

# Tác động của Chỉ thị 16/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ đến giá cổ phiếu ngân hàng tại Việt Nam

Lê Chí Minh<sup>1\*</sup> và Nguyễn Thị Thanh Hà<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Agribank Bình Dương

<sup>2</sup>Đại học Thủ Dầu Một

## TÓM TẮT

Nghiên cứu này xem xét phản ứng của nhà đầu tư vào cổ phiếu ngành ngân hàng Việt Nam với thông tin áp dụng giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16/CT-TTg của Thủ tướng Chính Phủ ban hành ngày 31/03/2020 (CT16). Phương pháp nghiên cứu sự kiện được áp dụng để tính tỷ suất sinh lợi bất thường bình quân (AAR) và tỷ suất sinh lợi bất thường bình quân tích lũy (CAAR). Kết quả cho thấy: Ban đầu, việc áp dụng CT16 được xem là tín hiệu tích cực, nhưng khi phạm vi áp dụng CT16 được mở rộng, tâm lý hoảng loạn xuất hiện gây nên khoản lỗ trong lợi nhuận bất thường. Với các phát hiện được tìm thấy, nhà đầu tư nên theo dõi các thông tin về việc áp dụng các biện pháp cứng rắn của Nhà nước khi xảy ra đại dịch nhằm có hành vi phù hợp với cổ phiếu ngân hàng.

**Từ khóa:** Covid-19, Chỉ thị 16, cổ phiếu ngân hàng, nghiên cứu sự kiện

## 1. GIỚI THIỆU

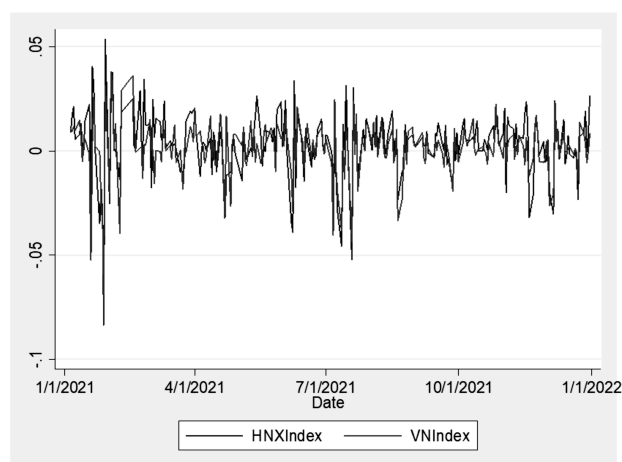
Covid-19 là đại dịch toàn cầu theo công bố của Tổ chức y tế thế giới vào ngày 11/03/2020. Ca nhiễm bệnh đầu tiên được phát hiện vào ngày 08/12/2019 tại Vũ Hán, Trung Quốc. Cho đến nay, không một quốc gia nào trên thế giới thoát khỏi sự ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch. Hơn nữa, một số quốc gia vẫn đang chứng kiến sự gia tăng của số lượng ca nhiễm bệnh cùng với sự xuất hiện những biến chủng mới. Vì vậy, Covid-19 vẫn đang là một thách thức lớn về sức khỏe và kinh tế mà thế giới phải đối mặt.

Đứng trước sự bùng nổ của đại dịch, Chính Phủ các nước đã thực hiện hàng loạt các chính sách nhằm ngăn cản sự lây lan dịch bệnh. Tại Việt Nam, Chỉ thị số 16/CT-TTg (CT16) được Thủ tướng Chính Phủ ban hành ngày 31/03/2020 nhằm thực hiện các biện pháp cấp bách phòng, chống dịch Covid-19. Nội dung CT16 đề cập đến việc phong tỏa xã hội, cách ly nghiêm ngặt người dân tại các ổ dịch. Việc áp dụng CT16 tại các địa phương trong giai đoạn bùng phát dịch là giải pháp đặc hiệu giúp Việt Nam khống chế đại dịch một cách hiệu quả [1-3].

Trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, giá cổ phiếu có xu hướng tăng trong năm 2021 và biến động mạnh trong giai đoạn các địa phương công bố việc áp dụng CT16 (Hình 1). Với vai trò thực hiện việc truyền dẫn vốn cho nền kinh tế, ngành ngân hàng chịu ảnh hưởng gián tiếp bởi kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trên thị

trường [1]. Do đó, mức độ biến động giá của các cổ phiếu ngành ngân hàng phản ánh sự đánh giá của nhà đầu tư về triển vọng phát triển của các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Nhiều nghiên cứu trước đây chỉ ra mối quan hệ chặt chẽ giữa các sự kiện bất thường như biến động về chính trị, khủng bố, thảm họa môi trường, bùng phát dịch bệnh với thị giá cổ phiếu ngành ngân hàng. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm chưa có sự đồng nhất. Vì vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là bổ sung bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam về phản ứng tức thời của giá cổ phiếu ngành ngân hàng khi Chính phủ công bố việc áp dụng CT16 tại các địa phương nhằm phòng chống dịch Covid-19.



