

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**



# **BÁO CÁO TỔNG KẾT**

**ĐỀ TÀI THAM GIA XÉT**

**GIẢI THƯỞNG “SINH VIÊN NGHIÊN CỨU KHOA  
HỌC” NĂM 2020**

**ẢNH HƯỞNG CỦA TÂM LÝ NHÀ ĐẦU TƯ  
ĐẾN CHỈ SỐ GIÁ TRÊN THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN ASEAN-6**

Thuộc lĩnh vực khoa học công nghệ: Thị trường chứng khoán

Hà Nội, 2020

# TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN



## BÁO CÁO TỔNG KẾT

### ĐỀ TÀI THAM GIA XÉT

### GIẢI THƯỞNG “SINH VIÊN NGHIÊN CỨU KHOA HỌC” NĂM 2020

### ẢNH HƯỞNG CỦA TÂM LÝ NHÀ ĐẦU TƯ

### ĐẾN CHỈ SỐ GIÁ TRÊN THỊ TRƯỜNG

### CHỨNG KHOÁN ASEAN-6

Sinh viên thực hiện:	1. Hồ Minh Hồng 2. Phạm Thy Khánh Linh 3. Nguyễn Phùng Hải Thanh
Khoa/Viện:	Ngân hàng – Tài chính
Lớp:	Tài chính doanh nghiệp 59B
Giáo viên hướng dẫn:	Ths. Nguyễn Ngọc Trâm

# MUC LUC

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT .....	
DANH MỤC BẢNG.....	
PHẦN MỞ ĐẦU.....	1
CHƯƠNG 1:CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU.....	5
1.1. Cơ sở lý luận về ảnh hưởng tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán:5	
1.1.1. Thị trường chứng khoán .....	5
1.1.1.1. Định nghĩa .....	5
1.1.1.2. Phân loại .....	6
1.1.2. Tâm lý nhà đầu tư .....	8
1.1.2.1. Định nghĩa .....	8
1.1.2.2. Đo lường.....	9
1.2. Tổng quan nghiên cứu.....	10
1.2.1. Tổng quan nghiên cứu nước ngoài.....	10
1.2.2. Tổng quan nghiên cứu trong nước .....	12
1.2.3. Khoảng trống nghiên cứu.....	13
CHƯƠNG 2:THIẾT KẾ VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	14
2.1. Thiết kế nghiên cứu .....	14
2.1.1. Nội dung nghiên cứu .....	14
2.1.2. Quy trình nghiên cứu.....	15
2.2. Phương pháp nghiên cứu .....	17
2.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu.....	17
2.2.2. Phương pháp phân tích dữ liệu.....	18

2.2.2.1.	<i>Các biến sử dụng trong mô hình</i> .....	18
2.2.2.2.	<i>Mô hình nghiên cứu</i> .....	19
2.2.2.3.	<i>Lựa chọn mô hình và kiểm định</i> .....	22
<b>CHƯƠNG 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG TÂM LÝ NHÀ ĐẦU TƯ ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN</b> .....		25
3.1.	<b>Thị trường chứng khoán các nước trong khu vực</b> .....	25
3.2.	<b>Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2000 đến nay</b> .....	27
3.3.	<b>Thống kê mô tả các biến</b> .....	33
3.4.	<b>Kết quả phân tích định lượng</b> .....	35
<b>CHƯƠNG 4: THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ KIẾN NGHỊ</b> .....		40
4.1.	<b>Kết quả phân tích định lượng</b> .....	40
4.2.	<b>Kiến nghị</b> .....	41
4.3.	<b>Những hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo</b> .....	43
<b>DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO</b> .....		44

## DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Ký hiệu	Ý nghĩa	
	Tiếng Anh	Tiếng Việt
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations	Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á
TTCK		Thị trường chứng khoán
SGDCK		Sở Giao dịch chứng khoán
S&P 500	Standard & Poor's 500 Stock Index	Chỉ số cổ phiếu 500 của Standard & Poor
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System	Sàn giao dịch chứng khoán Hoa Kỳ
CCI	Consumer confidence index	Chỉ số niềm tin người tiêu dùng

## DANH MỤC BẢNG

<b>Bảng 2.1: Mô tả các biến sử dụng trong mô hình</b>	18
<b>Bảng 3.1: Khối lượng giao dịch khớp lệnh trên sàn HOSE (2015-2019)</b>	32
<b>Bảng 3.2: Thống kê mô tả các biến</b>	33
<b>Bảng 3.3: Ma trận tương quan</b>	34
<b>Bảng 3.4: Hệ số VIF</b>	35
<b>Bảng 3.5: Kết quả hồi quy mô hình với biến trễ</b>	38

## DANH MỤC HÌNH VẼ

<b>Hình 2.1: Quy trình nghiên cứu</b>	16
<b>Hình 2.2: Các kiểm định để lựa chọn mô hình</b>	22
<b>Hình 2.3: Quy trình kiểm định để lựa chọn mô hình</b>	24
<b>Hình 3.1: Mức vốn hóa thị trường tài chính các nước trong khu vực năm 2018</b>	25
<b>Hình 3.2: Tỷ lệ vốn hóa so với tổng sản phẩm quốc dân</b>	26
<b>Hình 3.3: Giá chứng khoán các nước trong khu vực 2018</b>	27
<b>Hình 3.4: Số lượng doanh nghiệp niêm yết, đăng ký giao dịch tính đến 1/2020</b>	29
<b>Hình 3.5: Chỉ số Vn-index trong dài hạn</b>	29
<b>Hình 3.6: Chỉ số Vnindex trong thời gian 1 năm trở lại đây</b>	31
<b>Hình 3.7: Kiểm định Hausman</b>	35
<b>Hình 3.8: Kiểm định Breusch-Pagan LM</b>	36
<b>Hình 3.9: Kết quả hồi quy mô hình</b>	37

# PHẦN MỞ ĐẦU

## 1. Tính cấp thiết của đề tài

Thị trường chứng khoán các nước phát triển đã trải qua nhiều biến cố như: Cuộc đại khủng hoảng năm 1929, Bong bóng Nifty Fifty vào đầu những năm 1970 hay Bong bóng Dot.com vào những năm 1990,... Điểm chung giữa các sự kiện để lại dấu ấn trong lịch sử thị trường chứng khoán thế giới này là đều đề cập đến mức độ kịch tính hoặc sự thay đổi giá cổ phiếu mà không có lời giải thích rõ ràng. Cho tới nay, nhờ nghiên cứu nguyên nhân dẫn đến các sự kiện trên, các nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng, tâm lý nhà đầu tư tác động rất lớn đến thị trường chứng khoán.

Các nghiên cứu về tâm lý nhà đầu tư là quan trọng vì hai lý do. Đầu tiên, các nghiên cứu đó dạy chúng ta về những thành kiến trong dự báo thị trường chứng khoán của các nhà đầu tư. Thứ hai, dạy chúng ta về cơ hội kiếm thêm lợi nhuận bằng cách khai thác những thành kiến. Trên thế giới đã có rất nhiều bài viết nghiên cứu về tác động của tâm lý nhà đầu tư đối với thị trường chứng khoán, có thể kể đến là “The Role of Investor Sentiment in Asset Pricing” (Chienwei Ho, 2012), tác giả đã chỉ ra những tác động tích cực và tiêu cực của tâm lý nhà đầu tư tới việc định giá tài sản; “Investor sentiment, accounting information and stock price” (Bo Zhu, Feng Niu, 2016), hai tác giả đã phân tích cơ chế ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư và thông tin kế toán đến giá của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán,... Có thể nói, tâm lý nhà đầu tư trên thị trường tài chính phản ánh thái độ của nhà đầu tư trước các diễn biến của thị trường, nó có khả năng chi phối mức độ ổn định của thị trường, đặc biệt là thị trường tài chính. Yếu tố tâm lý rất phức tạp, tiềm ẩn sự bất ổn định cao, là một trong những nhân tố gây nên hoảng loạn thị trường, đi ngược lại kỳ vọng.

Từ trước tới nay, khu vực Đông Nam Á được biết đến là một khu vực được thiên nhiên ưu ái, không chỉ về điều kiện tự nhiên, khí hậu thích hợp trồng trọt, có những cảnh quan đa dạng, hút mắt thích hợp phát triển ngành du lịch mà còn là “ngã tư đường” - cầu nối cho sự giao thương giữa các nước. Trong môi trường hội nhập kinh tế quốc tế như hiện nay, việc định hướng đúng hướng phát triển của các nước



khu vực Đông Nam Á là cần thiết, nhất là các nước có nền kinh tế đứng đầu khu vực này, bởi lẽ, các nước Đông Nam Á có những nét tương đồng trong nền văn hóa đậm đà bản sắc dân tộc, trong lịch sử đấu tranh giành độc lập. Do vậy, những bước đi đúng đắn từ những nước phát triển hàng đầu trong khu vực sẽ là chỉ dẫn cho những nước còn lại, giúp cho nền kinh tế khu vực phát triển hơn. Theo bảng xếp hạng của World Bank, 6 nước có nền kinh tế phát triển nhất Đông Nam Á lần lượt là Indonesia, Thái Lan, Malaysia, Philippines, Singapore, cuối cùng là Việt Nam. Việc Cộng đồng kinh tế ASEAN (ASEAN Economic Community - AEC) chính thức được thành lập vào 31/12/2015 là một bước tiến cho sự hội nhập khu vực của các nước khu vực Đông Nam Á. Trên cơ sở đó, sự liên thông và kết nối thị trường vốn, đặc biệt là sân chơi Thị trường chứng khoán giữa các nước nói chung và các nước ASEAN nói riêng là cần thiết và cấp thiết. Bước đầu của quá trình liên kết TTCK các nước trong khu vực do Hội nghị các Tổng giám đốc các Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) ASEAN quyết định đưa ra lộ trình liên kết các Sở giao dịch chứng khoán của các nước Singapore, Malaysia, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam, với lượng hàng hóa giao dịch là cổ phiếu của hơn 3.600 doanh nghiệp niêm yết, trong đó có nhiều công ty rất lớn trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng, năng lượng, viễn thông,... với tổng giá trị vốn hóa thị trường đạt khoảng 2.100 tỷ đô la Mỹ trong phiên họp chính thức ngày 02/12/2011 tại Hà Nội. Việc liên kết TTCK sẽ tạo ra một sân chơi chung cho các nhà đầu tư tài chính trong khu vực. Nó không chỉ mở ra cơ hội cho các nhà đầu tư, các công ty chứng khoán có thể thực hiện các giao dịch chứng khoán xuyên biên giới một cách nhanh chóng, an toàn và hiệu quả, mà còn tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp của các nước ASEAN có thể niêm yết cổ phiếu trên các SGDCK của nhau để huy động vốn và tăng cường tính thanh khoản.

Tuy nhiên, không thể phủ nhận rằng, dù là một sân chơi lớn đi nữa cũng sẽ có những rủi ro. Sân chơi lớn, số lượng nhà đầu tư sẽ rất lớn, do vậy, ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư cũng sẽ lớn hơn rất nhiều. Mặt khác, hiện nay chưa có nhiều bài nghiên cứu về tác động của tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán Đông

Nam Á. Nhận thức được điều này, nhóm nghiên cứu chúng em quyết định chọn đề tài “*Ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán ASEAN-6*” (ASEAN-6 là 6 nước có nền kinh tế đứng đầu khu vực Đông Nam Á: Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Singapore, Philippines và Việt Nam) với mong muốn đem lại cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước hiểu biết cụ thể hơn về tác động của nhân tố tâm lý tới quyết định của chính họ, từ đó tránh mắc những sai lầm đáng tiếc, nắm bắt cơ hội đầu tư vào thị trường Đông Nam Á và là cơ sở để các nhà chính sách đưa ra những chính sách điều hành thị trường chứng khoán hạn chế những tác động tiêu cực của tâm lý nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

## **2. Mục tiêu nghiên cứu:**

*Mục tiêu tổng quát:* Tìm hiểu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và chỉ số giá chứng khoán trên thị trường của sáu nước ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Singapore, Philippines và Việt Nam)

*Mục tiêu cụ thể:*

- Tìm một đại lượng, chỉ số đại diện cho tâm lý nhà đầu tư và xây dựng mô hình phản ánh tác động của tâm lý tới giá chứng khoán.
- Tìm hiểu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư trong quá khứ với chỉ số giá chứng khoán trong tương lai.
- Dựa trên nghiên cứu thực nghiệm, đưa ra những kiến nghị, giải pháp liên quan nhằm hạn chế tác động của sự thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư tới thị trường chứng khoán.

## **3. Câu hỏi nghiên cứu:**

Nhằm thực hiện các mục tiêu đã nêu ở trên, nhóm tác giả đã đưa ra các câu hỏi nghiên cứu mà bài viết cần trả lời được:

- Tác động của tâm lý nhà đầu tư tới chỉ số giá chứng khoán là tích cực hay tiêu cực

- Có thể sử dụng yếu tố tâm lý để dự báo cho chỉ số giá chứng khoán trong tương lai hay không.

#### **4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu:**

Đối tượng nghiên cứu: Đối tượng nghiên cứu của đề tài là ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán ASEAN-6.

Phạm vi nghiên cứu:

- Về không gian: Nghiên cứu thực hiện trên nguồn dữ liệu của
- Về thời gian: Nghiên cứu lấy dữ liệu từ 01/01/2010 đến 31/12/2019.

