

# TÁC ĐỘNG CỦA BẤT ỔN CHÍNH SÁCH KINH TẾ THẾ GIỚI TỚI RỦI RO SỤT ĐỔ GIÁ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Hải Trung

Học viện Ngân hàng

Email: trunglh@hvn.edu.vn

Nguyễn Thanh Tùng

Học viện Ngân hàng

Email: tungnt@hvn.edu.vn

Mã bài: JED-1681

Ngày nhận: 22/03/2024

Ngày nhận bản sửa: 29/05/2024

Ngày duyệt đăng: 18/06/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1681

## Tóm tắt:

Nghiên cứu này đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới tới rủi ro sụt giảm giá cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu đánh giá tác động của chỉ số bất ổn chính sách kinh tế thế giới GEP (Global Economic Policy Uncertainty) tới rủi ro sụp đổ giá của 214 cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2013 tới 2022. Kết quả hồi quy dữ liệu bảng cho thấy tác động cùng chiều của mức độ bất ổn chính sách kinh tế đối với rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Đồng thời tác động này cũng mạnh hơn ở các cổ phiếu có quy mô giao dịch lớn, thể hiện mức độ bất đồng ý kiến lớn hơn trong đánh giá cổ phiếu của các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, khi so sánh tác động của hai quốc gia là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam là Mỹ và Trung Quốc, kết quả cho thấy rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu chủ yếu chịu tác động lớn hơn từ bất ổn chính sách kinh tế tại Mỹ. Các kết quả này thể hiện đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao, dẫn đến phản ứng mạnh mẽ hơn với các cú sốc của thế giới do hiệu ứng tâm lý của nhà đầu tư cá nhân.

**Từ khóa:** Bất ổn chính sách kinh tế, rủi ro sụp đổ giá, thị trường chứng khoán.

**Mã JEL:** G12, G14, G18.

## Impacts of global economic uncertainty on the stock crash risks in Vietnamese stock markets

### Abstract:

This study examines the impact of global economic policy uncertainty on the stock crash risks in Vietnam. Specifically, we investigate the impact of the Global Economic Policy Uncertainty (GEP) index on the crash risks of 224 stocks listed on the Vietnam Stock Exchange from 2013 to 2022. We find that firms face higher stock crash risks when the level of global economic policy uncertainty increases. This effect is more prominent for firms with greater disagreement among investors, confirming the investor's heterogeneous belief mechanism. Moreover, the study reveals that these impacts are more pronounced by the economic policy uncertainty in the U.S. than in China. These results demonstrate the characteristics of the Vietnamese stock market with a high proportion of individual investors, leading to stronger reactions to global shocks due to the psychological effect of individual investors.

**Keywords:** Economic policy uncertainty, crash risk, stock market.

**JEL Codes:** G12, G14, G18.

---

## 1. Giới thiệu

Kinh tế thế giới những năm qua với nhiều biến động như đại dịch Covid-19, chiến tranh thương mại hay căng thẳng địa, chính trị đã gây ra nhiều bất ổn trong chính sách kinh tế của các quốc gia (Baker & cộng sự, 2016). Những sự thay đổi nhanh chóng của chính sách kinh tế có thể tác động trực tiếp tới thị trường chứng khoán do sự thay đổi về phân bổ rủi ro của các nhà đầu tư (Pástor & Veronesi, 2013) cũng như gián tiếp thông qua thay đổi trong hành vi và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Bloom, 2009; Jens, 2017). Do vậy, bất ổn chính sách kinh tế có thể khiến thị trường chứng khoán có xu hướng biến động mạnh hơn (Brogaard & Detzel, 2015).

Nghiên cứu này đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu thể hiện rủi ro giá cổ phiếu sụp đổ mạnh trong một khoảng thời gian nhất định, tác động tiêu cực tới các nhà đầu tư và tiềm ẩn nguy cơ ảnh hưởng tới nền kinh tế khi xảy ra trên diện rộng (Wen & cộng sự, 2019). Bất ổn chính sách kinh tế có thể tác động tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu thông qua cả hai cơ chế: (i) các nhà quản lý có xu hướng che giấu các tin xấu khi tính không chắc chắn về mặt chính sách gia tăng (Luo & Zhang, 2020) dẫn tới giá cổ phiếu sụp đổ mạnh khi các tin xấu cuối cùng phải công khai (Jin & cộng sự, 2019) và (ii) các nhà đầu tư trên thị trường có xu hướng bất đồng và đánh giá khác nhau nhiều hơn về kì vọng giá cổ phiếu khi sự không chắc chắn về chính sách kinh tế gia tăng (Hong & Stein, 2003) đẩy giá cổ phiếu vượt giá trị phù hợp, gây nên sự sụp đổ giá cổ phiếu khi giá điều chỉnh về mức cân bằng (Habib & cộng sự, 2018).

