

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Đàm Vũ Đức Hiếu và Phan Hồng Mai** - Ảnh hưởng của tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 hàng tháng tới tổng giá trị giao dịch tại các thị trường chứng khoán trên thế giới. *Mã số: 155. 1GEMg.11* 3
Effect of Growth of monthly Covid-19 cases monthly on total value of global equity trading worldwide
- 2. Nguyễn Kim Hạnh và Võ Văn Đậu** - Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng dịch vụ trên ví điện tử MOMO: Trường hợp khách hàng tại Thành phố Cần Thơ. *Mã số: 155. 1FiBa. 11* 12
Analysis of Factors Affecting Intention to Use The Momo E-Wallet Service: The Case of Customers in Cantho City
- 3. Hồ Văn Bắc, Hà Quang Trung, Nguyễn Văn Tâm, Đỗ Xuân Luận và Phạm Thị Thanh Huyền** 24
 - Nhân tố ảnh hưởng lựa chọn kênh phân phối của hộ sản xuất hàng hóa khu vực tây Bắc Việt Nam. *Mã số: 155. 1TrEM.12*
Determinants of smallholder farmer's marketing channel choice in northwest region of Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Lê Hoàng Vinh, Cao Quốc Toàn và Ngô Phú Thanh** - Tác động phi tuyến của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận của các ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam. *Mã số: 155. 2FiBa.21* 32
Non-Linear Impact of Loan Growth on Profitability of Joint Stock Commercial Banks in Vietnam
- 5. Lê Quỳnh Hoa, Phạm Phúc Nguyên và Nguyễn Thị Thủy** - Ảnh hưởng của trải nghiệm dịch vụ tới đánh giá của khách hàng về tài sản thương hiệu của Ngân hàng thương mại: vai trò trung gian của nhân tố cảm xúc khách hàng. *Mã số: 155. 2FiBa.21* 39
Impact of Customer's Experience on Evaluating Brand Equity in Banking Sector: Mediating Role of Customer's Emotions
- 6. Lê Trung Ngọc Phát và Bùi Tú Uyên** - Tác động của quảng cáo truyền hình đến thái độ người tiêu dùng sữa tươi: Trường hợp nghiên cứu tại Thành phố Cần Thơ. *Mã số: 155. 2MNkt.21* 55
Impact of Television Advertisement on Fresh Milk Consumer Attitudes: A Case Study in Can Tho City

- 7. Nguyễn Hồng Quân** - Tác động của các giác quan đến quyết định mua hàng: nghiên cứu đối với sản phẩm F&B tại các điểm cung cấp dịch vụ. **Mã số: 155. BMkt.21** 63
The impact of various senses on buyer decision process: investigating F&B products in the places of supplying services
- 8. Nguyễn Hồng Thu và Phạm Trần Phú** - Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp đối với sự duy trì và gắn bó làm việc của người lao động trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ: Trường hợp các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam. **Mã số: 155. 2HRMg.21** 75
Corporate social responsibility for employee retention and engagement in small and medium enterprises: A case study in Vietnam
- 9. Nguyễn Thị Bình và Bùi Thị Thu Vân** - Phân tích các thuộc tính của hoạt động giao hàng chặng cuối của hàng hóa thương mại điện tử xuyên biên giới và sự lựa chọn của khách hàng cuối cùng, nghiên cứu trường hợp điển hình tại thành phố Hà Nội. **Mã số: 155. 2IEM.21** 85
Analysis of Last-Mile Delivery Attributes of Cross-Border E-Commercial Goods and the Choice of Final Customers. Case Study in Hanoi City
- 10. Trần Thị Bạch Yến, Nguyễn Mai Như Cẩm và Trần Thị Ánh Phương** - Tác động của việc áp dụng các hình thức đổi mới sáng tạo đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Cần Thơ, Việt Nam. **Mã số: 155. 2BAdm.22** 97
The impacts of innovative applications in small and medium - sized enterprises (SMEs) on firm performance in Can Tho City, Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 11. Nguyễn Văn Long** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cân bằng công việc - cuộc sống: trường hợp với khối phục vụ tại các Trường Đại học Khu vực Miền Trung, Việt Nam. **Mã số: 155. 3OMIs.31** 108
Research on factors affecting work-life balance: A study from staff working in higher education institutions in Central, Viet Nam

ẢNH HƯỞNG CỦA TĂNG TRƯỞNG SỐ CA NHIỄM COVID-19 HÀNG THÁNG TỚI TỔNG GIÁ TRỊ GIAO DỊCH TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TRÊN THẾ GIỚI

Đàm Vũ Đức Hiếu

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: 11181729@st.neu.edu.vn, hieudvd1911@gmail

Phan Hồng Mai

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: hongmai@neu.edu.vn

Ngày nhận: 26/04/2021

Ngày nhận lại: 24/05/2021

Ngày duyệt đăng: 28/05/2021

Bài viết được thực hiện để làm rõ mối tương quan giữa tăng trưởng số ca mắc COVID-19 mới ghi nhận hàng tháng với tăng trưởng giá trị giao dịch thị trường hàng tháng tại 46 TTCK trên khắp thế giới trong khoảng thời gian từ tháng 12/2019 đến tháng 1/2021. Áp dụng kỹ thuật GMM, các tác giả đã ghi nhận tác động thuận chiều giữa dịch bệnh COVID-19 với thanh khoản của thị trường. Khi dịch bệnh càng lan rộng, giá trị giao dịch trên TTCK càng tăng. Phát hiện này bổ sung cho những kết quả đã có ở giai đoạn đầu của dịch bệnh, đồng thời gợi ý cho nhà đầu tư biết rằng trong tương lai, nếu dịch bệnh COVID-19 vẫn diễn tiến phức tạp, đầu tư vào TTCK là một lựa chọn phù hợp, giúp bù đắp thu nhập bị giảm sút do thiếu hụt công việc. Trên giác độ vĩ mô, các Chính phủ nên tạo điều kiện hỗ trợ về vốn, hạ tầng công nghệ, thủ tục hành chính... để TTCK duy trì giao dịch thông suốt, liên tục, góp phần phục hồi nền tài chính quốc gia.

