
ĐO LƯỜNG TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ TÂM LÝ TỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Nhung

Khoa Tài chính Ngân hàng – Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Email: ntnhung@ueb.edu.vn

Trần Thị Vân Anh

Khoa Tài chính Ngân hàng – Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Email: anhdhqc@gmail.com

Hoàng Bảo Ngọc

Khoa Tài chính Ngân hàng – Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Email: ngochb@vnu.edu.vn

Mã bài: JED - 071020

Ngày nhận: 07/10/2020

Ngày nhận bản sửa: 30/12/2020

Ngày duyệt đăng: 05/7/2021

Tóm tắt:

Bài báo nghiên cứu tác động của các yếu tố tâm lý lên thị trường chứng khoán tại Việt Nam thông qua phân tích giá và khối lượng giao dịch của 30 cổ phiếu thuộc chỉ số VN30 giai đoạn từ khi VN30 được công bố vào ngày 06/02/2012 tới ngày 31/07/2020. Kết quả cho thấy không có bằng chứng về tác động của tính hợp lý trong đầu tư và tâm lý quá tự tin lên khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong khi tác động của tâm lý bi quan và tâm lý lạc quan là thuận chiều. Đặc biệt, khối lượng giao dịch chịu ảnh hưởng lớn nhất của tâm lý bi quan. Ngoài ra, dựa trên phân tích Monte Carlo trên phần mềm JMP, bài viết đã minh họa độ nhạy của khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam trước những thay đổi của từng cặp yếu tố tâm lý trên thị trường, đặc biệt là cặp yếu tố tâm lý bi quan và lạc quan.

Từ khóa: Tâm lý của nhà đầu tư, nhà đầu tư hợp lý, nhà đầu tư lạc quan, nhà đầu tư bi quan, nhà đầu tư quá tự tin, thị trường chứng khoán tại Việt Nam.

JEL codes: G40, G41

Measuring impact of psychological factors on stock market in vietnam

Abstract:

This article investigates impacts of psychological factors on stock market in Vietnam by analysing trading prices and volume of individual stocks listed on the VN30 Index from 06/02/2012 to ngày 31/07/2020. The research results show no evidence about the effect of rationality (RatExpect) and overconfidence (Overconf) on the trading volume but other psychological factors, including optimistic (Optim) and Pessimism (Pessim) experience a positive impact on trading volume. In particular, trading volume on the stock market in Vietnam is highly driven by investors' pessimistic bias. In addition, based on the Monte Carlo analysis executed by JMP software, the article successfully illustrates the volume sensitivity to the couple of input variables, especially to pessimism and optimistic factors.

Keywords: Psychological factors, rational investors, optimistic investors, pessimistic investors, overconfident investors, stock market in Vietnam.

JEL codes: G40, G41

1. Đặt vấn đề

Dữ liệu từ Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam cho thấy số lượng tài khoản của các nhà đầu tư cá nhân có tỷ lệ áp đảo trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tính đến ngày 30 tháng 4 năm 2020, số lượng tài khoản giao dịch trong nước đạt 2.439.409, trong đó tài khoản giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân là 2.428.985 so với 10.424 tài khoản của các nhà đầu tư tổ chức. Các nhà đầu tư cá nhân chủ yếu là những nhà đầu tư nghiệp dư, mức độ đa dạng hóa danh mục đầu tư thấp, quy mô và khối lượng giao dịch nhỏ do có ít vốn và không có thời gian để theo dõi những biến động của thị trường. Họ thường không có chiến lược đầu tư dài hạn và không tuân theo các triết lý đầu tư cụ thể, vì vậy dễ bị tổn thương và bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố tâm lý. Theo Nguyễn Đức Hiền & cộng sự (2012), các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam thường có những kỳ vọng thiên lệch về giá cổ phiếu, như những hành vi sợ rủi ro (loss aversion), thể hiện ở xu hướng giữ những cổ phiếu xuống giá lâu hơn trong khi lại bán ra các cổ phiếu tăng giá ngay khi chúng mang lại lợi nhuận tương đối nhỏ. Đặc biệt, hành vi bầy đàn được biểu hiện ở mạnh nhất khi thị trường có xu hướng giảm điểm.

Trong bối cảnh của Việt Nam thì tác động của các yếu tố tâm lý đến thị trường chứng khoán những năm vừa qua là rất phức tạp, dẫn đến những hậu quả tiêu cực đe dọa tới sự ổn định kinh tế vĩ mô và an ninh tài chính. Tuy nhiên, cho đến nay, các nghiên cứu về tác động của tâm lý nhà đầu tư tới thị trường chứng khoán còn rất ít, đặc biệt là các nghiên cứu định lượng.

Khoảng trống nghiên cứu và tính cấp thiết về mặt thực tiễn nêu trên đã thúc đẩy nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu định lượng về tác động của các yếu tố tâm lý tới thị trường chứng khoán Việt Nam. Mục đích của bài viết là đo lường tác động của sự hợp lý trong đầu tư (*Rationality*) và nhóm yếu tố thuộc về tâm lý sai lệch đến khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên cơ sở kế thừa nghiên cứu của Dhaoui & cộng sự (2013), bài viết tập trung vào *tính hợp lý trong đầu tư* và 03 yếu tố tâm lý sai lệch, bao gồm: (i) Tâm lý quá tự tin (*Overconfidence*), (ii) Tâm lý lạc quan (*Optimistic*) và (iii) Tâm lý bi quan (*Pessimistic*), sau đó sử dụng phương pháp hồi quy tuyến tính trên SPSS 20. Ngoài ra, sử dụng phân tích Monte Carlo trên phần mềm JMP bài viết xác định độ nhạy của khối lượng giao dịch trước những thay đổi của các yếu tố tâm lý.