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới, thể hiện qua chỉ số phản ánh sự bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu (GEP - Global Economic Policy Uncertainty) được xây dựng bởi Baker & cộng sự (2016) tới rủi ro sụp đổ giá của 224 cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2013 tới 2022. Các nghiên cứu trước đây đã bước đầu đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới đến Việt Nam như mức độ tăng trưởng kinh tế (Lam & cộng sự, 2024; Trung & cộng sự, 2021) hoặc mức độ nắm giữ tiền của các doanh nghiệp (Lý, 2020). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu đã đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới tới thị trường chứng khoán Việt Nam nhưng kết quả chưa thống nhất. Lê & cộng sự (2018) chỉ ra rằng thị trường chứng khoán Việt Nam phản ứng nhanh và tức thời đối với biến động chính sách kinh tế thế giới, trong khi Nguyễn & Ngô (2019) lại cho thấy rằng những thay đổi chính sách kinh tế thế giới có tác động ngược chiều lên giá cổ phiếu ở 6 quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á (Hong Kông, Hàn Quốc, Malaysia, Indonesia, Philippines và Thái Lan) nhưng không có tác động khi xét tới Việt Nam. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn đầu của quá trình phát triển với độ minh bạch thông tin thấp, tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao, có xu hướng đầu tư theo đám đông khiến thị trường thường biến động mạnh (Hoài, 2023; Vo & Phan, 2017). Với độ mở về kinh tế ngày càng lớn, thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng trở nên nhạy cảm với các biến động từ kinh tế thế giới. Do vậy, việc nghiên cứu tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu có ý nghĩa quan trọng đối với Việt Nam nhằm bảo vệ nhà đầu tư, đảm bảo sự phát triển lành mạnh của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, theo hiểu biết của nhóm tác giả, đây là nghiên cứu đầu tiên đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Lý thuyết về rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu

Rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu (stock price crash risk) được định nghĩa là rủi ro tỷ suất sinh lời của giá cổ phiếu sụp đổ mạnh, thể hiện qua mức độ lệch trái (negative skewness) của phân phối xác suất đối với tỷ suất sinh lời của cổ phiếu (Chang & cộng sự, 2017).

Rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu có thể được lý giải thông qua lý thuyết về người đại diện (Agency Theory). Theo đó, người quản lý có xu hướng che giấu các thông tin tiêu cực trong thời gian dài nhằm mục đích duy trì vị trí quản lý (Ball, 2009) hoặc để tăng giá trị của các quyền lợi về cổ tức (Kim & cộng sự, 2011). Khi các thông tin tiêu cực vượt qua khỏi kiểm soát và công khai tới thị trường cùng thời điểm, cổ phiếu đối diện với rủi ro sụp đổ mạnh do sự đánh giá lại của thị trường. Ủng hộ lý thuyết này, Hutton & cộng sự (2009) chỉ ra rằng mức độ thiếu minh bạch trong báo cáo tài chính là gia tăng rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu với các doanh nghiệp tại Mỹ. Tương tự, việc quản trị lợi nhuận có chủ đích làm tăng rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, đặc biệt là trong các giai đoạn khủng hoảng (Loureiro & Silva, 2022).

---

Rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu cũng có thể được lý giải thông qua lý thuyết về hành vi của nhà đầu tư (Investor Behavior Theory). Hong & Stein (2003) cho rằng rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu xuất phát từ hành vi đầu tư khác nhau giữa các nhà đầu tư trên thị trường. Bên cạnh đó, Cao & cộng sự (2002) chỉ ra rằng các nhà đầu tư có lợi thế thông tin thường chủ động giao dịch khi giá cổ phiếu có xu hướng tăng và rời bỏ thị trường sớm. Điều này khiến cho khi xảy ra sự điều chỉnh của giá cổ phiếu, các nhà đầu tư ít có lợi thế thông tin dễ phản ứng tiêu cực khi các thông tin bất lợi xuất hiện. Ủng hộ lý thuyết này, Callen & Fang (2015) chỉ ra rằng mức độ tham gia của các nhà đầu tư tổ chức có thể giúp giảm rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, trong khi đó mức độ thông tin khác nhau từ các nhà phân tích chuyên nghiệp (Xu & cộng sự, 2017) có thể khiến giá tăng rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu.

## **2.2. Lý thuyết về bất ổn chính sách kinh tế**

Bất ổn chính sách kinh tế được hiểu là những thay đổi không lường trước được của các chính sách kinh tế, ảnh hưởng đến hệ thống kinh tế nói chung và việc ra quyết định của các chủ thể trong nền kinh tế nói riêng. Trong các giai đoạn mà mức độ bất ổn của chính sách kinh tế gia tăng, dân cư có xu hướng thu hẹp tiêu dùng và trì hoãn các hành vi đầu tư do sự sụt giảm của thu nhập dân cư cũng như khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, từ đó gây ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng kinh tế (Pastor & Veronesi, 2012; Pastor & Veronesi, 2013). Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có xu hướng áp dụng các chính sách kinh doanh thận trọng trong giai đoạn bất ổn chính sách kinh tế gia tăng bởi chi phí vay vốn gia tăng (Jens, 2017; Pastor & Veronesi, 2012), dẫn tới suy giảm nhu cầu tuyển dụng và đầu tư (Bloom, 2014; Gulen & Ion, 2016) và hạn chế các hoạt động mở rộng kinh doanh (Çolak & cộng sự, 2017; Colak & cộng sự, 2021). Bất ổn chính sách kinh tế có tác động tiêu cực tới mức độ đổi mới sáng tạo của các doanh nghiệp (Bhattarai & cộng sự, 2020), làm gia tăng mức độ thất nghiệp, tiềm ẩn tác động dài hạn tới triển vọng tăng trưởng kinh tế trong dài hạn (Caggiano & cộng sự, 2020).

