
PHÂN TÍCH HIỆU ỨNG BẤT CÂN XỨNG TIN TỨC ĐỐI VỚI CHỨNG CHỈ QUỸ ETF NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ E1VFN30 VÀ FUESSV50

Phạm Tuấn Anh

Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Bình Dương

Email: anh.pt@ktkt.edu.vn

Mã bài: JED-3034

Ngày nhận bài: 30/03/2026

Ngày nhận bài sửa: 29/04/2026

Ngày duyệt đăng: 19/05/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.3034

Tóm tắt

Trong bối cảnh thị trường chứng chỉ quỹ ETF tại Việt Nam đang còn sơ khai, đây là bài nghiên cứu đầu tiên áp dụng mô hình EGARCH và TARARCH để khám phá hiệu ứng bất cân xứng của một số chứng chỉ quỹ ETF niêm yết tiêu biểu tại Việt Nam (E1VFN30, FUESSV50). Thông qua việc thu thập giá cả hàng ngày của các chứng chỉ quỹ trên, bài nghiên cứu đã chỉ ra sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực với E1VFN30 và không tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức với FUESSV50 dựa trên kết quả từ mô hình phù hợp hơn TARARCH(1,1). Kết quả từ bài nghiên cứu là một gợi ý quan trọng cho nhà đầu tư trong việc tiếp cận sản phẩm tài chính dựa vào các chỉ số chứng khoán uy tín, và là định hướng cho cơ quan quản lý xây dựng thêm các bộ chỉ số chứng khoán chuyên đề, từ đó cung cấp thêm đa dạng các chứng chỉ quỹ ETF.

Từ khóa: EGARCH, hiệu ứng bất cân xứng tin tức, rủi ro, TARARCH, tỷ suất lợi nhuận của ETF.

Mã JEL: C12, C58, G23, O16, O53.

Analyzing the asymmetric effect of Vietnamese listed ETFs: Evidence from E1VFN30 and FUESSV50

Abstract

Given that the Vietnamese ETF market is still in its early stages of development, this is the first paper to use asymmetric GARCH models to report new evidence on the asymmetric effects of selected Vietnamese ETFs, namely E1VFN30 and FUESSV50. Using the daily dataset of these ETF prices and applying EGARCH(1,1) and TARARCH(1,1) models, the paper finds a strong positive asymmetric effect for E1VFN30 and no asymmetric effect for FUESSV50 under the better-fitting TARARCH(1,1) model. It implies that positive news has a higher impact on future asset volatility than negative shocks in the case of E1VFN30, and bad shocks and good news have the same influence on the volatility of FUESSV50. These findings are expected to provide practical guidance to investors on investing in financial products based on reliable benchmark indices and to offer valuable insights for setting more thematic indices, leading to the launch of diversified ETFs.

Keywords: Asymmetric effect, ETF return, EGARCH, TARARCH, volatility.

JEL Codes: C12, C58, G23, O16, O53.

1. Giới thiệu

Chứng chỉ quỹ hoán đổi danh mục (Exchange-Traded Fund - ETF) là sản phẩm tài chính hướng tới mục đích phục vụ cho nhà đầu tư thụ động. Tổng tài sản được quản lý từ các quỹ ETF toàn cầu đã tăng mạnh từ mức 1.000 tỷ USD năm 2009 lên 15.000 tỷ USD vào năm 2024, vượt qua cả các quỹ phòng hộ và quỹ đầu tư tư nhân. Dưới góc độ vĩ mô, thị trường chứng chỉ quỹ ETF trở thành một cấu phần quan trọng của hệ sinh thái tài chính hiện đại, góp phần ổn định hệ thống tài chính, giảm sự phụ thuộc vào các định chế tài chính lớn và các quỹ đầu tư rủi ro cao. Trên cơ sở so sánh với các kênh đầu tư khác, chứng chỉ quỹ ETF được xem là phù hợp với các nhà đầu tư thụ động không hiểu biết nhiều về tài chính vì giúp họ tiếp cận với danh mục đầu tư uy tín, có tính thanh khoản cao và đa dạng hóa với chi phí thấp (Forde & Marta, 2025). Thị trường chứng chỉ quỹ ETF tại Việt Nam được chính thức thành lập vào năm 2014, và tính đến hiện tại vẫn đang còn trong giai đoạn phát triển sơ khai. Sản phẩm này phù hợp với phần lớn các nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ thiếu hiểu biết chuyên sâu về tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù chứng chỉ quỹ ETF là một lựa chọn lý tưởng, nhưng vẫn tồn tại một số lo ngại của các nhà đầu tư về sự biến động giá cả của các chứng chỉ quỹ ETF bị tác động lớn hơn bởi các tin tức tiêu cực so với tích cực, tương tự như các phân tích trên tổng thể thị trường chứng khoán Việt Nam từ Hồ Thủy Tiên & cộng sự (2017), Phạm Tuấn Anh (2021). Vì vậy, mục tiêu của bài nghiên cứu là kiểm tra hiệu ứng bất cân xứng tin tức tác động đến sự biến động giá cả của các chứng chỉ quỹ ETF niêm yết tại Việt Nam.