**Hình 1.** Biến động chỉ số HNX và VNI năm 2021

Tác giả liên hệ: ThS. Lê Chí Minh

Email: [lechiminhbmt2003@gmail.com](mailto:lechiminhbmt2003@gmail.com)

Trong bối cảnh thế giới chịu ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch Covid-19, đã có nhiều nghiên cứu phân tích phản ứng của TTCK với các sự kiện liên quan đến đại dịch. Tại Việt Nam, nghiên cứu [1] đánh giá tác động của đại dịch Covid-19 đến cổ phiếu ngân hàng theo phương pháp nghiên cứu sự kiện. Ba sự kiện được lựa chọn liên quan đến công bố phong tỏa xã hội vào ngày 13/02/2020 tại Vĩnh Phúc, 30/03/2020 trên toàn quốc và 28/07/2020 tại TP. Đà Nẵng. Kết quả cho thấy: thị trường biến động tích cực làm phát sinh lợi nhuận dương trước ngày 13/02/2020; điều này trái ngược với sự kiện ngày 30/03/2020; trong khi đó, phản ứng của nhà đầu tư là không có ý nghĩa thống kê với sự kiện ngày 28/07/2020.

Nghiên cứu [2] phân tích biến động giá của cổ phiếu ngành sản xuất với sự kiện TP. Hồ Chí Minh xuất hiện ổ dịch đầu tiên vào ngày 26/05/2021 và áp dụng CT16 vào ngày 09/07/2021, đã phát hiện rằng khi ổ dịch mới bùng phát, giá cổ phiếu vẫn duy trì xu thế tăng nhưng khi CT16 được áp dụng, các nhà đầu tư phản ứng tiêu cực đã làm xuất hiện lợi nhuận bất thường âm xung quanh ngày sự kiện [2].

Ảnh hưởng của Covid-19 đến cổ phiếu ngành bán lẻ khi giãn cách xã hội tại Đà Nẵng (28/07/2020), Hải Dương (28/01/2021) và TP. Hồ Chí Minh (06/02/2021) được xem xét trong nghiên cứu [3]. Kết quả cho thấy với sự kiện tại Đà Nẵng lợi nhuận cổ phiếu giảm vào ngày sự kiện, nhưng đảo chiều trong hai ngày sau đó và tiếp tục giảm vào ngày thứ 5 của sự kiện. Trong khi đó, với sự kiện tại Hải Dương, lợi nhuận bất thường âm vào hai ngày trước và sau ba ngày công bố sự kiện. Ngược lại, các nhà đầu tư phản ứng tích cực chỉ sau một ngày TP. Hồ Chí Minh bị phong tỏa [3].

Trên thế giới, nghiên cứu giá cổ phiếu khi TP. Vũ Hán, Trung Quốc bị phong tỏa xã hội do dịch Covid-19 vào ngày 23/01/2020 đã phát hiện giá cổ phiếu ngành chăm sóc sức khỏe và công nghệ thông tin không bị ảnh hưởng bởi lệnh phong tỏa xã hội; trong khi đó, ngành tài chính và các lĩnh vực còn lại đều bị tác động tiêu cực trong ngày công bố sự kiện và một ngày sau đó [4].

Tại Ấn Độ và Indonesia, tác động của đại dịch Covid-19 đến TTCK được phân tích bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện và mô hình tác động ngưỡng (TARCH) [5]. Nghiên cứu cho thấy lợi nhuận cổ phiếu tại Ấn Độ âm trong giai đoạn trước và tiếp tục duy trì đến sau ngày WHO tuyên bố Covid-19 trở thành đại dịch toàn cầu

(11/03/2020); kết quả trái ngược được tìm thấy tại Indonesia. Nghiên cứu chỉ ra mức độ phát triển kinh tế và tình hình kiểm soát dịch bệnh giữa các quốc gia là khác nhau, dẫn đến phản ứng của TTCK với ngày công bố đại dịch là khác nhau ở mỗi nước.

Nghiên cứu [6] tìm hiểu sự thay đổi của lợi nhuận bất thường khi xảy ra đại dịch Covid-19 đến TTCK của Ấn Độ, Mỹ, Brazil, Nga, Mexico và Tây Ban Nha. Kết quả đưa ra: lợi nhuận bất thường sau sự kiện là âm tại các TTCK ngoại trừ Mexico; đồng thời, sau ngày sự kiện, biên độ dao động của lợi nhuận bất thường thay đổi mạnh hơn so với giai đoạn trước.

Tóm lại, giá cổ phiếu phản ứng rất khác nhau giữa các ngành hoặc các TTCK khác nhau. Tại Việt Nam, nghiên cứu [1] chỉ giới hạn thời gian xảy ra trong năm 2020. Xét thấy, làn sóng thứ 04 của Đại dịch Covid-19 có diễn biến phức tạp và để lại hậu quả lớn hơn so với năm 2020. Vì vậy, với mục tiêu đánh giá đầy đủ hơn về thị giá cổ phiếu ngành ngân hàng trong bối cảnh đại dịch Covid-19, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện nhằm tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa giá cổ phiếu ngành ngân hàng trên TTCK Việt Nam khi áp dụng CT16 trong năm 2021.