#### **5. Cấu trúc đề tài:**

Đề tài nghiên cứu có cấu trúc gồm 4 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận và tổng quan nghiên cứu

Chương 2: Thiết kế và phương pháp nghiên cứu

Chương 3: Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán.

Chương 4: Thảo luận kết quả nghiên cứu và kiến nghị

# CHƯƠNG 1

## CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

### 1.1. Cơ sở lý luận về ảnh hưởng tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán:

#### 1.1.1. Thị trường chứng khoán

##### 1.1.1.1. Định nghĩa

Hiện nay vẫn còn tồn tại nhiều quan niệm khác nhau về thị trường chứng khoán.

Quan điểm thứ nhất cho rằng thị trường chứng khoán không khác gì thị trường vốn và cùng là “Thị trường tư bản (Capital Market)”. Để giải thích cho quan điểm này ta có thể xem xét về mặt nội dung thì thị trường chứng khoán chỉ là hình thức bên ngoài còn thị trường vốn mới là bản chất bên trong của các quá trình giao dịch chứng khoán. Vì vậy, hai thị trường này là một thể thống nhất, không thể tách rời, phân biệt.

Tuy nhiên đại đa số các nhà kinh tế ủng hộ quan điểm thứ hai: “Thị trường chứng khoán được đặc trưng bởi thị trường vốn chứ không phải đồng nhất là một”. Như vậy, quan điểm này hoàn toàn trái ngược với quan điểm thứ nhất, theo đó, thị trường chứng khoán và thị trường vốn hoàn toàn tách biệt. Thị trường chứng khoán chỉ là nơi mua bán và giao dịch các công cụ tài chính trung và dài hạn như trái phiếu chính phủ, cổ phiếu và trái phiếu công ty còn thị trường tiền tệ mới là nơi mua bán các công cụ tài chính ngắn hạn.

Dựa trên những gì quan sát được trên các Sở giao dịch chứng khoán quan điểm thứ ba lại cho rằng “Thị trường chứng khoán là thị trường cổ phiếu”, tức là nơi các cổ phiếu đã được các công ty phát hành ra với mục đích huy động vốn được giao dịch, mua bán. Theo quan điểm này, thị trường chứng khoán được đặc trưng bởi thị trường mua bán các công cụ tài chính mang lại quyền tham gia sở hữu.

Tuy nhiên chúng ta có thể khái quát đơn giản thị trường chứng khoán là nơi thực hiện trao đổi và mua bán các chứng khoán hay giấy tờ có giá theo những quy tắc đã được xây dựng từ trước. Trong quá trình mua bán và trao đổi, chủ sở hữu của chứng khoán đã thay đổi, như vậy, về bản chất đây chính là quá trình vận động của tư bản, chuyển từ tư bản sở hữu sang tư bản kinh doanh. Thị trường chứng khoán đặc biệt hơn so với các thị trường hàng hoá thông thường khác bởi trên thị trường chứng khoán giao dịch một loại hàng hoá đặc biệt, đó là quyền sở hữu về tư bản. Như vậy, có thể nói, bản chất của thị trường chứng khoán là thị trường thể hiện mối quan hệ giữa cung và cầu của vốn đầu tư mà ở đó, giá cả của chứng khoán chứa đựng thông tin về chi phí vốn hay giá cả của vốn đầu tư. Thị trường chứng khoán là hình thức phát triển bậc cao của nền sản xuất và lưu thông hàng hoá.

#### *1.1.1.2. Phân loại*

Người ta có thể phân loại thị trường chứng khoán theo nhiều cách khác nhau, tùy vào hình thức tổ chức của thị trường, quá trình luân chuyển vốn và các loại hàng hoá được mua bán trên thị trường.

Theo hình thức tổ chức thị trường chứng khoán có thể chia thành thị trường tập trung và thị trường phi tập trung. Thị trường tập trung là nơi mà người mua và người bán (hoặc đại lý, môi giới của họ) gặp nhau và tiến hành mọi giao dịch mua bán, trao đổi chứng khoán tại một địa điểm nhất định và điển hình chính là Sở giao dịch chứng khoán (Stock Exchange). Các công ty lớn, hoạt động có hiệu quả chủ yếu giao dịch mua bán, trao đổi các loại chứng khoán trên Sở giao dịch chứng khoán bởi vậy Ủy ban chứng khoán quốc gia quản lý chặt chẽ Sở giao dịch chứng khoán, các giao dịch tại đây phải chịu sự điều tiết của Luật Chứng khoán và thị trường chứng khoán. Trái ngược với thị trường tập trung, thị trường chứng khoán phi tập trung hay thị trường giao dịch qua quầy (OTC: Over The Counter Market) là nơi mua bán các loại chứng khoán chưa đáp ứng đủ điều kiện để được niêm yết và trao đổi mua bán trên Sở giao dịch chứng khoán tập trung. Thị trường này không có địa điểm giao dịch chính thức mà có thể diễn ra tại tất cả các quầy, sàn giao dịch của

các thành viên thông qua điện thoại hay mạng máy tính diện rộng. Khối lượng giao dịch của thị trường này thường lớn hơn rất nhiều lần so với thị trường Sở giao dịch.

Dựa trên quá trình luân chuyển vốn mà thị trường chứng khoán được phân chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Thị trường sơ cấp hay còn gọi là thị trường cấp 1 (Primary Market) là nơi các chứng khoán được phát hành và mua bán lần đầu tiên. Sự xuất hiện của thị trường sơ cấp đã giúp các doanh nghiệp cần vốn thu hút và huy động nguồn tiền nhàn rỗi của công chúng, giúp luồng vốn trong nền kinh tế luân chuyển từ nơi thừa vốn đến nơi thiếu vốn. Hơn nữa thông qua việc phát hành chứng khoán đã tạo thêm nguồn thu cho Chính phủ để tài trợ cho các dự án đầu tư hoặc chi cho tiêu dùng của Chính phủ. Thị trường thứ cấp hay còn gọi là thị trường cấp 2 (Secondary Market) là nơi các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp được mua bán, trao đổi lại nhằm mục đích kiếm lời, di chuyển vốn đầu tư hay di chuyển tài sản xã hội. Trên thị trường này diễn ra việc mua bán giữa các nhà đầu tư, tiền thu được từ việc bán chứng khoán không thuộc về nhà phát hành mà thuộc về nhà đầu tư bán chứng khoán.

Người ta còn có thể dựa vào các loại hàng hoá được mua bán trên thị trường mà phân thị trường chứng khoán thành thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu và thị trường các công cụ dẫn suất. Thị trường trái phiếu (Bond Markets) là nơi giao dịch mua bán trao đổi các loại trái phiếu. Trái phiếu là một công cụ vay nợ, nhà phát hành mà bản chất là người đi vay sẽ phải hoàn trả cả gốc và lãi mỗi khi đến hạn. Trong mọi trường hợp, dù đồng vốn đó có được sử dụng hiệu quả hay không, doanh nghiệp có lãi hay không, người phát hành vẫn phải có trách nhiệm hoàn trả gốc và lãi cho trái chủ theo các cam kết đã được ký trong hợp đồng, còn người cho vay sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay. Trái phiếu thường có thời hạn xác định, có thể là trung hạn hay dài hạn. Thị trường cổ phiếu (Stock Markets) là nơi giao dịch mua bán, trao đổi các giấy tờ xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với quyền biểu quyết, với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài

sản của công ty, khi tài sản này được đem bán. Cổ phiếu có thời gian đáo hạn là không xác định. Thị trường các công cụ dẫn suất (Derivative Markets) là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng tương lai (Future Contracts), hợp đồng quyền chọn (Options).

### **1.1.2. Tâm lý nhà đầu tư**

#### **1.1.2.1. Định nghĩa**

Có thể hiểu nhà đầu tư là người bỏ tiền ra để thực hiện các hoạt động đầu tư tại những thị trường khác nhau, bằng những hình thức khác nhau với mục tiêu thu về lợi ích kinh tế mong muốn. Nhà đầu tư có thể là nhà đầu tư cá nhân, cũng có thể là nhà đầu tư có tổ chức. Nhà đầu tư đóng một vai trò khá quan trọng trong nền kinh tế bởi họ bảo đảm sự cân đối, cạnh tranh và hoạt động hiệu quả của hệ thống tài chính đồng thời thúc đẩy quá trình hiện đại hóa khu vực tài chính, giúp bổ sung nguồn lực cho đầu tư phát triển mang lại nhiều lợi ích cho sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Tâm lý nhà đầu tư là sự thay đổi về tâm lý và hành vi, về mọi mặt của ý thức, vô thức và tư duy quá quy trình sinh-thần kinh và sinh lý; biểu đạt các phản ứng của não bộ và đồng thời giải thích mối quan hệ nhân quả và tương quan trong sự vận động suy nghĩ của nhà đầu tư. Tâm lý nhà đầu tư cũng có thể hiểu đơn giản hơn là những suy nghĩ và sự ra quyết định của các nhà đầu tư trước những biến cố của thị trường. Tâm lý nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán phản ánh thái độ, diễn biến tâm lý của các nhà đầu tư trước bất cứ sự thay đổi nào của thị trường.

Trên thị trường chứng khoán, sự ổn định của thị trường bị ảnh hưởng khá lớn bởi diễn biến tâm lý của các nhà đầu tư. Tuy nhiên các yếu tố tâm lý này lại diễn biến khá phức tạp, khó dự báo trước khiến việc dự báo chứng khoán gặp nhiều khó khăn, gây nên sự bất ổn định trên thị trường. Trong các cuộc khủng hoảng, hoảng loạn thị trường, đây được cho là nhân tố then chốt gây nên biến động, khiến cho các nhà hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô gặp khá nhiều khó khăn trong việc đạt được những mục tiêu kỳ vọng.

### 1.1.2.2. *Đo lường*

Tâm lý nhà đầu tư có thể được đo lường bằng cách tiếp cận trực tiếp hoặc gián tiếp. Cách thức tiếp cận trực tiếp là thu thập, tìm kiếm thông tin thông qua các cuộc khảo sát cảm nhận của các cá nhân về thị trường chứng khoán, mô trường kinh tế, ... và thông qua các nguồn điện tử như Internet và các phương tiện truyền thông xã hội khác. Ví dụ, Lemmon và Portniaguina, Brown và Cliff, Zhang, Lux, Ali và cộng sự sử dụng khảo sát để đo lường tâm lý nhà đầu tư. Da và cộng sự đã xây dựng một chỉ số có tên là Financial and Economic Attitudes Revealed by Search (FEARS) bằng cách sử dụng lượng tìm kiếm hàng ngày trên Internet từ hàng triệu hộ gia đình như một thước đo tâm lý. Bollen và cộng sự đã sử dụng các nguồn cấp dữ liệu Twitter, trong khi Edmans, Palomino, Kaplanski và Levy đã sử dụng các trang web để truy cập bình luận và lướt xem về kết quả của các giải đấu World Cup để đo lường tâm lý của nhà đầu tư.

Trong khi đó, đo lường tâm lý nhà đầu tư bằng cách thức tiếp cận gián tiếp là dựa trên các chỉ số tài chính và kinh tế có sẵn để xây dựng mô hình phù hợp. Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler (2007) đã kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư, trong đó sáu yếu tố chính tác động đến chỉ số tâm lý trên thị trường chứng khoán Mỹ trong vòng 40 năm liên tục là: số lượng giao dịch (tính thanh khoản), phần bù cổ tức, giao dịch của chứng chỉ quỹ đóng, số lượng cổ phiếu phát hành lần đầu ra công chúng (IPOs), số lượng cổ phiếu mới, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu lần đầu tiên phát hành trên thị trường. Nghiên cứu đã chỉ ra bộ nhân tố này có thể dự đoán được tâm lý nhà đầu tư tác động đến hành vi ra quyết định và tỷ suất sinh trong tương lai. Ngoài ra còn có một số thước đo gián tiếp phổ biến được sử dụng trong tài liệu thực nghiệm bao gồm doanh thu, cổ tức phí bảo hiểm, khối lượng giao dịch, tỷ lệ chi trả cổ tức.



## **1.2. Tổng quan nghiên cứu**

### **1.2.1. Tổng quan nghiên cứu nước ngoài**

Nghiên cứu của Otoo (1999) là nghiên cứu đầu tiên xem xét mối quan hệ giữa giá chứng khoán và niềm tin người tiêu dùng bằng cách sử dụng dữ liệu hàng tháng của chỉ số chứng khoán Wilshire 5000 từ tháng 6 năm 1980 đến tháng 6 năm 1999. Kết quả của phương pháp kiểm định nhân quả Granger (Granger Causality Test) của ông chỉ ra rằng biến động giá chứng khoán ảnh hưởng đến những thay đổi trong niềm tin người tiêu dùng nhưng những thay đổi trong niềm tin ở quá khứ không có khả năng dự báo cho giá cả chứng khoán trong tương lai. Trong nghiên cứu của Jansen và Nahuis (2003), Brown và Cliff (2004) và Bremmer (2008) ủng hộ những phát hiện của Otoo (1999) chứng tỏ rằng giá cổ phiếu hiện tại có thể dự đoán niềm tin người tiêu dùng trong tương lai.