Từ khóa: COVID-19, thị trường chứng khoán, giá trị giao dịch

JEL Classifications: D53, F36, F65

1. Giới thiệu nghiên cứu

Đầu năm 2020, đại dịch COVID-19 xuất hiện và bùng nổ đã gây nên những thiệt hại nặng nề đối với nền kinh tế thế giới. Thu nhập được tạo ra trong 9 tháng đầu năm 2020 từ công việc trên toàn thế giới đã giảm 10,7%, tương đương 3.500 tỷ USD. Chuỗi cung ứng toàn cầu ước tính thiệt hại hơn 300 tỷ USD chỉ trong vòng hai năm nếu đại dịch tiếp tục kéo dài hết năm 2021. Tâm lý hoang mang, lo lắng bao phủ khắp các thị trường tài chính thế giới nên chỉ trong quý 1/2020, các chỉ số Dow Jones, S&P 500 và Nasdaq tại Mỹ đồng loạt giảm lần lượt 23%, 20% và 14%. Ở châu Âu, chỉ số FTSE 100 (Anh), DAX (Đức) và CAC 40 (Pháp) đều trải qua “ngày thứ hai đen tối” (ngày 12/3) với mức giảm 12-13%. Cùng

thời điểm, TTCK (TTCK) châu A - Thái Bình Dương đóng phiên với chỉ số Nikkei 225 (Nhật Bản), Hang Seng (Hồng Kông), IDX Composite (Indonesia) giảm xuống hơn 20%. Tuy vậy, sau 1 năm đối phó với dịch bệnh COVID-19, dù kinh tế thế giới vẫn suy giảm (khoảng 4%) song TTCK lại có dấu hiệu khởi sắc. Các nhà đầu tư đã chuyển từ thế bị động, bất ổn sang bình tĩnh, chủ động, tin tưởng vào hiệu quả của các gói kích thích kinh tế của Chính phủ và chiến dịch tiêm vaccine nên dòng tiền đầu tư vào TTCK ngày càng dồi dào, hoạt động giao dịch sôi động trở lại. Đến ngày 7/4/2021, các chỉ số chính trên thị trường Mỹ đều tăng điểm đáng kể so với ngày 31/3/2020 như Dow Jones (50,56%), S&P 500 (53,79%), Nasdaq (70,63%). Tại nhiều

nước khác như Trung Quốc, Nhật Bản, Đức, Nga, Hàn Quốc, Canada, Braxin, Australia..., chỉ số giá bình quân của thị trường đều đã phục hồi và vượt cao hơn giá trị trước khi xảy ra đại dịch. Điều này chứng tỏ, TTCK vẫn là một kênh đầu tư hấp dẫn trong bối cảnh nhiều hoạt động sản xuất, kinh doanh trực tiếp bị giảm sút hoặc ngưng trệ. Đồng thời, tác động của dịch bệnh tới giao dịch trên TTCK có nhiều điểm khác biệt so với các ngành kinh doanh thông thường, cần nghiên cứu làm rõ. Tuy vậy, trên giác độ học thuật, các nghiên cứu về ảnh hưởng của COVID-19 tới TTCK chưa nhiều và mới xem xét tới một số ít thị trường như công trình của He và cộng sự (2020) về TTCK Mỹ, Nhật Bản, Đức, Tây Ban Nha, Pháp, Hàn Quốc, Italy, Trung Quốc; Öztürk và cộng sự (2020) tại Saudi Arabia và Al-Awadhi và cộng sự (2020) tại Thổ Nhĩ Kỳ. Dữ liệu nghiên cứu cũng tập trung trong thời gian đầu phát sinh đại dịch: từ tháng 2/2020 - 4/2020, chủ yếu so sánh để tìm sự khác biệt của các chỉ số trên thị trường giữa hai giai đoạn trước và sau khi xảy ra dịch bệnh hoặc kiểm chứng tương quan bằng mô hình hồi quy giản đơn. Do đó, mục tiêu của bài viết này là tiếp tục làm rõ câu hỏi: “Đại dịch COVID-19 có tác động tới TTCK thế giới hay không? Nếu có thì chiều và mức độ tác động ra sao?”. Bằng những điểm mới về mẫu nghiên cứu, biến số và kỹ thuật kiểm định, các tác giả kỳ vọng kết quả nghiên cứu sẽ mang tính khái quát hơn, phản ánh đúng diễn biến thị trường và tác động của dịch bệnh tới TTCK thế giới.

2. Tổng quan nghiên cứu

Số liệu thống kê thực tế và các nghiên cứu thực nghiệm đều cho thấy các đại dịch từ “Cái chết đen” (1346 - 1351), cúm Tây Ban Nha (1918 - 1919), cúm châu Á (1957 - 1958) cho đến SARS (2002 - 2003) đều có tác động đáng kể tới tình hình kinh tế xã hội nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng (xem Nippani và Washer, 2004; McTier, Tse & Ward, 2013; Burdekin, 2020). Do đó, khi đại dịch COVID-19 diễn ra phức tạp, các nhà nghiên cứu đã có những sự quan tâm nhất định đến ảnh hưởng của nó đến TTCK. Nghiên cứu của He và cộng sự (2020) là một trong những nghiên cứu đầu tiên về chủ đề này. Tương tự như nghiên cứu của Nippani và Washer (2004) và Loh (2006) về tác động của dịch SARS lên TTCK, nghiên cứu của He và cộng sự (2020) cũng sử dụng các kiểm định phi tham số về sự khác biệt của giá trị trung bình tỷ suất sinh lời