### 3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu là giá đóng cửa của cổ phiếu ngân hàng niêm yết và chỉ số VN-Index, HNX-Index tại thời điểm cuối ngày. Các cổ phiếu được chọn phải có giao dịch tại các ngày trong cửa sổ sự kiện và khung thời gian ước lượng. Có 15 cổ phiếu đủ điều kiện được chọn, bao gồm: ACB, BID, CTG, EIB, HDB, LPB, MBB, MSB, SHB, STB, TCB, TPB, VCB, VIB, NVB. Đồng thời, ngày sự kiện là ngày công bố thông tin trên trang website: <https://vncdc.gov.vn>.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

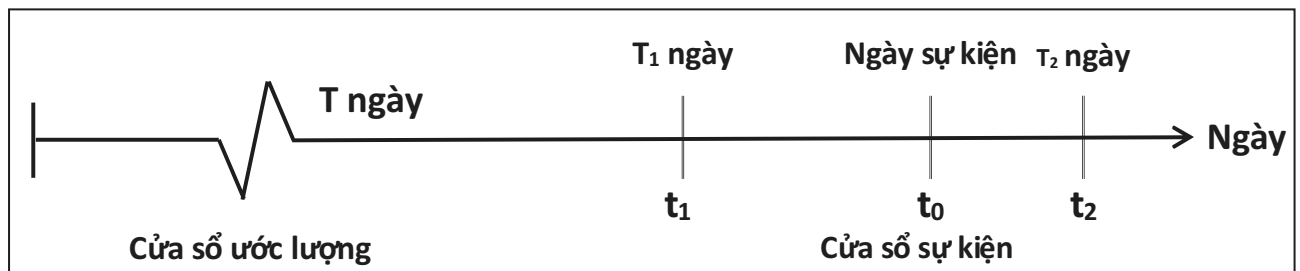
Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study) để xem xét phản ứng của thị giá cổ phiếu ngành ngân hàng khi Chính Phủ công bố áp dụng CT16. Phương pháp này lần đầu tiên được công bố vào năm 1933 do James Dolley thực hiện nhằm phân tích mức độ và chiều hướng tác động của sự kiện đến tài sản trong một khoảng thời gian xung quanh thời điểm xảy ra sự kiện. Đây là mô hình thực nghiệm phổ biến và rất hiệu quả để đánh giá cú sốc tức thời về lợi nhuận của tài sản khi xảy ra một sự kiện bất thường [7]. Các bước thực hiện theo phương pháp nghiên cứu sự kiện như sau [7]:

**(I) Xác định ngày sự kiện (Event date), cửa sổ sự kiện (window event) và của sổ ước lượng (Estimation Window)**

Sự kiện nghiên cứu là các vụ việc quan trọng, có ảnh hưởng đến giá trị của tài sản nghiên cứu [8]. Sự kiện thường liên quan đến nội bộ công ty như: chia tách cổ phiếu, công bố báo cáo tài chính, thông báo cổ tức; hoặc liên quan đến kinh tế vĩ mô như: lạm phát, môi trường pháp lý, thảm họa tự nhiên và nhân tạo, các sự kiện về thể thao, chính trị và bùng phát dịch bệnh như Ebola, SARS, Covid-19 [9].

Ngày sự kiện ( $t_0$ ) là ngày vụ việc được công bố, hoặc được ký kết, hoặc được triển khai áp dụng [7]. Tuy

nhiên, giá của tài sản có thể bị ảnh hưởng ngay tại ngày xảy ra sự kiện do lý thuyết hiệu quả thị trường dạng mạnh, hoặc trước ngày xảy ra sự kiện do sự rò rỉ thông tin, hoặc sau ngày xảy ra sự kiện do tồn tại khoảng thời gian chờ để nhà đầu tư phản ứng với sự kiện. Do đó, phương pháp nghiên cứu sự kiện được phân tích trước và sau ngày  $T_0$  lần lượt  $T_1$  và  $T_2$  ngày, tương ứng tại hai thời điểm  $t_1$  và  $t_2$ , khoảng thời gian  $[t_1, t_2]$  ( $t_1 < t_0 < t_2$ ) được gọi là cửa sổ sự kiện. Để ước lượng lợi nhuận bình thường của tài sản nghiên cứu, dữ liệu được thu thập trong khoảng thời gian  $T$  ngày trước ngày  $t_1$ , khoảng thời gian này được gọi là cửa sổ ước lượng.



Hình 2. Cấu trúc cửa sổ nghiên cứu sự kiện

Trong nghiên cứu này, sự kiện được lựa chọn là việc công bố áp dụng CT16 trong năm 2021 (Bảng 1). Do CT16 đều được áp dụng trong vòng 14 - 15 ngày theo mỗi đợt công bố, tương ứng với khoảng 10 ngày giao dịch trên TTCK, nên cửa sổ

nghiên cứu được lựa chọn là 10 ngày, gồm 4 ngày trước và 05 ngày sau ngày công bố sự kiện. Nhằm xác định lợi nhuận thông thường của giá cổ phiếu, cửa sổ ước lượng được lựa chọn là 90 ngày trước ngày  $t_1$ .