E1VFN30 và FUESSV50 là 2 chứng chỉ quỹ được niêm yết từ những ngày đầu của thị trường chứng chỉ quỹ ETF Việt Nam, và được thiết lập dựa trên tài sản cơ sở là các chỉ số chứng khoán uy tín, lần lượt VN30 và VNX50. Đây là 2 chứng chỉ quỹ được lựa chọn để đảm bảo mức độ tin cậy trong phân tích vì độ dài phù hợp về mặt thời gian trong bộ dữ liệu. Các chứng chỉ quỹ ETF còn lại chưa đủ tính tin cậy trong phân tích chuỗi thời gian vì mới được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam sau năm 2020, dẫn đến kết quả nghiên cứu thiếu tính khách quan khi chuỗi thời gian không đủ dài và tâm lý nhà đầu tư bị tác động mạnh bởi các dư âm từ dịch COVID-19 và các bất ổn trên toàn cầu.

Nelson (1991), Rabemananjara & Zakoian (1993), và Glosten, Jagannathan & Runkle (1993) lần lượt đề xuất các mô hình GARCH bất cân xứng để chứng minh sự tồn tại của hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tiêu cực, tức tin xấu có ảnh hưởng lớn hơn đến sự biến động giá của các tài sản tài chính so với tin tốt. Nhiều bài nghiên cứu thực nghiệm cũng xác nhận kết quả này trên đa dạng các thị trường tài chính (Engle & Ng, 1993; Bekaert & Wu, 2000; Yu, 2005; Corsi & Reno, 2012; Choi & Richardson, 2016; Umar et al, 2023). Hồ Thủy Tiên & cộng sự (2017), và Phạm Tuấn Anh (2021) cũng áp dụng các mô hình GARCH bất cân xứng phù hợp để chỉ ra sự tồn tại của hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tiêu cực trên tổng thể thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, hiện chưa có bài nghiên cứu nào khám phá sự tồn tại của hiệu ứng bất cân xứng tin tức trên cơ sở sử dụng bộ dữ liệu của các chứng chỉ quỹ ETF niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Do đó, bài nghiên cứu được thực hiện nhằm lấp đầy khoảng trống thông qua các khía cạnh sau. Thứ nhất, đây là bài nghiên cứu đầu tiên phân tích hiệu ứng bất cân xứng tin tức trên thị trường chứng chỉ quỹ ETF niêm yết của Việt Nam. Mặc dù có nhiều bài nghiên cứu về chủ đề này tại các thị trường tài chính phát triển và mới nổi, nhưng bài báo nghiên cứu toàn diện hiệu ứng này đối với chứng chỉ quỹ ETF niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn nhiều hạn chế. Thứ hai, bài nghiên cứu đã cung cấp được góc nhìn khác biệt liên quan đến hiệu ứng bất cân xứng thông tin của chứng chỉ quỹ ETF niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể, bài nghiên cứu đã chỉ ra sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực với E1VFN30 và không tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức với FUESSV50. Kết quả từ bài nghiên cứu này hoàn toàn khác biệt so với trường hợp của các thị trường tài chính phát triển (Chen & Huang, 2010; Krause & Tse, 2013; Hussain & Chen, 2025), của các thị trường tài chính mới nổi (Krause & Tse, 2013; Chandrasekaran & Acharya, 2020) và tại thị trường chứng khoán Việt Nam (Hồ Thủy Tiên & cộng sự, 2017; Phạm Tuấn Anh, 2021).

Phần tiếp theo của bài nghiên cứu sẽ lần lượt trình bày chi tiết các nội dung gồm tổng quan nghiên cứu, mô tả bộ dữ liệu và đề xuất phương pháp nghiên cứu, kết quả nghiên cứu, và phần kết luận với các hàm ý

quản trị liên quan.

2. Tổng quan nghiên cứu

Hiệu ứng đòn bẩy tài chính (leverage effect) là một chủ đề nền tảng trong nghiên cứu tài chính. Khung lý thuyết nguyên thủy của hiệu ứng này đã chỉ ra cơ chế của mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ suất lợi nhuận hiện hành của tài sản tài chính và mức độ rủi ro trong tương lai (Black, 1976; Christie, 1982). Mở rộng hướng nghiên cứu, Nelson (1991), Rabemananjara & Zakoian (1993) và Glosten, Jagannathan & Runkle (1993) đề xuất khung lý thuyết để kiểm tra hiệu ứng bất cân xứng của tin tức (asymmetric effect) tác động đến mức độ rủi ro của các loại tài sản tài chính thông qua việc áp dụng các mô hình kinh tế lượng EGARCH, TARARCH và GARCH-M để khám phá ra tin tức tiêu cực có tác động mạnh hơn so với tin tức tích cực đến sự biến động của giá tài sản trong tương lai trên thị trường chứng khoán Mỹ. Engle & Ng (1993) và Bekaert & Wu (2000) cung cấp bằng chứng thực nghiệm để xác nhận kết quả tương tự trên thị trường tài chính Nhật Bản.