ở hai giai đoạn trước và sau khi dịch bệnh bùng phát. Mẫu nghiên cứu bao gồm tám TTCK phát triển nhất bao gồm: S&P 500 (Mỹ); Nikkei 225 (Nhật Bản); DAX (Đức); SMSI (Tây Ban Nha), CAC 40 (Pháp); KSI (Hàn Quốc); FTSE MIB (Italy) và CSI 300 (Trung Quốc). Các tác giả cũng lựa chọn bốn giai đoạn để nghiên cứu: giai đoạn so sánh (1/6/2019 - 2/1/2020); giai đoạn trước khi dịch bệnh được công bố (3/1/2020 - 22/1/2020); giai đoạn ngắn hạn (23/1/2020 - 3/2/2020) và giai đoạn dài hạn (23/1/2020 - 10/3/2020). Kết quả nghiên cứu cho thấy COVID-19 đã có tác động tiêu cực lên tỷ suất sinh lời của TTCK ở giai đoạn trước khi dịch bệnh được công bố và có tác động ngắn hạn sau khi dịch bệnh được công bố. Với cùng vấn đề nghiên cứu nhưng Chaouachi và Chaouachi (2020) lại sử dụng mô hình phân phối độ trễ (ARDL) để kiểm định mối quan hệ giữa số ca bị lây nhiễm COVID-19 với khối lượng giao dịch hàng ngày trên TTCK Tadawul (Saudi Arabia) từ ngày 2/3/2020 đến 20/5/2020. Kết quả là trong ngắn hạn, nếu nhà đầu tư thấy dịch bệnh diễn biến xấu, họ sẽ cố gắng mua vào những cổ phiếu kỳ vọng có lợi nhuận ổn định và bán ra những cổ phiếu có mức sinh lời thấp. Còn trong dài hạn, hai biến nêu trên có tương quan ngược chiều, nghĩa là nếu diễn biến của dịch bệnh có chiều hướng bất lợi, các nhà đầu tư trên TTCK sẽ ít muốn giao dịch hơn trong dài hạn. Cùng ý tưởng như Chaouachi và Chaouachi (2020) nhưng Fürk và cộng sự (2020) sử dụng mô hình tác động cố định để tìm ra mối tương quan giữa số bệnh nhân mắc COVID-19 được ghi nhận hàng ngày và tỷ suất sinh lời của chỉ số BIST (Thổ Nhĩ Kỳ) trong khoảng thời gian từ ngày 2/2/2020 đến ngày 15/4/2020. Các hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê ở mức cao cho thấy có tồn tại mối tương quan ngược chiều giữa số ca bệnh COVID-19 và tỷ suất sinh lời toàn thị trường và tỷ suất sinh lời của các danh mục ở cả ba ngành công nghiệp, dịch vụ và tài chính - ngân hàng ở Thổ Nhĩ Kỳ. Điều này chứng tỏ dịch bệnh có tác động tiêu cực lên tỷ suất sinh lời của TTCK nhưng theo Öztürk và cộng sự (2020), tác động này không có sức tàn phá quá lớn đối với thị trường. Theo cách tương tự, nghiên cứu của Al-Awadhi và cộng sự (2020) cũng khẳng định mối quan hệ nghịch chiều giữa số ca nhiễm COVID-19 và số ca tử vong vì COVID-19 tới tỷ suất sinh lời của 1.579 cổ phiếu niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán ở

Trung Quốc từ 10/1/2020 đến 16/3/2020. Tuy vậy, riêng với cổ phiếu thuộc ngành công nghệ thông tin và dược phẩm, mối quan hệ lại là thuận chiều. Kết quả này hợp lý vì đây là hai ngành có lợi thế phát triển trong điều kiện dịch bệnh.

Tựu chung lại, đã có một số nghiên cứu bàn về mối tương quan giữa COVID-19 với các chỉ số trên TTCK nhưng mới ở giai đoạn đầu của dịch bệnh và ở một số TTCK điển hình. Do đó, trong bài viết này, các tác giả bổ sung “khoảng trống” về học thuật bằng cách mở rộng mẫu nghiên cứu gồm 46 TTCK thuộc các quốc gia có quy mô kinh tế hàng đầu thế giới và kéo dài thời gian kiểm chứng từ tháng 12/2019 đến tháng 1/2021 để tăng tính phổ quát của kết quả nghiên cứu. Khía cạnh được lựa chọn để phân tích là giá trị giao dịch của thị trường, chưa được đề cập tới trong các nghiên cứu trước. Thêm nữa, kỹ thuật ước lượng được sử dụng là moment tổng quát hóa (GMM) giúp khắc phục các khuyết tật của mô hình hồi quy giản đơn sẽ đảm bảo độ tin cậy và chính xác cao hơn của kết quả nghiên cứu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được lựa chọn là 46 TTCK thuộc nhóm 55 quốc gia có quy mô nền kinh tế lớn nhất thế giới (xét theo quy mô GDP do Ngân hàng Thế giới cung cấp). Đây đều là những TTCK phát triển ở mức độ vừa đến cao, diễn biến trên TTCK được coi như chỉ báo “sức khỏe” cho cả nền kinh tế. Vì vậy, khi dịch bệnh xảy ra, gây tác động tới nền kinh tế thì có thể dễ dàng quan sát trên TTCK thông qua sự thay đổi các chỉ số của thị trường. Dữ liệu nghiên cứu được tập hợp thành dạng bảng cân đối, thu thập mỗi tháng trong 14 tháng liên tục từ 12/2019 đến 1/2021. Tổng số quan sát trong mẫu nghiên cứu là 644 quan sát, đủ tiêu chuẩn thống kê để thực hiện hồi quy tuyến tính.