Bài viết bao gồm 5 phần, trong đó phần 1 là phần đặt vấn đề. Phần 2 cung cấp tổng quan tình hình nghiên cứu về tài chính hành vi và các yếu tố tâm lý chính của các nhà đầu tư cá nhân. Phần 3 là phương pháp luận. Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Phần 5 thảo luận kết quả nghiên cứu và kết luận.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Lý thuyết thị trường hiệu quả vốn là cơ sở của các mô hình, chiến lược cũng như chính sách theo quan điểm tài chính truyền thống (Jasman & Zamri, 2016), dựa vào nguyên tắc mọi hành xử lý trí đều có chung mục đích tối đa hóa lợi ích và các tài sản tài chính được định giá hợp lý do phản ánh chính xác và đầy đủ các thông tin thị trường (Toma, 2015). Tuy nhiên, cũng đã xuất hiện nhiều tranh luận gay gắt về lý thuyết này (Ackert & Deaves, 2010; Shefrin, 2007), đặc biệt trong bối cảnh tồn tại những khoảng cách lớn giữa lý thuyết và thực tiễn, các lý thuyết tài chính truyền thống bị giảm hiệu quả đã dẫn tới sự xuất hiện một lý thuyết tài chính mới là tài chính hành vi.

Tài chính học hành vi là tổng hợp của nhiều ngành khoa học khác nhau như tài chính học, tâm lý học, xã hội học (Ricciardi & Simon, 2000). Tài chính học hành vi sử dụng các lý thuyết cơ bản dựa trên tâm lý con người để giải thích những bất thường trên thị trường. Theo định nghĩa của Goldberg & Von Nitzsch (1999), tài chính hành vi là lý thuyết về thị trường tài chính mà trong đó các cá nhân chỉ hành động hợp lý trong một khuôn khổ nhất định. Thaler (1999) chỉ ra rằng là sự tích hợp của kinh tế học và lý thuyết tài chính cổ điển, tài chính hành vi cố gắng bổ sung các lý thuyết tài chính tiêu chuẩn khi đưa các yếu tố tâm lý vào quá trình ra quyết định (Ritter, 2003).

2.1. Các loại yếu tố tâm lý chính của các nhà đầu tư

Để lý giải các quyết định của nhà đầu tư, các nghiên cứu trước đây tập trung chủ yếu vào một số loại yếu tố tâm lý chính. Mỗi yếu tố tâm lý có khái niệm và các hình thái biểu hiện riêng biệt. Cụ thể như sau:

Tâm lý quá tự tin (Overconfidence): Một nhà đầu tư có tâm lý quá tự tin thường đánh giá cao bản thân hơn những gì người khác đánh giá và họ thường phóng đại những hiểu biết của mình (Trivers, 1991). Các nhà đầu tư tự tin quá mức thường đánh giá thấp phương sai của các tài sản có rủi ro hoặc đánh giá quá cao tính chính xác của chúng (Baker & Nofsinger, 2011), dẫn tới việc họ thường giao dịch nhiều hơn các nhà đầu tư khác (Wang, 1998; Glaser & Weber, 2007; Liu & Du, 2016).

Tâm lý sợ thua lỗ (Loss aversion bias) chỉ ra rằng nhà đầu tư không đánh giá lãi và lỗ theo cùng một cách thức, thay vì đó họ sử dụng lãi làm tiêu chí đưa ra quyết định hơn là lỗ vì họ luôn luôn muốn tránh rủi ro liên quan tới lỗ (Bouteska & Regaieg, 2017). Nhà đầu tư có tâm lý sợ thua lỗ thường chốt lời rất nhanh bằng việc bán các chứng khoán ngay lập tức khi giá có lợi cho mình, dù có thể thị trường hoặc cổ phiếu không hề có tin xấu. Tâm lý sợ thua lỗ ảnh hưởng tới quyết định mua và bán chứng khoán của nhà đầu tư, chủ yếu là khuynh hướng đầu tư ngắn hạn và giao dịch nhiều, đặc biệt khi có các đợt giảm giá đột ngột.

Sự lệch lạc do quen thuộc (Availability bias) hay sử dụng các quy tắc sẵn có khi nhà đầu tư hy vọng rằng kết quả một chuỗi các sự kiện được tạo ra bởi một quá trình ngẫu nhiên có thể đại diện cho một sự chắc chắn sẽ xảy ra (Tversky & Kahneman, 1974). Khi nhà đầu tư có thiên kiến do tình huống điển hình thì họ có xu hướng không quan tâm nhiều đến những nhân tố dài hạn, mà đặt nhiều quan tâm đến những tình huống điển hình ngắn hạn. Họ thường đặt trọng tâm quá nhiều vào thông tin về các tình huống hiện tại mà bỏ qua hay không đặt nặng sự cần thiết phải sử dụng những kiến thức trước đây (Liu & Du, 2016). Theo Baker & Nofsinger (2011), có hai cách tiếp cận để đo lường sự lệch lạc do quen thuộc: (i) Tiếp cận dựa vào mô hình trên cơ sở một phiên bản của ICAPM; (ii) Tiếp cận dựa vào dữ liệu trong đó các tỷ trọng của danh mục tối ưu hoá được rút ra từ tiến trình tối ưu hoá giá trị trung bình – phương sai.

Lệch lạc không muốn thay đổi (status quobias) là tâm lý không muốn thay đổi những hành vi đã được thiết lập trừ khi động lực cho sự thay đổi trở nên hấp dẫn. Nói cách khác, nhà đầu tư mong muốn giữ nguyên mọi thứ như cũ. Trong trường hợp buộc phải thay đổi, họ mong muốn thay đổi càng ít càng tốt.

Tâm lý bảo thủ (Conservatism): Những nhà đầu tư có tâm lý bảo thủ có xu hướng chậm phản ứng với những thay đổi của nền kinh tế và gắn nhận định của mình với tình hình chung trong một giai đoạn dài hạn trước đó. Cụ thể, khi có tin nền kinh tế suy giảm, nhà đầu tư có tâm lý bảo thủ cho rằng kinh tế kém đi chỉ là tạm thời và sẽ tiếp tục đi lên trong dài hạn mà không nhận thấy rằng đây có thể là tín hiệu bắt đầu cho một chu kỳ suy thoái nhiều năm. Mặt khác, tâm lý này cũng làm cho các nhà đầu tư khá bảo thủ trong việc tiếp nhận những bằng chứng mới làm thay đổi nhận định của họ (Edwards, 1968).