Trong số các nghiên cứu này, Jansen và Nahuis (2003) mở rộng nghiên cứu về Otoo (1999) bằng cách kiểm tra 11 nước châu Âu trong giai đoạn từ 1986 đến 2001. Họ đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa những biến động trong giá chứng khoán và niềm tin người tiêu dùng ở chín quốc gia và đặt ra câu hỏi rằng lợi nhuận chứng khoán và niềm tin người tiêu dùng ở những quốc gia có tỷ lệ sở hữu chứng khoán cao như Anh liệu có mối quan hệ chặt chẽ không. Bên cạnh đó, họ còn thấy rằng lợi nhuận chứng khoán ảnh hưởng đến niềm tin người tiêu dùng rất ngắn, chỉ từ 2 tuần đến 1 tháng. Trong nghiên cứu của Brown và Cliff (2004), tác giả đã sử dụng dữ liệu hàng tháng từ tháng 3 năm 1965 đến tháng 12 năm 1998 và dữ liệu hàng tuần từ ngày 24 tháng 7 năm 1987 đến ngày 18 tháng 12 năm 1998 cho thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Kết quả của họ tương tự với kết quả trong nghiên cứu của Otoo (1999) và Jansen và Nahuis (2003) khi chỉ ra mối quan hệ hoàn toàn tích cực giữa lợi nhuận trên thị trường chứng khoán và tâm lý nhà đầu tư. Phân tích VAR của họ cho thấy lợi nhuận trên thị trường có thể dự đoán tâm lý nhà đầu tư trong tương lai tuy nhiên ít bằng chứng cho thấy rằng chỉ số tâm lý có thể dự báo được lợi nhuận chứng khoán trong tương lai. Theo tác giả, tâm lý của các nhà đầu tư gồm tâm lý của các nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức, sau đó đặt ra câu hỏi

rằng liệu có phải tâm lý của các nhà đầu tư có tổ chức chủ yếu ảnh hưởng đến những cổ phiếu lớn trong khi tâm lý của các nhà đầu tư cá nhân lại chủ yếu ảnh hưởng đến các cổ phiếu nhỏ.

Tuy nhiên, khác với những nghiên cứu trên, Bremmer (2008) đã xem xét những tác động giữa tâm lý nhà đầu tư và các chỉ số chứng khoán phổ biến nhất như Dow Jones, S&P 500 và NASDAQ và tiến hành các thử nghiệm để đo lường mối quan hệ này trong dài hạn, tuy nhiên Bremmer không tìm thấy bất cứ bằng chứng nào cho mối quan hệ này. Ngoài ra, ông cho rằng mặc dù những thay đổi dự kiến, đã lường trước về tâm lý nhà đầu tư không có tác động đến giá chứng khoán nhưng những thay đổi bất ngờ lại có ảnh hưởng đến sự biến động của lợi nhuận chứng khoán.

Ngược lại với những nghiên cứu này, có một số ý kiến cho rằng niềm tin người tiêu dùng dự đoán lợi nhuận chứng khoán. Trong số các nghiên cứu này, Fisher và Statman (2003) xem xét mối quan hệ giữa niềm tin người tiêu dùng và lợi nhuận của cổ phiếu vốn hóa nhỏ. Hai nhà nghiên cứu đã lựa chọn chỉ số niềm tin người tiêu dùng được đo lường bởi Hội đồng CCI, Hội đồng Michigan CCI và S&P 500, NASDAQ. Kết quả của họ chỉ ra rằng niềm tin người tiêu dùng dự đoán lợi nhuận chứng khoán và họ phát hiện ra rằng tác động giữa mức độ lạc quan của người tiêu dùng và lợi nhuận chứng khoán trong tương lai là ngược chiều, tuy nhiên những chứng khoán có lợi nhuận cao lại có tác động thúc đẩy niềm tin người tiêu dùng.

Bằng cách sử dụng CCI làm đại diện cho tâm lý nhà đầu tư, Schmeling (2009) đã xem xét mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và lợi nhuận chứng khoán trong tương lai của 18 quốc gia công nghiệp trong giai đoạn từ tháng 1 năm 1985 đến tháng 12 năm 2005 và thấy rằng chỉ số về tâm lý dự báo tác động tiêu cực với lợi nhuận chứng khoán trung bình giữa các quốc gia. Hơn nữa, họ thấy rằng tác động của tâm lý đối với lợi nhuận mạnh mẽ hơn đối với các quốc gia có thị trường kém phát triển và đối với các quốc gia mà nhà đầu tư có xu hướng phản ứng thái quá.

Brown và Cliff (2004) chỉ ra rằng tâm lý tích cực có thể làm thay đổi kỳ vọng của các nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai và do đó ảnh hưởng đến giá cả. Một số nghiên cứu khác (Cornell và cộng sự, 2014; Hribar và McInni, 2012) tin rằng các nhà phân tích chứng khoán rất lạc quan về lợi nhuận trong tương lai khi tâm lý nhà đầu tư tích cực. Hơn nữa, Baker và Wurgler (2007) cho rằng tâm lý cũng có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu bằng cách thay đổi mức độ rủi ro dự kiến của các nhà đầu tư, và Shefrin (2008) xây dựng SDF (Stochastic Discount Factor) dựa trên tâm lý và liên kết với tỷ lệ hoàn vốn yêu cầu của nhà đầu tư. Ngoài ra, Baker và Wurgler (2006) còn phát hiện ra rằng tâm lý nhà đầu tư tác động rõ ràng hơn đối với các cổ phiếu khó định giá hoặc rủi ro và tồn kém để xử lý. Ngoài ra, Stambaugh và cộng sự (2012) phát hiện hiệu ứng bất đối xứng của tâm lý nhà đầu tư, tức là, tâm lý lạc quan luôn dẫn đến giá quá cao, lớn hơn so với mức giá thấp do sự bi quan.

### ***1.2.2. Tổng quan nghiên cứu trong nước***

Tại Việt Nam, vấn đề nghiên cứu ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư lên trên thị trường chứng khoán vẫn còn là một vấn đề khá mới mẻ. Những nghiên cứu trước đây ở Việt Nam về tâm lý hành vi nhà đầu tư cũng chỉ tiếp cận vấn đề nghiên cứu dựa trên các lý thuyết cơ bản. ThS. Nguyễn Ngọc Tú Vân đã phân tích tác động của tâm lý nhà đầu tư lên chỉ số giá chứng khoán của 5 quốc gia trong khu vực Đông Nam Á giai đoạn từ năm 2009 - 2017 bằng cách sử dụng mô hình hồi quy có trọng số EGLS, nhằm cung cấp những bằng chứng thực nghiệm liên quan đến yếu tố niềm tin tiêu dùng đại diện cho độ nhạy cảm nhà đầu tư, có tác động đến lợi nhuận chứng khoán trong tương lai. Kết quả nghiên cứu cho thấy, chỉ số niềm tin tiêu dùng là nhân tố đại diện cho độ nhạy cảm nhà đầu tư và có sự tác động của độ nhạy cảm nhà đầu tư đến chỉ số giá chứng khoán toàn thị trường; đồng thời, độ nhạy cảm nhà đầu tư có thể dự báo tốt chỉ số giá thị trường chứng khoán trong tương lai. Ths. Phan Thị Nhã Trúc đã dựa vào các nghiên cứu kinh điển về tài chính hành vi của Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler (2007) để xây dựng bộ chỉ số tâm lý nhà đầu tư, qua đó giúp xác định mức độ phản ứng của thị trường trước biến động của những thành tố tác động đến tâm lý đầu tư. Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích thành tố

dựa vào các biến cấu tạo nên tâm lý nhà đầu tư, tiếp theo sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất để xác định mối tương quan giữa biến chỉ số tâm lý thị trường và các biến thành tố để thực hiện kiểm định giả thuyết. Các thành tố tác động lên tâm lý nhà đầu tư gồm: số lượng giao dịch được đo lường bởi doanh thu, phần bù cổ tức, giao dịch của chứng chỉ quỹ đóng, số lượng cổ phiếu phát hành lần đầu, số lượng cổ phiếu mới. Nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và các thông tin liên quan đến phát hành mới, thông tin cổ tức, thông tin các quỹ đầu tư và khối lượng giao dịch, tính thanh khoản của thị trường.

### ***1.2.3. Khoảng trống nghiên cứu***

Mặc dù các nghiên cứu kể trên đã xem xét tác động của tâm lý nhà đầu tư, niềm tin người tiêu dùng trong quá khứ đến lợi nhuận trên thị trường chứng khoán trong tương lai nhưng lại chưa thể chỉ ra sau bao lâu thì có tác động và tác động hiệu quả nhất là khi nào. Bên cạnh đó, hầu hết các nghiên cứu đều sử dụng chuỗi dữ liệu thời gian, tuy nhiên khi xem xét tác động trên một khu vực cụ thể, tính không đồng nhất giữa các quốc gia có thể gây ảnh hưởng đến kết quả thu được. Đồng thời có thể có những yếu tố giữa các quốc gia mà chúng ta không thể quan sát và kiểm soát được, các yếu tố này có thể khác nhau giữa các đối tượng nhưng không thay đổi theo thời gian hoặc thay đổi theo thời gian nhưng không khác nhau giữa các đối tượng và điều này có thể gây ra sự thiên lệch trong ước lượng.

## CHƯƠNG 2

### THIẾT KẾ VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 2.1. Thiết kế nghiên cứu

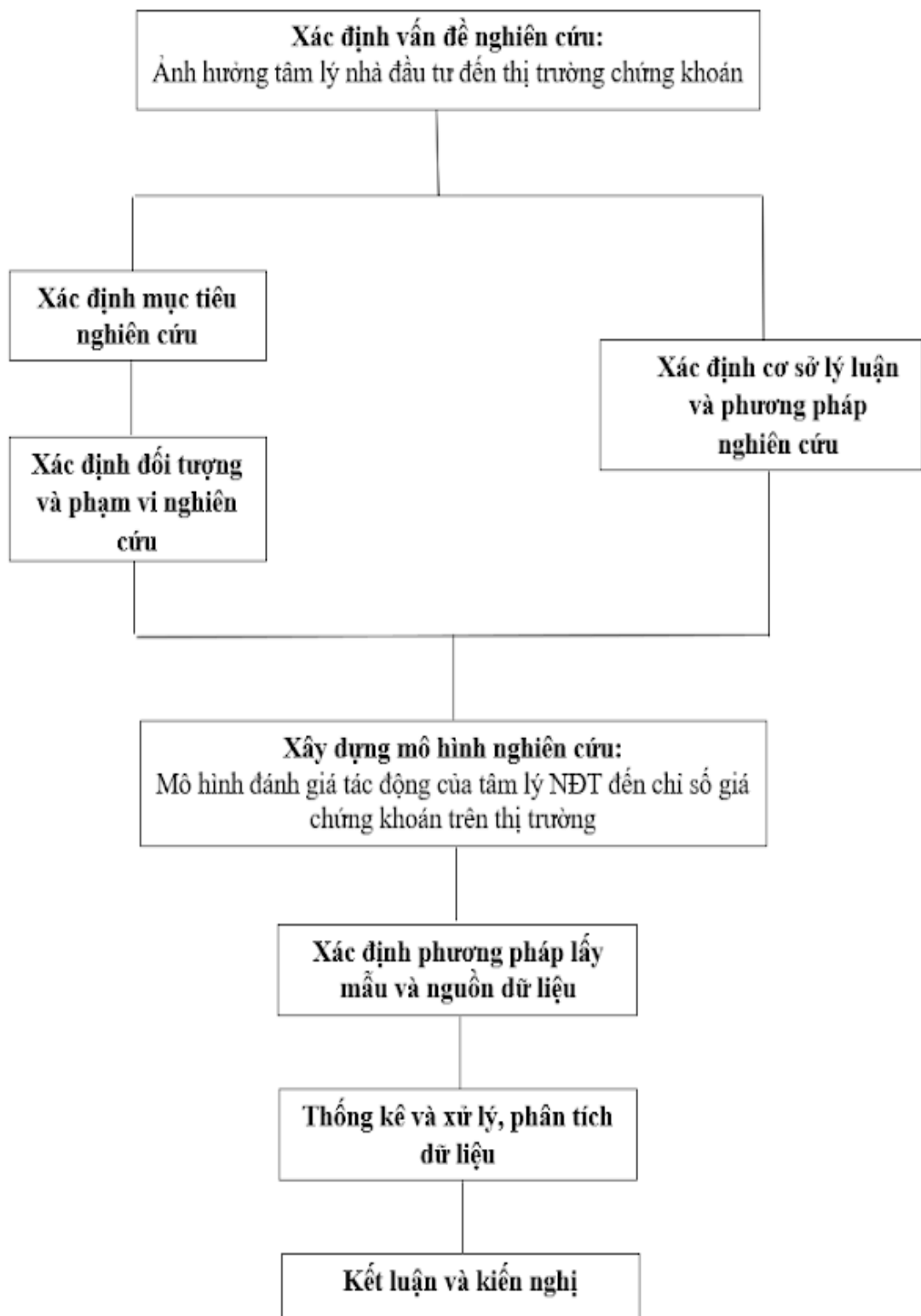
##### 2.1.1. Nội dung nghiên cứu

Các nhà đầu tư tham gia trên thị trường với các trường phái định giá như: trường phái phân tích kỹ thuật hay phân tích cơ bản. Giả thuyết thị trường hiệu quả đề xuất rằng tại bất kỳ thời điểm nào trong thị trường thanh khoản, hoặc nơi có người mua và người bán dồi dào, giá cả phản ánh tất cả các thông tin có sẵn. Tuy nhiên, thực nghiệm ghi nhận các hiện tượng dài hạn trên thị trường chứng khoán mâu thuẫn với giả thuyết này và không thể được giải thích hợp lý trong các mô hình dựa trên ý tưởng là nhà đầu tư luôn đưa ra các quyết định lý trí. Vì vậy, cần xem xét đến các tác động từ tài chính hành vi. Tài chính hành vi giải thích những hiện tượng này bằng cách kết hợp những hiểu biết khoa học về lý luận nhận thức với lý thuyết kinh tế và tài chính thông thường. Cụ thể hơn, tài chính hành vi nghiên cứu những thành kiến trong tâm lý của con người. Dù thành kiến có tầm quan trọng và mục đích trong thường ngày, chúng cũng có thể dẫn đến các quyết định đầu tư phi lý. Sự hiểu biết về thành kiến trong một tập thể đưa ra lời giải thích rõ ràng hơn về lý do tại sao hiện tượng bong bóng (mua vào quá nhiều) và hoảng loạn (bán quá nhiều) lại xảy ra. Ngoài ra, các nhà đầu tư và quản lý danh mục đầu tư thu được lợi ích trong việc tìm hiểu tài chính hành vi, không chỉ để tận dụng biến động của thị trường chứng khoán mà còn giúp họ nhận thức rõ hơn về quá trình ra quyết định của chính bản thân.