Bất ổn chính sách kinh tế còn có tác động lan truyền giữa các quốc gia bởi sự gia tăng của mức độ kết nối và toàn cầu hóa nền kinh tế (Georgiadis & Mehl, 2016). Bất ổn chính sách kinh tế tại các quốc gia lớn có thể gây ra bất ổn chính sách kinh tế tại các quốc gia đang phát triển do sự gia tăng trong thương mại quốc tế (Balli & cộng sự, 2017), đặc biệt là các quốc gia đang phát triển bởi sự thay đổi các dòng vốn luân chuyển giữa các quốc gia (An & cộng sự, 2022). Cuối cùng, bất ổn chính sách kinh tế có thể gây ra những biến động đối với thị trường tài chính và tài sản thế giới, từ đó lan truyền rủi ro tới các nền kinh tế (Balli & cộng sự, 2017; Mei & cộng sự, 2019).

## **2.3. Tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán**

Sự không chắc chắn về chính sách kinh tế vĩ mô có thể gây thiệt hại cho nhà đầu tư, dẫn đến nghi ngại trong việc thực hiện các quyết định đầu tư lâu dài (Jacob & cộng sự, 2022), cũng như gia tăng mức độ biến động của thị trường do những sự đánh giá khác nhau giữa các nhà đầu tư (Liu & Zhang, 2015). Trong giai đoạn bất ổn chính sách kinh tế gia tăng, rủi ro gia tăng đối với hoạt động kinh doanh tạo động cơ cho nhà quản lý trong việc che giấu dòng tiền (Nagar & cộng sự, 2019). Điều này dẫn tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu khi các thông tin tiêu cực cuối cùng được công khai (Luo & Zhang, 2020). Bên cạnh đó, mức độ không chắc chắn về chính sách gia tăng sẽ khuếch đại yếu tố thiên lệch hành vi và tạo ra sự định giá sai về giá chứng khoán trên thị trường (Chen & cộng sự, 2017). Điều này sẽ trở lên trầm trọng hơn ở các thị trường mới nổi như Việt Nam khi các quy định bán khống bị hạn chế, dẫn đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu tăng lên khi giá điều chỉnh về mức phù hợp.

### *Giả thuyết 1: Rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu cao hơn khi mức độ bất ổn chính sách kinh tế gia tăng*

Để đánh giá chi tiết hơn, nhóm tác giả tiếp tục kiểm định giả thuyết rằng tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá là khác nhau với các cổ phiếu có tần suất giao dịch khác nhau. Điều này bởi lẽ mức độ khác nhau trong đánh giá cổ phiếu của các nhà đầu tư là một nguyên nhân gây nên sự sụp đổ giá của cổ phiếu (Habib & cộng sự, 2018). Tác động này có thể lớn hơn trong bối cảnh bất ổn chính sách kinh tế gia tăng làm niềm tin và đánh giá của các nhà đầu tư trên thị trường trở nên không chắc chắn (Jin & cộng sự, 2019).

*Giả thuyết 2: Tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu phụ thuộc vào mức độ khác nhau trong đánh giá cổ phiếu của nhà đầu tư*

Bên cạnh đó, tác động lan truyền của bất ổn chính sách kinh tế thế giới tới Việt Nam có thể không giống nhau, tùy thuộc vào quốc gia khởi tạo. Sử dụng chỉ số bất ổn chính sách kinh tế của hai đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam là Mỹ và Trung Quốc, Trung & cộng sự (2021) chỉ ra rằng, tác động của bất ổn chính sách kinh tế của Mỹ tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam là lớn hơn so với Trung Quốc. Trên cơ sở đó, nhóm tác giả kiểm định giả thuyết về tác động khác nhau của bất ổn chính sách kinh tế Mỹ và Trung Quốc tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu tại Việt Nam.

*Giả thuyết 3: Bất ổn chính sách kinh tế của Mỹ và Trung Quốc có mức độ tác động khác nhau tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu*

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Đo lường rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu và mức độ bất ổn chính sách kinh tế

Để đo lường rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, tác giả sử dụng hai chỉ tiêu thường được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm (ví dụ, Chen & Chen, 2024; Habib & cộng sự, 2018; Wen & cộng sự, 2019; Yang & cộng sự, 2024) là chỉ số độ chệch (NSKEW - Negative Skewness Coefficient) và chỉ số biên độ biến động (DUVOL - Down-to-up Volatility).

Cụ thể, với mỗi cổ phiếu trong mỗi năm, tỷ suất sinh lời cá biệt theo tuần được xác định thông qua mô hình hồi quy như sau:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i}R_{m,t-2} + \beta_{2,i}R_{m,t-1} + \beta_{3,i}R_{m,t} + \beta_{4,i}R_{m,t+1} + \beta_{5,i}R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

trong đó  $R_{i,t}$  là tỷ suất sinh lời trong tuần  $-t$  thuộc năm  $t$  của cổ phiếu  $i$ , và  $R_{m,t}$  là tỷ suất sinh lời tuần  $-t$  năm  $t$  của VN-Index. Tỷ suất sinh lời cá biệt của cổ phiếu  $i$ , tuần  $\tau$ , năm  $t$  được xác định là:

$$W_{i,\tau} = \ln(1 + \varepsilon_{i,\tau})$$

với  $\varepsilon_{i,\tau}$  là phần dư của mô hình hồi quy (1).

Chỉ số  $NCSKEW_{i,t}$  của cổ phiếu  $i$  năm  $t$  được xác định là:

$$NCSKEW_{i,t} = -\frac{n(n-1)^{3/2}\sum_{\tau=1}^n W_{i,\tau}^3}{(n-1)(n-2)(\sum_{\tau=1}^n W_{i,\tau}^2)^{3/2}} \quad (2)$$

Trong đó  $W_{i,\tau}$  đại diện cho lợi suất đặc trưng của cổ phiếu theo từng tuần trong suốt khoảng thời gian  $t$  và  $n$  là số tuần trong năm  $t$ . Giá trị NCSKEW càng lớn cho thấy rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu càng cao.