Tâm lý lạc quan (Optimistic) liên quan tới sự quá tự tin nhưng có những điểm khác biệt cơ bản. Nếu sự tự tin quá mức liên quan đến việc xác định một tỷ trọng quá cao cho những thông tin riêng và tin tưởng quá mức vào kỹ năng cá nhân, thì sự lạc quan xuất phát từ sự quá tự tin liên quan đến niềm tin rằng các sự kiện sẽ xảy ra trong tương lai thì tốt đẹp (Dhaoui & cộng sự, 2013).

Tâm lý bi quan (Pessimistic): Loại tâm lý này liên quan tới tâm lý sợ thất bại, xuất phát từ sự lo lắng thất bại liên quan đến niềm tin rằng các sự kiện sẽ xảy ra trong tương lai không tốt đẹp (Dhaoui & cộng sự, 2013). Ngoài ra, các nhà đầu tư bi quan có nhiều ác cảm với rủi ro và họ sẽ giảm giao dịch khi họ nhận ra rằng kết quả sẽ là tiêu cực. Tuy nhiên, họ cũng không tăng giao dịch khi nhận thấy lợi nhuận bất thường.

Tâm lý đám đông (Herding) hay hiệu ứng bầy đàn thể hiện hành vi của các nhà đầu tư và các nhà quản lý quỹ có thể chấp nhận một chiến lược đầu tư rủi ro trên thị trường mà không thu thập thông tin đầy đủ chỉ vì nhiều nhà đầu tư khác làm như vậy (Bikhchandani & Sharma, 2000). Nhiều nhà đầu tư sao chép hành vi của các nhà đầu tư khác một cách máy móc và đôi khi hoàn toàn phi lý (Economou & cộng sự, 2016; Bensaïda, 2017; Kabir & Shakur, 2018).

Theo Theo Baker & Nofsinger (2011), tâm lý lệch lạc không muốn thay đổi và tâm lý bảo thủ được xếp vào nhóm hành vi tính ì (*Inertia*), trong khi đó tâm lý lạc quan và bi quan được xếp vào nhóm tự lừa dối mình (*Self-Deception*) và tâm lý đám đông thuộc nhóm hành vi tác động tình cảm (*Affect*).

2.2. Tác động của các yếu tố tâm lý tới thị trường chứng khoán

Ciccone (2003) cho rằng cảm xúc và hành vi của nhà đầu tư đóng vai trò quan trọng trên thị trường chứng khoán. *Đầu tiên phải kể đến các nghiên cứu chứng minh mối quan hệ chặt chẽ giữa những biến động bất thường về giá và khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán với các hành động dưới mức hoặc thái quá - chủ yếu được dẫn dắt bởi tâm lý bi quan, lạc quan và quá tự tin của nhà đầu tư* như các nghiên cứu của De Bondt & Thaller (1985, 1987), Barberis & cộng sự (1998) và Daniel & cộng sự (1998). Tương tự, Chuang & cộng sự (2010) cũng cho rằng những nhà đầu tư quá tự tin và lạc quan sẽ giao dịch không hợp lý và hành động không hợp lý của họ có thể dẫn đến những biến động bất thường về khối lượng giao dịch cũng như lợi suất cổ phiếu và giá của chứng khoán.

Dickinson & Oxoby (2011) thực hiện một thí nghiệm để điều tra tác động lan tỏa của tâm lý lạc quan và tâm lý bi quan. Họ khai thác sự bất hòa về nhận thức hình thành tâm lý lạc quan và bi quan bằng cách phân công ngẫu nhiên với yêu cầu đạt kết quả cao và thấp cho mỗi nhiệm vụ và để cho các cá nhân tham gia vào

một trò chơi tối hậu thư. Kết quả cho thấy các đối tượng bị quan có mức đề nghị tối thiểu có thể chấp nhận được thấp hơn đáng kể, mặc dù sự bị quan được tạo ra ngẫu nhiên trong một môi trường không liên quan. Nghiên cứu của họ cho thấy các tác động lan tỏa quan trọng về mặt hành vi và kinh tế.

Bouteska & Regaieg (2017) điều tra tác động của hai khuynh hướng hành vi (bao gồm ngại rủi ro và quá tự tin) đối với hiệu quả hoạt động của các công ty Mỹ. Nghiên cứu sử dụng 6.770 quan sát chính xác tại các công ty dịch vụ và công nghiệp được bảo hiểm của Hoa Kỳ giai đoạn 2006-2016. Sử dụng hồi quy OLS trong mô hình dữ liệu bảng hai giai đoạn, các tác giả chỉ ra rằng xu hướng ngại rủi ro ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh tế của các công ty, trong khi đó sự quá tự tin ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả thị trường của các công ty công nghiệp nhưng ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả thị trường trong công ty dịch vụ. Ngoài ra, xu hướng tự tin thái quá dường như chiếm ưu thế tại Mỹ, hơn là ngại rủi ro.

Bên cạnh đó, Yao & Li (2013) đã kiểm định tính hợp lý đối với nguồn gốc và cấu trúc của khẩu vị rủi ro và tâm lý lạc quan trên thị trường. Kết quả cho thấy khẩu vị rủi ro nội sinh và tâm lý lạc quan xuất hiện khi mức độ không đầy đủ của thông tin đạt đến một mức độ nhất định, và cả hai loại tâm lý này trở nên mạnh hơn khi thông tin trở nên thừa.

Đặc biệt, Dhaoui & cộng sự (2013) cung cấp bằng chứng về cách thức tâm lý của con người (bao gồm tính hợp lý trong đầu tư và 03 hành vi thiên lệch là tâm lý quá tự tin, tâm lý quá lạc quan và tâm lý quá bị quan) ảnh hưởng khối lượng giao dịch của nhà đầu tư. Dựa trên cách tiếp cận logic mờ (Fuzzy Logic Model) và sử dụng dữ liệu cho các cổ phiếu riêng lẻ nằm trong giỏ chứng khoán CAC40 trong giai đoạn 2005-2011, nghiên cứu cho thấy độ nhạy cao của khối lượng giao dịch đối với tâm lý và niềm tin của nhà đầu tư.