Yu (2005) và Corsi & Reno (2012) nâng cấp mô hình bất cân xứng này thông qua xem xét sự biến động giá tài sản tài chính theo khoảng thời gian liên tục và rời rạc, và chỉ ra rằng lợi nhuận âm của các tài sản tài chính có sự tương quan cao với mức độ rủi ro của các loại tài sản đó trong hiện tại, đặc biệt tác động trên vẫn duy trì trong khoảng thời gian dài. Mở rộng giả thuyết về hiệu ứng bất cân xứng tin tức trong cả xem xét về sự biến động của tổng tài sản công ty, Choi & Richardson (2016) đã khám phá ra tin tức tiêu cực có tác động mạnh hơn so với tin tức tích cực không những đến sự biến động giá cổ phiếu mà còn đến sự biến động giá trị tổng tài sản của công ty trên thị trường chứng khoán Mỹ.

Tương tự với kết quả nghiên cứu từ các thị trường tài chính phát triển, hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tiêu cực cũng được xác nhận tồn tại trên các thị trường tài chính mới nổi và cận biên như tại Pakistan (Umar & cộng sự, 2023) và trên tổng thể thị trường chứng khoán Việt Nam (Hồ Thủy Tiên & cộng sự, 2017; Phạm Tuấn Anh, 2021). Tuy nhiên, thông qua việc sử dụng mô hình bất cân xứng VECH-GJR, Chen & Anh (2020) tìm ra sự không tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức đến sự biến động của giá cổ phiếu và của giá trị tổng tài sản công ty trong trường hợp của Đài Loan.

Với sự xuất hiện trong thời gian gần đây của các sản phẩm chứng chỉ quỹ ETF, đã có một số bài nghiên cứu liên quan đến hiệu ứng bất cân xứng tin tức của sản phẩm tài chính tân tiến này. Bằng cách thu thập dữ liệu giá của các chứng chỉ quỹ ETF theo nhiều chỉ số chứng khoán, Chen & Huang (2010) đã khám phá được sự tồn tại của hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực tại Hàn Quốc và theo hướng tiêu cực tại Canada, Anh, Pháp, Đức, Nhật Bản, Đài Loan. Ngoài ra, Chen & Huang (2010) không cung cấp được bằng chứng thực nghiệm để xác nhận cho sự tồn tại của hiệu ứng bất cân xứng tin tức tại Hồng Kông và Singapore. Bên cạnh đó, hiệu ứng bất cân xứng thông tin theo hướng tiêu cực được xác nhận hiện diện tại phần lớn chứng chỉ quỹ ETF của Mỹ và Canada liên quan đến chỉ số đại diện chung cho thị trường chứng khoán và 4 ngành phổ biến là tài chính, năng lượng, công nghệ và vật liệu cơ bản (Krause & Tse, 2013), đối với chứng chỉ quỹ ETF và các chỉ số cơ sở tương ứng trong trường hợp của Ấn Độ (Chandrasekaran & Acharya, 2020), và đối với chỉ số NYSE COMPOSITE (DJ) và 15 chứng chỉ quỹ ETF liên quan đến ngành tài chính, công nghệ tài chính và công nghệ (Hussain & Chen, 2025).

Mặc dù có nhiều bài nghiên cứu về chủ đề hiệu ứng bất cân xứng tin tức tại các thị trường tài chính phát triển và đang phát triển, bài nghiên cứu này đóng góp vào tổng quan cơ sở lý thuyết hiện tại với tư cách là bài đầu tiên khám phá sự tồn tại của hiệu ứng bất cân xứng tin tức đối với các chứng chỉ quỹ ETF niêm yết tại thị trường tài chính đang xếp loại từ cận biên dịch chuyển dần sang mới nổi như Việt Nam.

