



Original Article

Noise trading and stock return
on the Vietnamese stock market

Nguyen Thu Hoai, Vu Thi Kim Lan*

Thang Long University

Nghiem Xuan Yem Road, Dai Kim Ward, Hoang Mai District, Hanoi, Vietnam

Received: March 22, 2024

Revised: June 24, 2024; Accepted: October 25, 2024

Abstract: The study examines the impact of noise trading on stock returns and trading volume. The investor sentiment index is constructed as a representative of noise trading. Based on data collected using the text language analysis techniques, the author tests a regression model to explain the impact of investor sentiment on stock returns and stock trading volume on Vietnam stock market. As a result, investor sentiment has a positive impact in the same period on stock returns and stock trading volume. Therefore, investors can use the investor sentiment index as a tool in technical analysis when making decisions.

Keywords: Sentiment, behavioral finance, stock return, noise trading, individual investors.

* Corresponding author

E-mail address: lanvtk@thanglong.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v4i5.321>

Copyright © 2024 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

Giao dịch nhiều và tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Nguyễn Thu Hoài, Vũ Thị Kim Lan*

Trường Đại học Thăng Long

Đường Nghiêm Xuân Yêm, Phường Đại Kim, Quận Hoàng Mai, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 22 tháng 3 năm 2024

Chỉnh sửa ngày 24 tháng 6 năm 2024; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 10 năm 2024

Tóm tắt: Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của giao dịch nhiều đến tỷ suất sinh lời chứng khoán và lượng cổ phiếu giao dịch. Chỉ số cảm tính nhà đầu tư được xây dựng là đại diện của giao dịch nhiều. Dựa trên dữ liệu được thu thập theo phương pháp phân tích ngôn ngữ văn bản, tác giả thực hiện kiểm định mô hình hồi quy để giải thích tác động của cảm tính nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời và lượng giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy cảm tính nhà đầu tư có tác động tích cực và trong cùng kỳ đến tỷ suất sinh lời và lượng giao dịch cổ phiếu. Do đó, các nhà đầu tư cá nhân có thể sử dụng chỉ số cảm tính nhà đầu tư như một công cụ trong phân tích kỹ thuật khi ra quyết định.

Từ khóa: Cảm tính, tài chính hành vi, tỷ suất sinh lời, giao dịch nhiều, nhà đầu tư cá nhân.

1. Giới thiệu

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970), các nhà đầu tư là những người duy lý, ra quyết định dựa trên thông tin về giá trị nội tại hoặc dữ liệu cơ bản của chứng khoán. Tuy nhiên, theo Black (1986), nhà đầu tư đôi khi giao dịch dựa trên tín hiệu nhiễu chứ không phải thông tin. Tín hiệu nhiễu là thông tin sai hoặc thông tin không có liên quan để định giá chứng khoán (Ackert & Deaves, 2009). Giao dịch nhiều là việc mua và bán chứng khoán dựa trên cảm tính hoặc tín hiệu ngẫu nhiên, thay vì dựa trên giá trị nội tại hoặc dữ liệu cơ bản. Nhà giao dịch nhiều là những nhà đầu tư ra quyết định dựa trên tín hiệu nhiễu (Shleifer & Summers, 1990). Giao dịch nhiều có thể khiến thị trường biến động mạnh, có nguy cơ bong bóng và sụp đổ (Dow & Gorton, 1997).

Cảm tính ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà giao dịch nhiều bằng cách tác động đến nhận thức của họ (Hua & Wang, 2018). Cảm tính là niềm tin vào dòng tiền và rủi ro đầu tư trong

tương lai mà không lý giải được bằng những dữ kiện sẵn có ở hiện tại (Long và cộng sự, 1990). Vì vậy, quyết định đầu tư dựa vào cảm tính dẫn đến kết quả sai lệch so với những ước tính tối ưu dựa trên thông tin hoàn hảo (Berardi, 2022).

Cảm tính là một đại diện cho giao dịch nhiều vì nó phản ánh sự phi lý và cảm xúc trong hành vi của nhà đầu tư, khiến cho quyết định của họ đi chệch khỏi các giá trị cơ bản của chứng khoán (Berardi, 2022). Các nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh rằng cảm tính nhà đầu tư có thể giải thích những biến động ngắn hạn của giá tài sản tốt hơn các yếu tố cơ bản (Uygun & Taş, 2014), (Alfano và cộng sự, 2020). Các yếu tố cảm tính như lạc quan và bi quan đóng vai trò quan trọng vì các nhà giao dịch nhiều thường giao dịch dựa trên cảm tính hơn là thông tin cơ bản (Schneider & Nunez, 2024). Tóm lại, cảm tính nhà đầu tư là một đại diện phù hợp cho giao dịch nhiều trong nghiên cứu ảnh hưởng của nó đến tỷ suất sinh lời của chứng khoán.

