



DOI:10.22144/ctujos.2026.069

HIỆU ỨNG TẾT NGUYÊN ĐÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

Trương Đông Lộc^{1*}, Đoàn Thị Cẩm Vân¹ và Nguyễn Trí Dũng²¹Trường Kinh tế, Đại học Cần Thơ, Việt Nam²Khoa Kế toán – Tài chính và Ngân hàng, Trường Đại học Tây Đô, Việt Nam

*Tác giả liên hệ (Corresponding author): tdloc@ctu.edu.vn

Thông tin chung (Article Information)

Nhận bài (Received): 02/07/2025

Sửa bài (Revised): 22/07/2025

Duyệt đăng (Accepted): 24/12/2025

Title: The Lunar New Year effect on Ha Noi stock exchange**Author(s):** Trương Đông Lộc^{1*}, Đoàn Thị Cẩm Vân¹ and Nguyễn Trí Dũng²**Affiliation(s):** ¹ School of Economics, Can Tho University, Viet Nam; ² Faculty of Accounting – Finance and Banking, Tay Do University, Viet Nam

TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu này là kiểm định giả thuyết về sự tồn tại hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là chuỗi chỉ số HNX-Index hàng ngày trong giai đoạn từ 04/01/2010 đến 31/12/2024. Kết quả ước lượng từ mô hình EGARCH (exponential generalized autoregressive conditional heteroskedasticity) cho thấy hiệu ứng Tết Nguyên đán tồn tại trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Cụ thể là, lợi suất thị trường trong giai đoạn 2 ngày và 5 ngày trước và sau Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy các bằng chứng để kết luận rằng hiệu ứng Tết Nguyên đán tồn tại trong sự biến động của lợi suất thị trường. Các kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng thị trường chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu.

Từ khóa: EGARCH, hiệu ứng Tết nguyên đán, lợi suất thị trường, thị trường chứng khoán Hà Nội

ABSTRACT

The objective of the study is to test the hypothesis of Lunar New Year effect on Ha Noi stock market. The data used in this study is a daily series of the HNX-Index over the period from January 4, 2010, through December 31, 2024. The empirical findings derived from the EGARCH (exponential generalized autoregressive conditional heteroskedasticity) regression model revealed that the Lunar New Year effect exists in Ha Noi stock market. Specifically, the market return in the 2-day and 5-day periods before and after the Lunar New Year is higher than the market return on the remaining days of the year. In addition, this study also found evidence to conclude that the Lunar New Year effect exists in the volatility of market returns. These findings imply that Ha Noi stock market is not efficient in the weak form.

Keywords: EGARCH, Ha Noi stock market, Lunar New Year effect, market return

1. GIỚI THIỆU

Tết âm lịch không chỉ là lễ hội lớn nhất trong văn hóa của một số quốc gia Đông Á mà còn có ảnh hưởng sâu sắc đến tâm lý và hành vi của nhà đầu tư trên các thị trường tài chính. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng do tâm lý lạc quan, các nhà đầu tư cá nhân thường giao dịch nhiều vào những ngày đầu của năm mới âm lịch, dẫn đến giá cổ phiếu tăng cao vào những ngày này (Bergsma & Jiang, 2016; Teng & Yang, 2018; Huang et al., 2022). Bên cạnh đó, trước Tết âm lịch, các nhà đầu tư thường mua vào cổ phiếu để tận dụng cơ hội tăng giá vào đầu năm sau. Hệ quả là giá cổ phiếu có xu hướng tăng giá vào những ngày cuối năm âm lịch. Hiện tượng giá cổ phiếu tăng vào những ngày cuối năm và đầu năm âm lịch được các nhà nghiên cứu gọi là hiệu ứng Tết âm lịch (Lunar New Year effect). Hiệu ứng này đã được tìm thấy trên thị trường chứng khoán Trung Quốc, Hồng Kông, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Malaysia, Singapore (Yen et al., 2001; Wu, 2013; Yuan & Gupta, 2014; Chia et al., 2015; Bergsma & Jiang, 2016; Teng & Yang, 2018; Cui, 2024).

Giống như một số quốc gia ở khu vực Đông Á, Tết âm lịch (Tết Nguyên đán) có một vai trò hết sức quan trọng trong văn hóa của người Việt Nam và là kỳ nghỉ dài nhất trong năm theo Luật Lao động. Vì vậy, hiệu ứng Tết Nguyên đán có thể tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù hiệu ứng Tết âm lịch đã được nghiên cứu rộng rãi trên nhiều thị trường chứng khoán ở các quốc gia theo lịch âm, có rất ít nghiên cứu về chủ đề này được thực hiện cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy vậy, các nghiên cứu về hiệu ứng Tết Nguyên đán ở Việt Nam lại chủ yếu được thực hiện trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) (Khanh et al., 2020; Anh, 2020, Truong et al., 2025). Vì vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là tìm kiếm các bằng chứng thực nghiệm để làm phong phú thêm sự hiểu biết về hiệu ứng Tết âm lịch trên thị trường chứng khoán cận biên thông qua việc kiểm định giả thuyết về hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Đóng góp mới của nghiên cứu này là làm phong phú thêm các bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của yếu tố văn hóa đến thị trường chứng khoán cận biên. Bên cạnh đó, trong khi phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm kiểm định hiệu ứng Tết Nguyên đán đến lợi suất thị trường, nghiên cứu này kiểm định đồng thời hiệu ứng Tết Nguyên đán đến lợi suất thị trường (market return) và biến động thị trường (market volatility). Ưu điểm của phương pháp ước lượng này là các kết quả nghiên cứu có thể trả lời cho câu hỏi liệu các nhà đầu tư có thể kiếm