Thông qua tổng quan nghiên cứu trước đây, kết quả chủ đạo là sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tiêu cực trên tổng thể thị trường chứng khoán nói chung và thị trường ETF nói riêng. Kết quả này phù hợp với khung lý thuyết từ Nelson (1991), Rabemananjara & Zakoian (1993) và Glosten, Jagannathan & Runkle (1993); và xuất hiện tại nhiều bài nghiên cứu thực nghiệm tại các thị trường phát triển (Engle & Ng, 1993; Bekaert & Wu, 2000; Yu, 2005; Chen & Huang, 2010; Corsi & Reno, 2012; Krause & Tse, 2013; Choi & Richardson, 2016; Hussain & Chen, 2025) cũng như tại các thị trường đang phát triển (Hồ Thủy Tiên & cộng sự, 2017; Chandrasekaran & Acharya, 2020; Phạm Tuấn Anh, 2021; Umar & cộng sự, 2023).

Vì vậy, bài nghiên cứu đề xuất các giả thuyết nghiên cứu như sau:

H1a: Hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tiêu cực tồn tại đối với chứng chỉ quỹ E1VFN30.

H1b: Hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tiêu cực tồn tại đối với chứng chỉ quỹ FUESSV50.

3. Dữ liệu và Phương pháp nghiên cứu

Thị trường giao dịch các sản phẩm chứng chỉ quỹ ETF tại Việt Nam được chính thức thành lập vào năm 2014. Thị trường hiện vẫn đang trong giai đoạn phát triển sơ khai, với phần lớn các chứng chỉ quỹ ETF được niêm yết trong thời gian gần đây. Để đảm bảo độ tin cậy trong phân tích, bài nghiên cứu quyết định lựa chọn 2 chứng chỉ quỹ ETF được niêm yết từ những ngày đầu là E1VFN30 và FUESSV50, với giá cả được thu thập hàng ngày trên trang cung cấp dữ liệu Investing.

Quy trình bài nghiên cứu bao gồm 3 bước chính như sau:

3.1. Bước 1: Kiểm định đơn vị và hiện tượng phương sai thay đổi

Biến tỷ suất lợi nhuận của chứng chỉ quỹ ETF (R_t) hàng ngày được đo lường bởi phần trăm thay đổi về giá cả của ngày giao dịch hiện tại so với ngày giao dịch liền kề trước đó.

$$R_t = \ln(P_t / P_{t-1}) \quad (1)$$

Trong đó, P_t và P_{t-1} lần lượt là giá cả chứng chỉ quỹ ETF vào thời điểm t và $t-1$

Bảng 1 trình bày kết quả về thống kê mô tả về tỷ suất lợi nhuận chứng chỉ quỹ ETF (R_t).

Bảng 1. Thống kê mô tả

ETF	Khung thời gian	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
E1VFN30	07/10/2014 – 30/06/2025	2.664	< 0,001	0,013	-0,070	0,070
FUESSV50	26/10/2017 – 30/06/2025	1.913	< 0,001	0,018	-0,070	0,070

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp

Kết quả từ Bảng 1 cho thấy tỷ suất lợi nhuận trung bình của các chứng chỉ quỹ ETF gần bằng 0%. Ngoài ra, các thông số của chứng chỉ quỹ ETF cũng thể hiện các đặc tính cơ bản của một thị trường cạnh tranh, tiệm cận lên mới nổi với mức độ biến động cao. Cụ thể, tỷ suất lợi nhuận nằm trong khoảng từ -7% đến 7%, với độ lệch chuẩn là 1,32% - 1,81%.

Bài nghiên cứu áp dụng kiểm định đơn vị (unit root test) của Dickey & Fuller (1979) để kiểm tra tính dừng của biến R_t . Với R_t tuân theo bước đi ngẫu nhiên với hệ số chặn và biến xu hướng thời gian t :

$$\Delta R_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta R_{t-1} + u_t \quad (2)$$

Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) đề xuất giả thiết H_0 là $\delta = 0$. Điều đó có nghĩa là tồn tại kiểm định đơn vị hoặc dữ liệu của các biến tồn tại hiện tượng không dừng. Ngược lại, nếu giả thiết H_0 bị bác bỏ, dữ liệu của các biến có tính dừng (giả thiết H_1 là $\delta < 0$).

Kiểm định Lagrange multiplier (LM) về sai số ARCH, được giới thiệu bởi McLeod & Li (1983), được sử dụng để kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi trong phần dư.

$$R_t = \beta_0 + u_t \quad (3)$$

Bài nghiên cứu sử dụng kiểm định LM về sai số ARCH với độ trễ là 3. Giả thiết H_0 là mô hình không có hiệu ứng ARCH. Bài nghiên cứu kỳ vọng sự tồn tại của hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình bất cân xứng GARCH, tương ứng với giả thiết H_0 bị bác bỏ.

Các thông số ước lượng từ mô hình GARCH bất cân xứng được xem là hiệu quả khi chuỗi dữ liệu tỷ suất lợi nhuận chứng chỉ quỹ ETF (R_t) có tính dừng và tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi.

3.2. Bước 2: Áp dụng mô hình EGARCH(1,1) và TARARCH(1,1)

Mô hình EGARCH(1,1) và TARARCH(1,1) được sử dụng để khám phá hiệu ứng bất cân xứng tin tức trên các chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50.