3.2. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Để giải quyết câu hỏi nghiên cứu đặt ra, các tác giả đo lường diễn biến của dịch bệnh bằng Tỷ lệ tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 mới được ghi nhận, còn tính thanh khoản của thị trường được đại diện bởi Tỷ lệ tăng trưởng tổng giá trị giao dịch của toàn thị trường. Căn cứ vào tổng quan nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu chính được đặt ra là “Tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 mới ghi nhận hàng tháng với tăng trưởng giá trị giao dịch của TTCK hàng tháng”.

Mặt khác, các nghiên cứu đi trước cũng cho thấy các yếu tố kinh tế vĩ mô có thể ảnh hưởng tính thanh khoản chung của thị trường, vậy nên các tác giả cũng bổ sung các yếu tố này làm biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu. Từ đó, dạng thức của mô hình được đề xuất như sau:

$$CTVAL = \alpha + \beta_1 * CNDRC + \beta_2 * CCPI + \beta_3 * CIP + \beta_4 * CTP + \beta_5 * CNEER$$

Chi tiết các biến số của các mô hình nghiên cứu được trình bày trong bảng 1.

3.3. Kỹ thuật kiểm định

Để giảm thiểu các khuyết tật của mô hình và đảm bảo độ tin cậy của kết quả ước lượng, trước tiên các tác giả thực hiện lần lượt kiểm định tính dừng (theo Im, Pesaran và Shin, 2003) cùng với các kiểm định khuyết tật đối với mô hình ước lượng, bao gồm kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến (bằng hệ số phóng đại phương sai VIF, lấy giá trị tham chiếu là 4), kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi (dùng kiểm định Breusch - Pagan, nhân tử Lagrange, thống kê Wald đã được hiệu chỉnh), kiểm định hiện tượng tự tương quan (theo phương pháp của Wooldridge, 2002). Từ đó, kỹ thuật ước lượng moment tổng quát hóa (GMM) hai giai đoạn được áp dụng để khắc phục vấn đề phương sai thay đổi và vấn đề biến nội sinh của mô hình, lại giúp đưa ra kết quả tin cậy hơn so với ước lượng GMM một giai đoạn. Phương pháp này sử dụng kiểm định J-test của Hansen (1982) về tính hiệu lực của các biến công cụ cũng như các kiểm định của Arrelano - Bond về tính phù hợp của biến trễ để đánh giá mức độ phù hợp của mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích tương quan

Bảng 2 biểu diễn kết quả phân tích mối tương quan giữa các biến trong mô hình. Biến độc lập CNDRC có tương quan thuận chiều đối với biến tăng trưởng giá trị giao dịch của các thị trường chứng khoán CTVAL. Đối với các biến kiểm soát, biến CCPI và biến CTP cũng có tương quan thuận chiều với biến phụ thuộc, trong khi các biến CIP và CNEER lại có mối tương quan nghịch chiều với biến phụ thuộc. Tất cả các hệ số tương quan nói trên đều có ý nghĩa ở mức tin cậy 5%.

4.2. Kiểm định các khuyết tật của mô hình

Kiểm định tính dừng

Nghiên cứu này áp dụng phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị do Im, Pesaran và Shin (2003) đề xuất để kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu.

Bảng 1: Danh sách biến trong mô hình nghiên cứu

	Tên biến	Ký hiệu	Công thức tính	Tác động kỳ vọng	Nguồn tham khảo
Biến độc lập	Tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 hàng tháng	CNDRC	$\ln \frac{DRC_t}{DRC_{t-1}}$	+/-	Chaouachi và Chaouachi (2020)
Biến kiểm soát	Tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng hàng tháng	CCPI	$\ln \frac{CPI_t}{CPI_{t-1}}$	+/-	Watanabe (2004);
	Tăng trưởng sản lượng công nghiệp hàng tháng	CIP	$\ln \frac{IP_t}{IP_{t-1}}$	+/-	Goyenko và Ukhov (2009);
	Tăng trưởng trong phân bù kỳ hạn	CTP	$\ln \frac{TP_t}{TP_{t-1}}$	+/-	Lu và Glascock (2010); Liu (2015);
	Tăng trưởng tỷ giá hối đoái hiệu quả danh nghĩa hàng tháng	CNEER	$\ln \frac{NEER_t}{NEER_{t-1}}$	+/-	Chowdhury, Uddin và Anderson (2018)
Biến phụ thuộc	Tăng trưởng về tổng giá trị giao dịch của các TTCK hàng tháng	CTVAL	$\ln \frac{VAL_t}{VAL_{t-1}}$		

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Chú thích:

DRC_t : tổng số ca nhiễm COVID-19 tích lũy được ghi nhận trong tháng thứ t

VAL_t : tổng giá trị giao dịch của thị trường trong tháng thứ t

CPI_t : chỉ số giá tiêu dùng trong tháng thứ t

IP_t : chỉ số sản xuất công nghiệp trong tháng thứ t

TP_t : phân bù kỳ hạn, được tính bằng hiệu của tỷ suất sinh lời trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm và lãi suất thị trường liên ngân hàng kỳ hạn 3 tháng trong tháng thứ t

$CNEER_t$: tỷ giá hối đoái hiệu quả danh nghĩa trong tháng thứ t

Bảng 2: Hệ số tương quan của các biến trong mô hình nghiên cứu

	CCPI	CIP	CTP	CNEER	CNDRC	CTVAL
CCPI	1.0000					
CIP	0.0747	1.0000				
CTP	-0.0199	-0.0704	1.0000			
CNEER	-0.0267	0.1469	-0.0898	1.0000		
CNDRC	-0.0406	-0.2914	0.0929	-0.2068	1.0000	
CTVAL	-0.0516	0.0864	0.0157	-0.0564	0.1175	1.0000