Bảng 1. Các sự kiện nghiên cứu

Sự kiện	Thời điểm	Số công văn	Cơ quan ban hành	Nội dung công văn
Sự kiện 1	30/05/2021	1749/UBND-VX	UBND TP. Hồ Chí Minh	Áp dụng CT16 tại quận Gò Vấp và quận 12 trong vòng 15 ngày từ ngày 31/05/2021.
Sự kiện 2	08/07/2021	2279/UBND-VX	UBND TP. Hồ Chí Minh	Áp dụng CT16 toàn TP. Hồ Chí Minh 15 ngày từ 9/7/2021.
Sự kiện 3	17/07/2021	969/TTg-KGVX	Thủ tướng Chính Phủ	Áp dụng CT16 trong vòng 14 ngày từ 19/7/2021 tại 19 tỉnh: TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Cần Thơ, Bình Phước, Tây Ninh, Bà Rịa - Vũng Tàu, Tiền Giang, Long An, Vĩnh Long, Đồng Tháp, Bến Tre, Hậu Giang, An Giang, Bạc Liêu, Sóc Trăng, Trà Vinh, Cà Mau, Kiên Giang
Sự kiện 4	31/07/2021	1063/CE-TTg	Thủ tướng Chính Phủ	Áp dụng CT16 thêm 14 ngày tại 19 tỉnh theo Công văn 969/TTg-KGVX.

**(II) Xác định lợi nhuận bình thường (Normal perform)**

Lợi nhuận bình thường là lợi nhuận kỳ vọng có thể đạt được của tài sản nếu không có các sự kiện bất thường xảy ra [7]. Các phương pháp để tính lợi nhuận bình thường bao gồm: Mô hình không điều chỉnh thu nhập (Zero adjustment to returns), mô hình thu nhập điều chỉnh trung bình (Mean adjusted returns), mô hình lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường (Market adjusted returns), mô hình điều chỉnh thị trường và rủi ro (Market and

Risk adjusted models), mô hình thị trường (Market model). Trong đó, mô hình thị trường được sử dụng nhiều nhất [8] và phương pháp xác định như sau:

$$ER_{i,t} = \beta_{0i} + \beta_{1i}R_{mt} \tag{1}$$

Với:  $\beta_0, \beta_1$  là hệ số chặn và hệ số góc của phương trình hồi quy:

$$R_{i,t} = \beta_{0i} + \beta_{1i}R_{mt} + e_t \tag{2}$$

Biến phụ thuộc là lợi nhuận thực tế của mỗi cổ

phiếu tại ngày  $t$  ( $R_{it} = \ln(P_{it}/P_{i,t-1})$ ), biến độc lập là lợi nhuận của thị trường ( $R_{mt} = \ln(X_{index,t}/X_{index,t-1})$ ), với  $P_{it}$  là giá cổ phiếu  $i$  tại ngày  $t$  và  $X_{index}$  là chỉ số chứng khoán tham chiếu, bao gồm VN-index và HNX Index lần lượt đối với cổ phiếu được niêm yết trên sàn HOSE và HNX, số quan sát trong mô hình bằng số ngày của cửa sổ ước lượng.

### (III) Xác định lợi nhuận bất thường

Lợi nhuận bất thường ( $AR_{it}$ ) của cổ phiếu  $i$  tại ngày  $t$  là chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận bình thường:  $AR_{it} = R_{it} - ER_{it} = R_{it} - (\beta_{0i} + \beta_{1i}R_{mt})$ .

Nếu một sự kiện ảnh hưởng đến nhiều cổ phiếu, lợi nhuận bất thường trung bình ( $AAR_t$ ) của  $N$  cổ phiếu tại ngày  $t$  được xác định như sau:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Để đo lường ảnh hưởng của một sự kiện trong một khoảng thời gian bất kỳ của cửa sổ sự kiện, lợi nhuận bất thường tích lũy (CAR) là tổng các giá trị lợi nhuận bất thường riêng lẻ trong khoảng thời gian cần xác định:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{i=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) từ ngày  $t_1$  đến ngày  $t_2$  bất kỳ trong cửa sổ sự kiện bằng tổng tất cả các lợi nhuận bất thường trung bình tương ứng trong khoảng thời gian đó:

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{i=t_1}^{t_2} AAR_{it}$$

### (IV) Kiểm định

Nghiên cứu sự kiện yêu cầu kiểm định mức độ ý nghĩa về mặt thống kê của lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường tích lũy bằng kiểm định t-test dựa vào việc xác định giá trị t-statistic của AAR và CAAR [7]. Thủ tục kiểm định t-test như sau:

Giả thiết  $H_0$  của AAR,  $H_0: AAR_t = 0$ ;  $H_1: AAR_t \neq 0$

Giả thiết  $H_0$  với CAAR,  $H_0: CAAR_t = 0$ ;  $H_1: CAAR_t \neq 0$

Xác định độ lệch chuẩn của từng cổ phiếu riêng lẻ ( $\sigma_i$ ) trong khoảng thời gian ước lượng ( $n = 90$  ngày):

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=-95}^{-5} (AR_{it} - AAR_t)^2}{n}}$$

Độ lệch chuẩn trung bình của  $N$  cổ phiếu ( $\sigma_N$ ) trong khoảng thời gian ước lượng:

$$\sigma_N = \frac{\sum_{i=1}^N \sigma_i}{N}$$

Giá trị t-statistic của AAR tại thời gian  $t$  trong khoảng thời gian thuộc cửa sổ nghiên cứu:

$$t_{CAAR_t} = \frac{CAAR_t}{\sigma_N \sqrt{N_{t+1}}}$$

Tương tự, giá trị t-statistic của CAAR tại thời gian  $t$  trong khoảng thời gian thuộc cửa sổ nghiên cứu được xác định như sau:

$$t_{AAR_t} = \frac{AAR_t}{\sigma_N}$$

Trong đó:  $N_{t+1}$  là giá trị tuyệt đối của ngày sự kiện  $t$  cộng 1 (ví dụ, tại ngày sự kiện (-4), giá trị  $N_{t+1}$  là 5).