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu về ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán 6 nước đứng đầu kinh tế Đông Nam Á thông qua việc đánh giá mối quan hệ giữa chỉ số niềm tin người tiêu dùng và chỉ số giá chứng khoán của 6 nước ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Singapore, Philippines và Việt Nam). Bên cạnh đó xem xét việc sử dụng chỉ số niềm

tin người tiêu dùng để đại diện cho sự thay đổi của tâm lý nhà đầu tư trong việc dự báo chỉ số giá chứng khoán trong tương lai.

### ***2.1.2. Quy trình nghiên cứu***



**Hình 2.1: Quy trình nghiên cứu**

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

## **2.2. Phương pháp nghiên cứu**

### **2.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu**

Nghiên cứu sử dụng 240 quan sát từ dữ liệu thu thập được theo quý trong 10 năm, từ 2010 đến 2019, của sáu quốc gia trong khu vực ASEAN là Việt Nam, Philippines, Malaysia, Thailand, Indonesia, Singapore.

Đại diện cho chỉ số giá chứng khoán của mỗi quốc gia là VN-Index của Việt Nam, PSE (Philippines Stock Exchange Index) của Philippines, JCI (Jakarta Stock Exchange Composite Index) của Indonesia, SET (Stock Exchange of Thailand SET Index) của Thailand, FTSE Bursa Malaysia KLCI (Kuala Lumpur Composite Index) của Malaysia và STI (Straits Times Singapore Index) của Singapore. Chỉ số giá chứng khoán của các quốc gia đều dùng chung một cách đo lường là phương pháp Passcher, theo phương pháp này, chỉ số giá bình quân gia quyền giá trị với quyền số là số lượng chứng khoán niêm yết thời kỳ tính toán. Các số liệu được thu thập theo ngày, lấy giá đóng cửa vào cuối phiên giao dịch và được tính toán trung bình cho cả quý.

Bài nghiên cứu sử dụng chỉ số niềm tin người tiêu dùng để đại diện cho sự thay đổi trong tâm lý của nhà đầu tư. Số liệu về chỉ số niềm tin người tiêu dùng của sáu quốc gia được thu thập thông qua báo cáo hàng quý của Nielsen, công ty đo lường hiệu quả kinh doanh toàn cầu. Khảo sát niềm tin người tiêu dùng của Nielsen được thực hiện mỗi quý nhằm hiểu rõ niềm tin của người tiêu dùng đối với tương lai của nền kinh tế, các mô hình chi tiêu và tiết kiệm cũng như thị hiếu và những mối quan tâm chính. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng là kết quả đo lường trong nhiều tháng và dựa trên 3 nhóm tiêu chí chính: Cơ hội nghề nghiệp, tình hình tài chính cá nhân, khả năng chi tiêu.

Ngoài ra, bài nghiên cứu còn sử dụng ba nhân tố vĩ mô là lợi suất trái phiếu chính phủ một năm (1 Year Government Bond Yield), chỉ số giá tiêu dùng CPI (Consumer Price Index) và tổng sản phẩm quốc nội GDP (Gross Domestic Product).



Lợi suất trái phiếu chính phủ là lãi suất được trả cho việc sở hữu trái phiếu chính phủ (phát hành bằng nội tệ và ngoại tệ) hay nói cách khác, lợi tức trái phiếu chính phủ là tỉ lệ lãi suất mà chính phủ một quốc gia có thể vay. Chỉ số giá tiêu dùng CPI đo lường mức giá trung bình của giỏ hàng hóa và dịch vụ mà một người tiêu dùng điển hình mua, là một chỉ tiêu tương đối phản ánh xu thế và mức độ biến động của giá bán lẻ hàng hóa tiêu dùng và dịch vụ dùng trong sinh hoạt của dân cư và các hộ gia đình. Bởi vậy nó được dùng để theo dõi sự thay đổi của chi phí sinh hoạt theo thời gian. Tổng sản phẩm quốc nội GDP là chỉ số cơ bản để đánh giá sự phát triển kinh tế của một quốc gia hay vùng lãnh thổ nào đó, được tính bằng giá trị thị trường của tất cả hàng hóa, dịch vụ cuối cùng được sản xuất ra trong phạm vi một quốc gia, một lãnh thổ trong một thời kỳ nhất định thường là một năm. Số liệu về ba yếu tố vĩ mô này đều được thu thập theo quý dựa trên cơ sở dữ liệu của IMF (International Monetary Fund – Quỹ tiền tệ Quốc tế).

## 2.2.2. Phương pháp phân tích dữ liệu

### 2.2.2.1. Các biến sử dụng trong mô hình

**Bảng 2.1: Mô tả các biến sử dụng trong mô hình**

Tên biến	Giải thích	Kỳ vọng ban đầu
<i>Biến phụ thuộc</i>		
lnRETURN	Logarit của chỉ số giá chứng khoán	
<i>Biến độc lập</i>		
CCI	Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (Consumer Confidence Index)	+
<i>Biến kiểm soát</i>		
GBY	Lợi suất trái phiếu chính phủ một năm (1 Year Government Bond Yield)	-

lnCPI	Logarit của chỉ số giá tiêu dùng CPI (Consumer Price Index)	-
lnGDP	Logarit của tổng sản phẩm quốc nội GDP (Gross Domestic Product)	+

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Theo bài nghiên cứu “Tác động tâm lý nhà đầu tư lên chỉ số giá chứng khoán khu vực ASEAN” của ThS. Nguyễn Ngọc Tú Vân, chỉ số niềm tin người tiêu dùng có tác động thuận chiều với chỉ số giá chứng khoán, bởi vậy trong nghiên cứu này cũng kỳ vọng khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng tăng lên, tức người tiêu dùng lạc quan hơn, thì chỉ số giá chứng khoán cũng tăng lên. Mối quan hệ giữa lợi suất trái phiếu chính phủ một năm và chỉ số giá chứng khoán được kỳ vọng là khi lợi suất trái phiếu chính phủ tăng lên thì lợi nhuận chứng khoán sẽ giảm xuống, theo kết luận của Pesaran và Timmermann (1994) trong bài viết “Forecasting stock returns”. Theo nghiên cứu của Wongbangpo và Sharma, họ tin rằng CPI là yếu tố đại diện cho tỷ lệ lạm phát, họ cũng kiểm tra mối quan hệ giữa CPI và thị trường chứng khoán ở năm quốc gia châu Á là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan và kết luận rằng CPI ảnh hưởng tiêu cực đến giá chứng khoán bởi mức giá cao hơn sẽ dẫn đến tăng chi phí sản xuất làm giảm lợi nhuận trong tương lai. Nghiên cứu của Ademola (2014) đã chỉ ra rằng tổng sản phẩm trong nước GDP có tác động tích cực tới lợi nhuận trên thị trường chứng khoán bởi GDP ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế một cách tích cực. Tốc độ tăng trưởng GDP càng cao thì càng tốt cho thị trường chứng khoán và giá chứng khoán, do đó ở bài nghiên cứu này cũng kỳ vọng mối quan hệ GDP và chỉ số giá chứng khoán là cùng chiều.

#### 2.2.2.2. Mô hình nghiên cứu

Bài nghiên cứu phân tích dữ liệu của sáu quốc gia ASEAN (chiều không gian) trong khoảng thời gian từ 2010 đến 2019 theo quý (chiều không gian) nên mô hình hồi quy dữ liệu mảng (panel data) là mô hình hồi quy phù hợp nhất và sử dụng

phần mềm Stata 8 để chạy hồi quy. Bằng việc kết hợp các đặc điểm của cả dữ liệu chéo (Cross Sections) và dữ liệu chuỗi thời gian (Time Series), mô hình hồi quy dữ liệu mảng có khả năng kiểm soát các biến số không đổi theo chiều không gian và thời gian trong mô hình, đồng thời cung cấp nhiều thông tin hơn, nhiều bậc tự do hơn, hiệu quả hơn nhưng lại ít đa cộng tuyến hơn giữa các biến số.

Đối với mô hình hồi quy dạng dữ liệu mảng, có ba phương pháp hồi quy phổ biến nhất là (1) hồi quy gộp (Pooled OLS), (2) mô hình tác động cố định FEM (Fixed Effects Model) và (3) mô hình tác động ngẫu nhiên REM (Random Effects Model).

Mô hình hồi quy gộp OLS là cách tiếp cận đơn giản và thô sơ nhất khi giả định rằng cả hệ số chặn và hệ số góc đều không thay đổi theo thời gian và không gian. Mô hình hồi quy gộp OLS với các biến trong nghiên cứu có dạng như sau:

$$\ln\text{RETURN}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1\text{CCI}_{i,t} + \beta_2\text{GBY}_{i,t} + \beta_3\ln\text{CPI}_{i,t} + \beta_4\ln\text{GDP}_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

- $i$  có giá trị từ 1 đến 6, đại diện cho mỗi quốc gia trong nghiên cứu.
- $t$  có giá trị từ quý 1 năm 2010 đến quý 4 năm 2019, đại diện cho thời kỳ quan sát.
- $\ln\text{RETURN}_{i,t}$  là hàm logarit của chỉ số giá chứng khoán của quốc gia  $i$  vào quý  $t$
- $\text{CCI}_{i,t}$ ,  $\text{GBY}_{i,t}$ ,  $\ln\text{CPI}_{i,t}$ ,  $\ln\text{GDP}_{i,t}$  lần lượt là chỉ số niềm tin người tiêu dùng, lợi suất trái phiếu chính phủ 1 năm, chỉ số giá tiêu dùng và tổng sản phẩm quốc nội của quốc gia  $i$  vào thời kỳ  $t$ .
- $u_{i,t}$  là sai số ngẫu nhiên có phân phối chuẩn với trung bình và phương sai không đổi.

Tuy nhiên mô hình này lại không nói cho chúng ta biết liệu chỉ số giá chứng khoán có thay đổi giữa các quốc gia theo thời gian hay không bởi mô hình này đã nhóm tất cả các quan sát lại bất kể có sự khác biệt giữa các quốc gia hay không. Điều này không phù hợp với thực tế bởi mỗi đất nước lại một thực thể riêng biệt có

những đặc điểm riêng nên mô hình OLS có thể dẫn đến việc sai số ngẫu nhiên có thể tương quan ở một mức độ nào đó với biến độc lập, vi phạm giả định về mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển, làm cho ước lượng là chệch và không vững.