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu

Biến số	Thông số	t-Statistics	p-value
CCPI	t-bar	-3.2362	0.0000
	t-tilde-bar	-2.2029	
	Z-t-tilde-bar	-8.3377	
CIP	t-bar	-3.1643	0.0000
	t-tilde-bar	-2.2155	
	Z-t-tilde-bar	-8.6139	
CTP	t-bar	-4.2938	0.0000
	t-tilde-bar	-2.4960	
	Z-t-tilde-bar	-11.3946	
CNEER	t-bar	-2.8732	0.0000
	t-tilde-bar	-2.0596	
	Z-t-tilde-bar	-7.3307	
CNDRC	t-bar	-4.0794	0.0000
	t-tilde-bar	-2.2603	
	Z-t-tilde-bar	-9.2040	
CTVAL	t-bar	-4.3198	0.0000
	t-tilde-bar	-2.6265	
	Z-t-tilde-bar	-11.7484	

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy tất cả các biến nghiên cứu đều dừng ở bậc gốc. Đây là điều kiện tiên quyết để thực hiện các phép ước lượng như OLS, FEM, REM hay GMM, giúp cho các phương pháp ước lượng này không chệch nhờ không có hiện tượng đồng liên kết xuất hiện trong mô hình.

Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến của các biến độc lập

Bảng 4: Kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của các biến độc lập

Biến độc lập	VIF	1/VIF
CNDRC	1.13	0.883477
CCPI	1.01	0.991994
CIP	1.11	0.901565
CTP	1.02	0.984388
CNEER	1.06	0.942775

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Sử dụng điều kiện kiểm định đa cộng tuyến của Hair và cộng sự (2010), kết quả hệ số phóng đại phương sai VIF của các biến trong mô hình đều nằm trong mức 1.01 – 1.13, chứng tỏ rằng không

xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến ở trong các mô hình này.

Kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng kiểm định của Breusch và Pagan (1979) và Cook và Weisberg (1983) cho ước lượng OLS; kiểm định nhân tử Lagrange (Lagrange Multiplier - LM Test) cho ước lượng REM để xuất bởi và kiểm định của Greene (2000) cho ước lượng FEM để kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi cho mô hình. Kết quả các kiểm định này được trình bày trong bảng 5.

Kiểm tra hiện tượng tự tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu (bảng 6)

Để kiểm định hiện tượng tự tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy, nghiên cứu sử dụng kiểm định tự tương quan cho dữ liệu mảng đề xuất bởi Wooldridge (2002).

4.3. Kết quả ước lượng GMM

Bảng 7 trình bày kết quả ước lượng GMM hai giai đoạn đối với mô hình nghiên cứu tác động của tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 ghi nhận hàng tháng đến giá giao dịch của các TTCK. Do đây là một phương pháp ước lượng bảng động, biến trễ bậc nhất của biến phụ thuộc đã được thêm vào mô hình. Các kiểm định của Arellano - Bond về sự tự tương quan bậc nhất và bậc hai trong ước lượng đều được thỏa mãn. Đồng thời, các kiểm định của Hansen về việc sử dụng hợp lý các nhóm biến công cụ đều được thỏa mãn. Như vậy, mô hình không gặp phải khuyết tật nghiêm trọng nào.

Kết quả của ước lượng GMM cho thấy, ngoại trừ biến CTP, các biến độc lập khác đều có ý nghĩa ở mức 5%, bao gồm: biến trễ bậc một của giá trị giao dịch L1_CTVAL, biến tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 được ghi nhận mới hàng tháng CNDRC cùng ba biến kiểm soát là tỷ lệ lạm phát CIF, tăng trưởng sản lượng công nghiệp CIP và tăng trưởng tỷ lệ hối đoái CNEER. Phương trình hồi quy biểu diễn tác động của số ca nhiễm COVID-19 hàng tháng tới giá trị giao dịch của các TTCK ở mức ý nghĩa 5% có dạng là:

Bảng 5: Kết quả kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi

Ước lượng	Thống kê Chi2	Prob > Chi2	Kết luận
OLS	10.68	0.011	Có hiện tượng phương sai thay đổi
REM	0.00	1.000	Không có hiện tượng phương sai thay đổi
FEM	1178.12	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Bảng 6: Kết quả kiểm tra hiện tượng tự tương quan

Thống kê F	Prob > F	Kết luận
1.977	0.1665	Không có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Bảng 7: Kết quả ước lượng của mô hình

CTVAL	Coef.	Std. Err.	z	P > z	[95% Conf. Interval]
L1_CTVAL	-0.3935256	0.0024438	-161.03	0.000	-0.3983154 -0.3887358
CNDRC	0.0773841	0.0056586	13.68	0.000	0.0662935 0.0884747
CCPI	-3.042309	0.3796474	-8.01	0.000	-3.7864040 -2.2982140
CIP	1.615625	0.0811756	19.90	0.000	1.4565240 1.7747260
CTP	0.0065408	0.0095493	0.68	0.493	-0.0121755 0.0252571
CNEER	-5.429721	0.6744566	-8.05	0.000	-6.7516310 -4.1078100
cons	-0.0416467	0.0036216	-1.50	0.000	-0.0487449 -0.0345485

Thông tin chung về mô hình

Số lượng thị trường	46
Số lượng quan sát	644
Số biến công cụ	45
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences, p-value	0.008
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences, p-value	0.080
Sargan test of overidentify restrictions, p-value	0.000
Hansen test of overidentify restrictions, p-value	0.271
GMM instruments for levels - Hansen test, p-value	0.067
iv(CCPI CTP, eq(level)) - Hansen test, p-value	0.277

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

$$CTVAL = -0.0416 - 0.3935 * L_1CTVAL + 0.0774$$

$$* CNDRC - 3.0423 * CCPI + 1.6156 * CIP - 5.4297$$

$$* CNEER$$

Xét về chiều và mức độ tác động thì hai biến độc lập CNDRC, CIP tác động thuận chiều tới biến được giải thích CTVAL, còn L₁CTVAL, CCPI và CNEER tác động nghịch chiều lên CTVAL. Mức độ tác động lớn nhất là CNEER, thấp nhất là CNDRC. Điều này chứng tỏ giá trị giao dịch trên TTCK trước tiên vẫn chịu tác động bởi những yếu tố vĩ mô truyền thống (là các biến kiểm soát được đề cập trong mô hình). Và việc phát sinh dịch bệnh như hiện tại cũng có tác