Phương trình của mô hình EGARCH (1,1) (Nelson, 1991) được trình bày như sau:

$$R_t = \beta_0 + u_t \quad (4a)$$

$$\ln(h_t) = \gamma_0 + \alpha * + \beta * \ln(h_{t-1}) + \lambda * \quad (4b)$$

Trong đó u_t tuân theo phân phối chuẩn với giá trị trung bình bằng 0 và phương sai h_t , α , β và λ lần lượt là hệ số ARCH, GARCH và bất cân xứng. Hiệu ứng bất cân xứng theo hướng tiêu cực sẽ tồn tại khi $\lambda < 0$.

Phương trình của mô hình TARCH (1,1) (Rabemananjara & Zakoian, 1993) được thể hiện như sau:

$$R_t = \beta_0 + u_t \quad (5a)$$

$$h_t = \gamma_0 + \alpha * u_{t-1}^2 + \beta * h_{t-1} + \lambda * D_{t-1} * u_{t-1}^2 \quad (5b)$$

Trong đó u_t tuân theo phân phối chuẩn với giá trị trung bình bằng 0 và phương sai h_t , α , β và λ lần lượt là hệ số ARCH, GARCH và bất cân xứng. Hiệu ứng bất cân xứng theo hướng tiêu cực sẽ tồn tại khi $\lambda > 0$.

3.3. Bước 3: Lựa chọn mô hình phù hợp

Bài nghiên cứu sử dụng tiêu chuẩn thông tin AIC (Akaike Information Criterion) làm thước đo để so sánh mức độ phù hợp hơn giữa 2 mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1) trong việc khám phá hiệu ứng bất cân xứng tin tức đối với chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50. Ngoài ra, tiêu chuẩn thông tin BIC (Bayesian Information Criterion) được sử dụng thêm để kiểm định độ bền vững (robustness check) về kết quả lựa chọn mô hình nghiên cứu. Mô hình được đánh giá là phù hợp hơn khi giá trị AIC và/hoặc BIC của mô hình đó nhỏ hơn giá trị tương ứng của mô hình còn lại (Akaike, 1987; Enders, 2015).

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bước đầu tiên, bài nghiên cứu tiến hành kiểm tra tính dừng của chuỗi tỷ suất lợi nhuận chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50, sau đó kiểm tra sự tồn tại của hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình. Bảng 2 trình bày kết quả về các kiểm định này.

Bảng 2. Kiểm định đơn vị và phương sai thay đổi

Nội dung A: Kiểm định đơn vị - ADF tại bậc 0 (tính dừng)		
Biến	Giá trị t-statistic	Giá trị p-value
R_E1VFN30***	-57,18	< 0,001
R_FUESSV50***	-49,75	< 0,001
Nội dung B: Kiểm định Lagrange với độ trễ là 3 (phương sai thay đổi)		
ETF	Giá trị ARCH-LM Chi-square	Giá trị p-value
E1VFN30	59,24	< 0,001
FUESSV50	107,57	< 0,001
Ghi chú: ***: dừng tại mức ý nghĩa thống kê 1%		

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Kết quả từ bảng 2 chỉ ra rằng các giả thiết H_0 của kiểm định đơn vị ADF và Lagrange đều bị bác bỏ vì giá trị p-value đều gần bằng 0. Vì vậy, biến tỷ suất lợi nhuận của chứng chỉ quỹ có tính dừng và tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình. Từ kết quả trên, các mô hình EGARCH và TARCH đáp ứng đủ các điều kiện để đo lường hiệu ứng bất cân xứng tin tức trên các chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50.

Bảng 3 cung cấp kết quả đo lường từ mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1) đối với chứng chỉ quỹ E1VFN30.

Bảng 3 thể hiện hiệu ứng ARCH và GARCH đều có tác động tới mức độ rủi ro của chứng chỉ quỹ E1VFN30 trong cả 2 mô hình. Ngoài ra, hệ số bất cân xứng (λ) của mô hình EGARCH(1,1), TARCH(1,1) lần lượt nhận giá trị dương và âm, và đều có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Vì vậy, hiệu ứng bất cân xứng theo hướng tích cực xảy ra đối với chứng chỉ quỹ E1VFN30. Điều này hàm ý rằng tin tức tích cực có mức độ ảnh hưởng lớn hơn đến mức độ biến động giá cả của chứng chỉ quỹ E1VFN30 so với tin tức tiêu cực.

Bảng 4 cung cấp kết quả đo lường từ mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1) đối với chứng chỉ quỹ còn lại là FUESSV50.