được lợi nhuận bất thường (abnormal return) vào những ngày trước và sau Tết Nguyên đán không.

2. LƯỢC KHẢO TÀI LIỆU

Trong vài thập niên gần đây, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện để kiểm định giả thuyết về sự tồn tại hiệu ứng Tết âm lịch trên thị trường chứng khoán ở các nước Đông Á. Yen et al. (2001) đã kiểm định giả thuyết về sự tồn tại hiệu ứng Tết âm lịch cho 6 thị trường chứng khoán, bao gồm Hồng Kông, Nhật Bản, Hàn Quốc, Malaysia, Singapore và Đài Loan trong giai đoạn 1991-2000. Các nhà nghiên cứu đã xác nhận rằng lợi suất thị trường có xu hướng tăng trong giai đoạn từ 15 ngày trước đến 15 ngày sau Tết âm lịch trên tất cả các thị trường. Nói một cách khác, hiệu ứng Tết âm lịch tồn tại trên cả 6 thị trường chứng khoán được nghiên cứu. Tương tự, Yuan and Gupta (2014) đã kiểm định giả thuyết về sự tồn tại hiệu ứng Tết âm lịch cho 5 thị trường chứng khoán ở khu vực Đông Á, đó là Trung Quốc, Hồng Kông, Nhật Bản, Malaysia, Hàn Quốc và Đài Loan. Kết quả ước lượng từ mô hình GARCH(1,1) cho thấy lợi suất thị trường vào những ngày trước Tết âm lịch cao hơn các ngày còn lại trong năm ở cả 5 thị trường. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu còn cho thấy biến động lợi suất vào những ngày trước Tết âm lịch cao hơn các ngày còn lại trong năm cho thị trường chứng khoán Trung Quốc, nhưng không có sự khác biệt về biến động lợi suất giữa những ngày trước Tết âm lịch và các ngày còn lại trong năm cho bốn thị trường còn lại. Ngoài ra, Minh and Son (2018) đã kiểm định lại giả thuyết về sự tồn tại hiệu ứng Tết âm lịch cho thị trường chứng khoán Malaysia, Hồng Kông, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, Singapore, Trung Quốc, Ấn Độ và Việt Nam. Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm từ mô hình GARCH và GARCH-M, các nhà nghiên cứu đã kết luận rằng hiệu ứng Tết âm lịch tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Malaysia, Nhật Bản, Hồng Kông và Đài Loan. Một cách cụ thể, hiệu ứng trước Tết âm lịch được tìm thấy trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Malaysia và Nhật Bản, trong khi hiệu ứng sau Tết âm lịch lại xuất hiện trên thị trường chứng khoán Hồng Kông và Đài Loan.

Ở một khía cạnh khác, Wu (2013) đã nghiên cứu ảnh hưởng của Tết âm lịch đến giá cổ phiếu của các công ty Trung Quốc niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn 1993-2011. Kết quả của nghiên cứu này đã xác nhận rằng lợi suất của các cổ phiếu trong giai đoạn 5 ngày trước Tết âm lịch cao hơn các ngày còn lại trong năm là 0,226%, trong khi lợi suất của các cổ phiếu trong giai đoạn 5 ngày sau Tết âm lịch thấp hơn các ngày còn lại trong năm là