Cuối cùng, so sánh giá trị tới hạn theo bảng phân phối student (T) với bậc tự do 89, mức ý nghĩa 1% ( $t_{89,1\%} = 2.37$ ), 5% ( $t_{89,5\%} = 1.66$ ), 10% ( $t_{89,10\%} = 1.29$ ) với giá trị t-statistic của AAR và CAAR. Nếu  $|t\text{-statistic}| \geq T$  thì bác bỏ giả thiết  $H_0$ , nghĩa là thị trường cổ phiếu có phản ứng với sự kiện.

## 4. KẾT QUẢ THỰC NGHIỆM VÀ PHÂN TÍCH

Bảng 2 và Bảng 3 trình bày giá trị AAR và CAAR kèm theo kiểm định t của 4 ngày sự kiện nghiên cứu.

**Bảng 2.** Lợi nhuận bất thường trung bình (AAR) và giá trị t-statistic

Ngày	30/05/2021		08/07/2021		17/07/2021		31/07/2021	
	AAR	tAAR	AAR	tAAR	AAR	tAAR	AAR	tAAR
-4	0.005	0.281	0.013	0.559	-0.005	-0.198	0.012	0.420
-3	0.012	0.647	0.012	0.479	-0.031	-1.204	0.006	0.231
-2	0.009	0.464	-0.053	<b>-2,194**</b>	0.028	1,088	0.025	0.914
-1	0.018	0.951	0.025	1.044	-0.001	-0.047	0.023	0.838
0	0.024	<b>1.349***</b>	-0.011	<b>-1.454***</b>	-0.067	<b>-2.607*</b>	-0.002	-0.080
1	-0.012	-0.630	-0.021	-0.883	0.027	1,030	0.017	0.633
2	-0.006	-0.336	-0.047	<b>-1.962**</b>	-0.006	-0.232	0.001	0.046
3	0.013	0.660	-0.005	-0.213	0.015	0.597	0.014	0.508
4	-0.006	-0.301	-0.031	<b>-1.296***</b>	-0.021	-0.814	-0.009	-0.320
5	-0.027	-1.190	0.028	1.171	-0.010	-0.370	0.008	0.296

(\* , \*\* , \*\*\* lần lượt có ý nghĩa ở mức 1%, 5%, 10%)

**Sự kiện ngày 30/05/2021:** Giá cổ phiếu ngành ngân hàng phản ứng mạnh với thông tin TP. Hồ Chí Minh áp dụng CT16 tại quận Gò Vấp và quận 12 được công bố vào chiều chủ nhật ngày 30/05/2021. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy AAR trong phiên giao dịch thứ hai ngày 31/05/2021 tăng 2.4% và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, CAAR có ý nghĩa thống kê liên tục từ 4 ngày trước ngày xảy ra sự kiện. Theo đó, CAAR dương và có độ lớn giảm dần tương ứng theo thực tự các khung cửa sổ [-4,0], [-3,0], [-2,0], [-1,0].

Như vậy, phản ứng của thị trường là tích cực đối với

sự kiện. Mặc dù được thông báo vào ngày chủ nhật, đồng nghĩa với việc nhà đầu tư đã có thời gian chuẩn bị tâm lý trước khi ra quyết định đầu tư trong phiên giao dịch thứ hai ngày 31/05/2022. Tuy nhiên, lợi nhuận bất thường có ý nghĩa thống kê vào ngày  $t_0$  ủng hộ việc thị trường phản ứng mạnh với thông tin được công bố. Khi sự kiện xảy ra trong ngày nghỉ thì do độ trễ của việc hấp thụ sốc vào ngày nghỉ nên tác động của sự kiện ít rõ ràng hơn vào ngày giao dịch kế tiếp [6], vì thế, AAR không có ý nghĩa thống kê sau ngày sự kiện.

**Bảng 3.** Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) và giá trị t-statistic

Ngày	30/05/2021		08/07/2021		17/07/2021		31/07/2021	
	CAAR	tCAAR	CAAR	tCAAR	CAAR	tCAAR	CAAR	tCAAR
[-4;0]	0.069	1.607**	-0.014	-0.253	-0.077	-1,328***	0.064	1.039
[-3;0]	0.063	1.656**	-0.027	-0.562	-0.072	-1,385***	0.052	0.951
[-2;0]	0.051	1.538**	-0.039	-0.926	-0.041	-0,904	0.046	0.965
[-1;0]	0.042	1.556**	0.014	0.418	-0.069	-1,877**	0.021	0.536
[0;1]	0.012	0.438	-0.032	-1.945**	-0.041	-1.116	0.015	0.391
[0;2]	0.005	0.163	-0.079	-1.904**	-0.047	-1.045	0.017	0.346
[0;3]	0.018	0.472	-0.084	-1.756**	-0.031	-0.606	0.031	0.553
[0;4]	0.012	0.287	-0.116	-2.150	-0.052	-0.906	0.022	0.352
[0;5]	-0.014	-0.305	-0.087	-1.485	-0.062	-0.979	0.030	0.442

(\* , \*\* , \*\*\* lần lượt có ý nghĩa ở mức 1%, 5%, 10%)

Đồng thời, CAAR có ý nghĩa thống kê trong khoảng thời gian liên tục 4 ngày trước ngày xảy ra sự kiện, cho thấy thông tin về việc Thành phố sẽ áp dụng CT16 có thể đã bị rò rỉ trước ngày công bố chính thức. Điều này phản ánh nhà đầu tư kỳ vọng việc áp dụng CT16 sẽ giúp khống chế được sự lây lan của dịch bệnh, nhờ đó rủi ro trong hoạt động kinh doanh của các ngân hàng được giảm thiểu nên lợi nhuận sẽ gia tăng. Phát hiện này phù hợp với các nghiên cứu: [1-3, 5, 6, 10, 11] và đều chỉ ra kết quả ủng hộ các chính sách phong tỏa có tác động đáng kể và tích cực đối với lợi nhuận thị trường.