Chỉ số  $DUVOL_{i,t}$  được xác định như sau

$$DUVOL_{i,t} = \ln \frac{(n_u-1)\sum_{down} W_{i,\tau}^2}{(n_d-1)\sum_{up} W_{i,\tau}^2} \quad (3)$$

Trong đó,  $down W_{i,\tau}$  (up  $W_{i,\tau}$ ) là những tuần có mức lợi suất thấp hơn (cao hơn) mức trung bình,  $n_u$  là số tuần mà cổ phiếu tăng giá,  $n_d$  là số tuần mà cổ phiếu giảm giá trong năm  $t$  hơn so với giá trị bình quân trong năm. Tương tự như NCSKEW, giá trị DUVOL càng lớn thì rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu càng cao.

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng chỉ số bất ổn chính sách kinh tế (EPU – Economic Policy Uncertainty) của thế giới, cũng như riêng biệt cho Mỹ và Trung Quốc, dựa trên phương pháp phân tích ngôn ngữ của (Baker & cộng sự, 2016).<sup>1</sup> Cụ thể, Baker & cộng sự (2016) xây dựng chỉ số từ định lượng tần suất đưa tin của báo chí về bất ổn chính sách kinh tế với các cụm từ nhất định. Các cụm từ này được chia thành nhóm các cụm chính sách, nhằm phản ánh tổng thể về bất ổn chính sách kinh tế quốc gia trên các khía cạnh khác nhau. Đây cũng là chỉ tiêu được sử dụng nhiều để xây dựng chỉ số bất ổn chính sách kinh tế của nhiều quốc gia trên thế giới như Trung Quốc (Davis & cộng sự, 2019), Nhật (Arbatli & cộng sự, 2017), Đức (Grimme & Stöckli, 2018) hay Brazil (Ferreira & cộng sự, 2019). Chỉ số EPU đối với thế giới (GEPU) trong nghiên cứu này được xác định thông qua giá trị bình quân gia quyền của 16 quốc gia có tầm ảnh hưởng lớn trên thế giới của (Davis, 2016).

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu tại Việt Nam thông qua mô hình hồi quy tương tự như Chen & Chen (2024) như sau:

$$CrashRisk_{i,t} = \alpha + \beta EPU_t + \gamma X_{i,t-1} + \varphi_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$



Trong đó,  $CrashRisk_{i,t}$  là rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu  $i$  trong năm  $t$ , được xác định thông qua chỉ số  $NCSKEW_{i,t}$  hoặc  $DUVOL_{i,t}$ .  $EPU_t$  là giá trị logarit của chỉ số GEPU để đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới.  $X_{i,t}$  là các biến kiểm soát thể hiện đặc trưng của cổ phiếu  $i$  năm  $t$ , có thể tác động đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Tương tự như các nghiên cứu trước đây, tác giả sử dụng (1) biến trễ của  $NCSKEW_{i,t}$  hoặc  $DUVOL_{i,t}$  để kiểm soát có vấn đề tự tương quan hoặc nội sinh tiềm tàng trong mô hình; (2) quy mô doanh nghiệp (TA), là logarithm của vốn hoá doanh nghiệp, tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV), tỷ lệ giá trị sổ sách so với giá thị trường (BM) và tỷ lệ sinh lời (RET) do các doanh nghiệp có quy mô và tỷ lệ sinh lời trong quá khứ cao có thể ảnh hưởng đến rủi ro đảo chiều giá cổ phiếu (Hutton & cộng sự, 2009; Kim & cộng sự, 2011); (3) giá trị vòng quay cổ phiếu điều chỉnh (DTURN) được xác định bằng tỷ lệ khối lượng giao dịch trên số cổ phiếu lưu hành trừ đi giá trị bình quân trong năm gần nhất để kiểm soát mức độ khác nhau trong đánh giá cổ phiếu của nhà đầu tư; (4) tỷ lệ biến động của tỷ suất sinh lời cổ phiếu (SIGMA) thể hiện mức độ biến động của cổ phiếu trong năm (Xu & cộng sự, 2013). Mô hình (4) được ước lượng theo hiệu ứng cố định với  $\varphi_i$  và  $\tau_t$  là hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và theo thời gian để kiểm soát cho các tác động nội sinh riêng biệt của mỗi cổ phiếu và sự thay đổi theo thời gian có thể ảnh hưởng đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu.

### 3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Để đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, nghiên cứu sử dụng thông tin giao dịch và báo cáo tài chính của tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE từ 2013 tới 2022. Tương tự như các nghiên cứu trước, tác giả loại bỏ (1) cổ phiếu của các doanh nghiệp tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm); (2) cổ phiếu các doanh nghiệp bị hủy niêm yết trong khoảng thời gian nghiên cứu và (3) cổ phiếu với số tuần có kết quả giao dịch ít hơn 30 tuần. Tổng số cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu bao gồm 214 doanh nghiệp 19.270 quan sát.