0,032%. Bên cạnh đó, Teng and Yang (2018) nghiên cứu hiệu ứng Tết âm lịch cho Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển trong giai đoạn 1993-2015. Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm, các nhà nghiên cứu đã kết luận rằng lợi suất thị trường của 3 phiên trước và 1 phiên sau Tết âm lịch cao hơn các ngày còn lại trong năm và sự khác biệt này chủ yếu là do cảm xúc, phù hợp với lý thuyết trong tài chính hành vi. Trong một nghiên cứu gần đây, Cui (2024) đã kiểm định về sự tồn tại hiệu ứng Tết âm lịch và các ngày lễ cấp quốc gia trên Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển trong giai đoạn từ 01/2008 đến 8/2022. Kết quả ước lượng từ mô hình GARCH-M và EGARCH-M xác nhận rằng lợi suất thị trường trong 2 ngày, 3 ngày trước và 2 ngày sau Tết âm lịch cao hơn lợi suất trung bình của các ngày còn lại trong năm cho trường hợp của Sở Giao dịch Chứng khoán Thượng Hải. Tuy nhiên, hiệu ứng Tết âm lịch lại không tồn tại trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thâm Quyển. Bên cạnh đó, Chia et al. (2015) đã nghiên cứu sự tồn tại của hiệu ứng Tết âm lịch trên thị trường chứng khoán Hồng Kông trong giai đoạn từ 01/1988 đến 7/2012. Kết quả ước lượng từ các mô hình GARCH-M, TGARCH-M và EGARCH-M cho thấy lợi suất thị trường trung bình trong 2 ngày trước và một ngày sau Tết âm lịch cao hơn lợi suất trung bình của các ngày còn lại; ngoài ra, mức độ biến động lợi suất của các ngày sau Tết âm lịch cao hơn các ngày trước Tết âm lịch. Theo các nhà nghiên cứu, hiệu ứng Tết âm lịch có thể được giải thích bằng những lập luận được rút ra từ tài chính hành vi, trong đó văn hóa truyền thống và tín ngưỡng Trung Quốc có thể làm thay đổi thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro và ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư trong giao dịch chứng khoán.

Liên quan đến thị trường chứng khoán Đài Loan, Huang et al. (2022) đã nghiên cứu ảnh hưởng của văn hóa đến hành vi của nhà đầu tư thông qua việc xem xét liệu các nhà đầu tư cá nhân có giao dịch nhiều hơn vào những ngày đầu năm âm lịch hay không. Mẫu nghiên cứu được sử dụng bao gồm 129.397 quan sát (giao dịch hàng ngày) được thu thập từ 854 chi nhánh của 63 công ty chứng khoán trong giai đoạn từ 01/2013 đến 12/2016. Các nhà nghiên cứu đã xác nhận rằng các nhà đầu tư cá nhân giao dịch cổ phiếu nhiều hơn bình thường vào những ngày đầu năm âm lịch do cảm xúc vui vẻ. Bên cạnh đó, các tác giả còn khẳng định rằng các nhà đầu tư cá nhân bị thua lỗ khi mua và nắm giữ cổ phiếu trong thời gian từ 1 đến 5 ngày sau Tết âm lịch. Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu đã kết luận rằng hiệu ứng Tết âm lịch không tồn tại đối với hành vi giao dịch của

các nhà đầu tư tổ chức. Bên cạnh đó, Chien and Chen (2017) nghiên cứu ảnh hưởng của Tết âm lịch đến hiệu ứng tháng Giêng trên thị trường chứng khoán Đài Loan trong giai đoạn 1971-2004. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu ứng tháng Giêng chỉ tồn tại khi Tết âm lịch rơi vào tháng Hai. Dựa vào các bằng chứng thực nghiệm, các nhà nghiên cứu đã kết luận rằng yếu tố văn hóa có vai trò quan trọng trong việc điều chỉnh hành vi theo mùa (seasonal behaviour) của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Đài Loan.

Tương tự như Chien and Chen (2017), Truong and Friday (2021) đã kiểm định giả thuyết về ảnh hưởng của Tết Nguyên đán đến hiệu ứng tháng Giêng (dương lịch) trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 07/01/2009 đến 26/12/2018. Kết quả ước lượng từ Mô hình OLS và GARCH(1,1) cho thấy hiệu ứng tháng Giêng tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam cho cả giai đoạn nghiên cứu. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại xác nhận rằng hiệu ứng tháng Giêng chỉ tồn tại ở những năm có Tết Nguyên đán rơi vào tháng Hai. Hiệu ứng tháng Giêng biến mất ở những năm có Tết Nguyên đán rơi vào tháng Giêng. Kết quả nghiên cứu này có hàm ý rằng Tết Nguyên đán có ảnh hưởng đến hiệu ứng tháng Giêng trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ở một phạm vi rộng hơn, Bergsma and Jiang (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của hiệu ứng đầu năm mới trên 11 thị trường chứng khoán thuộc 6 nền văn hóa khác nhau (năm mới không bắt đầu vào ngày 01 tháng Giêng dương lịch). Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng lợi suất thị trường vào tháng đầu năm mới theo lịch của các quốc gia trong mẫu nghiên cứu cao hơn lợi suất thị trường của các tháng còn lại trong năm. Hiệu ứng đầu năm mới này là có thể là do tâm lý lạc quan của nhà đầu tư vào những ngày đón chào năm mới.