Tương đồng với kết quả từ Bảng 3, mức độ rủi ro của chứng chỉ quỹ FUESSV50 cũng bị tác động bởi hiệu ứng ARCH và GARCH trong cả 2 mô hình. Tuy nhiên, kết quả đo lường hiệu ứng bất cân xứng đối với

Bảng 3. Kết quả từ mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1) - E1VFN30

Nội dung A: EGARCH(1,1) - E1VFN30			
Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị p-value
C	0,0006***	< 0,001	< 0,001
Phương trình phương sai			
α	634,407***	53,262	< 0,001
β	-539,033***	166,307	0,001
λ	1,094***	0,081	< 0,001
Nội dung B: TARCH(1,1) - E1VFN30			
Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị p-value
C	0,0006***	< 0,001	0,005
Phương trình phương sai			
α	0,253***	0,029	< 0,001
β	0,741***	0,048	< 0,001
λ	-0,105***	0,029	< 0,001

Ghi chú: ***, **, *: lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

chứng chỉ quỹ này có sự khác biệt đáng kể giữa mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1). Cụ thể, mô hình EGARCH(1,1) xác nhận có sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực đối với chứng chỉ quỹ FUESSV50, tương tự với kết quả của E1VFN30 tại Bảng 3 nội dung A. Kết quả từ Bảng 4 nội dung B lại cho thấy hiệu ứng bất cân xứng không tồn tại đối với chứng chỉ quỹ FUESSV50 vì hệ số λ không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng tin tức tích cực và tiêu cực có mức độ ảnh hưởng tương đương nhau trong việc giải thích sự biến động giá cả của chứng chỉ quỹ FUESSV50.

Bảng 4. Kết quả từ mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1) - FUESSV50

Nội dung A: EGARCH(1,1) - FUESSV50			
Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị p-value
C	0,001**	< 0,001	0,016
Phương trình phương sai			
α	540,371***	46,121	< 0,001
β	-192,737***	73,292	0,009
λ	0,936***	0,065	< 0,001
Nội dung B: TARCH(1,1) - FUESSV50			
Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị p-value
C	0,001**	< 0,001	0,016
Phương trình phương sai			
α	0,442***	0,047	< 0,001
β	0,398***	0,029	< 0,001
λ	< 0,001	0,056	0,995

Ghi chú: ***, **, *: lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Cuối cùng, bài nghiên cứu tính toán giá trị tiêu chuẩn thông tin AIC và BIC để lựa chọn mô hình phù hợp hơn giữa EGARCH(1,1) và TARCH(1,1). Bảng 5 trình bày kết quả này.

Kết quả từ bảng 5 chỉ ra rằng mô hình TARCH(1,1) phù hợp hơn EGARCH(1,1) trong việc kiểm tra hiệu ứng bất cân xứng tin tức của chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50 do giá trị AIC và BIC của mô hình TARCH(1,1) đều lần lượt nhỏ hơn so với mô hình EGARCH(1,1). Vì vậy, kết quả nghiên cứu từ mô hình TARCH(1,1) được ưu tiên lựa chọn nhằm diễn giải hiệu ứng bất cân xứng thông tin của từng chứng chỉ quỹ.

Dựa trên kết quả nghiên cứu từ Bảng 3, 4 và 5, bài nghiên cứu đã bác bỏ giả thuyết H1a và H1b, tức là không tồn tại hiệu ứng bất cân xứng theo hướng tiêu cực đối với chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50 dựa trên mô hình phù hợp hơn TARCH(1,1). Cụ thể, kết quả nghiên cứu chỉ ra sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực đối với E1VFN30 và không tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức đối với

Bảng 5. Giá trị AIC và BIC của mô hình EGARCH(1,1) và TARCH(1,1)

Nội dung A: Giá trị AIC		
	EGARCH(1,1)	TARCH(1,1)
AIC (E1VFN30)	-15.812,71	-15.838,33
AIC (FUESSV50)	-10.310,74	-10.360,92
Nội dung B: Giá trị BIC		
	EGARCH(1,1)	TARCH(1,1)
BIC (E1VFN30)	-15.783,28	-15.808,90
BIC (FUESSV50)	-10.282,96	-10.333,14

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

FUESSV50. Các kết quả này hoàn toàn khác biệt so với kết quả tương ứng tại các thị trường tài chính phát triển (Chen & Huang, 2010; Krause & Tse, 2013; Hussain & Chen, 2025), và tại các thị trường tài chính mới nổi (Krause & Tse, 2013; Chandrasekaran & Acharya, 2020). Đặc biệt hơn, kết quả này cũng trái ngược so với trường hợp tổng thể trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ nghiên cứu của Hồ Thủy Tiên & cộng sự (2017) và Phạm Tuấn Anh (2021). Một cách tổng quát, động lực giá cả của chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50 ít nhạy cảm với các cú sốc hơn so với của chỉ số chung trên thị trường chứng khoán Việt Nam là VN-Index.