Bảng 1 thể hiện thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình. Giá trị bình quân của NSKEW là -0,009 và DUVOL là -0,096. Độ lệch chuẩn của hai chỉ số này ở mức tương đối cao, ở giá trị 1,019 với NSKEW và 0,632 với DUVOL, cho thấy mức độ khác nhau đáng kể trong rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường Việt Nam. Giá trị bình quân của GEPU là 5,258, trong khi độ lệch chuẩn 0,356. Các cổ phiếu có tỷ lệ sinh lời bình quân là 0,103 với tỷ lệ biến động bình quân là 0,054. Tỷ lệ giá trị sổ sách trên thị giá bình quân ở mức 1,909 với tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản ở mức 6,5% và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản ở mức 46,7%.

**Bảng 1: Thống kê mô tả**

	Giá trị bình quân	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
NSKEW	-0,009	1,019	-4,016	-0,063	7,038
DUVOL	-0,096	0,632	-2,826	-0,107	5,477
GEPU	5,258	0,356	4,689	5,268	5,788
RET	0,103	0,482	-2,428	0,108	2,386
BM	1,909	1,602	-2,140	1,474	24,899
DTURN	0,004	0,081	-0,622	0,001	0,618
SIGMA	0,054	0,027	0,013	0,048	0,436
ROA	0,065	0,085	-0,996	0,051	0,784
TA	21,279	1,340	18,548	21,143	27,082
LEV	0,467	0,208	0,003	0,478	1,294

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình định lượng. Hai biến NSKEW và DUVOL có mức độ tương quan cao bởi cùng đo lường rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu. Hệ số tương quan giữa các biến giải thích trong mô hình ở mức thấp, cho thấy mô hình không xuất hiện vấn đề tự tương quan.

### 4. Kết quả mô hình nghiên cứu

**Bảng 2: Ma trận tương quan**

	NSKEW	DUVOL	EPU	RET	BM	DTURN	SIGMA	ROA	TA	LEV
NSKEW	1,000									
DUVOL	0,904	1,000								
EPU	0,076	0,047	1,000							
RET	-0,561	-0,527	-0,185	1,000						
BM	0,063	0,081	-0,319	-0,134	1,000					
DTURN	-0,138	-0,124	0,027	0,378	-0,105	1,000				
SIGMA	0,246	0,241	0,091	-0,067	0,020	0,101	1,000			
ROA	-0,099	-0,101	-0,034	0,185	-0,217	0,036	-0,266	1,000		
TA	0,006	-0,012	0,145	-0,053	-0,149	0,051	-0,164	-0,100	1,000	
LEV	-0,007	0,007	-0,048	0,039	0,069	0,051	0,098	-0,421	0,341	1,000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

#### 4.1. Mô hình cơ sở

Bảng 3 thể hiện kết quả hồi quy của mô hình (4) đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Hai cột (1) và (2) thể hiện kết quả hồi quy mà không có biến kiểm soát, trong khi cột (3) và (4) thể hiện kết quả hồi quy đầy đủ. Hệ số hồi quy của biến EPU là dương và có ý nghĩa thống kê đối với cả NSKEW và DUVOL ở cả bốn mô hình, cho thấy tác động cùng chiều của mức độ bất ổn chính sách kinh tế đối với rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu, ủng hộ giả thuyết 1. Tương tự như Jin & Myers (2006) và Hutton & cộng sự (2009), rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu cùng chiều với mức độ giao dịch và ngược chiều với tỷ lệ giá trị sổ sách trên thị giá.

**Bảng 3: Tác động của GEPU tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu**

	Biến phụ thuộc			
	NSKEW (1)	DUVOL (2)	NSKEW (3)	DUVOL (4)
NSKEW	-0,139*** (0,021)		-0,097*** (0,026)	
DUVOL		-0,138*** (0,021)		-0,092*** (0,025)
EPU	0,188*** (0,057)	0,064* (0,035)	0,288*** (0,075)	0,116** (0,047)
RET			0,048 (0,059)	0,019 (0,036)
BM			-0,189*** (0,022)	-0,118*** (0,014)
SIGMA			0,386 (0,982)	-0,577 (0,611)
ROA			0,080 (0,361)	-0,110 (0,225)
TA			-0,018 (0,034)	-0,007 (0,021)
LEV			-0,045 (0,195)	-0,098 (0,121)
DTURN			0,680** (0,273)	0,407** (0,170)
Số quan sát	2.560	2.560	2.315	2.315
R <sup>2</sup>	0,025	0,022	0,146	0,149

Chú thích: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

#### 4.2. Mô hình mở rộng

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng khối lượng giao dịch của cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi yếu tố niềm tin không đồng nhất của nhà đầu tư (Scheinkman & Xiong, 2003). Do vậy, để đánh giá giả thuyết 2, nhóm tác giả bổ sung biến kết hợp giữa EPU và khối lượng giao dịch của cổ phiếu (TURN) vào mô hình (4).

$$CrashRisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 EPU_t + \beta_2 EPU_t * TURN_{i,t} + \gamma X_{i,t-1} + \varphi_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

**Bảng 4: Tác động của GEPU tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu:  
Vai trò của khối lượng giao dịch**

	Biến phụ thuộc	
	NSKEW (1)	DUVOL (2)
NSKEW	-0,100*** (0,026)	
DUVOL		-0,098*** (0,025)
EPU	0,286*** (0,084)	0,092* (0,052)
EPU*TURN	0,820* (0,408)	0,857** (0,373)
Biến kiểm soát	YES	YES
Hiệu ứng cố định thời gian	YES	YES
Hiệu ứng cố định doanh nghiệp	YES	YES
Số quan sát	2.315	2.315
R <sup>2</sup>	0,151	0,155

Chú thích: \* $p < 0,1$ ; \*\* $p < 0,05$ ; \*\*\* $p < 0,01$

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 4 đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá của các cổ phiếu với khối lượng giao dịch khác nhau. Hệ số hồi quy của biến kết hợp EPU<sub>t</sub>\*TURN<sub>t</sub> mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê, tương ứng 0,820 với NSKEW và 0,857 với DUVOL. Điều này cho thấy, khi các yếu tố khác không đổi, tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu là lớn hơn với các cổ phiếu có sự bất đồng lớn hơn giữa các nhà đầu tư, thể hiện ở khối lượng giao dịch lớn hơn. Kết quả này ủng hộ giả thuyết 2 và cũng là phù hợp với đặc tính nhạy cảm thông tin của thị trường chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao.