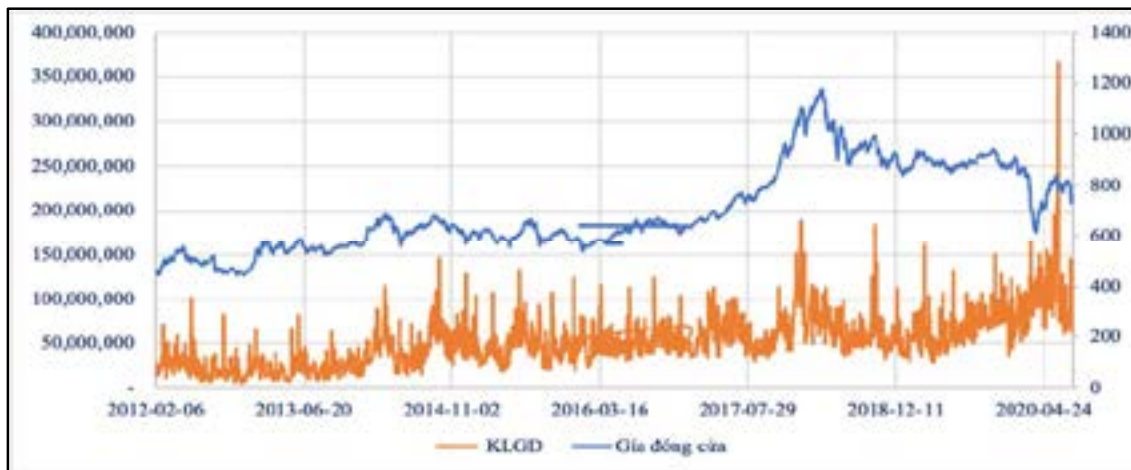
Như vậy, tổng quan nghiên cứu cho thấy cho tới hiện nay chỉ có nghiên cứu của Dhaoui & cộng sự (2013) là tiếp cận tâm lý đầu tư một cách bao quát nhất, trên cả góc độ tính hợp lý trong đầu tư và các hành vi thiên lệch, đồng thời đánh giá tác động của các yếu tố tâm lý này tới khối lượng giao dịch của thị trường chứng khoán.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Thay vì sử dụng dữ liệu của tất cả các chứng khoán niêm yết (trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội), nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp về giá và khối lượng giao dịch của 30 cổ phiếu thuộc danh mục VN30, giai đoạn từ ngày 06/02/2012 – thời điểm bắt đầu chỉ số VN30 xuất hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam, cho tới lần điều chỉnh cổ phiếu trong danh mục chỉ số VN30 gần nhất là ngày 03/08/2020. Như vậy là có 2.108 quan sát cho mỗi biến trong suốt giai đoạn nghiên cứu. Việc lựa chọn VN30 xuất phát từ thực tiễn, theo đó đây là 30 công ty lớn nhất nên chỉ số VN30 luôn chiếm hơn 80% tổng vốn hóa thị trường (VN-Index) và 60% tổng giá trị giao dịch của toàn thị trường. Ngoài ra, là 30 cổ phiếu có tính thanh khoản cao nhất thị trường, chỉ số VN30 sẽ phản ánh tốt nhất quan hệ cung- cầu trên thị trường.

Hình 1: Biến động giá và khối lượng giao dịch chỉ số VN30 từ khi được giao dịch tới 31/07/2020



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ dữ liệu thị trường.

Hình 1 cho thấy biến động giá và khối lượng giao dịch của chỉ số VN30 giai đoạn từ 06/02/2012 tới 31/07/2020. Chỉ số VN30 đạt đỉnh 1.144 điểm vào tháng 4/2018, sau đó có xu hướng giảm, đạt đáy hơn 600 điểm vào tháng 4/2020 trước khi phục hồi trong giai đoạn tiếp theo tới 31/07/2020. Trong khi đó, khối lượng giao dịch nhìn chung có sự biến động tăng/giảm liên tục qua các năm. Giai đoạn từ 2019 tới 31/07/2020 chúng ta thấy xu thế tăng lên trong khối lượng giao dịch của các chứng khoán thuộc chỉ số VN30.

3.2. Thiết kế và mô hình nghiên cứu

Dựa trên mục tiêu nghiên cứu là đo lường tác động của sự hợp lý trong đầu tư và nhóm các yếu tố thuộc về tâm lý sai lệch của nhà đầu tư đến khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán, đồng thời tổng quan nghiên cứu cho thấy chỉ có duy nhất nghiên cứu của Dhaoui & cộng sự tiếp cận các yếu tố tâm lý một cách tổng quát và đầy đủ nhất, bài viết quyết định lựa chọn nghiên cứu Dhaoui & cộng sự (2013) như là nghiên cứu mẫu để phát triển các giả thuyết nghiên cứu. Bài viết tập trung vào tính hợp lý trong đầu tư và 03 yếu tố tâm lý sai lệch, bao gồm: (i) Tâm lý quá tự tin (*Overconfidence*), (ii) Tâm lý lạc quan (*Optimistic*) và (iii) Tâm lý bi quan (*Pessimistic*), sau đó bài viết kiểm định mức độ tác động của 04 yếu tố tâm lý tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Có 4 giả thuyết cần được kiểm định, bao gồm:

- Giả thuyết H1: Tính hợp lý trong đầu tư (*RatExpect*) có tác động tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam;
- Giả thuyết H2: Tâm lý quá tự tin (*Overconf*) có tác động tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam;
- Giả thuyết H3: Tâm lý lạc quan (*Optim*) có tác động tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam;
- Giả thuyết H4: Tâm lý bi quan (*Pessim*) có tác động tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mô hình nghiên cứu có phương trình như sau:

$$\text{Stock Market}_t = \alpha_0 + \beta_1 \text{RatExpect}_t + \beta_2 \text{Overconf}_t + \beta_3 \text{Optim}_t + \beta_4 \text{Pessim}_t + \varepsilon_t$$

Trong đó:

- *Stock Market*: đại diện cho khối lượng giao dịch vào ngày t, được đo lường bằng hàm logarit nepe của tổng khối lượng giao dịch (Trading volume – TV) của chỉ số VN30 ngày t.