động, góp phần làm tăng giá trị giao dịch của thị trường.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng của mô hình ghi nhận tác động thuận chiều giữa tăng trưởng số ca

nhiễm COVID-19 mới ghi nhận hàng tháng tới giá trị giao dịch của các TTCK trên thế giới. Kết quả này chứng minh giả thuyết được đặt ra là đúng, đồng thời làm rõ chiều tác động của mỗi tương quan này là thuận chiều. Ngoài ra, có 3/4 biến kiểm soát có ý nghĩa thống kê chứng tỏ sự phù hợp của việc bổ sung những biến này vào mô hình nghiên cứu.

Kết quả ước lượng của mô hình nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng cho thấy diễn biến của đại dịch COVID-19 có tác động đến giá trị giao dịch của các TTCK trên thế giới theo hướng thuận chiều có ý

ghĩa thống kê, tức là khi tỷ lệ tăng trưởng số ca nhiễm mới tăng, tỷ lệ tăng trưởng giá trị giao dịch cũng tăng theo và ngược lại. Nói cách khác, việc dịch bệnh COVID-19 lan rộng đã góp phần thúc đẩy giá trị giao dịch trên TTCK thế giới tăng thêm. Phát hiện này tuy ngược lại với những nghiên cứu đã có như của McTier, Tse và Ward (2011) về cúm mùa tại TTCK New York hay Chaouachi và Chaouachi (2020) về COVID-19 tại TTCK Saudi Arabia nhưng theo nhóm nghiên cứu, sự khác biệt này là hợp lý do các công trình không đồng nhất về cả giai đoạn nghiên cứu, loại bệnh dịch và phương pháp nghiên cứu. Nhóm tác giả McTier, Tse và Ward (2011) nghiên cứu về dịch cúm mùa, là dịch bệnh cũng khiến số người mắc và tử vong rất cao (như một đại dịch) nhưng đây là loại bệnh phổ biến, thông thường, chỉ tập trung vào mấy tháng mùa đông xuân nên Chính phủ Mỹ không cần áp dụng các biện pháp giãn cách phong tỏa quyết liệt, dài hạn cũng như giải quyết bài toán đánh đổi giữa sức khỏe và kinh tế. Vì vậy, dịch bệnh chủ yếu tác động đến TTCK thông qua sức khỏe, tâm lý của nhà đầu tư cá nhân. Theo McTier, Tse và Ward (2011), việc nhiều nhà đầu tư cá nhân bị cúm hoặc lo ngại nhiễm cúm khi giao dịch tại thị trường tập trung đã làm giảm thanh khoản của thị trường trong giai đoạn bùng phát dịch.

Còn đối với nghiên cứu của Chaouachi và Chaouachi (2020) tuy cũng nghiên cứu về tác động của COVID-19 tới khối lượng, giá trị giao dịch nhưng giới hạn tại 1 thị trường và ở giai đoạn đặc biệt là khi dịch bệnh lần đầu tiên xuất hiện và bùng phát nhanh chóng (tháng 3 - 5/2020). Khảo sát đồ thị diễn biến dịch bệnh với thanh khoản của TTCK trên khắp thế giới cũng cho thấy tại giai đoạn này, giá trị giao dịch sụt giảm đáng kể do ảnh hưởng của dịch bệnh lan rộng (tức là tương quan ngược chiều). Điều này chủ yếu xuất phát từ tâm lý hoang mang, lo lắng, cũng như tâm thế bị động của cả nhà đầu tư và Chính phủ cùng các cơ quan quản lý thị trường. Tuy vậy, với bài báo này, giai đoạn phân tích kéo dài từ tháng 12/2019 đến tháng 1/2021. Trong thời gian đó, các nhà đầu tư, cũng như Chính phủ các nước đã lần lượt trải qua đầy đủ các cung bậc cảm xúc từ lo lắng, bị động đến bình tĩnh, chủ động để ứng phó với dịch bệnh. Ba “làn sóng” COVID-19 trên khắp thế giới đã đủ thời gian cho các nhà đầu tư và Chính phủ nhận thức, hành động và rút kinh nghiệm để từ đó các quyết định hợp lý hơn. Ngoài ra, sự liên

thông ở mức độ cao giữa các TTCK trên thế giới cũng góp phần dịch chuyển vốn đầu tư từ nơi đang có dịch bệnh bùng phát tới những nơi dịch bệnh được kiểm soát tốt nên xu hướng được xác định chung trong mẫu nghiên cứu này là tương quan thuận chiều giữa dịch bệnh với giá trị giao dịch của TTCK. Điều này được giải thích bởi một số nguyên nhân như sau:

Thứ nhất, tại các thời điểm nhất định, khi các con số kỷ lục về số ca nhiễm COVID-19 mới được ghi nhận (khởi đầu cho những khuyến cáo của cơ quan y tế về một đỉnh dịch mới hay một làn sóng lây nhiễm mới), niềm tin của các nhà đầu tư bị dao động, đẩy lên những lo ngại về rủi ro tiềm ẩn và khả năng phục hồi của nền kinh tế cũng như khả năng sinh lời trong ngắn hạn của các tài sản tài chính mà họ nắm giữ. Vì vậy nhà đầu tư có hành vi bán tháo cổ phiếu tại những thời điểm dịch bệnh chuyển biến xấu đột ngột hoặc đỉnh điểm, khiến cho cả khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch của toàn thị trường tăng vọt trong một số phiên nhất định. Ngoài ra, do tính bất định của thời kỳ dịch bệnh, các nhà đầu tư cũng có xu hướng thận trọng hơn và chủ động “chốt lời” theo từng “làn sóng COVID-19” thay vì nắm giữ cổ phiếu dài hạn như trước, góp phần tăng giá trị giao dịch.