Để đánh giá giả thuyết 3, nhóm tác giả bổ sung thêm 2 biến là EPU\_US và EPU\_CHN, thể hiện mức độ bất ổn chính sách kinh tế của Mỹ và Trung Quốc như sau:

$$CrashRisk_{i,t} = \alpha + \beta_1 EPU_{t-US} + \beta_2 EPU_{t-CHN} + \gamma X_{i,t-1} + \varphi_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

**Bảng 5: Tác động của EPU tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu: So sánh Mỹ và Trung Quốc**

	Biến phụ thuộc					
	NSKEW			DUVOL		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
NSKEW	-0,091*** (0,026)	-0,097*** (0,026)	-0,092*** (0,026)	-0,091*** (0,025)	-0,090*** (0,026)	-0,089*** (0,025)
EPU_US	0,400*** (0,106)		0,371** (0,146)	0,242*** (0,066)		0,331*** (0,090)
EPU_CHN		0,129*** (0,047)	0,018 (0,064)		0,041 (0,029)	-0,058 (0,039)
Biến kiểm soát	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Hiệu ứng cố định thời gian	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Bảng 5 cho thấy, ảnh hưởng khác nhau của bất ổn chính sách kinh tế tại hai quốc gia Mỹ và Trung Quốc tới rủi ro sụp đổ giá trên thị trường chứng khoán Việt Nam với tác động lớn hơn từ Mỹ, ủng hộ giả thuyết 3. Cụ thể, hệ số hồi quy của 2 biến EPU\_US và EPU\_CHN với biến phụ thuộc NSKEW và DUVOL cho thấy mức độ sụp đổ giá của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam phản ứng mạnh hơn trước những bất ổn trong chính sách kinh tế của Mỹ hơn so với Trung Quốc. Khi đưa cả hai chỉ số này vào mô hình hồi quy (3) và (5), chỉ có EPU\_US là vẫn duy trì giá trị dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy tác động dẫn dắt và trọng yếu của bất ổn chính sách kinh tế Mỹ tới Việt Nam so với Trung Quốc.

---

### 4.3. Thảo luận kết quả

Kết quả nghiên cứu cho thấy bất ổn chính sách kinh tế thể giới làm gia tăng rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trước đây như Jin & cộng sự (2019); Luo & Zhang (2020). Điều này cho thấy rằng khi mức độ bất ổn chính sách kinh tế thể giới gia tăng, các nhà đầu tư yêu cầu phần bù rủi ro cao hơn, khiến cho giá sụp đổ mạnh trong giai đoạn này để thể hiện mức tỷ suất sinh lời cao hơn trong tương lai (Pástor & Veronesi, 2013). Kết quả mô hình mở rộng cho thấy tác động này mạnh hơn ở các cổ phiếu có quy mô giao dịch lớn, thể hiện mức độ bất đồng ý kiến lớn hơn trong đánh giá cổ phiếu của các nhà đầu tư. Điều này phù hợp với tính chất và thực trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Vo & Phan (2017) chỉ ra rằng, thị trường chứng khoán Việt Nam có tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân cao, cùng xu hướng đầu tư theo đám đông, đặc biệt là trong các giai đoạn thị trường biến động mạnh. Điều này khiến cho các nhà đầu tư có xu hướng thực hiện hành vi đầu tư mua theo cảm xúc và có xu hướng đẩy giá cổ phiếu vượt quá mức trong ngắn hạn, dẫn đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu cao hơn trong tương lai.

Khi so sánh tác động của hai quốc gia là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam là Mỹ và Trung Quốc, kết quả cho thấy rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu chủ yếu chịu tác động lớn hơn từ bất ổn chính sách kinh tế tại Mỹ. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây, cho thấy vai trò lan truyền rủi ro của Mỹ đối với kinh tế thể giới nói chung cũng như Việt Nam nói riêng (Balli & cộng sự, 2021; Trung, 2019). Bất ổn chính sách kinh tế Mỹ có thể lan truyền rủi ro tới các quốc gia khác do tác động tiêu cực tới thương mại quốc tế và tỷ lệ lạm phát do sự thay đổi của tỷ giá (Bhattarai & cộng sự, 2020), làm đảo chiều các dòng vốn quốc tế (Salisu & cộng sự, 2022) hoặc chính sách tiền tệ quốc gia (Lakdawala & cộng sự, 2021).

### 5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu chỉ ra bất ổn chính sách kinh tế làm gia tăng rủi ro giảm giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, tác động này chủ yếu do hiệu ứng tâm lý của các nhà đầu tư cá nhân dẫn đến phản ứng tiêu cực khi có sự bất ổn trong chính sách kinh tế thể giới, đặc biệt là Mỹ, dẫn đến rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu cao hơn ở các cổ phiếu có mức độ giao dịch cao.