Mục đích của nghiên cứu này là kiểm chứng tác động của giao dịch nhiều đến tỷ suất sinh lời

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: lanvtk@thanglong.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v4i5.321>

Bản quyền © 2024 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

của cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 5 năm từ 2016 đến 2021. Lý do thứ nhất là nghiên cứu này phù hợp với bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam - một thị trường cận biên có đa số nhà đầu tư là cá nhân¹. Nhiều nghiên cứu đã ghi nhận rằng đa số các nhà giao dịch nhiều là các nhà đầu tư cá nhân (Shleifer & Summers, 1990; Long và cộng sự, 1990; Sanders và cộng sự, 1997; Dong, 2020). Tuy nhiên, các nghiên cứu về chủ đề này cho thị trường Việt Nam còn khá khiêm tốn. Thứ hai, theo Schneider và Nunez (2024), cảm tính là hệ quả của những tác động ngoại sinh và thông tin không hoàn hảo. Mỗi quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và tỷ suất sinh lời của cổ phiếu rõ ràng hơn khi thị trường biến động mạnh (Li và cộng sự, 2017). Vì vậy, tác giả chọn giai đoạn 2016-2021 là giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam phải đối mặt với nhiều tác động lớn từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - EU và đặc biệt là đại dịch COVID-19.

Nghiên cứu này cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của giao dịch nhiều và khẳng định vai trò của cảm tính nhà đầu tư như một đại diện của giao dịch nhiều trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu có cùng mối quan tâm với các nghiên cứu của Cuong và cộng sự (2019), Anh và cộng sự (2022), Phan và cộng sự (2023). Điểm mới của nghiên cứu là xây dựng chỉ số cảm tính một cách trực tiếp từ việc phân tích ngôn ngữ văn bản ở mức độ công ty. Kết quả là nhà đầu tư càng lạc quan thì tỷ suất sinh lời và lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường càng tăng.

2. Tổng quan nghiên cứu

Vì giao dịch nhiều không thể định lượng được nên cần các đại diện cho giao dịch nhiều để xác định và phân tích hành vi của các nhà giao dịch nhiều trên thị trường tài chính. Trong nghiên cứu của Sanders và cộng sự (1997), kinh nghiệm giao dịch được sử dụng bởi các nhà đầu tư cá nhân tin vào tín hiệu kỹ thuật mặc dù không có lợi nhuận bất thường đáng kể. Lượng giao dịch không giải thích được dựa trên các thông tin cơ bản cho thấy nó góp phần đáng kể vào sự biến động của thị trường chứng khoán Thổ Nhĩ Kỳ

(Baklaci và cộng sự, 2011). Phương sai của phần dư từ các mô hình định giá tài sản phản ánh vai trò của nhà giao dịch nhiều và mối liên hệ của họ với định giá sai (Aabo và cộng sự, 2017). Những đại diện khác nhau này giúp các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách hiểu được tác động của giao dịch gây nhiễu đối với thị trường và phát triển các chiến lược để giảm thiểu tác động của nó.

Cảm tính là một đại diện phù hợp cho giao dịch nhiều vì quyết định của nhà giao dịch nhiều bị thúc đẩy bởi các cảm xúc như lạc quan và bi quan (Schneider & Nunez, 2024). Những cú sốc tâm lý, thường gây ra bởi các yếu tố ngoại sinh và bị khuếch đại bởi sự không chắc chắn khiến họ định giá sai và làm thị trường biến động mạnh hơn (Berardi, 2022). Càng lạc quan, nhà giao dịch nhiều càng đánh giá sai phương sai của lợi nhuận (Uygur & Taş, 2014). Cảm tính khiến thị trường chứng khoán biến động và trạng thái tích cực làm tăng khối lượng giao dịch cũng như tỷ suất sinh lời (Siganos và cộng sự, 2014).