Mô hình tác động cố định FEM (Fixed Effects Model) đã khắc phục được vấn đề này khi giả định hệ số chặn của mỗi quốc gia là khác nhau và không đổi theo thời gian. Mô hình tác động cố định FEM với các biến trong nghiên cứu có dạng như sau:

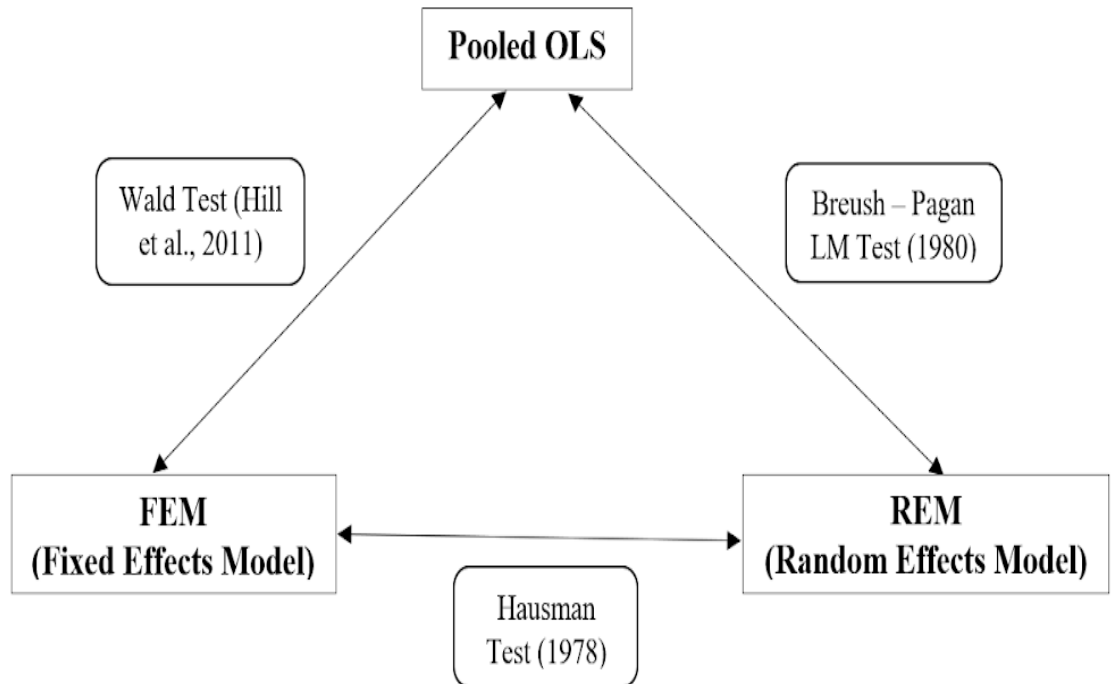
$$\ln\text{RETURN}_{i,t} = \beta_i + \beta_{1i,t}\text{CCI}_{i,t} + \beta_{2i,t}\text{GBY}_{i,t} + \beta_{3i,t}\ln\text{CPI}_{i,t} + \beta_{4i,t}\ln\text{GDP}_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

Mặc dù đã cải thiện được nhược điểm của hồi quy gộp OLS và dễ áp dụng nhưng cách tiếp cận cố định FEM cho phân tích dữ liệu mảng vẫn còn một vài hạn chế nhưng bậc tự bé nếu như mẫu nghiên cứu ít. Do đó, trong phân tích dữ liệu mảng còn có thể tiếp cận bằng mô hình tác động ngẫu nhiên REM (Random Effects Model). Từ mô hình tác động cố định FEM, hệ số chặn  $\beta_i$  có thể biểu diễn thành  $\beta_i = \gamma_1 + \varepsilon_i$ . Thay vì coi hệ số chặn  $\beta_i$  của các quốc gia là cố định thì ta coi hệ số chặn này là một biến ngẫu nhiên với trung bình  $\gamma_1$  và  $\varepsilon_i$  là sai số ngẫu nhiên với trung bình là không và phương sai không đổi  $\sigma^2_{\varepsilon}$ , ta được mô hình tác động ngẫu nhiên với các biến trong nghiên cứu có dạng như sau:

$$\begin{aligned} \ln\text{RETURN}_{i,t} &= \gamma_1 + \beta_{1i,t}\text{CCI}_{i,t} + \beta_{2i,t}\text{GBY}_{i,t} + \beta_{3i,t}\ln\text{CPI}_{i,t} + \beta_{4i,t}\ln\text{GDP}_{i,t} + u_{i,t} + \varepsilon_i \\ &= \gamma_1 + \beta_{1i,t}\text{CCI}_{i,t} + \beta_{2i,t}\text{GBY}_{i,t} + \beta_{3i,t}\ln\text{CPI}_{i,t} + \beta_{4i,t}\ln\text{GDP}_{i,t} + w_{i,t} \quad (3) \end{aligned}$$

Trong đó,  $w_{i,t} = u_{i,t} + \varepsilon_i$ , tức là tách  $w_{i,t}$  thành hai bộ phận, một đại diện cho sai số ngẫu nhiên đặc trưng cho từng đất nước riêng biệt và  $u_{i,t}$  đại diện cho sai số ngẫu nhiên kết hợp theo cả chiều không gian và thời gian.

### 2.2.2.3. Lựa chọn mô hình và kiểm định



**Hình 2.2: Các kiểm định để lựa chọn mô hình**

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Để đưa ra quyết định chọn lựa giữa ba mô hình có thể tiến hành ba kiểm định: kiểm định Hausman Test, kiểm định Breusch – Pagan Lagrange Multiplier, kiểm định F.

Kiểm định Hausman Test được dùng để lựa chọn giữa mô hình tác động ngẫu nhiên REM và mô hình tác động cố định FEM với cặp giả thuyết được kiểm định như sau:

$H_0$ : Các ước lượng thu được từ hai phương pháp không khác biệt

$H_1$ : Các ước lượng thu được từ hai phương pháp có khác biệt

Tại giả thuyết  $H_0$  của kiểm định Hausman, không có sự tương quan giữa sai số đặc trưng giữa các đối tượng với biến giải thích trong mô hình. Nếu có tương

quan (bác bỏ giả thuyết  $H_0$ ) thì mô hình hồi quy theo mô hình tác động ngẫu nhiên REM sẽ cho kết quả bị thiên lệch nên sử dụng mô hình tác động cố định FEM sẽ hợp lý hơn. Ngược lại, chưa có đủ bằng chứng để bác bỏ  $H_0$  nghĩa là không bác bỏ được sự tương quan giữa sai số và các biến giải thích thì ước lượng tác động cố định FEM không còn phù hợp và ước lượng tác động ngẫu nhiên REM sẽ được ưu tiên sử dụng.

Để chọn lựa giữa mô hình tác động ngẫu nhiên REM và mô hình hồi quy gộp OLS cần thực hiện kiểm định Breusch – Pagan Lagrange Multiplier (thường gọi tắt là Breusch – Pagan LM Test) với cặp giả thuyết kiểm định như sau:

$H_0$ : phương sai giữa các đối tượng hoặc thời điểm là không đổi

$H_1$ : phương sai giữa các đối tượng hoặc thời điểm có thay đổi

Theo đó, giả thuyết  $H_0$  cho rằng mô hình hồi quy gộp OLS là hợp lý hơn. Bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , cho rằng sai số trong ước lượng có bao gồm cả sự sai lệch theo không gian và thời gian nên phù hợp với mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên REM.

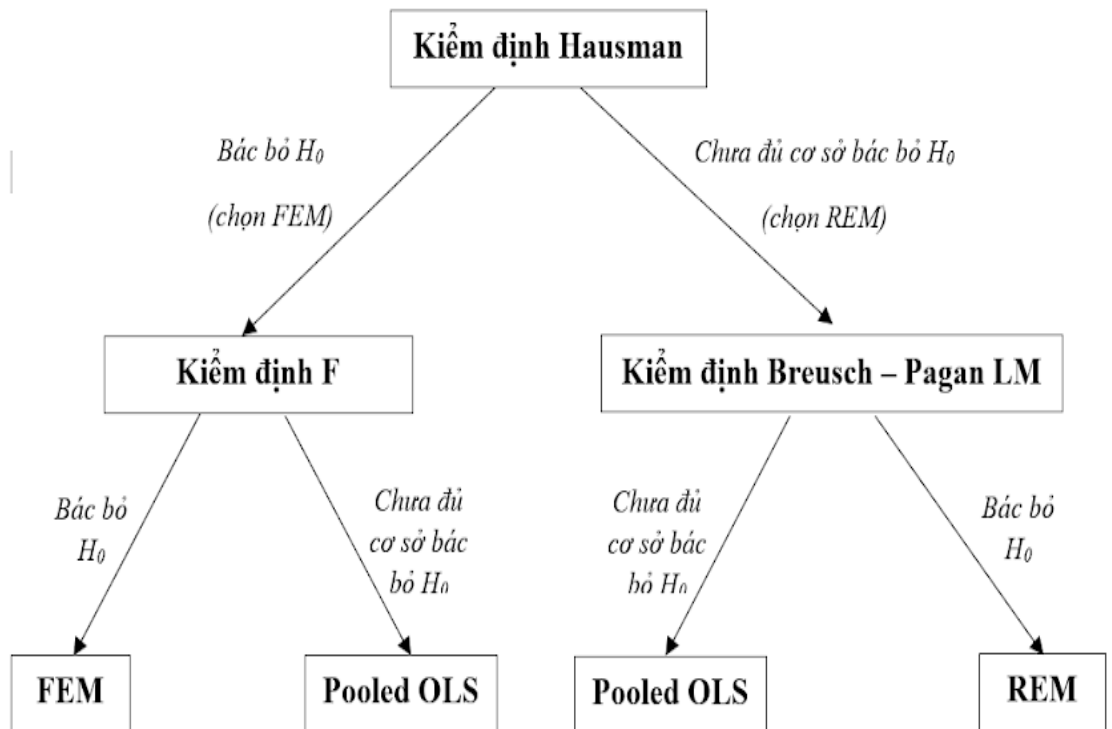
Kiểm định F được sử dụng để chọn lựa giữa mô hình hồi quy gộp OLS và mô hình tác động cố định FEM với cặp giả thuyết như sau:

$H_0$ : không có sự khác biệt giữa các đối tượng hoặc các thời điểm khác nhau

$H_1$ : có sự khác biệt giữa các đối tượng hoặc các thời điểm khác nhau

Nếu bác bỏ giả thuyết  $H_0$  với mức ý nghĩa cho trước sẽ cho thấy ước lượng tác động cố định FEM là hợp lý. Tuy nhiên, nếu chưa đủ cơ sở để bác bỏ  $H_0$  thì sẽ ưu tiên sử dụng mô hình hồi quy gộp OLS.

Tuy nhiên có thể tiến hành hai kiểm định bất kỳ vẫn có thể đưa ra quyết định lựa chọn mô hình chính xác. Bài nghiên cứu sẽ tiến hành kiểm định theo quy trình như sau:



**Hình 2.3: Quy trình kiểm định để lựa chọn mô hình**

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

### Hồi quy mô hình với biến trễ của biến phụ thuộc

Sau khi tiến hành kiểm định để chọn lựa được mô hình hồi quy phù hợp và trong trường hợp chứng minh được chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) có tác động đến chỉ số giá chứng khoán thì có một câu hỏi đặt ra là liệu có thể dùng chỉ số niềm tin người tiêu dùng CCI để dự báo chỉ số giá chứng khoán trong tương lai hay. Bởi vậy nghiên cứu sẽ tiến hành hồi quy mô hình sau:

$$\ln\text{RETURN}_{i,t} = \gamma_1 + \beta_{1i,t}\text{CCI}_{i,t-1} + \beta_{2i,t}\text{GBY}_{i,t} + \beta_{3i,t}\ln\text{CPI}_{i,t} + \beta_{4i,t}\ln\text{GDP}_{i,t} + w_{i,t} \quad (3)$$

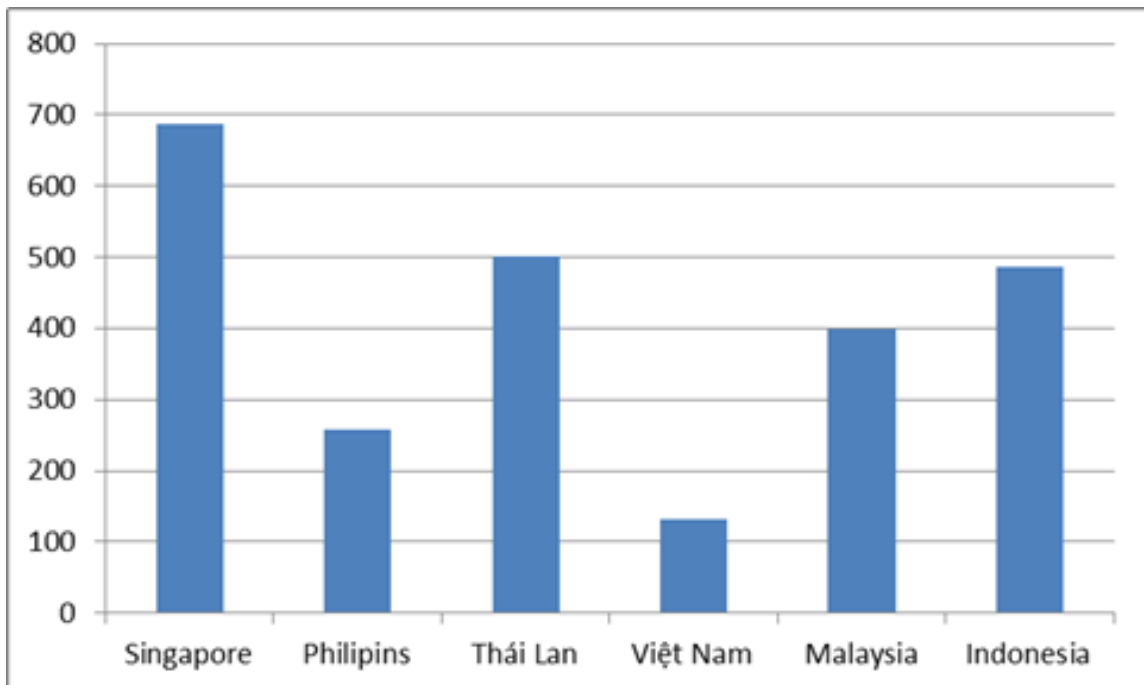
## CHƯƠNG 3

### KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG TÂM LÝ NHÀ ĐÀU TƯ ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

#### 3.1. Thị trường chứng khoán các nước trong khu vực

6 nước Đông Nam Á này là các nước có nền kinh tế chính lớn nhất trong khu vực và có thị trường tài chính hoạt động đáng kể.