Cấu phần của các tài sản cơ sở hình thành nên chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50 là một lời giải thích thuyết phục cho các kết quả nghiên cứu trên. Cụ thể, chỉ số VN30 là tập hợp của 30 cổ phiếu uy tín, có vốn hóa lớn và thanh khoản tốt được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và chỉ số VNX50 là tập hợp của 50 cổ phiếu có giá trị vốn hóa, tính thanh khoản và tỷ lệ tự do chuyển nhượng hàng đầu, được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Chỉ số VN30 và VNX50 là những chỉ số chứng khoán có mức độ uy tín cao trong mắt nhà đầu tư vì là tập hợp của những cổ phiếu hàng đầu, kết hợp với việc các chỉ số này luôn được rà soát định kỳ nhằm loại bỏ những cổ phiếu không còn đạt tiêu chuẩn và được thay bằng các cổ phiếu tốt. Trong khi đó, VN-Index là chỉ số đại diện cho thị trường chứng khoán Việt Nam, gồm tập hợp đa dạng các loại cổ phiếu với mức chất lượng khác nhau. Ngoài ra, đa dạng các sản phẩm tài chính được hình thành từ tài sản cơ sở là chỉ số VN30 và VNX50 luôn thu hút được sự quan tâm và ưu tiên nắm giữ trung và dài hạn từ các nhà đầu tư trong và ngoài nước, ít bị bán ra trong ngắn hạn (Nguyen-Trang & cộng sự, 2025), cũng khiến cho mức độ biến động giá cả của chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50 ít nhạy cảm với các tin xấu hơn so với chỉ số chung VN-Index.

5. Kết luận và hàm ý

Tóm lại, bài nghiên cứu đã áp dụng mô hình EGARCH và TARCH để kiểm tra hiệu ứng bất cân xứng tin tức đối với các chứng chỉ quỹ E1VFN30 và FUESSV50. Kết quả từ mô hình phù hợp hơn TARCH(1,1) đã chỉ ra sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực đối với E1VFN30 và không tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức đối với FUESSV50. Kết quả nghiên cứu từ Hồ Thủy Tiên & cộng sự (2017) và Phạm Tuấn Anh (2021) cho thấy sự biến động của chỉ số đại diện cho thị trường chứng khoán Việt Nam (VN-Index) nhạy cảm với các tin xấu nhiều hơn so với trường hợp của các chứng chỉ quỹ được hình thành từ chỉ số VN30 và VNX50.

Kết quả nghiên cứu trên đã nhấn mạnh mức độ quan trọng của việc thiết lập các chỉ số chứng khoán uy tín và cung cấp định hướng dành cho nhà đầu tư. Cụ thể, nhà đầu tư cần cân nhắc đầu tư vào các chứng chỉ quỹ uy tín là E1VFN30 và FUESSV50 dựa trên khía cạnh phản ứng về giá đối với các tin tức trên thị trường. Trong đó, E1VFN30 hay các chứng chỉ quỹ ETF khác được hình thành từ chỉ số VN30 cần được ưu tiên đầu tư hơn vì sự tồn tại hiệu ứng bất cân xứng tin tức theo hướng tích cực.

Bài nghiên cứu cũng kỳ vọng đóng góp được những góc nhìn quý báu dành cho các cơ quan quản lý trong việc xem xét thiết lập thêm đa dạng các chỉ số chứng khoán chuyên đề có mức độ uy tín cao, dẫn đến việc giới thiệu ra thị trường nhiều sản phẩm chứng chỉ quỹ dựa vào tài sản cơ sở là các chỉ số đến từ những ngành nghề như ngân hàng, công nghệ hay theo chủ đề cụ thể như chỉ số tập hợp các cổ phiếu được nhà đầu tư nước ngoài đặc biệt quan tâm, phát triển bền vững.

Bài nghiên cứu tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, bài nghiên cứu chỉ mới kiểm tra hiệu ứng bất cân xứng tin tức của 2 chứng chỉ quỹ ETF vì các chứng chỉ quỹ còn lại chưa tạo đủ độ tin cậy của dữ liệu khi chỉ mới niêm yết thời gian gần đây tại Việt Nam. Thứ hai, bài nghiên cứu chưa xem xét thêm các biến kiểm soát hoặc yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến biến động lợi nhuận của chứng chỉ quỹ ETF. Các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng xem xét hiệu ứng này đối với đa dạng chứng chỉ quỹ ETF khi chuỗi thời gian của dữ liệu đủ tin cậy, và phân tích thêm vai trò của các biến kiểm soát hoặc yếu tố vĩ mô trong mô hình.

Lời thừa nhận/cảm ơn: Nghiên cứu được tài trợ bởi Trường Đại học Kinh tế - Kỹ Thuật Bình Dương với mã số đề tài BETU-RP-NCKH24GV008.”