**Sự kiện ngày 08/07/2021:** Với sự kiện TP. Hồ Chí Minh công bố áp dụng CT16 vào ngày 08/07/2021, thị trường đã phản ứng tiêu cực với thông tin này. Trong các ngày  $t = -4, -3$ , AAR dương và không có ý nghĩa thống kê, tuy nhiên, phản ứng của thị trường ngược lại hoàn toàn khi  $AR[-2] = -5.3\%$ ,  $AR[2] = -4.7\%$  và có ý nghĩa thống kê. Lợi nhuận bất thường tích lũy âm trong 8 trên tổng số

9 cửa sổ nghiên cứu, trong đó các cửa sổ [0,2], [0,3], [0,4], [0,5] có ý nghĩa thống kê. Các khám phá này ủng hộ kết quả các nghiên cứu [2, 6, 9, 12], các tác giả cho rằng lợi nhuận của thị trường sẽ giảm ngay sau khi lệnh giãn cách xã hội được ban hành.

Phản ứng của thị trường với sự kiện ngày 08/07/2021 hoàn toàn trái ngược với tâm lý của nhà đầu tư vào cổ phiếu ngành ngân hàng trong sự kiện ngày 30/05/2021. Điều này cho thấy, thị trường trở nên bi quan trước thông tin CT16 được áp dụng trên toàn bộ địa bàn TP. Hồ Chí Minh. Đây là trung tâm của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, có vị trí giáp liền với các tỉnh thuộc khu vực kinh tế Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ, tập trung số lượng lớn nhất các khu công nghiệp tại Việt Nam. Do đó, nếu nguồn dịch từ TP. Hồ Chí Minh lây lan sang các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương, Vũng Tàu, Long An thì rất có thể dịch bệnh sẽ bùng phát mạnh mẽ và làm tê liệt hoạt động kinh tế trên toàn quốc, kéo theo là các vấn đề về

nợ xấu cũng như thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Do đó, nhà đầu tư tích cực bán cổ phiếu, hình thành nên lợi nhuận bất thường âm trong các ngày  $t[-2]$  và  $t[2]$ .

**Sự kiện ngày 17/07/2021:** Đây là sự kiện công bố việc áp dụng CT16 với phạm vi lớn và các giải pháp được áp dụng là mạnh nhất kể từ khi làn sóng dịch bùng phát lần thứ 4 tại Việt Nam. Trên TTCK, các cổ phiếu ngành ngân hàng đều phản ứng tiêu cực với thông tin này. Giá trị AAR âm, nhưng chỉ có AAR [0] có ý nghĩa thống kê với mức lợi nhuận giảm 6.7%, đây là mức giảm lớn nhất của lợi nhuận bất thường được quan sát trong khung cửa sổ sửa kiện. Điều này cho thấy, mặc dù thông tin được công bố vào ngày thứ 7, nhưng thị trường đã phản ứng rất mạnh với thông tin 19 tỉnh phía Nam bắt buộc phải áp dụng CT16. Tương tự, CAAR âm trong tất cả các cửa sổ nghiên cứu, trong đó, các cửa sổ  $[-4,0]$ ,  $[-3,0]$ ,  $[-1,0]$  có ý nghĩa thống kê với mức lợi nhuận tích lũy lần lượt là -7.7%; -7.2%; -6.9%.

Khác với CAAR trong sự kiện ngày 08/07/2021, lợi nhuận bất thường tích lũy có giá trị thống kê vào trước thời điểm công bố sự kiện. Điều này phản ánh việc thị trường đã nhận biết được các tín hiệu của Chính phủ về việc mở rộng phạm vi áp dụng CT16: khi diễn biến dịch trở nên phức tạp, tốc độ lây lan nhanh chóng ở khu vực Đông và Tây Nam Bộ, thì việc mở rộng phạm vi áp dụng CT16 là điều chắc chắn sẽ xảy ra. Kết quả này cũng tương đồng với phát hiện của các nghiên cứu [1, 3, 5, 13-15]. Theo đó, lợi nhuận của TTCK sẽ giảm trước lệnh giãn cách xã hội do hiệu ứng của việc rò rỉ thông tin và tâm lý hoảng loạn của nhà đầu tư, việc cảm nhận được mức độ trầm trọng của đại dịch ngày càng gia tăng là nguyên nhân dẫn đến việc gia tăng lực bán và giá cổ phiếu giảm trên TTCK.