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam, Cuong và cộng sự (2019) cho rằng không thể dự đoán được tác động của giao dịch nhiều đến lợi nhuận đầu tư cổ phiếu. Phan và cộng sự (2023), Anh và cộng sự (2022) kết luận rằng tâm lý lạc quan của nhà đầu tư dẫn đến tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao hơn. Mặc dù có những kết luận khác nhau, điểm chung của các nghiên cứu trên là sử dụng đại diện gián tiếp cho yếu tố cảm tính như phần dư trong mô hình định giá tài sản (Cuong và cộng sự, 2019), các chỉ số kinh tế vĩ mô (Phan và cộng sự, 2021), hay suy luận từ tính thanh khoản của thị trường (Anh và cộng sự, 2022).

Ngôn ngữ là hệ thống mã mà con người có thể truyền đạt ý tưởng và cảm tính của mình. Do đó, đo lường cảm tính thông qua ngôn ngữ sẽ có kết quả chính xác hơn. Nghiên cứu này xây dựng chỉ số cảm tính nhà đầu tư đối với từng mã chứng khoán một cách trực tiếp từ kỹ thuật phân tích ngôn ngữ văn bản. Sử dụng cảm tính làm đại diện cho các giao dịch nhiều, nghiên cứu này xây dựng mô hình hồi quy để làm rõ tác động của chúng đến tỷ suất sinh lời, lượng giao dịch của chứng khoán trên thị trường Việt Nam.

¹ Theo số liệu trên cổng thông tin điện tử của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam, tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam luôn lớn hơn 99%.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Dữ liệu về cường độ tìm kiếm trên Google

Cường độ tìm kiếm trên Google (Google search volume index – GSVI) được thu thập từ Google Trends để tạo ra biến GSVI. Nghiên cứu chọn từ khóa tìm kiếm trên Google Trends là mã cổ phiếu của từng công ty niêm yết trên sàn HOSE vì theo Joseph và cộng sự (2011), việc sử dụng từ khóa là mã cổ phiếu chỉ thực sự có ý nghĩa với những ai đang quan tâm một cách nghiêm túc đến việc đưa ra quyết định đầu tư.

Dữ liệu về cảm tính của nhà đầu tư

Kết quả phân tích ngôn ngữ được khai thác từ website SMCC.vn của Công ty Cổ phần Công nghệ chọn lọc thông tin (InfoRe). SMCC cho phép người dùng đưa vào hệ thống từ khóa tìm kiếm và trả kết quả là mức độ cảm tính (tiêu cực, trung tính và tích cực) của tin bài và mức độ ảnh hưởng của nguồn thông tin. Nghiên cứu tiếp tục sử dụng từ khóa là mã chứng khoán của các công ty niêm yết trên sàn HOSE, với nguồn tin là mạng xã hội Facebook.

Dữ liệu thị trường

Dữ liệu về thị trường chứng khoán được thu thập từ cơ sở dữ liệu Eikon Refinitiv của công ty Thomson Reuters.

Sau khi làm sạch dữ liệu, nhóm tác giả thu được 20.947 quan sát từ 88 công ty, tần suất theo tuần trong thời gian nghiên cứu 5 năm từ tháng 10/2016 đến tháng 9/2021.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu về ảnh hưởng của cảm tính nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời của chứng khoán được phát triển dựa trên mô hình về định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Nhóm tác giả bổ sung thêm biến cảm tính của nhà đầu tư như đại diện của giao dịch nhiễu để kiểm định tác động của chúng đến tỷ suất sinh lời của chứng khoán. Theo Barber và Odean (2008), sự chú ý của nhà đầu tư cũng là một yếu tố gây ảnh hưởng ngắn hạn đến sự biến động của thị trường chứng khoán. Do đó, nhóm tác giả bổ sung biến cường độ tìm kiếm để đại diện cho sự chú ý của nhà đầu tư như một biến kiểm soát trong mô hình. Mô hình được phát triển như sau:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2SI_{i,t} + \beta_3GSVI_{i,t} + U_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Nghiên cứu cũng kiểm chứng tác động của cảm tính và sự chú ý của nhà đầu tư cũng như cường độ tìm kiếm đối với lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường thông qua mô hình sau:

$$V_{i,t} = \alpha + \beta_1SI_{i,t} + \beta_2GSVI_{i,t} + U_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Bảng 1: Giải thích các biến trong mô hình