*Đơn vị: Tỷ USD*

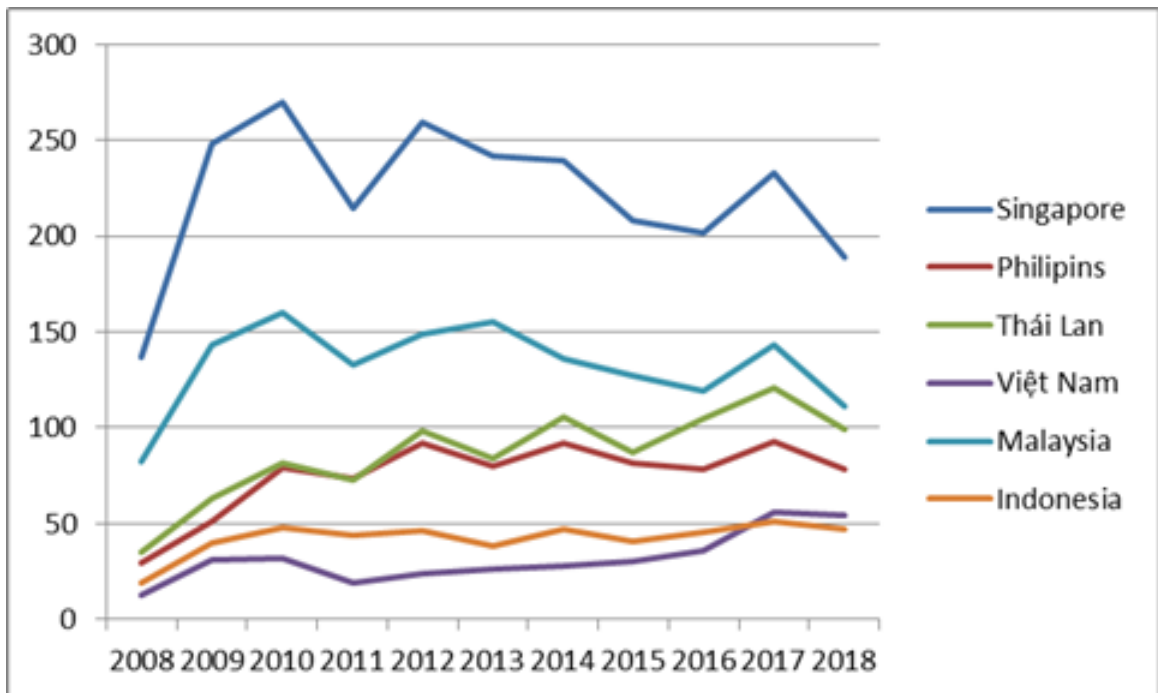


**Hình 3.1: Mức vốn hóa thị trường tài chính các nước trong khu vực năm 2018**

*Nguồn: Tổng hợp từ số liệu trên Internet*



Đơn vị: %GDP



**Hình 3.2: Tỷ lệ vốn hóa so với tổng sản phẩm quốc dân**

*Nguồn: Tổng hợp từ số liệu trên Internet*

So với các nước trong khu vực, tỷ lệ này ở hai quốc gia Singapore và Malaysia ở mức khá cao. Trong đó, chỉ số này của Việt Nam ở mức thấp nhất, chứng tỏ rằng thị trường tài chính nước ta vẫn đang ở trong giai đoạn đầu vẫn đang cần phát triển rất nhiều.

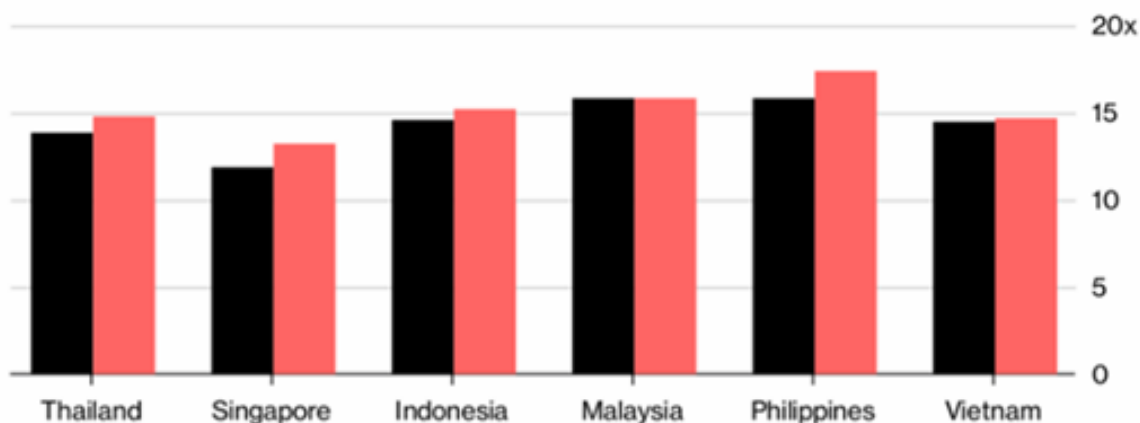
Tuy nhiên, kể từ sau giai đoạn 2018 trở đi, theo Bloomberg, Indonesia đã trở thành quốc gia có thị trường vốn lớn nhất trong khu vực, vị trí mà trước đó là của Singapore.

Bloomberg đánh giá, Indonesia là nước có triển vọng phát triển nhờ khả năng phát triển kinh tế, hành lang pháp lý có điều kiện thuận lợi.

## Bargains Available

Philippine, Singaporean and Thai stocks are cheapest relative to last three years

■ Current 12-month p/e ratio ■ 3-year average



**Hình 3.3: Giá chứng khoán các nước trong khu vực 2018**

*Nguồn: Bloomberg*

Theo Bloomberg, giá chứng khoán của Việt Nam trong khoảng thời gian trước được đánh giá khá là rẻ, tuy nhiên, trong vòng 2 năm gần đây, do những triển vọng tích cực về nền kinh tế cũng như do dòng vốn ngoại vào, đã tác động tích cực đến tâm lý các nhà đầu tư trên thị trường, đưa chỉ số giá lên mức khá cao.

### **3.2. Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2000 đến nay**

Vào tháng 7 năm 2000, sàn giao dịch chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam chính thức đi vào hoạt động với tên gọi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSTC). Cho đến 08/08/2007, theo quyết định số 559/QĐ-TTG của Thủ tướng Chính phủ mới đổi thành cái tên mà chúng ta quen thuộc hiện nay là Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Tiếp theo đó, vào năm 2005, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HASTC) chính thức khai trương hoạt động từ ngày 8/3. Sau này, vào ngày 02/02/2009, theo quyết định số 01/2009/QĐ của Thủ tướng Chính phủ chuyển đổi

thành Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Ngày 24/06/2005, thị trường giao dịch chứng khoán các công ty chưa niêm yết (UpCOM) chính thức đi vào vận hành.

Từ khi thành lập đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua nhiều thăng trầm. Có giai đoạn chứng khoán rớt giá khiến nhà đầu tư thiệt hại nặng nề. Mà nguyên nhân là sự mất lòng tin của nhà đầu tư đối với các lời đồn, sự thay đổi chính sách và điều chỉnh lại sau khi thị trường tăng nóng. Một trong những thời điểm đó không thể không kể đến là sự mất giá của chỉ số Vn-Index vào năm 2001. VN-Index là chỉ số thể hiện xu hướng biến động giá của tất cả cổ phiếu niêm yết và giao dịch tại Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE). Số điểm khởi đầu của VN-Index là 100, trong năm 2000, chỉ số này đã lên đỉnh điểm là 571,04 điểm trong phiên ngày 25/06/2001. Tuy nhiên, chỉ số này không phản ánh thật xu hướng giá của các cổ phiếu tại thời điểm đó, sự mất cân bằng cán cân cung – cầu, cụ thể là không đủ hàng hoá để cung đã dẫn đến việc giá cổ phiếu bị đẩy lên cao. Tình trạng sốt ảo này của thị trường chứng khoán đã khiến giá các loại cổ phiếu giảm sút nặng nề khi chỉ số VN-Index giảm còn 239,27 điểm. khủng hoảng kinh tế, gần đây nhất là dịch bệnh.

Tuy nhiên, không thể phủ nhận rằng thị trường chứng khoán Việt Nam đã phát triển một cách mạnh mẽ qua các năm qua. Về tốc độ các nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán: Ban đầu chỉ có hai cổ phiếu được niêm yết là Công ty cổ phần cơ điện lạnh (REE) và Công ty cổ phần Cáp và Vật liệu viễn thông (SAM). Tới cuối năm 2000, thị trường có thêm hai mã chứng khoán là Công ty cổ phần Giấy Hải Phòng (HAP) và Công ty cổ phần Dịch vụ Vận tải Xuất nhập khẩu Sài Gòn (TMS). Trong tháng 12 của năm 2006, hơn 100 công ty đăng ký niêm yết và giao dịch. Dần dần, cho tới nay, đã có đến hàng nghìn doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu. Cụ thể, theo thống kê của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước:

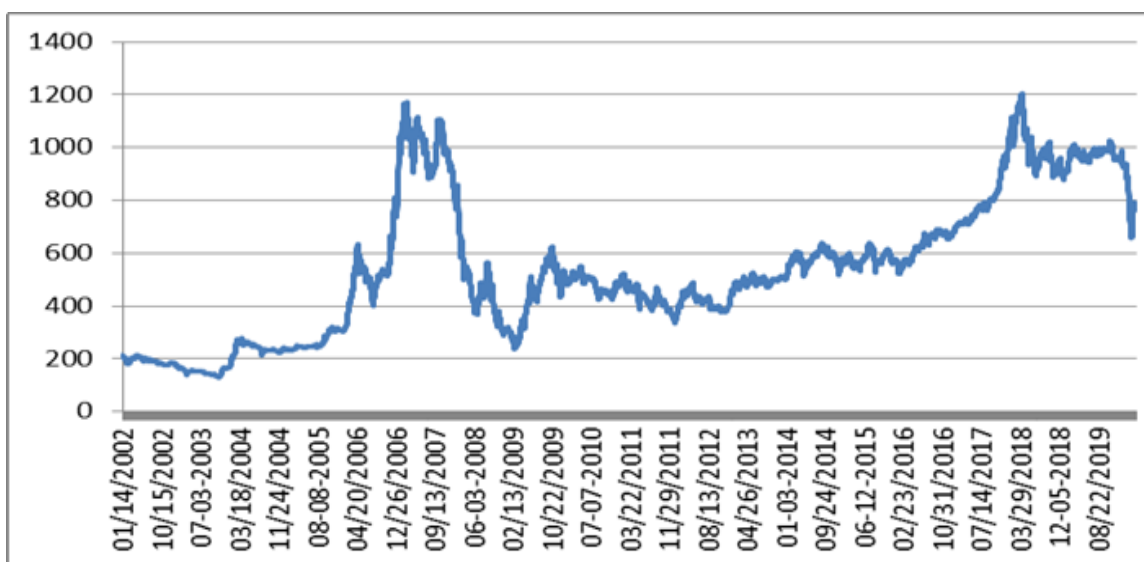
SỐ LƯỢNG DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT, ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH											
(Tính đến tháng 01/2020)											
Thời gian	HOSE	HNX	UPCoM	ETF	CCQ đóng	CW	TCP	TP trên HNX	TP trên HOSE	Tổng cộng	Tăng/Giảm
											So với năm trước
31/12/2015	307	377	256	2	1		537		35	1,514	
31/12/2016	320	375	414	2	1		560		35	1,706	12.70%
29/12/2017	344	384	694	2	2		571		39	2,036	19.34%
31/12/2018	373	376	804	2	3		525		48	2,131	4.66%
31/12/2019	378	367	872	2	3	37	469	2	43	2,173	1.97%
31/1/2020	379	367	879	2	3	47	466	2	44	2,189	0.73%

**Hình 3.4: Số lượng doanh nghiệp niêm yết, đăng ký giao dịch tính đến 1/2020**

*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước*

Các công ty này hoạt động ở các ngành nghề đa dạng như: Ngành nông nghiệp, ngành tiêu dùng, ngành y tế, ngành tài chính, ...

Một trong những thước đo sức khỏe của thị trường chứng khoán nói chung là chỉ số Vnindex. Có thể nói chỉ số này mang xu hướng chung của các nhà đầu tư trên thị trường.



**Hình 3.5: Chỉ số Vn-index trong dài hạn**

*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước*

Sự biến động của chỉ số VN index đi kèm theo với một vài sự kiện chính (ảnh hưởng rất nhiều đến triển vọng và tâm lý đầu tư trên thị trường) như sau:

11/2006: Việt Nam trở thành thành viên của WTO, dòng vốn nước ngoài bắt đầu chảy vào Việt Nam, chỉ số VN index bắt đầu bước vào thời kỳ thịnh vượng.

2/2007: Chỉ số đạt đỉnh nhờ vào các chính sách tiền tệ của nhà nước và nguồn vốn dồi dào nước ngoài

2008: Bắt đầu cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, các NĐT lo sợ và bắt đầu sự sụp đổ thị trường tài chính. Đạt đến đỉnh điểm vào khoảng T2/2009.

2009: Chính phủ đưa ra gói kích cầu khổng lồ nhằm cứu trợ nền kinh tế tuy nhiên hậu quả của gói cứu trợ ấy về sau cho nền kinh tế rất nặng nề.

2012: Bắt đầu đưa ra các chính sách tái cấu trúc nền kinh tế tập trung vào phát triển hệ thống tài chính, các doanh nghiệp nhà nước và đầu tư công.