Tóm lại, hiệu ứng Tết âm lịch đã được tìm thấy trên tất cả các thị trường chứng khoán ở các nước có truyền thống đón Tết âm lịch. Cụ thể là, lợi suất thị trường vào các ngày trước và sau Tết âm lịch cao hơn các ngày còn lại trong năm. Hiệu ứng Tết âm lịch có thể được giải thích là do sự lạc quan đã làm thay đổi thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro và ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư trong giao dịch chứng khoán vào những ngày trước và sau Tết âm lịch. Trên cơ sở kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm được lược khảo và đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam, giả thuyết sau đây được đề xuất: Hiệu ứng Tết Nguyên đán tồn tại trên thị trường chứng khoán Hà Nội.

3. SỐ LIỆU SỬ DỤNG VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Số liệu sử dụng

Trong nghiên cứu này, chuỗi chỉ số HNX-Index theo tần suất ngày trong giai đoạn từ 04/01/2010 đến 31/12/2024 đã được sử dụng. Trên cơ sở chỉ số HNX-Index thu thập được, lợi suất thị trường hàng ngày được tính như sau:

$$R_t = \text{Log}(I_t) - \text{Log}(I_{t-1})$$

Trong đó:

- R_t : lợi suất thị trường ở ngày giao dịch t ,
- I_t : chỉ số HNX-Index đóng cửa ở ngày giao dịch t ,
- I_{t-1} : chỉ số HNX-Index đóng cửa ở ngày giao dịch $t-1$.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm định sự tồn tại của hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội, trước tiên phương pháp hồi quy tuyến tính với phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (sau đây được gọi là phương pháp hồi quy OLS - ordinary least square) được sử dụng trong nghiên cứu này. Một cách cụ thể, mô hình nghiên cứu có dạng như sau:

$$R_t = \alpha + \beta_1 \text{PRE}2_t + \beta_2 \text{POST}2_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$R_t = \alpha + \beta_1 \text{PRE}5_t + \beta_2 \text{POST}5_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Trong đó:

- R_t : Lợi suất thị trường ở ngày giao dịch thứ t .
- $\text{PRE}2_t$: Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu quan sát thứ t rơi vào 2 ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán và bằng 0 cho các ngày còn lại.
- $\text{POST}2_t$: Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu quan sát thứ t rơi vào 2 ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán và bằng 0 cho các ngày còn lại.
- $\text{PRE}5_t$: Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu quan sát thứ t rơi vào 5 ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán và bằng 0 cho các ngày còn lại.
- $\text{POST}5_t$: Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu quan sát thứ t rơi vào 5 ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán và bằng 0 cho các ngày còn lại.

Việc chọn biến $\text{PRE}2$ và $\text{POST}2$ để đo lường hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội là do quy định về giao dịch cổ phiếu ở Việt Nam hiện nay là $T+2$. Điều này có nghĩa là

các giao dịch (mua và bán) được thực hiện ở ngày T thì phải sau 2 ngày làm việc giao dịch mới hoàn tất (người bán nhận được tiền và người mua nhận được cổ phiếu). Vì vậy, nếu giao dịch được thực hiện vào 2 ngày cuối cùng trong năm âm lịch thì phải qua Tết Nguyên đán (hai ngày giao dịch đầu tiên sau Tết) tiền và cổ phiếu mới về đến tài khoản của các nhà đầu tư. Với đặc điểm giao dịch như vậy, lợi suất thị trường và mức độ biến động của lợi suất thị trường vào những ngày giao dịch này có thể khác biệt so với những ngày còn lại.

Bên cạnh đó, việc đo lường hiệu ứng Tết thông qua biến $\text{PRE}5$ và $\text{POST}5$, sự khác biệt về lợi suất và biến động lợi suất giữa giai đoạn 5 ngày giao dịch cuối cùng và 5 ngày giao dịch đầu tiên của năm âm lịch cũng được thực hiện nhằm mở rộng phạm vi nghiên cứu và tăng tính vững chắc cho các kết quả nghiên cứu. Các cửa sổ nghiên cứu này được chọn dựa vào các nghiên cứu trước đây của Wu (2013) và Huang et al. (2022).

Tuy nhiên, giả định về phương sai của sai số không đổi (homoscedasticity) của phương pháp hồi quy OLS thường không phù hợp với các chuỗi số liệu theo thời gian trong tài chính. Theo Brooks (2002), nếu giả định trên không thỏa mãn và phương pháp hồi quy OLS vẫn được áp dụng thì các sai số chuẩn có thể không đúng nên những kết luận được rút ra từ mô hình này có thể sẽ bị sai lệch. Để giải quyết vấn đề này, Engle (1982) đã đề xuất mô hình ARCH (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity), trong đó phương sai của sai số được phép thay đổi theo thời gian như là một hàm số của sai số trong quá khứ. Sau đó, Bollerslev (1986) đã tổng quát hóa mô hình ARCH thành mô hình GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity), trong đó cho phép phương sai có điều kiện (conditional variance) phụ thuộc vào các độ trễ trước đó của chính nó. Vì vậy, nếu hiện tượng phương sai sai số thay đổi tồn tại trong mô hình hồi quy thì mô hình GARCH được xem là phù hợp hơn phương pháp hồi quy OLS.