**Sự kiện ngày 31/07/2021:** Sự kiện ngày 31/07/2021 liên quan đến việc kéo dài thời gian áp dụng CT16 với 19 tỉnh khu vực phía Nam. Về bản chất, sự kiện này không công bố thông tin mới cho nhà đầu tư, đây có thể là nguyên nhân làm cho giá trị AAR và CAAR trong khung cửa sổ đối với sự kiện không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy, phản ứng của nhà đầu tư đối với sự kiện là không nhất quán, hoặc thời gian để phản ứng với sự kiện này đã kéo dài nên không xuất hiện những hành vi đầu tư mang tính chất hoảng loạn. Điều này phù hợp với các nghiên cứu: [1, 3, 4].

## 5. HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ KẾT LUẬN

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu này nhằm xem xét phản ứng tức thời của nhà đầu tư vào cổ phiếu ngành ngân hàng khi thông tin giãn cách xã hội theo CT16 được công bố. Phương pháp nghiên cứu sự kiện được áp dụng cho bốn ngày công bố sự kiện là 30/05/2021, 08/07/2021, 17/07/2021 và 31/07/2021. Kết quả cho thấy, khi công bố CT16 được áp dụng tại quận Gò Vấp và Quận 12, TP. Hồ Chí Minh, nhà đầu tư nhìn nhận đây là tín hiệu tích cực để mua vào cổ phiếu ngành ngân hàng. Vì vậy, tồn tại các khoản lợi nhuận bất thường dương trong thời gian nghiên cứu. Nguyên nhân là do việc áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội chặt chẽ sẽ giúp kiểm soát sự lây lan của dịch bệnh, nhờ đó nền kinh tế sẽ sớm phục hồi.

Trái lại, khi CT16 được áp dụng cho toàn TP. Hồ Chí Minh, tâm lý nhà đầu tư bắt đầu hoảng loạn, đặc biệt trong giai đoạn sau khi công bố thông tin. Bằng chứng là giá trị lợi nhuận bất thường tại các cửa sổ sau ngày sự kiện đều âm và có ý nghĩa thống kê. Trong giai đoạn này, niềm tin của nhà đầu tư với việc Thành phố kiểm soát tốt dịch bệnh được duy trì cho đến khi có thông báo chính thức về việc phải áp dụng CT16 trên toàn Thành phố. Điều này cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ bị đóng băng dẫn đến việc gia tăng các khoản nợ xấu nên nhà đầu tư tăng cường việc bán ra cổ phiếu, làm giá cổ phiếu giảm và hình thành nên các khoản lỗ trong lợi nhuận của cổ phiếu ngành ngân hàng.

Với thông tin CT16 được áp dụng cho 19 tỉnh khu vực phía Nam, phản ứng tiêu cực của thị trường đã xảy ra trước thời điểm công bố thông tin. CAAR âm và có ý nghĩa thống kê trong suốt giai đoạn từ ngày  $t_{(-4)}$  đến ngày  $t_0$ . Do đó, việc rò rỉ thông tin trước khi công bố có thể là nguyên nhân dẫn đến trạng thái lo lắng của nhà đầu tư. Sau sự kiện ngày 17/07, việc tiếp tục gia hạn thời gian giãn cách xã hội theo CT16 vào ngày 31/07 không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy, phản ứng của thị trường đối với sự kiện mang tính chất rời lỏng các giải pháp phòng chống dịch là không đồng nhất, một số nhà đầu tư tin rằng điều này làm gia tăng giá cổ phiếu, nhưng một số nhà đầu tư có ý kiến trái ngược.

### 5.2. Hàm ý chính sách

Với kết luận được chỉ ra, các hàm ý chính sách đối với cơ quan quản lý và nhà đầu tư như sau:

Thứ nhất, đại dịch Covid-19 về cơ bản đã được kiểm soát nhưng những biến chủng mới của virus Corona và các loại virus khác vẫn có khả năng xuất hiện và có nguy cơ bùng phát trở thành đại dịch. Việc xuất hiện lợi nhuận tức thời dương trong sự kiện ngày 30/05/2021 gợi ý rằng, trong bối cảnh xảy ra đại dịch, khi Chính Phủ công bố việc áp dụng các biện pháp cứng rắn để ngăn chặn dịch bệnh, nhà đầu tư có thể tìm kiếm lợi nhuận bằng cách đầu tư vào cổ phiếu ngành ngân hàng trên TTCK Việt Nam.

Thứ hai, phản ứng của thị trường là không giống nhau với các sự kiện liên quan đến việc công bố áp dụng CT16. Do đó, nhà đầu tư cần theo dõi các thông tin trên thị trường, đặc biệt là thông tin liên quan đến việc thực hiện các giải pháp phòng chống dịch bệnh của Chính Phủ. Cần lưu ý rằng, khi các giải pháp mạnh để khống chế dịch bệnh đã được Chính Phủ sử dụng nhưng không mang lại hiệu quả như kỳ vọng của xã hội, thì tâm lý tiêu cực của nhà đầu tư sẽ xuất hiện, hình thành nên các đợt điều chỉnh giảm giá trên TTCK, bao gồm cả giá cổ phiếu ngành ngân hàng. Do đó, nhà đầu tư

cần phản ứng nhạy bén với các diễn biến tương tự nhằm hạn chế tổn thất khi giao dịch trên TTCK Việt Nam.