Nghiên cứu này đưa ra một số hàm ý như sau:

*Thứ nhất*, bất ổn chính sách kinh tế thể giới nên được xem như một nhân tố rủi ro mà nhà đầu tư cần xem xét để tối ưu hoá quyết định giao dịch, xây dựng danh mục và quản lý rủi ro.

*Thứ hai*, cơ quan quản lý cần theo dõi chặt chẽ những thay đổi trong chính sách kinh tế thể giới nhằm có những phản ứng phù hợp, đặc biệt là Mỹ.

*Thứ ba*, kết quả của nghiên cứu này cho thấy tác động của tâm lý và hành vi đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường Việt Nam. Do vậy, các cơ quan quản lý nên cân nhắc gia tăng tỷ lệ các nhà đầu tư tổ chức và chuyên nghiệp cũng giúp nâng cao tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam, tránh những rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu quá mức.

Nghiên cứu này còn tồn tại một số hạn chế có thể giải quyết ở các nghiên cứu trong tương lai. Thứ nhất, nghiên cứu sử dụng chỉ số EPU để đánh giá tác động của bất ổn chính sách kinh tế thể giới tới Việt Nam. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong tương lai có thể xây dựng và phát triển chỉ số EPU riêng cho Việt Nam để thực hiện đánh giá cụ thể hơn tác động từ những bất ổn nội tại của các chính sách kinh tế tại Việt Nam. Thứ hai, nghiên cứu mới chỉ đánh giá tác động của EPU tới thị trường chứng khoán, chưa thực hiện nghiên cứu tới các loại tài sản khác như thị trường trái phiếu hay bất động sản. Thứ ba, nghiên cứu chưa đánh giá và chỉ ra tác động của EPU tới rủi ro sụp đổ giá cổ phiếu tại các nhóm ngành kinh doanh khác nhau. Những hướng nghiên cứu này sẽ được đánh giá cụ thể hơn trong những nghiên cứu tương lai.

#### Ghi chú:

1. Các chỉ số này có thể được thu thập từ website <https://www.policyuncertainty.com>.



---

## Tài liệu tham khảo

- An, X., Wu, B., Dedahanov, A. T., & Sun, W. (2022), 'Episodes of extreme international capital inflows in emerging and developing economies: The role of global economic policy uncertainty', *Plos one*, 17(9), e0275249, doi:10.1371/journal.pone.0275249
- Arbatli, E. C., Davis, S. J., Ito, A., & Miake, N. (2017), *Policy uncertainty in Japan*, Retrieved from National Bureau of Economic Research
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016), 'Measuring economic policy uncertainty', *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636, doi:10.1093/qje/qjw024
- Ball, R. (2009), 'Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals', *Journal of Accounting Research*, 47(2), 277-323, doi:10.1111/j.1475-679X.2009.00325.x
- Balli, F., Hasan, M., Ozer-Balli, H., & Gregory-Allen, R. (2021), 'Why do US uncertainties drive stock market spillovers?', International evidence. *International Review of Economics & Finance*, 76, 288-301.
- Balli, F., Uddin, G. S., Mudassar, H., & Yoon, S.-M. (2017), 'Cross-country determinants of economic policy uncertainty spillovers', *Economics Letters*, 156, 179-183.
- Bhattarai, S., Chatterjee, A., & Park, W. Y. (2020), 'Global spillover effects of US uncertainty', *Journal of Monetary Economics*, 114, 71-89.
- Bloom, N. (2009), 'The impact of uncertainty shocks', *Econometrica*, 77(3), 623-685.
- Bloom, N. (2014), 'Fluctuations in uncertainty', *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-176.
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015), 'The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty', *Management Science*, 61(1), 3-18.
- Caggiano, G., Castelnuovo, E., & Figueres, J. M. (2020), 'Economic policy uncertainty spillovers in booms and busts', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 82(1), 125-155.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2015), 'Short interest and stock price crash risk', *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194.
- Cao, H., Coval, J., & Hirshleifer, D. (2002), 'Sidelined investors, trading-generated news, and security returns', *The Review of Financial Studies*, 15(2), 615-648.
- Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017), 'Stock liquidity and stock price crash risk', *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(4), 1605-1637.
- Chen, J., Jiang, F., & Tong, G. (2017), 'Economic policy uncertainty in China and stock market expected returns', *Accounting & Finance*, 57(5), 1265-1286.
- Chen, T.-H., & Chen, K.-S. (2024), 'The effect of investor attention on stock price crash risk', *Journal of Empirical Finance*, 75, 101456, doi:10.1016/j.jempfin.2023.101456
- Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017), 'Political uncertainty and IPO activity: Evidence from US gubernatorial elections', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2523-2564.
- Colak, G., Gounopoulos, D., Loukopoulos, P., & Loukopoulos, G. (2021), 'Political power, local policy uncertainty and IPO pricing', *Journal of Corporate Finance*, 67, 101907.
- Davis, S. J. (2016), *An index of global economic policy uncertainty*, Retrieved from <https://www.nber.org/papers/w22740>
- Davis, S., Liu, D., & Sheng, X. (2019), 'Economic policy uncertainty since China: The view from Mainland newspapers', *Paper presented at the SITE conference on the "Macroeconomics of Uncertainty and Volatility"*, August.
- Ferreira, P. C., Vieira, R. M. B., da Silva, F. B., & de Oliveira, I. C. (2019). Measuring Brazilian economic uncertainty. *Journal of Business Cycle Research*, 15, 25-40.
- Georgiadis, G., & Mehl, A. (2016), 'Financial globalisation and monetary policy effectiveness', *Journal of International Economics*, 103, 200-212.
- Grimme, C., & Stöckli, M. (2018), 'Measuring macroeconomic uncertainty in Germany', Paper presented at the CESifo Forum.