Trong các mô hình chuỗi thời gian, khi có hiện tượng phương sai thay đổi theo thời gian, mô hình GARCH được xem là một công cụ hiệu quả để mô hình hóa và dự báo phương sai, thay vì chỉ sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính thông thường. Tuy nhiên, mô hình này chưa tính đến sự bất cân xứng đối với các cú sốc thường xảy ra trong chuỗi dữ liệu thời gian về tài chính. Để giải quyết vấn đề này, Nelson (1991) đã đề xuất mô hình EGARCH, một dạng phi tuyến của GARCH, để nắm bắt sự khác biệt trong phản ứng của phương sai có điều kiện trước

các cú sốc tích cực và tiêu cực. Mô hình EGARCH có một điểm mạnh quan trọng là nó tự động đảm bảo rằng phương sai ước lượng luôn dương (sử dụng một cấu trúc logarit cho phương sai) mà không cần áp đặt các ràng buộc trực tiếp lên tham số, như trong mô hình GARCH. Vì vậy, mô hình EGARCH(1,1) được sử dụng trong nghiên cứu này để đo lường hiệu ứng bất cân xứng trong phương sai có điều kiện. Mô hình EGARCH (1,1) được sử dụng trong nghiên cứu này có dạng sau:

$$R_t = \alpha + \beta_1 PRE2_t + \beta_2 POST2_t + \varepsilon_t$$

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \delta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \left[\frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right] + \varphi \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} \quad (3)$$

$$R_t = \alpha + \beta_1 PRE5_t + \beta_2 POST5_t + \varepsilon_t$$

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \delta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \left[\frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right] + \varphi \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} \quad (4)$$

$$R_t = \alpha + \beta_1 PRE2_t + \beta_2 POST2_t + \varepsilon_t$$

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \delta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \left[\frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right] + \varphi \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} + \lambda_1 PRE2_t + \lambda_2 POST2_t \quad (5)$$

$$R_t = \alpha + \beta_1 PRE5_t + \beta_2 POST5_t + \varepsilon_t$$

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \delta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \left[\frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right] + \varphi \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} + \lambda_1 PRE5_t + \lambda_2 POST5_t \quad (6)$$

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu

Các giá trị thống kê liên quan đến mẫu nghiên cứu được trình bày ở Bảng 1. Kết quả phân tích thống kê cho thấy lợi suất trung bình hàng ngày trên thị trường chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ 04/01/2010 đến 31/12/2024 là 0,003%, dao động trong khoảng từ -3,638% đến 2,391%. Ngoài ra,

Hệ số phi tuyến φ trong mô hình EGARCH được sử dụng để đo lường hiệu ứng đòn bẩy - tức là sự bất cân xứng trong phản ứng của độ biến động lợi suất thị trường đối với các cú sốc thông tin tích cực và tiêu cực. Nếu φ có giá trị âm, điều này có nghĩa là mức độ ảnh hưởng của các thông tin xấu đến biến động lợi suất thị trường lớn hơn các thông tin tốt khi được công bố.

Ngoài ra, để kiểm tra sự hiện diện của hiệu ứng Tết Nguyên đán đối với sự biến động của lợi suất thị trường, các biến giả biểu thị hiệu ứng Tết được đưa vào phương trình phương sai có điều kiện. Một cách cụ thể, mô hình đo lường hiệu ứng Tết đối với sự biến động của lợi suất thị trường có dạng như sau:

Do dữ liệu được sử dụng là dữ liệu thời gian, trước khi áp dụng các mô hình nghiên cứu, kiểm định ADF (Augmented Dickey-Fuller) được sử dụng trong nghiên cứu này để kiểm tra tính dừng của các chuỗi số liệu nghiên cứu.

Bảng 1 còn cho thấy giá trị trung bình của các nhóm biến PRE2, POST2 và PRE5, POST5 lần lượt là 0,00811 và 0,02027. Do các biến này là biến giả (nhận giá trị 1 và 0) nên các giá trị thống kê trên có nghĩa là số quan sát rơi vào 2 ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán và 2 ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán là 30. Tương tự, số quan sát rơi vào 5 ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán và 5 ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán là 75.

Bảng 1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu (04/01/2010 đến 31/12/2024)

Biến số	Số quan sát	Nhỏ nhất	Trung bình	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn
R	3.701	-0,03638	0,00003	0,02391	0,00596
PRE2	3.701	0,00000	0,00811	1,00000	0,08968
POST2	3.701	0,00000	0,00811	1,00000	0,08968
PRE5	3.701	0,00000	0,02027	1,00000	0,14092
POST5	3.701	0,00000	0,02027	1,00000	0,14092

4.2. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị

Như đã trình bày ở trên, để đảm bảo độ tin cậy của các kết quả nghiên cứu, kiểm định nghiệm đơn vị được thực hiện để kiểm tra tính dừng của các chuỗi dữ liệu nghiên cứu. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF có và không có xu hướng về thời gian được trình bày ở Bảng 2. Kết quả kiểm định cho thấy giả thuyết H_0 về tính không dừng của tất cả các chuỗi số liệu nghiên cứu đều bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này cho phép nhóm nghiên cứu kết luận rằng tất cả các chuỗi số liệu nghiên cứu đều có tính dừng ở dữ liệu gốc [I(0)]. Điều này có nghĩa là tất cả các chuỗi số liệu nghiên cứu đều thỏa mãn yêu cầu của mô hình hồi quy với dữ liệu thời gian.