Thứ hai, trong dài hạn, các biện pháp ứng phó quyết liệt của chính phủ như giãn cách xã hội hay phong tỏa một khu vực địa lý một mặt giúp cho dịch bệnh được kiểm soát dịch tốt hơn, nhưng mặt khác lại khiến cho các hoạt động sản xuất kinh doanh trực tiếp bị đình trệ. Từ đây, một lượng lớn người dân bị gián đoạn công việc, thậm chí là thất nghiệp khiến thu nhập sụt giảm nghiêm trọng. Điều này tất yếu nảy sinh nhu cầu đầu tư, tìm kiếm nguồn thu nhập thay thế. Và TTCK là một trong những lựa chọn phù hợp do các rào cản gia nhập thị trường rất thấp (việc tiếp cận TTCK theo hình thức OTC tương đối dễ dàng, cước phí Internet và phí mở tài khoản cũng không cao). Ngoài ra, tại nhiều quốc gia trên thế giới như Mỹ, Liên minh châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Singapore, Australia..., để khuyến khích phát triển các ngành kinh tế không chịu ảnh hưởng lớn từ đại dịch như tài chính, công nghệ, y tế, thương mại điện tử... các Chính phủ ban hành nhiều chính sách hỗ trợ như giảm lãi suất, phí giao dịch, phí dịch vụ internet cùng nhiều gói cứu trợ cụ thể khác cho cả cá nhân và doanh nghiệp, điều này tạo

điều kiện thuận lợi để hình thành một thể hệ nhà đầu tư F0 mới. Vậy nên, đã xuất hiện dòng tiền khá lớn từ những cá nhân chưa từng tiếp xúc với chứng khoán (trước khi dịch bệnh xảy ra) “chảy” vào các TTCK, khiến tính thanh khoản của toàn thị trường tăng cao. Không những vậy, sự gia nhập của nhóm nhà đầu tư F0 là một yếu tố hấp dẫn, thúc đẩy các “nhà đầu tư cũ” trên thị trường tăng cường giao dịch chốt lời khiến TTCK càng sôi động. Ngoài ra, không loại trừ nguyên nhân “tâm lý đám đông” - một vấn đề luôn luôn tồn tại trên TTCK - khiến nhiều nhà đầu tư bị thu hút và tăng cường giao dịch (với xu hướng mua vào nhiều hơn bán ra) càng làm giá cổ phiếu “được thổi phồng”, góp phần tăng giá trị giao dịch trên toàn thị trường. Như thế, khi dịch bệnh càng kéo dài, số người nhiễm bệnh tăng cao, hoạt động sản xuất kinh doanh trực tiếp bị gián đoạn, kênh đầu tư gián tiếp qua TTCK lại càng thu hút nên giá trị giao dịch tăng theo.

Thứ ba, khi dịch COVID-19 có dấu hiệu “hạ nhiệt” với số bệnh nhân nhiễm mới ghi nhận hàng tháng giảm dần, các Chính phủ quyết định nới lỏng các biện pháp chống dịch như giãn cách xã hội nhằm thúc đẩy phục hồi kinh tế. Lúc này, doanh nghiệp từng bước tái sản xuất và kinh doanh, các nhà đầu tư mới “chân ướt chân ráo” tham gia thị trường trong thời gian giãn cách xã hội nay trở về với công việc chính (thuộc sở trường) của họ. Theo đó, dòng vốn đổ vào thị trường cũng chững lại, thậm chí được rút ra để tái khởi động các hoạt động sản xuất, kinh doanh trực tiếp. Đồng thời, khi đã có cơ hội đầu tư trực tiếp, các nhà đầu tư sẽ tái cấu trúc danh mục đầu tư để giảm thiểu rủi ro (không tập trung vốn vào TTCK như trước), tình trạng “tranh mua” cũng không diễn ra như trong thời gian dịch bệnh bùng phát, góp phần kìm hãm đà tăng giá cổ phiếu khiến cho giá trị giao dịch trên TTCK có chiều hướng suy giảm.

6. Kết luận và khuyến nghị

Bằng việc sử dụng mô hình GMM trên mẫu nghiên cứu gồm 46 TTCK trên khắp thế giới trong khoảng thời gian từ tháng 12/2019 đến tháng 1/2021, các tác giả đã ghi nhận tác động đồng biến có ý nghĩa thống kê giữa tăng trưởng số ca nhiễm COVID-19 mới hàng tháng với tăng trưởng giá trị giao dịch trên TTCK hàng tháng, tức là khi tình hình dịch bệnh càng lan rộng, giá trị giao dịch trên TTCK càng tăng. Phát hiện này bổ sung cho những kết quả đã có ở giai đoạn đầu của dịch bệnh, cho thấy xu hướng tác động

trong dài hạn là thuận chiều. Các số liệu trên thực tế cũng cho thấy kết quả ước lượng là đúng đắn. Tính đến hết tháng 3/2021, bất chấp sự suy giảm kinh tế thế giới nói chung và số ca nhiễm COVID-19 mới vẫn tăng lên từng ngày, đa phần TTCK các nước đều đã phục hồi, riêng những thị trường tại Mỹ, Đức, Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nga, Australia... đều tăng điểm gấp từ 1,2 đến 1,7 lần so với cuối năm 2019 (trước khi dịch bệnh xuất hiện). Số lượng tài khoản mở mới tăng đột biến, khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch đều tăng trưởng nhanh. Như thế, kết quả nghiên cứu của bài báo tuy ngược với các công trình đã có trong giai đoạn đầu nhưng phù hợp với diễn biến trên thực tế cho đến hiện tại.