$$\text{Stock Market}_t = \ln(\text{TV}_t)$$

- *RatExpect*: đại diện cho nhà đầu tư hợp lý, được đo lường bằng lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư hợp lý (logic) tại thời điểm t dựa trên những đánh giá của họ về các thông tin hiện có ở thời điểm t-1. Theo Dhaoui và cộng sự (2013), xu thế thị trường có thể đại diện cho kỳ vọng hợp lý của nhà đầu tư. Chính vì đó, biến *RatExpect*_t được đo lường như sau:

$$\text{RatExpect}_t = \frac{\text{Giá đóng cửa VN30}_t - \text{Giá thấp nhất VN30}_t}{\text{Giá cao nhất VN30}_t - \text{Giá thấp nhất VN30}_t}$$

*Overconf*_t đại diện cho tâm lý quá tự tin của nhà đầu tư. Theo Boynton và cộng sự (2009) và Ulessever và cộng sự (2011) và Dhaoui và cộng sự (2013), hiệu ứng tâm lý quá tự tin được xem như là tác động của lợi nhuận lịch sử lên khối lượng giao dịch tại thời điểm hiện tại. Nói cách khác, hiệu ứng quá tự tin được đo lường bằng chỉ số trong phương trình như sau:

$$\ln(\text{TV}_{it}) = f(R_{i,t-1}) = a_t * R_{i,t-1} + b_t$$

Trong đó:

- *R*_{i,t-1}: là lợi suất đạt được ở thời điểm t-1 của cổ phiếu i

$$R_{i,t-1} = \frac{\text{Giá đóng cửa}_{i,t-1} - \text{Giá đóng cửa}_{i,t-2}}{\text{Giá đóng cửa}_{i,t-2}}$$

-TV_{it}: là khối lượng giao dịch tại thời điểm t của cổ phiếu i

- a_i : đại diện cho biến Overconf

- $Optim_t$ đại diện cho tâm lý lạc quan của nhà đầu tư, được đo lường bằng lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư lạc quan tại thời điểm t dựa trên những đánh giá của họ về các thông tin hiện có ở thời điểm t-1.

- $Pessim_t$ đại diện cho tâm lý bi quan của nhà đầu tư, được đo lường bằng lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư bi quan tại thời điểm t dựa trên những đánh giá của họ về các thông tin hiện có ở thời điểm t-1.

Theo Dhaoui và cộng sự (2013), tâm lý lạc quan sẽ xuất hiện khi giá kỳ vọng tăng bất thường, trong khi đó tâm lý bi quan sẽ xuất hiện khi giá kỳ vọng giảm mạnh. Nhà đầu tư lạc quan khi giá cổ phiếu cao hơn giá trung bình trong suốt một giai đoạn xác định và sẽ bi quan khi giá giảm dưới mức trung bình. Do đó, biến số và được đo lường như sau:

$$Optim_t = \frac{1}{N} \sum_1^N (P_{it} | P_{it} > E[P_i])$$

$$Pessim_t = \left[\frac{1}{N} \sum_1^N (P_{it} | P_{it} < E[P_i]) \right]^{-1}$$

Trong đó:

- N: Số lượng cổ phiếu trong nhóm chỉ số VN30
- P_{it} : Giá đóng cửa cổ phiếu i tại thời điểm t
- $E[P_i]$: Giá trung bình của cổ phiếu i trong giai đoạn nghiên cứu

Sau khi đã kiểm định được mức độ tác động của 04 biến nêu trên tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua phân tích hồi quy trên phần mềm SPSS, bài viết tiến hành hình ảnh hoá độ nhạy của khối lượng giao dịch với từng cặp biến độc lập thông qua việc sử dụng Monte Carlo trên JMP.

4. Kết quả kiểm định

4.1. Mô tả thống kê dữ liệu

Bảng 1: Mô tả thống kê mẫu nghiên cứu

	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
StockMarket	17.63	17.72	19.72	15.43	0.59	2.108
RatExpect	0.51	0.51	1.94	(0.80)	0.36	2.108
Optim	54.10	48.35	104.07	24.76	18.70	2.108
Pessim	36.32	31.71	84.72	18.14	12.58	2.108
Overconf	2.10	1.43	90.02	(118.06)	22.82	2.108

Nguồn: Tác giả tính toán trên Excel.

Bảng 1 trình bày tả thống kê 05 biến trong mô hình nghiên cứu. Về StockMarket, nhìn chung khối lượng giao dịch của các cổ phiếu trong nhóm VN30 là khá ổn định trong suốt thời gian nghiên cứu, với giá trị lớn nhất là 19,72, giá trị bé nhất là 15,43, giá trị trung vị là 17,72 và độ lệch chuẩn là 0,59. Tương tự, biến độc lập RatExpect có độ lệch chuẩn là 0,36, giá trị trung bình là 0,51, giá trị trung vị là 0,51, giá trị lớn nhất là 1,94 và giá trị nhỏ nhất là -0,80. Các biến độc lập khác như Optim, Pessim và Overconf có độ lệch chuẩn lớn hơn (lần lượt là 18,70, 12,58 và 22,82), thể hiện sự khác biệt khá lớn trong tâm lý của nhà đầu tư trong giai đoạn nghiên cứu.

4.2. Tác động của các yếu tố tâm lý tới khối lượng giao dịch

Bảng 2 cho thấy Sig của StockMarket và hai biến độc lập là Optim và Pessim là 0.00, bé hơn 0.05 trong khi đó Sig của StockMarket và hai biến độc lập còn lại là Overconf và RatExpect lần lượt là 0.928 và 0.864, lớn hơn 0.05. Có nghĩa là: Optim và Pessim có tương quan tuyến tính với biến StockMarket, biến Overconf

và RatExpect không tương quan với biến phụ thuộc. Ngoài ra, hệ số tương quan Pearson giữa biến phụ thuộc và Optim và Pessim lần lượt là 0.383 và 0.481 cho thấy tương quan giữa StockMarket và Pessim lớn hơn tương quan giữa biến phụ thuộc StockMarket và Optim ở mức tin cậy đến 99%, tương ứng với mức ý nghĩa là 1%.

