%/tháng.

Nguyễn Thu Hằng (2012) cũng đưa ra nhận định đồng nhất với kết quả nghiên cứu này, lợi nhuận của danh mục sau tuần nắm giữ thứ 13 đạt mức rất thấp, vào khoảng 0,16%/tuần và không còn giá trị thống kê. Có thể thấy, trái với các thị trường châu Âu hay Hoa Kỳ, hiệu ứng động lực tại thị trường Việt Nam dường như chỉ xuất hiện trong thời gian cực kỳ ngắn và sẽ mất giá trị sau khoảng thời gian 3 tháng.

Như vậy có thể thấy rằng đối với các nhà đầu tư cá nhân, hiệu ứng động lực khó có thể trở thành 1 chiến thuật đầu tư đạt hiệu quả. Khi khối lượng đầu tư của mỗi cá nhân không đủ lớn, lợi nhuận của chiến thuật đầu tư sẽ thấp hơn rất nhiều mức lãi suất phi rủi ro của thị trường. Vì vậy chiến thuật này sẽ không thực sự hấp dẫn các nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Tuy nhiên với các nhà đầu tư tổ chức, các quỹ đầu tư lớn, việc giao dịch một lượng lớn cổ phiếu sẽ giảm chi phí giao dịch của họ, đồng thời tạo tính thanh khoản cho chính cổ phiếu đang thực hiện giao dịch (giao dịch của các công ty lớn sẽ tạo tin tốt trên thị trường về cổ phiếu đó, tăng cầu đối với 1 vài cổ phiếu cụ thể). Vậy việc nghiên cứu ảnh hưởng của hiệu ứng này tới thị trường cũng có thể là một cơ hội kinh doanh tới các nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tóm lại tác động của hiệu ứng động lực đến thị trường Việt Nam còn ở dạng yếu, mang lại kết quả thấp trong thời gian đầu tư ngắn. Nếu tính toán thêm chi phí giao dịch và điều kiện tính thanh khoản của thị trường, các chiến thuật đầu tư khó có thể mang lại một kết quả lợi nhuận dương.

6. Hạn chế và hướng nghiên cứu trong tương lai

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là giá đóng cửa hàng tháng của các công ty trên sàn HOSE từ năm 2014 đến 2018. Thời gian thu thập dữ liệu là 5 năm nên số mẫu quan sát còn bé so với các nghiên cứu quốc tế khác. Bên cạnh đó, nghiên cứu chỉ chọn các cổ phiếu còn hoạt động trong khoảng thời gian nói trên, việc này khiến kết quả của nghiên cứu có thể mắc hiệu ứng thiên lệch kẻ sống sót (*survivorship bias*). Rất khó để kết luận rằng việc loại bỏ quan sát sẽ khiến cho kết quả nghiên cứu lệch về việc làm mạnh hay làm yếu hiệu ứng động lực trên sàn HOSE tuy nhiên, theo ghi chép của Grundy và Martin (2001), nếu đưa vào tất cả cổ phiếu để thống kê, kết quả của hiệu ứng động lực sẽ có chiều hướng tốt hơn.

Việc sử dụng giá đóng cửa hàng tháng khi nghiên cứu về hiệu ứng động lực tại thị trường Việt Nam cũng sẽ gặp 1 vài bất cập. Gutierrez và Kelley (2008) tìm ra bằng chứng hiệu ứng chỉ cho lợi suất lớn và có ý nghĩa thống kê trong thời gian rất ngắn (1 đến 2 tuần). Hiệu suất giảm dần và bắt đầu mất dần ý nghĩa thống kê vào tuần thứ 12 và 13, tương ứng với thời gian 3 tháng đối với các thị trường tương tự như Việt Nam. Như vậy để có thể nghiên cứu sâu hơn về hiệu ứng này tại thị trường Việt Nam, dữ liệu theo từng tuần có thể sẽ là sự lựa chọn phù hợp hơn.

Kiểm định t-test được sử dụng ở các nghiên cứu trước cũng như trong nghiên cứu này là kiểm định khá đơn giản tuy nhiên độ mạnh chưa cao. Có thể sử dụng kiểm định Newey-West nhằm tăng sức mạnh