TT	Tên biến	Ký hiệu	Đo lường biến
1	Tỷ suất sinh lời của chứng khoán i tại thời điểm t	$R_{i,t}$	Tỷ suất sinh lời hàng tuần của chứng khoán i được tính bằng % và xác định bằng công thức: $R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \times 100$ Trong đó: $R_{i,t}$: Tỷ suất sinh lời của chứng khoán i tại tuần t $P_{i,t}$: Giá đóng cửa của chứng khoán i tại tuần t $P_{i,t-1}$: Giá đóng cửa của chứng khoán i tại tuần t-1
2	Lãi suất sinh lời phi rủi ro tại thời điểm t	$R_{f,t}$	Lãi suất sinh lời phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
3	Tỷ suất sinh lời của thị trường chứng khoán tại thời điểm t	$R_{m,t}$	Tỷ suất sinh lời của thị trường được tính bằng % và xác định bằng công thức: $R_m = \frac{VnIndex_t - VnIndex_{t-1}}{VnIndex_{t-1}} \times 100$ Trong đó: R_m : Tỷ suất sinh lời của thị trường tại tuần t $Vn-Index_t$: Chỉ số Vn-Index đóng cửa của tuần t $Vn-Index_{t-1}$: Chỉ số Vn-Index đóng cửa của tuần t-1

4	Cảm tính của nhà đầu tư đối với chứng khoán <i>i</i> tại thời điểm <i>t</i>	$SI_{i,t}$	Tin bài có cảm tính tích cực được gán điểm 1, tiêu cực là -1 và trung tính là 0. Mức độ ảnh hưởng của nguồn tin được dùng làm trọng số. Cảm tính trung bình tuần với từng mã chứng khoán được tính bằng công thức: $SI = \frac{\sum(1).R + \sum(-1).R}{\sum R}$ Trong đó, R là mức độ ảnh hưởng của nguồn tin.
5	Sự chú ý của nhà đầu tư đối với chứng khoán <i>i</i> tại thời điểm <i>t</i>	$GSVI_{i,t}$	Sự chú ý được đo lường bằng cường độ tìm kiếm đối với từng mã chứng khoán trên Google. Google Trend chuẩn hóa cường độ tìm kiếm của từng tuần trên thang điểm từ 0 đến 100.
6	Số lượng cổ phiếu giao dịch của chứng khoán <i>i</i> tại thời điểm <i>t</i>	$V_{i,t}$	Tổng số lượng cổ phiếu được khớp lệnh vào ngày giao dịch cuối cùng của tuần <i>t</i> .

Nguồn: Nhóm tác giả.

3.3. Giả thuyết nghiên cứu

Trong mô hình hồi quy (1) và (2), hệ số beta của cảm tính nhà đầu tư là hệ số chính được quan tâm. Theo Phan và cộng sự (2023), nếu nhà đầu tư trở nên tích cực hơn thì họ sẽ giao dịch nhiều hơn, dẫn đến tỷ suất sinh lời cao hơn. Siganos và cộng sự (2014) cũng khẳng định cảm tính tích cực giúp tăng lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường. Vì vậy, nghiên cứu kiểm chứng hai giả thuyết sau:

H1: Cảm tính của nhà đầu tư có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu.

H2: Cảm tính của nhà đầu tư có tác động tích cực đến lượng giao dịch cổ phiếu.

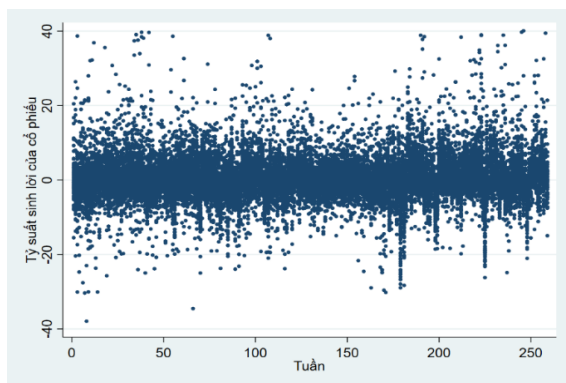
4. Kết quả và thảo luận

4.1. Tác động của cảm tính nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời của chứng khoán

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình (1)

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Rif	20.947	0,3375	5,7729	(37,9306)	40,0585
Rmf	20.947	0,2051	2,6001	(14,5919)	7,9374
SI	20.947	0,1062	0,2707	-1	1
GSVI	20.947	23,2032	20,0581	0	100

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata.