Tài liệu tham khảo

- Akaike, H. (1987). Factor analysis and AIC. *Psychometrika*, 52(3), 317-332. <https://doi.org/10.1007/BF02294359>
- Bekaert, G. & Wu, G. (2000). Asymmetric Volatility and Risk in Equity Markets. *Review of Financial Studies*, 13(1), 1-42. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.1.1>
- Black, F. (1976). Studies of stock market volatility changes. *Proceedings of the American Statistical Association, Business and Economic Statistics Section*, 177-181.
- Chandrasekaran, B., & Acharya, R. H. (2020). A study on volatility and return spillover of exchange-traded funds and their benchmark indices in India. *Managerial Finance*, 46(1), 19–39. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2019-0025>
- Chen, A.S. & Anh, P.T. (2020). The firm's asset volatility, effective tax rate and leverage effect: Evidence from Taiwan. *Investment Analysts Journal*, 49(1), 16-33. <https://doi.org/10.1080/10293523.2019.1707457>
- Chen, J.-H., & Huang, C.-Y. (2010). An analysis of the spillover effects of exchange-traded funds. *Applied Economics*, 42(9), 1155–1168. <https://doi.org/10.1080/00036840701721182>
- Choi, J. & Richardson, M. (2016). The volatility of a firm's assets and the leverage effect. *Journal of Financial Economics*, 121(2), 254-277. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.05.009>
- Christie, A.A. (1982). The stochastic behavior of common stock variances. *Journal of Financial Economics*, 10(4), 407-432. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(82\)90018-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(82)90018-6)
- Corsi, F. & Reno, R. (2012). Discrete-time volatility forecasting with persistent leverage effect and the link with continuous-time volatility modeling. *Journal of Business and Economic Statistics*, 30(3), 368-380. <https://doi.org/10.1080/07350015.2012.663261>
- Dickey, D.A. & Fuller, W.A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427-431. <https://doi.org/10.2307/2286348>
- Enders, W. (2015). *Applied Econometric Time Series (4th ed.)*. John Wiley & Sons, New York, USA.
- Engle, R.F. & Ng, V.K. (1993). Measuring and testing the impact of news on volatility. *Journal of Finance*, 48(5), 1749-1778. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05127.x>
- Forde, C.C. & Marta, T. (2025). ETF effects: The role of primary versus secondary market activities. *Journal of Financial Markets*, 75, 100983. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2025.100983>
- Glosten, L.R., Jagannathan, R. & Runkle, D.E. (1993). On the relation between the expected value and the volatility of the nominal excess returns on stocks. *Journal of Finance*, 48(5), 1779-1801. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05128.x>
- Hồ Thủy Tiên, Hồ Thu Hoài & Ngô Văn Toàn (2017). Mô hình hóa biến động thị trường chứng khoán: Thực nghiệm từ Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học quốc gia Hà Nội: Kinh tế và Kinh doanh*, 33(3), 21-31.

-
- Hussain, S., & Chen, J.-H. (2025). The spillover and leverage effects and trading volume of FinTech Exchange-Traded Funds. *Investment Analysts Journal*, 54(2), 139–166. <https://doi.org/10.1080/10293523.2024.2379097>
- Krause, T., & Tse, Y. (2013). Volatility and return spillovers in Canadian and U.S. industry ETFs. *International Review of Economics & Finance*, 25, 244–259. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.009>
- McLeod, A.I. & Li, W.K. (1983). Diagnostic checking ARMA time series models using squared-residual autocorrelations. *Journal of Time Series Analysis*, 4(4), 269–273. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9892.1983.tb00373.x>
- Nelson, D.B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: a new approach. *Econometrica*, 59(2), 347–370. <https://doi.org/10.2307/2938260>
- Nguyen-Trang, T., Lethi-Thu, T., & Vo-Van, T. (2025). Interval-Valued Time Series Prediction for Vietnam Stock Indicators Based on Ensemble Long Short-Term Memory Networks. *Computational Economics*. <https://doi.org/10.1007/s10614-025-10924-1>
- Phạm Tuấn Anh (2021). Phân tích hiệu ứng bất cân xứng của tin tức trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công Thương*, 15, 444–449.
- Rabemananjara, R. & Zakoian, J.M. (1993). Threshold ARCH models and asymmetries in volatility. *Journal of Applied Econometrics*, 8(1), 31–49. <https://doi.org/10.1002/jae.3950080104>
- Umar, M., Mirza, N., Rizvi, S.K.A & Furquan, M. (2023). Asymmetric volatility structure of equity returns: Evidence from an emerging market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87(2023), 330–336. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.04.016>
- Yu, J. (2005). On leverage in a stochastic volatility model. *Journal of Econometrics*, 127(2), 165–178. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.08.002>