- 
- Gulen, H., & Ion, M. (2016), 'Policy uncertainty and corporate investment', *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018), 'Stock price crash risk: review of the empirical literature', *Accounting & Finance*, 58, 211-251, doi:10.1111/acfi.12278
- Hoài, N. T. (2023), 'Mối quan hệ giữa cảm xúc nhà đầu tư và biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 34, 4-20.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003), 'Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes', *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487-525, doi:10.1093/rfs/hhg006
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009), 'Opaque financial reports, R2, and crash risk', *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86, doi:10.1016/j.jfineco.2008.10.003
- Jacob, M., Wentland, K., & Wentland, S. A. (2022), 'Real effects of tax uncertainty: Evidence from firm capital investments', *Management Science*, 68(6), 4065-4089.
- Jens, C. E. (2017), 'Political uncertainty and investment: Causal evidence from US gubernatorial elections', *Journal of financial Economics*, 124(3), 563-579.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006), 'R2 around the world: New theory and new tests', *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292, doi:10.3386/w10453
- Jin, X., Chen, Z., & Yang, X. (2019), 'Economic policy uncertainty and stock price crash risk', *Accounting & Finance*, 58(5), 1291-1318.
- Kim, J.-B., Li, Y., & Zhang, L. (2011), 'CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes', *Journal of financial Economics*, 101(3), 713-730.
- Lakdawala, A., Moreland, T., & Schaffer, M. (2021), 'The international spillover effects of US monetary policy uncertainty', *Journal of International Economics*, 133, 103525.
- Lam, H. T., Trinh, H. K. B., Ngọc, B. T. H., Hoài, N. T. M., Nghĩa, P. T., & Mỹ, B. H. (2024), 'Chính sách kinh tế bất định, bất ổn giá dầu và tăng trưởng kinh tế Việt Nam', *VNU University of Economics and Business*, 4(1), 51-51.
- Lê, H. A. C., Ngô, S. N., & Nguyễn, T. M. H. (2018), 'Phản ứng của giá cổ phiếu đối với biến động chính sách kinh tế thế giới và chính sách tiền tệ tại Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(3), 05-22.
- Liu, L., & Zhang, T. (2015), 'Economic policy uncertainty and stock market volatility', *Finance Research Letters*, 15, 99-105.
- Loureiro, G., & Silva, S. (2022), 'Earnings management and stock price crashes post US cross-delistings', *International Review of Financial Analysis*, 82, 102215.
- Luo, Y., & Zhang, C. (2020), 'Economic policy uncertainty and stock price crash risk', *Research in International Business and Finance*, 51, 101112.
- Lý, T. T. H. (2020), 'Bất định chính sách kinh tế của Trung Quốc và nắm giữ tiền của các công ty thuộc khu vực Đông Nam Á', *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31, 25-50.
- Mei, D., Zeng, Q., Cao, X., & Diao, X. (2019), 'Uncertainty and oil volatility: New evidence', *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 525, 155-163.
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019), 'The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures', *Journal of accounting and Economics*, 67(1), 36-57.
- Nguyễn, T. M. H., & Ngô, S. N. (2019), 'Tác động của bất ổn chính sách kinh tế thế giới đến giá cổ phiếu: Nghiên cứu ở các nền kinh tế mới nổi khu vực Châu Á', *Tạp chí Khoa học Kinh tế*, 7(2), 67-77.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012), 'Uncertainty about government policy and stock prices', *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2013), 'Political uncertainty and risk premia', *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545.
- Salisu, A. A., Gupta, R., & Demirel, R. (2022), 'The financial US uncertainty spillover multiplier: Evidence from a GVAR model', *International Finance*, 25(3), 313-340.

- 
- Scheinkman, J. A., & Xiong, W. (2003), 'Overconfidence and speculative bubbles', *Journal of Political Economy*, 111(6), 1183-1220.
- Trung, L. H., Duy, P. C., & Anh, T. T. V. (2021), 'Ảnh hưởng của bất ổn chính sách kinh tế thế giới đến Việt Nam và một số khuyến nghị', *Tạp chí Ngân hàng*, 16, 2-10.
- Trung, N. B. (2019), 'The spillover effect of the US uncertainty on emerging economies: A panel VAR approach', *Applied Economics Letters*, 26(3), 210-216.
- Võ, X. V., & Phan, D. B. A. (2017), 'Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33-41.
- Wen, F., Xu, L., Ouyang, G., & Kou, G. (2019), 'Retail investor attention and stock price crash risk: evidence from China', *International Review of Financial Analysis*, 65, 101376, doi:10.1016/j.irfa.2019.101376
- Xu, N., Jiang, X., Chan, K. C., & Wu, S. (2017), 'Analyst herding and stock price crash risk: Evidence from China', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(3), 308-348.
- Xu, N., Jiang, X., Chan, K. C., & Yi, Z. (2013), 'Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China', *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, 217-239.
- Yang, M., Dong, D., & Xia, G. (2024), 'Risk disclosure and stock price crash risk: Evidence from Chinese listed firms', *Finance Research Letters*, 60, 104967, doi:10.1016/j.frl.2023.104967.