Thứ ba, TTCK là một trong số các kênh huy động vốn của doanh nghiệp trên thị trường tài chính. Nếu TTCK liên tục có các đợt điều chỉnh giảm giá, thì khối lượng giao dịch trên thị trường sẽ giảm sút, dẫn đến dòng vốn chậm luân chuyển và làm doanh nghiệp bị thiếu hụt vốn để đưa vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Vì vậy, để đảm bảo dòng vốn được luân chuyển thường xuyên trên TTCK, khi xảy ra các cuộc đại dịch, Chính Phủ cần nhanh chóng công bố các thông tin liên quan đến các giải pháp phòng chống dịch bệnh nhằm giúp nhà đầu tư nhanh chóng nắm bắt để có chiến lược đầu tư phù hợp trên TTCK.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu này không những giúp nhà đầu tư cổ phiếu ngành ngân hàng đưa ra các quyết định chính xác trong hoạt động đầu tư khi xảy ra dịch bệnh, mà còn giúp Chính Phủ cân nhắc thận trọng các giải pháp để giảm thiểu ảnh hưởng của chính sách lên cổ phiếu ngành ngân hàng nói riêng và TTCK Việt Nam nói chung.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] L. C. M. Phương, "How Covid-19 impacts Vietnam's banking stocks: An event study method," *Banks and Bank Systems*, 16(1), 92-102, 2021.
- [2] H. T. T. Dương, "Ảnh hưởng của đợt dịch Covid-19 lần thứ 4 tới cổ phiếu ngành sản xuất kinh doanh niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh," *Tạp chí Khoa học và Công nghệ Đại học Duy Tân*, 6(49), 102-109, 2021.
- [3] V. Đ. Tâm và V.V. Bản, "Ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 tới cổ phiếu ngành Bán lẻ," *Tạp chí Tài chính online*, 12/06/2021.
- [4] V. K. S. Liew, "Impact of Wuhan lockdown in early stage of Covid-19 outbreak on sector returns in Chinese Stock Market," *Journal of Southwest Jiaotong University*, 56(2), 2021. DOI: 10.35741/issn.0258-2724.56.2.42
- [5] M. Irfan, S. Kassim & S. Dhimmar, "Impact of Covid-19 on Islamic stock markets: an investigation using threshold volatility and event study models," *International Journal of Islamic Economics and Finance (IJIEF)*, 4(1), 121-148, 2021.
- [6] I. R. Ganie, T. A. Wani & M. P. Yadav, "Impact of

Covid-19 Outbreak on the Stock Market: An Evidence from Select Economies," *Business Perspectives and Research*, 1-15, 2022. DOI: 10.1177/22785337211073635

[7] A. C. Mackinlay, "Event studies in economics and finance," *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39, 1997.

[8] B. T. Năm & N. T. K. Anh, "Phương pháp sự kiện trong nghiên cứu định lượng," *TNU Journal of Science and Technology*, 226(08), 149-156, 2021.

[9] B. Singh, R. Dhall, S. Narang & S. Rawat, "The outbreak of Covid-19 and stock market responses: An event study and panel data analysis for G-20 countries," *Global Business Review*, 2020. DOI: 10.1177/0972150920957274

[10] D. L. Anh, & C. Gan, "The impact of the Covid-19 lockdown on stock market performance: Evidence from Vietnam," *Journal of Economic Studies*, 2020. doi: 10.1108/jes-06-2020-0312

[11] P. K. Narayan, D. H. Phan & G. Liu, "Covid-19 lockdowns, stimulus packages, travel bans, and stock returns," *Finance Research Letters*, 38 - 43, 2021. DOI: 10.1016/j.frl.2020.101732.

[12] B. A. W. Aljawaheri, H. K. Ojah, A. H. Machi & A. H. Almagtome, "Covid-19 Lockdown, earnings manipulation and stock market sensitivity: An empirical study in Iraq," *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 707-715, 2021. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0707

[13] I. A. Raifu, T. T. Kumeka & A. Aminu, "Reaction of stock market returns to Covid-19 pandemic and lockdown policy: evidence from Nigerian firms

stock returns," *Future Business Journal*, 7(1), 1-16, 2021.

[14] M. S. A. D. L. Galarza, "The impact of lockdown announcements during the Covid-19 crisis: An event study from the Portuguese stock market," *Doctoral dissertation*, 1-17, 2021.

[15] D. V. Hung, N. T. M. Hue & V. T. Duong, "The impact of Covid-19 on stock market returns in Vietnam," *Journal of Risk and Financial Management*, 2021. DOI: 10.3390/jrfm14090441.

---

## The impact of 16/CT-TTG of Prime Minister directive on banking stocks in Vietnam

Le Chi Minh and Nguyen Thi Thanh Ha

### ABSTRACT

*This study examines the reaction of social distancing under Directive 16/CT-TTg (CT16) of the Prime Minister issued on March 31, 2020 to limit the influence of the Covid-19 pandemic on the price of banking stock in Viet Nam in 2021. The event study methodology is adopted to identify abnormal returns (AAR), and cumulative average abnormal returns (CAAR). The results indicate that: Initially, the application of CT16 was seen as a positive signal, but when the number of locals increased, panic attacks appeared causing losses in abnormal profits. The findings implicated that investors should follow information related to adopting CT16 to be appropriate behavior with banking stocks.*

**Keywords:** banking stock, Covid-19 pandemic, Directive 16/CT-TTg, event study

---

Received: 14/03/2022

Revised: 04/04/2023

Accepted for publication: 10/04/2023