Bảng 2. Kết quả kiểm định ADF

Biến số	Giá trị thống kê t	
	Không có xu thế thời gian	Có xu thế thời gian
R	-31,24132*** (2)	-31,30217*** (2)
PRE2	-13,99741*** (9)	-14,02886*** (9)
POST2	-16,46976*** (10)	-16,46863*** (10)
PRE5	-16,17594*** (11)	-16,19198*** (11)
POST5	-11,08143*** (10)	-11,09008*** (10)

***: Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Độ trễ thời gian được trình bày trong dấu ngoặc đơn.

4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Như đã trình bày ở trên, để kiểm định giả thuyết về sự tồn tại của hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội, trước tiên phương pháp hồi quy OLS được sử dụng trong nghiên cứu này. Kết quả ước lượng bằng phương pháp hồi quy OLS cho 2 trường hợp với các cửa sổ nghiên cứu khác nhau về hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội được trình bày chi tiết ở Bảng 3.

Kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 3 xác nhận rằng hiệu ứng Tết Nguyên đán tồn tại trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Tuy nhiên, kết quả kiểm định ARCH-LM cho thấy hiện tượng phương sai có điều kiện thay đổi theo thời gian tồn tại trong cả Mô hình 1 và Mô hình 2. Vì vậy, kết quả ước lượng bằng phương pháp hồi quy OLS có thể có

những sai lệch trong các sai số chuẩn, dẫn đến giá trị thống kê t của các hệ số hồi quy không đáng tin cậy. Để khắc phục hạn chế này và để nắm bắt hiệu ứng bất cân xứng trong phương sai có điều kiện, mô hình EGARCH(1,1) được sử dụng ở bước tiếp theo.

Kết quả ước lượng bằng mô hình EGARCH(1,1) thống nhất xác nhận rằng hiệu ứng Tết Nguyên đán tồn tại trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Cụ thể là, kết quả ước lượng được trình bày ở Bảng 4 chỉ ra rằng lợi suất thị trường của 2 phiên giao dịch trước và sau Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm lần lượt là 0,26% và 0,13% với mức ý nghĩa thống kê 1% và 5%. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 4 thể hiện rằng lợi suất thị trường của 5 phiên giao dịch trước Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm là 0,12 với mức ý nghĩa thống kê 10%, trong khi đó lợi suất thị trường của 5 phiên giao dịch sau Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm là 0,09% với mức ý nghĩa thống kê 5%. Đặc biệt, kết quả ước lượng từ mô hình EGARCH(1,1) còn cho thấy sự tồn tại của hiệu ứng đòn bẩy đối với biến động của lợi suất thị trường. Cụ thể là, hệ số hồi quy của hiệu ứng đòn bẩy của mô hình 3 và mô hình 4 đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả nghiên cứu này hàm ý rằng thông tin xấu có tác động mạnh hơn đến sự biến động của lợi suất thị trường so với thông tin tốt với cùng một mức độ. Các kết quả nghiên cứu này phù hợp với các phát hiện trước đây của Anh (2020) và Truong et al. (2025). Cụ thể là, kết quả nghiên cứu của Anh (2020) đã xác nhận rằng lợi suất thị trường trên HOSE trong giai đoạn 5 phiên giao dịch trước Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường của những ngày còn lại trong năm. Bên cạnh đó, Truong et al. (2025) đã xác nhận rằng lợi suất thị trường trung bình trong hai và năm phiên giao dịch trước Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường trung bình của những ngày còn lại trong năm. Tuy nhiên, nghiên cứu này lại không tìm thấy sự khác biệt về lợi suất thị trường giữa hai và năm ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán với những ngày giao dịch còn lại trong năm.