Trên giác độ vĩ mô, giao dịch ổn định trên TTCK giúp lưu thông dòng vốn đầu tư, góp phần phục hồi nền tài chính quốc gia và nền kinh tế. Vì vậy, dựa trên kết quả nghiên cứu này, các tác giả nhận thấy rằng trong bối cảnh dịch bệnh phức tạp, nhiều ngành nghề sản xuất kinh doanh buộc phải thu hẹp hoặc bị đình trệ, các Chính phủ nên tạo điều kiện hỗ trợ về vốn, hạ tầng công nghệ, thủ tục hành chính... để TTCK duy trì giao dịch thông suốt, liên tục. Việc này cũng tạo cơ sở sẵn sàng cho các doanh nghiệp huy động vốn để tái sản xuất sau đại dịch. Tuy nhiên, mặt trái của hiện tượng dòng tiền lớn đột biến, liên tục đổ vào TTCK là tạo nên tình trạng “bong bóng”, nếu đổ vỡ sẽ gây hệ lụy nghiêm trọng cho thị trường tài chính và cả nền kinh tế. Do đó các cơ quan quản lý của Nhà nước cần theo dõi sát sao và kiểm soát chặt chẽ các giao dịch trên thị trường cũng như xu hướng luân chuyển dòng tiền, từ đó chủ động cảnh báo nhà đầu tư kịp thời và chuẩn bị các điều kiện ứng phó phù hợp.

Bên cạnh những kết quả đạt được nêu trên, bài viết này còn hạn chế về quy mô mẫu và thời gian nghiên cứu, kết quả nghiên cứu cũng chỉ dành cho 1 nhóm quốc gia đặc thù và tập trung vào khía cạnh giá trị giao dịch của TTCK. Nên đề phát triển về thực nghiệm, các tác giả khác có thể kiểm định thêm nhiều quốc gia khác hoặc tập trung vào nhóm nước phát triển/đang phát triển hoặc kém phát triển; Kéo dài thời gian nghiên cứu cho đến hiện tại hoặc lấy dữ liệu theo ngày để tăng số lượng quan sát cho biến độc lập chính (là số ca mắc COVID-19). Ngoài ra, các tác giả khác cũng có thể xem xét đánh giá tác động của COVID-19 tới các chỉ tiêu khác của thị trường như tỷ suất sinh lời hay rủi ro. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020), *Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns*, Journal of behavioral and experimental finance, 27, 100326.
2. Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979), *A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation*, Econometrica: Journal of the econometric society, 1287-1294.
3. Burdekin (2020), *Death and the stock market: international evidence from the Spanish Flu*, Applied Economics Letters. DOI: 10.1080/13504851.2020.1828802.
4. Chaouachi, M., & Chaouachi, S. (2020), *Current covid-19 impact on Saudi stock market: Evidence from an ARDL model*, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3636333>
5. Chowdhury, A., Uddin, M., & Anderson, K. (2018), *Liquidity and macroeconomic management in emerging markets*, Emerging Markets Review, 34, 1-24. DOI:10.1016/j.ememar.2017.10.001
6. Cook, R. D., & Weisberg, S. (1983), *Diagnostics for heteroscedasticity in regression*, Biometrika, 70(1), 1-10. DOI: 10.1093/biomet/70.1.1
7. Goyenko, R. Y., & Ukhov, A. D. (2009), *Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 189-212.
8. Greene, W. H. (2000), *Econometric Analysis*, New Jersey: Prentice Hall.
9. Hansen, L. P. (1982), *Large sample properties of generalized method of moments estimators*, Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1029-1054. DOI:10.2307/1912775
10. Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010), *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*, Pearson.
11. Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003), *Testing for unit roots in heterogeneous panels*, Journal of econometrics, 115(1), 53-74. DOI: 10.1016/S0304-4076(03)00092-7
12. He, Q., Liu, J., Wang, S., & Yu, J. (2020), *The impact of COVID-19 on stock markets*, Economic and Political Studies, 8(3), 275-288. DOI: 10.1080/20954816.2020.1757570.
13. Liu, S. (2015), *Investor sentiment and stock market liquidity*, Journal of Behavioral Finance, 16(1), 51-67. DOI: 10.1080/15427560.2015.1000334
14. Loh, E. (2006), *The impact of SARS on the performance and risk profile of airline stocks*, International Journal of Transport Economics, 401-422.
15. Lu, R. and Glascock, J. L., *Macroeconomic Effects on Stock Liquidity* (2010), Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1662751>.
16. McTier, B. C., Tse, Y., & Wald, J. K. (2013), *Do stock markets catch the flu?* Journal of Financial and Quantitative Analysis, 979-1000, Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/43303828>
17. Nippani, S., & Washer, K. M. (2004), *SARS: A non-event for affected countries' stock markets?* Applied Financial Economics, 14(15), 1105-1110. DOI: 10.1080/0960310042000310579
18. Öztürk, Ö., Şişman, M. Y., Uslu, H., & Çıtak, F. (2020), *Effect of COVID-19 outbreak on Turkish stock market: a sectoral-level analysis*, Hitit University Journal of Social Sciences Institute, 13(1), 56-68.

Summary

The paper aims to examine the effect of the COVID-19 pandemic on various stock markets around the world by applying the Generalized Method of Moments (GMM) technique. To be specific, we investigate the relationship between monthly growth in newly reported COVID-19 cases and monthly market transaction value growth in 46 stock markets around the world from December 2019 to January 2021. The findings reveal that the COVID-19 epidemic produces a positive impact on the liquidity of the stock markets, which are complementary to the results of prior papers in the early period of the epidemic. Therefore, from the individual perspective, the stock market is a relevant source for compensating the foregone earnings caused by the interruption of economic activities. From the managerial perspective, appropriate conditions such as financial supports for investors and listed companies, improvements in technology infrastructure and administrative procedures should be provided to maintain the activities of the stock markets - which contribute a lot to the recovery of the national financial system.