Bảng 2: Correlations

	StockMarket	Optim	Pessim	Overconf	RatExpect
StockMarket	1	.383**	.481**	.002	.004
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.928	.864
	N	2108	2108	2108	2108
Optim	Pearson Correlation	.383**	1	.423**	.070**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.788	.001
	N	2108	2108	2108	2108
Pessim	Pearson Correlation	.481**	.423**	1	-.033
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.132	.198
	N	2108	2108	2108	2108
Overconf	Pearson Correlation	.002	.006	-.033	1
	Sig. (2-tailed)	.928	.788	.132	.015
	N	2108	2108	2108	2108
RatExpect	Pearson Correlation	.004	.070**	.028	-.053*
	Sig. (2-tailed)	.864	.001	.198	.015
	N	2108	2108	2108	2108

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm SPSS.

Mặt khác, hệ số tương quan giữa biến Optim và Pessim, Optim và RatExpect, Overconf và RatExpect bé hơn 0.05 trong khi đó hệ số tương quan giữa biến Optim và Overconf, Pessim và Overconf, Pessim và RatExpect đều lớn hơn 0.05. Tuy nhiên, Collinearity Statistics chỉ ra hệ số VIF giữa 4 biến độc lập luôn bé hơn 2 [Bảng 3], khẳng định không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập. Chính vì vậy nghiên cứu giữ toàn bộ các biến cho phân tích hồi quy tiếp theo.

Bảng 3 cho thấy Sig của hai biến Optim và Pessim bé hơn 0.05. Ngược lại, Sig của hai biến Overconf và RatExpect lần lượt là 0.511 và 0.243 lớn hơn 0.05, cho thấy ảnh hưởng của Overconf và RatExpect lên StockMarket là không rõ ràng. Do vậy, hai biến này bị loại khỏi mô hình nghiên cứu, đồng nghĩa với việc loại bỏ giả thuyết 1 và giả thuyết 2.

Bảng 3: Anova và Coefficients

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	199.352	4	49.838	195.322	.000 ^b
Residual	536.600	2103	.255		
Total	735.952	2107			

a. Dependent Variable: StockMarket

b. Predictors: (Constant), RatExpect, Pessim, Overconf, Optim

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	16.605	.042		399.886	.000		
Optim	.007	.001	.220	10.675	.000	.817	1.224
Pessim	.018	.001	.389	18.894	.000	.820	1.220
Overconf	.000	.000	.012	.657	.511	.996	1.004
RatExpect	-.036	.031	-.022	-1.169	.243	.992	1.008

a. Dependent Variable: StockMarket

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm SPSS.

**Bảng 4: Model Summary, Anova và Coefficients
sau khi loại bỏ biến RatExpect và Overconf
Model Summary^b**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.520 ^a	.270	.270	.5051	.505

a. Predictors: (Constant), Pessim, Optim

b. Dependent Variable: StockMarket

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	198.871	2	99.436	389.721	.000 ^b
	Residual	537.081	2105	.255		
	Total	735.952	2107			

a. Dependent Variable: StockMarket

b. Predictors: (Constant), Pessim, Optim

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	16.590	.039		422.353	.000		
	Optim	.007	.001	.219	10.640	.000	.821	1.218
	Pessim	.018	.001	.388	18.885	.000	.821	1.218

a. Dependent Variable: StockMarket

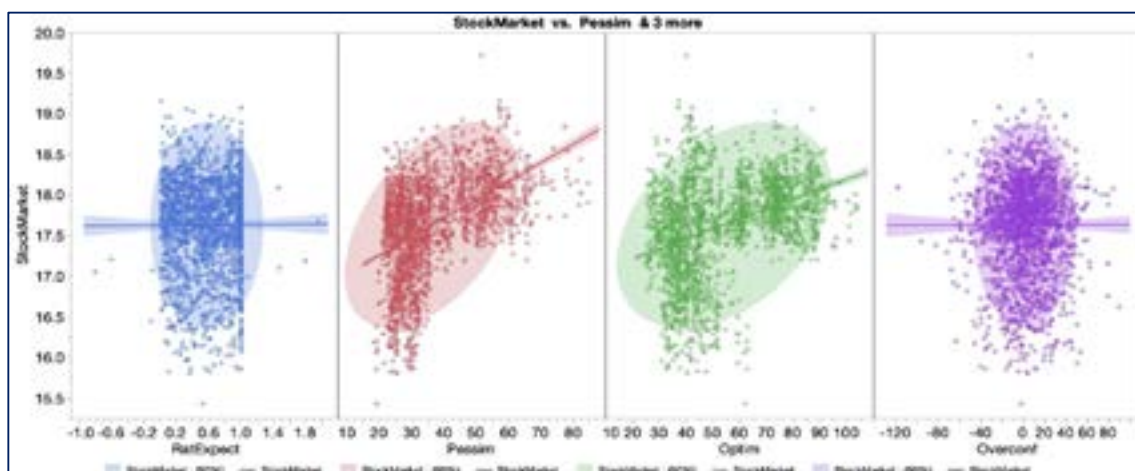
Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm SPSS.

Bảng 4 cho thấy hệ số beta chuẩn hoá của biến Pessim là 0.338, cao hơn hệ số beta chuẩn hoá của biến Optim là 0.219 và cả hai hệ số đều lớn hơn 0. Do vậy, giả thuyết 3 và giả thuyết 4 được khẳng định. Ảnh hưởng của Pessim và Optim lên StockMarket là thuận chiều. Ảnh hưởng của Pessim lên StockMarket là lớn nhất. Ngoài ra, hệ số R bình phương hiệu chỉnh của mô hình là 0.27, có nghĩa là hai biến Pessim và Optim giải thích được 27% sự biến thiên của biến phụ thuộc là StockMarket. Phần còn lại 77% được giải thích bởi các biến ngoài mô hình và sai số ngẫu nhiên. Mô hình nghiên cứu có thể viết lại dưới dạng phương trình hồi quy chuẩn hoá như sau:

$$\ln(TV)_t = \alpha_0 + 0.219 \times Optim_t + 0.338 \times Pessim_t + 16.590$$

Hình 2 minh hoạ độ nhạy của khối lượng giao dịch trước tính hợp lý và các yếu tố tâm lý lệch lạc của nhà đầu tư. Kết quả cho thấy StockMarket nhạy cảm nhất trước sự thay đổi của Pessim, tiếp đến là Optim.