Bảng 3. Kết quả ước lượng bằng phương pháp hồi quy OLS

Biến số	Mô hình 1		Mô hình 2	
	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê t	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê t
Hằng số (constant)	-0,00002	-0,19687	-0,00003	-0,29680
PRE2 (2 ngày trước Tết)	0,00340	3,12780***	-	-
POST2 (2 ngày sau Tết)	0,00173	2,04038**	-	-
PRE5 (5 ngày trước Tết)	-	-	0,00214	2,82988***

Biến số	Mô hình 1		Mô hình 2	
	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê t	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê t
POST5 (5 ngày sau Tết)	-	-	0,00102	1,47195
Kiểm định ARCH-LM (độ trễ bằng 1)	214,26341***		213,32154***	

***: có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1% và 5%.

Bảng 4. Kết quả ước lượng bằng mô hình EGARCH(1,1)

Biến số	Mô hình 3		Mô hình 4	
	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê z	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê z
Hằng số	0,00007	0,97921	0,00007	1,03050
PRE2 (2 ngày trước Tết)	0,00264	2,58908***	-	-
POST2 (2 ngày sau Tết)	0,00132	2,30565**	-	-
PRE5 (5 ngày trước Tết)	-	-	0,001161	1,65067*
POST5 (5 ngày sau Tết)	-	-	0,000873	2,05092**
Phương trình phương sai có điều kiện				
ω	-0,56538	-13,45564***	-0,56004	-13,38639***
ARCH (γ)	0,27254	21,08544***	0,27142	21,05997***
GARCH (δ)	0,96590	271,86330***	0,96634	273,00971***
Hiệu ứng đòn bẩy (φ)	-0,04592	-6,37329***	-0,04444	-6,16577***

***: có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

Cuối cùng, để kiểm định giả thuyết về sự tồn tại của hiệu ứng Tết Nguyên đán đối với sự biến động của lợi suất thị trường, mô hình EGARCH(1,1) mở rộng được áp dụng cho thị trường chứng khoán Hà Nội. Kết quả ước lượng được trình bày ở Bảng 5 cho thấy không có sự khác biệt về mức độ biến động lợi suất thị trường trong giai đoạn 2 ngày giao dịch trước và 2 ngày giao dịch sau Tết Nguyên đán so với các ngày còn lại trong năm. Tuy nhiên, kết quả ước lượng từ mô hình 6 xác nhận rằng mức độ biến động

của lợi suất thị trường trong 5 ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán thấp hơn mức độ biến động lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm, trong khi mức độ biến động của lợi suất thị trường trong 5 ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán cao hơn mức độ biến động lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm. Về mặt thống kê, sự khác biệt về biến động lợi suất vào những ngày trước và sau Tết Nguyên đán so với các ngày còn lại trong năm có ý nghĩa ở mức 1%.

Bảng 5. Kết quả ước lượng bằng mô hình EGARCH(1,1) mở rộng

Biến số	Mô hình 5		Mô hình 6	
	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê z	Hệ số hồi quy	Giá trị thống kê z
Hằng số	0,00007	0,98749	0,00007	1,00842
PRE2 (2 ngày trước Tết)	0,00293	2,71535***	-	-
POST2 (2 ngày sau Tết)	0,00118	1,85127*	-	-
PRE5 (5 ngày trước Tết)	-	-	0,00138	2,79522***
POST5 (5 ngày sau Tết)	-	-	0,00085	2,01886**
Phương trình phương sai có điều kiện				
ω	-0,57346	-13,38330***	-0,57247	-13,46297***
ARCH (γ)	0,27373	21,08809***	0,27323	20,89014***
GARCH (δ)	0,96525	266,00921***	0,96535	268,10090**
Hiệu ứng đòn bẩy (φ)	-0,04663	-6,42262***	-0,04593	-6,25461***
PRE2	-0,05690	-0,68613	-	-
POST2	0,04664	1,39274	-	-
PRE5	-	-	-0,17010	-3,71881***
POST5	-	-	0,15967	4,51917***

***: có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

5. KẾT LUẬN

Bằng việc sử dụng các mô hình nghiên cứu định lượng, nghiên cứu này đã cung cấp các bằng chứng thực nghiệm có giá trị về hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Cụ thể là, lợi suất thị trường trong giai đoạn 2 ngày và 5 ngày trước và sau Tết Nguyên đán cao hơn lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm. Kết quả nghiên cứu phù hợp với các phát hiện trước đây của Yen et al. (2001), Wu (2013), Yuan and Gupta (2014), Chia et al. (2015), Minh and Son (2018), Teng and Yang (2018) và Cui (2024). Lợi suất thị trường tăng vào những ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán có thể là do các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu với kỳ vọng cổ phiếu sẽ tăng giá sau Tết Nguyên đán, dẫn đến giá cổ phiếu tăng. Bên cạnh đó, hiệu ứng lợi suất thị trường tăng vào những ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán có thể là do yếu tố văn hóa truyền thống và tín ngưỡng của người Việt Nam đã làm thay đổi thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro và ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư trong giao dịch chứng khoán. Cụ thể là, các nhà đầu tư cá nhân thường giao dịch cổ phiếu nhiều hơn bình thường vào những ngày đầu năm âm lịch do tâm lý lạc quan và muốn thử vận may vào những ngày đầu năm mới. Ngoài ra, hiệu ứng Tết Nguyên đán tồn tại trong sự biến

động của lợi suất thị trường. Cụ thể là, mức độ biến động của lợi suất thị trường trong 5 ngày giao dịch cuối cùng trước khi nghỉ Tết Nguyên đán thấp hơn mức độ biến động lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm, trong khi mức độ biến động của lợi suất thị trường trong 5 ngày giao dịch đầu tiên sau Tết Nguyên đán cao hơn mức độ biến động lợi suất thị trường của các ngày còn lại trong năm. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu (weak form).