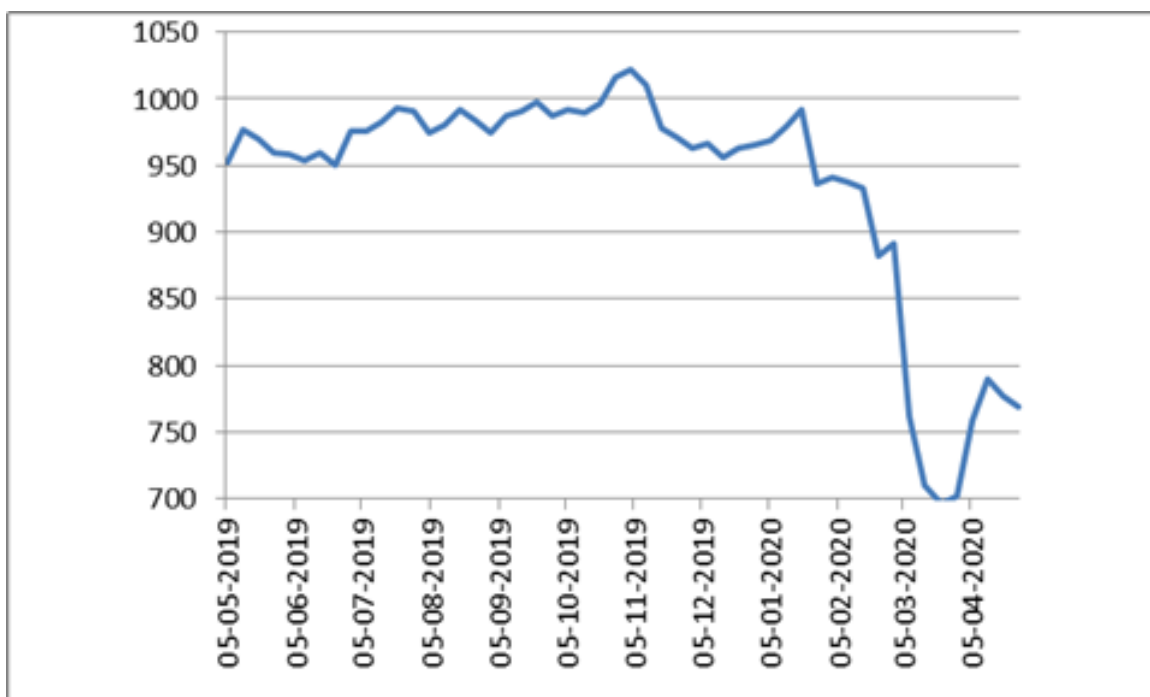
2014: nền kinh tế bắt đầu có những dấu hiệu hồi phục và khởi sắc sau những năm khủng hoảng và suy thoái từ những năm 2008, hệ thống tài chính cũng bắt đầu hồi phục.

1/2016: Chính thức áp dụng T+2 vào chu kỳ thanh toán thực tế.

2017: Nguồn đầu tư nước ngoài đổ vào nền kinh tế và những chính sách tiền tệ của Mỹ và Châu Âu khiến thị trường tài chính một lần nữa đạt đỉnh vào khoảng T4/2018.

8/2017: Thị trường tài chính Việt Nam chính thức thêm sản phẩm mới là chứng khoán phái sinh (mở đầu là Hợp đồng tương lai chỉ số VN30) là một kênh đầu tư mới cũng như là sản phẩm bắt đầu quản lý rủi ro của NĐT.

6/2018: Trận chiến thương mại Mỹ - Trung nổ ra, thị trường Việt Nam mang cả những kỳ vọng tốt và không tốt đối với tình hình ảnh hưởng trong tương lai.



**Hình 3.6: Chỉ số Vnindex trong thời gian 1 năm trở lại đây**

*Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước*

VN index trong ngắn hạn năm 2019 dao động khá bất thường, không đạt được kỳ vọng của nhà đầu tư khi chỉ số có khi chạm đến đỉnh 1024 điểm, nhưng có khi đã tụt xuống còn 878 điểm vào cuối năm. Tham gia thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư không chỉ kỳ vọng có thể kiếm được lợi nhuận trong dài hạn mà còn có thể đạt được trong ngắn hạn. Rõ ràng, đối với điều này, thì so với một số kênh đầu tư khác như vàng hay ngoại hối, ... thì thị trường chứng khoán năm vừa rồi chưa thực sự thu hút nhà đầu tư tham gia một cách tích cực.

Từ tháng 1/2020, thị trường chứng khoán Việt Nam liên tục giảm sâu do các nhà đầu tư lo ngại trước thông tin dịch bệnh Covid-19 theo ảnh hưởng của chứng khoán toàn cầu. Tuy nhiên, trong tình trạng chung là tâm lý lo sợ bùng phát dịch trên thế giới nói chung, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện tương đối tốt công tác phòng chống dịch bệnh, thường xuyên đưa đến những tin tốt, mà cũng ảnh hưởng tốt đến thị trường tài chính. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những phiên

hoạt động khá tích cực trái chiều với xu hướng thị trường chứng khoán chung trên thế giới.

Kết thúc năm 2019, quy mô vốn hóa thị trường tăng 9,64% so với cuối năm 2018, đạt hơn 5,5 triệu tỷ đồng. Tuy nhiên, do gặp những vấn đề bất ổn về thương mại quốc tế, đặc biệt là chiến tranh thương mại Mỹ - Trung nên thị trường có tính thanh khoản trong mức thấp đến trung bình.

Thị trường chứng khoán có tính thanh khoản cao là thị trường có các chứng khoán được mua bán một cách năng động, có thể dễ dàng được giao dịch với giá cả tương đối ổn định. Nói cách khác, thị trường có khối lượng giao dịch càng lớn thì càng có tính thanh khoản cao. Theo số liệu khối lượng giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh:

**Bảng 3.1: Khối lượng giao dịch khớp lệnh trên sàn HOSE (2015-2019)**

Thời gian	Tổng khối lượng	Tổng giá trị
31/12/2015	2.544.653.469,00	415.533.395,68
31/12/2016	2.841.380.834,00	501.795.211,58
31/12/2017	4.241.427.592,00	861.605.048,49
31/12/2018	4.199.548.818,00	1.054.678.630,31
31/12/2019	3.492.527.122,00	731.317.494,22

*Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu trên sàn chứng khoán*

Theo dõi số liệu trên, ta có thể thấy được tính thanh khoản của thị trường Việt Nam tăng trưởng một cách ổn định nhưng vẫn còn ở mức thấp.

Tuy nhiên, so sánh với dân số thì số lượng tài khoản chứng khoán còn chiếm tỷ lệ rất nhỏ. Theo Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam, vào tháng 10/2019, số lượng tài khoản chứng khoán tại Việt Nam chỉ ở mức 2,343 triệu tài khoản – trong khi dân số Việt Nam ở khoảng mức 98 triệu người. Bên cạnh đó, số tài khoản của nhà đầu tư còn bị trùng lặp do sở hữu nhiều tài khoản tại nhiều công ty chứng khoán. Điều đó có nghĩa là số nhà đầu tư tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán còn rất ít so với dân số hiện tại.

### 3.3. Thống kê mô tả các biến

Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình được trình bày trong bảng 3.2 cho thấy các biến trong nghiên cứu có độ lệch chuẩn khá nhỏ tức là biến thiên tương đối đồng đều, duy chỉ có biến CCI biến thiên mạnh trong khoảng 135 đến 78 với độ lệch chuẩn 12,652 do biến này có giá trị khá lớn.

**Bảng 3.2: Thống kê mô tả các biến**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Skewness	Kurtosis
lnRETURN	240	7,711	0,822	5,964	9,056	0,0651	0,0000
CCI	240	109,062	12,652	78	135	0,4430	0,0000
GBY	240	3,576	2,543	0,235	12,869	0,0000	0,0006
lnCPI	240	4,640	0,116	4,209	4,932	0,1447	0,0004
lnGDP	240	4,361	0,538	2,744	5,648	0,2593	0,2104

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*



Ma trận tương quan ở bảng 3.3 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến độc lập không cao. Bảng ma trận tương quan này còn cho thấy sơ bộ ban đầu tương quan giữa biến phụ thuộc và biến độc lập. Trong khi cả ba biến CCI, lnCPI, lnGDP đều có tương quan dương với biến lnRETURN thì biến GBY lại có tương quan âm. Điều này hoàn toàn phù hợp với thực tế bởi khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng tăng tức là thái độ của người tiêu dùng với nền kinh tế hoàn toàn tích cực khiến chỉ số giá chứng khoán tăng lên. Tương tự với chỉ số CPI và GDP, khi hai chỉ số này tăng đồng nghĩa với việc nền kinh tế phát triển tốt và tác động tích cực lên chỉ số giá chứng khoán. Tuy nhiên, khi lợi suất trái phiếu chính phủ tăng lên khiến lợi ích thu được từ việc nắm giữ trái phiếu chính phủ cao hơn làm nhà đầu tư có xu hướng ưa thích trái phiếu chính phủ hơn, là lý do có thể dẫn đến tương quan âm ở đây.

**Bảng 3.3: Ma trận tương quan**

	lnRETURN	CCI	GBY	lnCPI	lnGDP
lnRETURN	1,0000				
CCI	0,4766	1,0000			
GBY	-0,2401	0,1725	1,0000		
lnCPI	0,4797	0,3943	-0,0336	1,0000	
lnGDP	0,5471	0,3854	-0,0340	0,6403	1,0000

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Hệ số phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor) của các biến độc lập trong mô hình được thể hiện ở bảng 3.4. Theo đó, tất cả các hệ số VIF, kể cả VIF trung bình đều lớn hơn 2, đồng thời  $1/VIF$  cũng lớn hơn 0,5 nên có thể kết luận mô hình hoàn toàn không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra.

**Bảng 3.4: Hệ số VIF**

Biến	VIF	1/VIF
lnCPI	1,78	0,562417
lnGDP	1,76	0,567279
CCI	1,28	0,778937
GBY	1,05	0,954950
VIF trung bình	1,47	

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

### 3.4. Kết quả phân tích định lượng

Trước tiên, nghiên cứu sẽ tiến hành thực hiện kiểm định Hausman để chọn lựa giữa mô hình tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên REM thu được kết quả như sau:

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
CCI	.0069023	.0069127	-.0000103	.0001019
GBY	-.0168314	-.0168774	.0000461	.0005711
lnCPI	.7656912	.7593834	.0063079	.0258205
lnGDP	.2663078	.2690319	-.002724	.0100246

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
 = 0.12  
 Prob>chi2 = 0.9982

**Hình 3.7: Kiểm định Hausman**

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Theo kết quả kiểm định thu được,  $\text{Prob} > \text{chil2} = 0.9982 > 5\%$  nên chưa đủ cơ sở để bác bỏ  $H_0$ , có nghĩa là có thể chọn mô hình FEM hay REM đều được, nhưng cần căn cứ vào sự tiện lợi trong tính toán. Vì vậy, mô hình tác động ngẫu nhiên REM phù hợp hơn bởi mô hình này có nhiều bậc tự do hơn.

Kiểm định Breusch-Pagan LM được thực hiện tiếp theo để chọn lựa giữa mô hình tác động ngẫu nhiên REM và mô hình hồi quy gộp OLS. Kết quả thu được từ kiểm định được thể hiện trong bảng sau:

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$\ln\text{RETURN}[\text{country1},t] = Xb + u[\text{country1}] + e[\text{country1},t]$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
lnRETURN	.6763244	.8223895
e	.0155515	.1247058
u	.8696976	.9325758

Test:  $\text{Var}(u) = 0$

$\text{chibar2}(01) = 2929.65$

$\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000$

### Hình 3.8: Kiểm định Breusch-Pagan LM

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Kết quả của kiểm định này có  $\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000 < 5\%$  nên có thể đi đến kết luận mô hình REM phù hợp cho dữ liệu này hơn.

Từ kết quả thu được từ hai kiểm định trên có thể kết luận rằng mô hình tác động ngẫu nhiên REM phù hợp với chuỗi dữ liệu cần phân tích hơn mô hình tác động ngẫu nhiên FEM và mô hình hồi quy gộp OLS.