Hình 2: Độ nhạy của khối lượng giao dịch trước sự thay đổi của yếu tố tâm lý

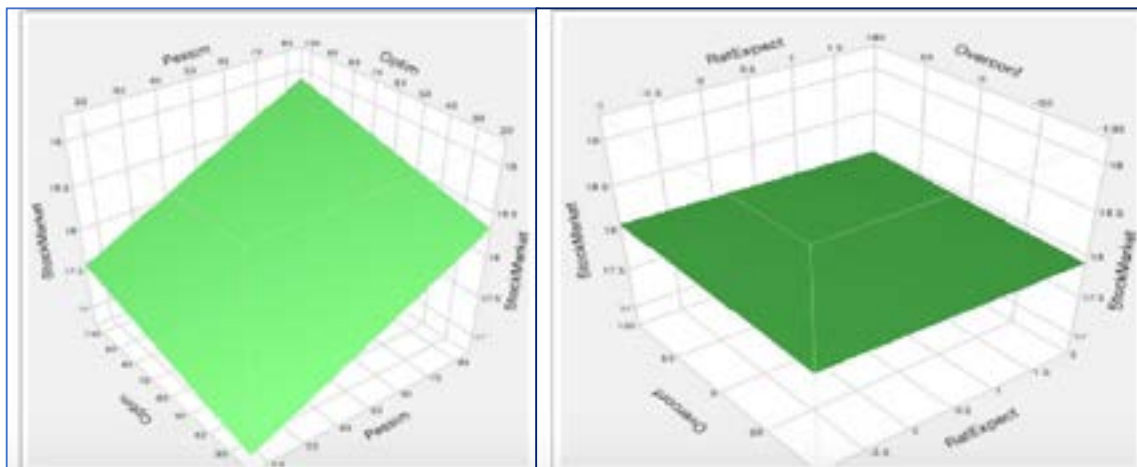


Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm JMP.

RatExpect và Overconf không có ý nghĩa đối với StockMarket.

Tương tự, hình 3 cho thấy mức độ nhạy cảm của StockMarket đối với cặp biến Pessim và Optim, RatExpect và Overconf. StockMarket rất nhạy cảm với hai yếu tố tâm lý là Pessim và Optim. Sự hiện diện của Pessim có ảnh hưởng lớn nhất đến StockMarket trong khi đó tác động của Optim ít quan trọng hơn. RatExpect và Overconf không có ý nghĩa đối với StockMarket.

Hình 3: Độ nhạy cảm của khối lượng đối với cặp biến đầu vào lạc quan và bi quan, tính hợp lý trong đầu tư và tâm lý quá tự tin



Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm JMP.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu và kết luận

Phân tích hồi quy chỉ ra 02 giả thuyết về tâm lý lạc quan và tâm lý bi quan tác động tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán được chứng minh trong khi đó hai giả thuyết còn lại về ý nghĩa của tính hợp lý đầu tư và tâm lý quá tự tin tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam bị phủ định. Nói cách khác, tâm lý bi quan và tâm lý lạc quan có tác động lên khối lượng giao dịch tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Sự hiện diện của các nhà đầu tư hợp lý và nhà đầu tư quá tự tin không có bất kỳ tác động nào đến khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam. Kết quả này hoàn toàn ủng hộ nghiên cứu của Keynes (1936) hay Akerlof & Shiller (2009) về việc cần phải kết hợp các yếu tố tâm lý trong các mô hình kinh tế để hiểu hơn về cơ chế hoạt động của nền kinh tế. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này chỉ phù hợp một phần với kết quả nghiên cứu của Dhaoui & cộng sự (2013) – chứng minh tất cả các yếu tố tâm lý (tâm lý lạc quan, tâm lý bi quan, tâm lý quá tự tin) và tính hợp lý trong đầu tư đều ảnh hưởng tới khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Pháp.

Về độ nhạy của khối lượng giao dịch, sự hiện diện của các nhà đầu tư bi quan ảnh hưởng nhiều hơn đến khối lượng giao dịch so với các nhà đầu tư lạc quan, hay nói cách khác các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi thiên kiến bi quan. Điều này hoàn toàn phù hợp với kết luận của Dhaoui & cộng sự (2013), theo đó tác động của tâm lý bi quan và tâm lý lạc quan tác động mạnh mẽ nhất tới thị trường Pháp. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu hoàn toàn phù hợp với thực tiễn đầu tư tại Việt Nam, nơi các nhà đầu tư Việt Nam luôn hoảng loạn và bán tháo mỗi khi có thông tin bất lợi (dù chính xác hay tin đồn) bởi chủ yếu các nhà đầu tư là nghiệp dư, ít vốn và không có thời gian theo dõi biến động của thị trường, dễ bị tổn thương và dễ bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố (Nguyễn Trọng Tài, 2016) hay sự phụ thuộc quá nhiều vào kinh nghiệm cũng như tâm lý bầy đàn, nắm giữ cổ phiếu ở trạng thái thua lỗ quá lâu (Đặng Văn Dân, 2016).

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm đầu tiên về tác động của yếu tố tâm lý lạc quan và bi quan đến thị trường chứng khoán tại Việt Nam trong khi đó phù hợp tính hợp lý của đầu tư cũng như tâm lý quá tự tin. Kết quả nghiên cứu góp phần làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư tại các nước đang phát triển như Việt Nam. Các nhà đầu tư cũng như các nhà hoạch định chính sách có thể tham khảo các bằng chứng này để có chiến lược đầu tư dài hạn phù hợp hơn và đưa ra quyết định đóng góp cho sự phát triển ổn định và bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tuy nhiên, bài viết có hạn chế là chỉ quan sát và sử dụng dữ liệu thứ cấp trong thời gian hơn 8 năm và tập

trung vào các cổ phiếu nằm trong VN30, kết quả phần nào chưa thể phản ánh hoàn toàn chính xác bản chất của tâm lý nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Do vậy cần có những nghiên cứu tiếp theo với mẫu quan sát dài hơn cũng như phân tích kỹ hơn các hành vi tài chính phức tạp khác nhau của các nhà đầu tư đang giao dịch tại thị trường chứng khoán Việt Nam để có thể đưa ra những khuyến nghị chính sách có tính chất cụ thể hơn./.