Mặc dù có những đóng góp nhất định về mặt học thuật khi tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm về hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội, nhưng nghiên cứu vẫn còn một số hạn chế là chưa xem xét các yếu tố tạo ra hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Hà Nội, chẳng hạn như khối lượng giao dịch vào những ngày trước và sau Tết Nguyên đán. Bên cạnh đó, nghiên cứu này chỉ kiểm định sự tồn tại của hiệu ứng Tết Nguyên đán cho toàn bộ cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội mà chưa nghiên cứu hiệu ứng Tết Nguyên đán cho từng nhóm cổ phiếu riêng biệt. Hiệu ứng Tết Nguyên đán có thể khác nhau đối với các cổ phiếu có quy mô lớn và các cổ phiếu có quy mô nhỏ. Những hạn chế này có thể là những chủ đề hấp dẫn cho các nghiên cứu tiếp theo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Anh, T. T. T. (2020). Kiểm định hiệu ứng Tết Nguyên đán trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 15(3), 50-62.
<https://doi.org/10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.15.2.238.2020>.
- Bergsma, K., & Jiang, D. (2016). Cultural new year holidays and stock returns around the world. *Financial Management*, 45(1), 3-35.
<https://doi.org/10.1111/fima.12094>.
- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307-327.
[https://doi.org/10.1016/0304-4076\(86\)90063-1](https://doi.org/10.1016/0304-4076(86)90063-1).
- Brooks, C. (2002). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge, New York: Cambridge University Press.
- Chia, R. C. J., Lim, S. Y., Ong, P. K., & Teh, S. F. (2015). Pre and post Chinese New Year holiday effects: Evidence from Hong Kong stock market. *The Singapore Economic Review*, 60(4), 1-14.
<https://doi.org/10.1142/s021759081550023x>.
- Chien, C. C., & Chen, T. C. (2007). The impact of Lunar New Year on the January anomaly in Taiwan's stock market. *Applied Economics Letters*, 14(14), 1075-1077.
<https://doi.org/10.1080/13504850600706263>.
- Cui, W. (2024). The holiday effect in Chinese stock markets - evidence from Shanghai and Shenzhen. In Qalati, S. A. (Ed.), *Economic Management and Big Data Application Proceedings of the 3rd International Conference* (pp. 579-595), World Scientific Publishing
https://doi.org/10.1142/9789811270277_0051.
- Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50(4), 987-1007.
<https://doi.org/10.2307/1912773>.
- Huang, Y. S., Chiu, J., Lin, C. Y., & Robin. (2022). The effect of Chinese lunar calendar on individual investors' trading. *Pacific-Basin Finance Journal*, 71, 1-18.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101694>.
- Khanh, P. D., Dat, P. T., & Nhung, B. H. (2020). A re-examination of the holiday effect in stock returns: the case of Vietnam. *Edelweiss Applied Science and Technology*, 4(1), 51-54.
<https://doi.org/10.33805/2576-8484.181>.

- Minh, L. T. H., & Son, T. N. (2018). Impact of Lunar New Year holiday on stock returns on Vietnam and other Asian stock markets. *Banking Technology Review*, 2(3), 48-62.
- Nelson, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica*, 59(2), 347-370. <https://doi.org/10.2307/2938260>.
- Teng, C. C., & Yang, J. J. (2018). Chinese Lunar New Year effect, investor sentiment, and market deregulation. *Finance Research Letters*, 27, 175-184. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.003>.
- Truong, D. L., & Friday, H. S. (2021). The January effect and Lunar new year influences in frontier markets: Evidence from Vietnam stock market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 11(2), 28-34. <https://doi.org/10.32479/ijefi.10928>.
- Truong, D. L., Friday, H. S., & Nguyen, T. D. (2025). The Lunar New Year effect on stock market returns: Evidence from Ho Chi Minh Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 1-10. <https://doi.org/10.3390/jrfm18080448>.
- Yen, G., Lee, C. F., Chen, C. L., & Lin, W. C. (2001). On the Chinese Lunar New Year effect in six Asian stock markets: an empirical analysis (1991-2000). *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 4(4), 463-478. <https://doi.org/10.1142/s0219091501000619>.
- Yuan, T., & Gupta, R. (2014). Chinese Lunar New Year effect in Asian stock markets, 1999-2012. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(4), 529-537. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2014.06.001>.
- Wu, C. (2013). The Chinese New Year holiday effect: Evidence from Chinese ADRs. *Investment Management and Financial Innovations*, 10(2), 8-14.