Dưới đây là kết quả hồi quy cụ thể cho các biến phụ thuộc và biến độc lập của mô hình tác động ngẫu nhiên REM:

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       240
Group variable:  country1                 Number of groups =        6

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.6822                          min =          40
  between = 0.5159                         avg =         40.0
  overall = 0.4312                          max =          40

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(4)    =       499.02
                                           Prob > chi2     =       0.0000

```

lnRETURN	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CCI	.0069127	.0010671	6.48	0.000	.0048212	.0090041
GBY	-.0168774	.005812	-2.90	0.004	-.0282687	-.0054862
lnCPI	.7593834	.2168961	3.50	0.000	.3342749	1.184492
lnGDP	.2690319	.0801858	3.36	0.001	.1118706	.4261931
_cons	2.320655	.8060233	2.88	0.004	.7408789	3.900432
sigma_u	.93257581					
sigma_e	.12470582					
rho	.98243258	(fraction of variance due to u_i)				

**Hình 3.9: Kết quả hồi quy mô hình**

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Từ kết quả của mô hình hồi quy có thể thấy tổng quát mô hình có thể giải thích 43,12% sự thay đổi của biến độc lập, trong đó theo chiều không gian là 51,59% và theo chiều thời gian là 68,22%. Đồng thời, từ kết quả hồi quy còn thấy được hệ số ước lượng của biến CCI là 0,0069127 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho thấy rằng biến CCI có giải thích và tác động cùng chiều với biến phụ thuộc lnRETURN.

Cụ thể là khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng tăng 1% sẽ làm logarit của chỉ số giá chứng khoán tăng trung bình 0,0069%.

Bên cạnh đó, dấu của các biến kiểm soát GBY và lnGDP đều phù hợp với kỳ vọng ban đầu. Khi lợi suất trái phiếu chính phủ tăng lên thì lợi nhuận chứng khoán sẽ giảm xuống và tốc độ tăng trưởng GDP càng cao thì càng tốt cho thị trường chứng khoán và giá chứng khoán. Tuy nhiên dấu của biến lnCPI lại trái với kỳ vọng ban đầu là rằng CPI ảnh hưởng tiêu cực đến giá chứng khoán. Tuy nhiên cũng có những nghiên cứu có kết quả giống như vậy, như theo Boudoukh và Richardson (1993), Naik và Padhi (2012), Adusei (2014) đều kết luận mối liên hệ giữa CPI và giá cổ phiếu là tích cực.

Như vậy, có thể kết luận rằng tâm lý nhà đầu tư có ảnh hưởng nhất định đến chỉ số giá trên thị trường chứng khoán có thể giải thích sự biến động của chỉ số giá chứng khoán. Nhưng mục tiêu của các nhà đầu tư là có thể dự báo được sự thay đổi của giá chứng khoán trong tương lai dựa vào các dữ kiện thông tin ở hiện tại. Để xem xét vấn đề đó, nghiên cứu tiến hành hồi quy biến trễ của CCI thu được kết quả như sau:

**Bảng 3.5: Kết quả hồi quy mô hình với biến trễ**

	$CCI_{i,t-1}$	GBY	lnCPI	lnGDP	constant	R2 within	R2 between	R2 overall
MH chứa với biến $CCI_{i,t-1}$	0.0063 ***	- 0,0214 ***	0,76 ***	0,2706 ***	2,3947 ***	0.6996	0,5306	0,4390

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* có ý nghĩa thống kê tại 10%, 5%, 1%

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu*

Từ kết quả hồi quy có thể thấy chỉ số CCI của thời kỳ trước có tác động đến chỉ số giá chứng khoán của thời kỳ sau với mức ý nghĩa của mô hình khá cao. Như vậy có thể nói chỉ số niềm tin người tiêu dùng không chỉ ảnh hưởng đến chỉ số giá chứng khoán mà còn có thể sử dụng để đưa ra dự báo về thị trường chứng khoán trong tương lai, giúp các nhà đầu tư đưa ra những quyết định tốt nhất.

## CHƯƠNG 4

### THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ KIẾN NGHỊ

#### 4.1. Kết quả phân tích định lượng

Kiểm tra mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và thị trường chứng khoán đã trở thành một vấn đề quan trọng trong các nghiên cứu tài chính về hiệu quả và hành vi của thị trường tài chính. Trong nghiên cứu này, chúng tôi cũng đã cố gắng xem xét mối quan hệ này, bằng cách lấy chỉ số niềm tin người tiêu dùng CCI để đại diện cho tâm lý nhà đầu tư và kiểm tra tác động của CCI đến chỉ số giá chứng khoán trong khu vực ASEAN-6 trong thời gian từ 1/1/2010 đến 31/12/2019.

Cũng giống như các nghiên cứu trước đây, bài viết đã chỉ ra sự thay đổi trong chỉ số niềm tin người tiêu dùng CCI có thể giải thích cho sự biến động thị trường chứng khoán. Cụ thể khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng CCI tăng tức là nhà đầu tư có tâm lý lạc quan về thị trường thì chỉ số giá chứng khoán theo đó cũng tăng theo. Điều này có thể giải thích là do tâm lý tích cực có thể làm thay đổi kỳ vọng của các nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai và do đó ảnh hưởng đến giá chứng khoán.

Bên cạnh đó, bài viết của chúng tôi cũng đã có những đóng góp mới cho việc nghiên cứu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và thị trường chứng khoán.

Thứ nhất, trong khi các nghiên cứu trước đây tập trung nghiên cứu những thị trường lớn, đã phát triển, những khu vực lớn thì bài viết của chúng tôi xem xét thị trường Đông Nam Á với sáu nước tiêu biểu ASEAN-6. Đây là một thị trường đang ngày càng phát triển mạnh mẽ, nhiều tiềm năng và đem lại lợi nhuận cao. ASEAN hiện là nền kinh tế lớn thứ 5 trên thế giới với tổng GDP lên tới 2.900 tỷ USD năm 2018 và là thị trường lớn thứ 3 toàn cầu với tổng dân số hơn 649 triệu người. Với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt khoảng 5%/ năm, ASEAN là một trong những nền kinh tế phát triển nhanh nhất trên thế giới và dự kiến có thể trở thành nền kinh tế lớn thứ tư thế giới vào năm 2030.

Thứ hai, chúng tôi nghiên cứu khoảng thời gian gần nhất, bởi vậy bài nghiên cứu có tính cập nhật cao, phản ánh được những biến động gần đây nhất.

Thứ ba, kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị độ trễ của CCI có tác động đến chỉ số giá chứng khoán, tức là tâm lý nhà đầu tư có tác động đến lợi nhuận chứng khoán trong tương lai và do đó có thể sử dụng yếu tố tâm lý để dự báo biến động của thị trường chứng khoán trong tương lai. Hơn nữa bài viết còn xem xét được khả năng giải thích của các biến vĩ mô cho lợi nhuận chứng khoán và thấy rằng trong khi lợi suất trái phiếu chính phủ có tác động tiêu cực thì GDP và CPI lại có tác động tích cực đến thị trường chứng khoán.

## **4.2. Kiến nghị**

Có một câu nói cũ trên Wall Street rằng thị trường được điều khiển chỉ bằng hai cảm xúc: sợ hãi và tham lam. Mặc dù đây là một sự đơn giản hóa, nhưng nó thường có thể đúng. Những cảm xúc này có thể gây tổn hại sâu sắc đến danh mục đầu tư, thị trường chứng khoán và thậm chí cả nền kinh tế. Thậm chí, ngay bây giờ, các nhà đầu tư dường như đang hoạt động theo giả định rằng miễn là tình hình sức khỏe thị trường được cải thiện đủ để nền kinh tế khởi động trở lại, thì nó sẽ nhanh chóng trở lại bình thường.

Dù là thị trường đang sợ hãi hay hưng phấn, điều mà các nhà đầu tư cần chính là một liều thuốc “an thần”. Do vậy, nhóm tác giả đã đưa ra một số kiến nghị để hạn chế tác động của tâm lý nhà đầu tư tới thị trường chứng khoán như sau:

Thứ nhất, nâng cao nhận thức nhà đầu tư cá nhân, quy định về thông tin công khai. Tâm lý tích cực có thể thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán. Trong khi số nhà đầu tư cá nhân chiếm đa số trên thị trường chứng khoán, các cơ quan quản lý cần tăng cường đào tạo các nhà đầu tư cá nhân, đồng thời thúc đẩy các nhà đầu tư tổ chức và các cơ quan xếp hạng với mục đích hướng dẫn họ đầu tư hợp lý. Mặt khác, các quy định về thông tin kế toán của các công ty niêm yết cần được tăng cường để cải thiện chất lượng thông tin kế toán; từ đó, chúng ta có thể làm suy



yếu ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư tới thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, phương pháp này chỉ giúp ổn định thị trường khi thị trường ở trạng thái thường. Nếu gặp trường hợp thị trường quá sợ hãi hoặc quá hưng phấn, nó có thể gây nên tác dụng trái ngược. Ví dụ, khi thị trường sợ hãi như trong dịch Covid-19 vừa qua, thông tin công khai của các công ty tại một số ngành có thể khiến nhà đầu tư có tâm lý tiêu cực hơn.

Thứ hai, lưu tâm hơn đến các thành kiến tâm lý. Bài nghiên cứu cung cấp kiến nghị gián tiếp cho các nhà kinh tế và hoạch định chính sách rằng khuynh hướng tâm lý được thảo luận trong tài chính hành vi không chỉ giới hạn ở thị trường, nhưng có thể đóng một vai trò ở bất cứ nơi nào ra quyết định. Điều này có nghĩa các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách nên lưu tâm đến những thành kiến tâm lý này để đưa ra những chính sách chính xác và kịp thời nhất trước các biến động của thị trường. Bởi lẽ, những thành kiến này khi gặp đúng thời, sẽ gây nên sự hỗn loạn thị trường.

Thứ ba, tăng cường công tác giám sát thị trường nhằm nhận diện các xu hướng tâm lý đám đông diễn biến phức tạp có nguy cơ gây ra các diễn biến xấu trên thị trường tài chính. những diễn biến trên thị trường tài chính luôn rất phức tạp, khó lường xuất phát từ tính chất đa dạng trong tâm lý các NĐT, đặc biệt từ các NĐT có tổ chức quốc tế gắn với các phương tiện và công cụ đầu tư mới, dẫn đến có không ít các diễn biến trên thị trường tài chính các nhà chức trách đã chưa nhận diện kịp thời và bị động trong ứng phó. Sự bị động ít nhiều cũng khiến các hoạt động can thiệp gây sốc cho thị trường cũng như phí tổn can thiệp gia tăng. Từ thực tế này, chúng tôi đề xuất thời gian tới Chính phủ tiếp tục tăng cường hơn nữa công tác giám sát thị trường tài chính gắn với nâng cao trình độ năng lực của đội ngũ cán bộ giám sát và hiện đại hóa hạ tầng kỹ thuật công nghệ, nhất là ứng dụng các phần mềm quản lý thị trường, qua đó, góp phần nâng cao hơn nữa chất lượng của công tác dự báo. Trong điều kiện thị trường tài chính có sự hội nhập rất sâu như hiện nay gắn với cuộc cách mạng công nghệ thông tin thì các rào cản kỹ thuật sẽ bị suy giảm, thậm chí bị mất tác dụng kiểm soát thị trường, do vậy, các dự báo sẽ là cơ sở tốt cho các

nhà chức trách ra các quyết định kịp thời, đúng liều lượng và không gây sốc cho thị trường thông qua kỹ thuật can thiệp hợp lý.

### **4.3. Những hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo**

Do khả năng và nguồn lực có hạn nên bài nghiên cứu không thể tránh khỏi những hạn chế. Sau đây là những hạn chế lớn nhất mà nhóm nghiên cứu nhận thấy cần khắc phục ở các nghiên cứu tiếp theo như sau và kèm theo đó là những định hướng khắc phục ở những nghiên cứu tiếp theo:

Thứ nhất, phạm vi thời gian nghiên cứu chưa đủ rộng. Bài nghiên cứu mới chỉ tìm hiểu trong khoảng thời gian từ 1/1/2010 đến 31/12/2019, tuy nhiên thời kỳ này không có những cú sốc quá lớn từ thị trường như khủng hoảng kinh tế hay chiến tranh, dịch bệnh. Bởi vậy, kết quả nghiên cứu chưa phản ánh được tác động của sự thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư ở những thời kỳ có biến động lớn và bất ngờ tới thị trường chứng khoán. Xuất phát từ hạn chế đó, nhóm nghiên cứu đề xuất hướng tập trung nghiên cứu một khoảng thời gian trước, trong và sau một sự kiện kinh tế, chính trị, xã hội cụ thể có ảnh hưởng lớn tới thị trường tài chính để thấy được mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và lợi nhuận chứng khoán trước những cú sốc bất ngờ từ bên ngoài.

Thứ hai, bài nghiên cứu mới chỉ chỉ ra rằng chỉ số niềm tin người tiêu dùng CCI đại diện cho tâm lý nhà đầu tư có thể sử dụng là yếu tố để dự báo chỉ số giá chứng khoán trong tương lai nhưng chưa chỉ ra cụ thể thời gian tác động ngắn hay dài. Do đó, nhóm tác giả đề xuất ở những nghiên cứu sau sẽ sử dụng mô hình thích hợp hơn để có thể đánh giá mối quan hệ này.

## **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

1. Brown, Gregory W. 1999. “Volatility, Sentiment, and Noise Traders.” *Financial Analysts Journal*, vol. 55, no. 2 (March/April).
2. Fisher, K. L., Statman, M. (2003). Consumer confidence and stock returns. *Journal of Portfolio Management*, 30, 115-127.
3. Lee, C., Shliefer, A., Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The Journal of Finance*, 46(1), 75-109.
4. SCHMELING, Maik (2009) “Investor Sentiment and Stock Returns: Some International Evidence” *Journal of Empirical Finance*, Vol.16, issue 3, pp. 394-408.
5. Lee, Charles M., Andrei Shleifer, and Richard H. Thaler. 1991. “Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle.” *Journal of Finance*, vol. 46, no. 1 (March):75–109.
6. Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, and Jeffrey A. Busse. 1998. “Do Investors Care about Sentiment?” *Journal of Business*. vol. 71, no. 4 (October):477–500.
7. Wang, Y. H., Keswani, A., Taylor, S. J. (2006). The relationships between sentiment, returns and volatility. *International Journal of Forecasting*, 22(1), 109-123
8. Wugler, J., Zhuravskaya, E. (2002). Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks. *Journal of Business*, 75(4), 583–608.
9. Canbaş, S., Kandır, S. Y. (2009). Investor Sentiment and Stock Returns: Evidence from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(4), 36-52.
10. Baker, M. and Wurgler, J. (2007), “Investor sentiment in the stock market”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21 No. 2, pp. 29-151.
11. Bai, J. (2009), “Panel data models with interactive fixed effects”, *Econometrica*, Vol. 77 No. 4, pp. 1229-1279.
12. Solt, Michael E., and Meir Statman. 1988. “How Useful Is the Sentiment Index?” *Financial Analysts Journal*, vol. 44, no. 5 (September/October)