Tài liệu tham khảo

- Ackert, L.F. & Deaves, R. (2010), *Behavioral finance: Psychology, decision-making, and markets*, South-Western Cengage Learning, Mason, USA.
- Akerlof, G.A. & Shiller, R.J. (2009), *Animal spirits*, Princeton University Press.
- Baker, H.K. & Nofsinger, J.R. (2011), *Tài chính hành vi: Nhà đầu tư, doanh nghiệp và thị trường*, do Phan Thị Bích Nguyệt, Lê Đạt Chí, Trần Thị Hải Lý, Phạm Dương Phương Thảo, Phùng Đức Nam, Lê Thị Phương Vy dịch, Nhà xuất bản Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Barberis, N., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998), 'A model of investor sentiment', *Journal of Finance Economics*, 49, 307-343.
- Bensaïda, A. (2017), 'Herding effect on idiosyncratic volatility in U.S. industries', *Finance Research Letters*, 23(c), 121-13.
- Bikhchandani, S. & Sharma, S. (2000), 'Herd behavior in financial markets', *IMF Staff Paper*, 47(3), 279-310.
- Bouteska, A. & Regaieg, B. (2017). 'Loss aversion, overconfidence of investors and their impact on market performance evidence from the US stock markets', *Journal of Economics, finance and Administrative Science*, DOI: 10.1108/JEFAS-07-2017-0081.
- Chuang, W.W.J., Ouyang, L.V. & Lo, W.W.C. (2010), 'The impact of investor sentiment on excess returns a Taiwan stock market case', *International Journal of Information and Management Sciences*, 21, 13-28.
- Cicccone, S. (2003), 'Does analyst optimism about future earnings distort stock prices?', *The journal of Behavioral Finance*, 4(2), 59-64.
- Daniel K., David H. & Avanidhar, S. (1998), 'Investor psychology and security market under-and overreactions', *Journal of Finance*, 1839-1885, DOI: 10.1111/0022-1082.00077.
- Đặng Văn Dân (2016), 'Lý thuyết tài chính hành vi trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, truy cập ngày 28 tháng 8 năm 2020, từ <<http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/ly-thuyet-tai-chinh-hanh-vi-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-106663.html>>.
- De Bondt, W. & Thaler, R.H. (1985), 'Does the stock market over-react?', *Journal of Finance*, 40, 793-805.
- De Bondt, W. & Thaler, R.H. (1987), 'Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality', *Journal of Finance*, 42, 557-581.
- Dhaoui, A., Bourouis, S. & Boyacioglu, M. (2013), 'The Impact of Investor psychology on stock markets: Evidence from France', *Journal of Academic Research in Economics*, 5(1), 35-58.
- Dickinson, D.L. & Oxoby, R.J. (2011), 'Cognitive dissonance, pessimism, and behavioral spillover effects', *Journal of Economic Psychology*, 32, 295-305.
- Economou, F., Katsikas, E. & Vickers, G. (2016), 'Testing for herding in the Athens Stock Exchange during the crisis period', *Finance Research Letters*, 18(1), 334 - 341.
- Edwards, W. (1968), 'Conservatism in human information processing', in *Formal Representation of Human Judgment*, Kleinmuntz, B. (Ed.), Wiley, New York, USA.
- Glaser, M. & Weber, M. (2007), 'Overconfidence and trading volume', *Geneva Risk Insurance Review*, 32, 1-36.
- Goldberg, J. & Von Nitzsch, R. (1999), *Behavioural finance*, John Wiley & Sons.
- Jasman, T. & Zamri A. (2016), 'Behavioural finance perspectives on Malaysian stock market efficiency', *Borsa Istanbul Review*, 16(1), 43-61.
- Kabir, M. & Shakur, S. (2018), 'Regime-dependent herding behavior in Asian and Latin American stock markets', *Pacific-Basin Finance Journal*, 47(1), 60-78.
- Keynes, J.M. (1936), *The General theory of employment interest and money*, McMillan.

-
- Liu, H. & Du, S. (2016), 'Can an overconfident insider coexist with a representativeness heuristic insider?', *Economic Modelling*, 54, 170–177.
- Nguyễn Đức Hiền, Đàm Văn Huế, Ngô Duy & Nguyễn Ngọc Trâm (2012), 'Các dạng thiên lệch hành vi của nhà đầu tư cá nhân', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 180, 77-85.
- Nguyễn Trọng Tài (2016), 'Tâm lý nhà đầu tư trên thị trường tài chính Việt Nam', *Tạp chí Ngân hàng*, truy cập ngày 28 tháng 8 năm 2020, từ <<http://tapchinganhang.gov.vn/tam-ly-nha-dau-tu-tren-thi-truong-tai-chinh-viet-nam.htm>>.
- Ricciardi, V. & Simon, H.K. (2000), 'What is behavioural finance?', *Business, Education and Technology Journal*, 2(2), 1-9.
- Ritter, J.R. (2003), 'Behavioural finance', *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Shefrin, H. (2007), *Behavioral corporate finance: Decisions that create value*, McGraw-Hill/Irwin.
- Thaler, R. H. (1999), 'The end of behavioural finance', *Financial Analyst Journal*, 55(6), 12-17.
- Toma, F.M. (2015), 'Behavioral biases of the investment decisions of Romanian investors on the Bucharest Stock Exchange', *Procedia Economics and Finance*, 32, 200-207.
- Trivers, R. (1991), 'Deceit and self-deception: The relationship between communication and consciousness', *In: M. Robinson and L. Tiger (eds.) Man and Beast Revisited, Smithsonian, Washington, DC*, 175-191.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974), 'Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases', *Science, New Series*, 185(4157), 1124-1131.
- Wang, F. (1998), 'Strategic trading, asymmetric information and heterogeneous prior beliefs', *Journal of Financial Markets*, 1(3-4), 321–352.
- Yao, J. & Li, D. (2013), 'Bounded rationality as a source of loss aversion and optimism: A study of psychological adaptation under incomplete information', *Journal of Economic Dynamics & Control*, 37(1), 18-31.