Hình 1: Đồ thị tỷ suất sinh lời của cổ phiếu theo tuần
Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata.

Từ năm 2016 đến đầu năm 2020, thị trường chứng khoán Việt Nam có đà tăng trưởng nhờ

các yếu tố như Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - EU có hiệu lực khiến VN-Index đạt đỉnh 1.393 điểm vào tháng 1/2020. Tuy nhiên, ngay sau đó, thị trường cũng chịu ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch COVID-19 khiến VN-Index giảm xuống 574 điểm vào tháng 3/2020. Trong bối cảnh thị trường biến động mạnh như vậy, tỷ suất sinh lời chung của thị trường cũng như của từng cổ phiếu có độ lệch chuẩn rất lớn. Theo kết quả thống kê mô tả, trung bình tỷ suất sinh lời của cổ phiếu là 0,3375% với độ lệch chuẩn là 5,7729. Tỷ suất sinh lời thấp nhất được ghi nhận là âm 37,9306% và tỷ suất sinh lời cao nhất được ghi nhận là 40,0585%. Quan sát Hình 1, ta thấy nhìn chung, tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu có xu hướng tăng về cuối giai đoạn nghiên cứu. Đây là giai đoạn đại dịch COVID-19 bùng phát tại Việt

Nam. Những quy định của Nhà nước về dẫn cách xã hội khiến số lượng các nhà đầu tư mới tham gia thị trường tăng vọt, các nguồn vốn cũng được đổ vào thị trường mạnh mẽ hơn và có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời.

Biến SI có giá trị trung bình là 0,1062 thể hiện rằng cảm tính nhà đầu tư trên thị trường nhìn chung là lạc quan. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn là 0,2707 cũng cho thấy cảm tính nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam có sự biến động khá mạnh. Điều này là phù hợp do trong giai đoạn nghiên cứu, cảm tính nhà đầu tư bị tác động mạnh mẽ bởi những tin tức vĩ mô tích cực như Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - EU có hiệu lực, các gói hỗ trợ kinh tế hiệu quả từ Chính phủ vào đầu năm 2020, hay tin tức tiêu cực như chiến tranh thương mại Mỹ - Trung năm 2018 và lo ngại về biến thể Omicron từ giữa năm 2021. Giá trị nhỏ nhất của biến SI là -1 và giá trị lớn nhất là 1 do cảm tính đã được lượng hóa như trình bày ở Bảng 1.

Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến với mô hình (1) cho thấy các hệ số VIF đều có giá trị xấp xỉ bằng 1, chứng tỏ không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập của mô hình. Để

kiểm định lựa chọn mô hình, nhóm tác giả đã ước lượng mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), sau đó sử dụng kiểm định Breusch and Pagan LM để lựa chọn. Kết quả cho hệ số $p = 0,2238 > 0,05$ nên mô hình POLS được chọn. Nhóm tác giả tiếp tục ước lượng mô hình tác động cố định (FEM) để lựa chọn giữa mô hình POLS và FEM. Kết quả cho hệ số $0,1516 > 0,05$ nghĩa là mô hình POLS tốt hơn mô hình FEM nên cuối cùng lựa chọn mô hình POLS.

Tuy nhiên, thực hiện kiểm định Breusch-Pagan cho thấy $p\text{-value} = 0,0323 < 0,05$ nên mô hình POLS có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kết quả kiểm định Wooldridge cho giá trị $p = 0,0545$ nghĩa là mô hình không có hiện tượng tự tương quan bậc 1. Kiểm định Pesaran cho thấy giá trị $p = 0,000 < 0,05$ và mô hình có hiện tượng tương quan chéo. Để khắc phục vấn đề tương quan chéo và phương sai sai số thay đổi của mô hình, nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (GLS). Kết quả cho thấy hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tương quan chéo đã được khắc phục.

Bảng 3: Kết quả ước lượng tác động của cảm tính nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời

Biến độc lập	Hồi quy			
	POLS	FEM	REM	GLS
Rm – Rf	0,279*** (0,015)	0,278*** (0,015)	0,279*** (0,015)	0,281*** (0,015)
SI	1,491*** (0,146)	1,531*** (0,149)	1,492*** (0,146)	1,490*** (0,146)
GSVI	0,015*** (0,002)	0,018*** (0,002)	0,015*** (0,002)	0,015*** (0,002)
Hệ số chặn	-0,230*** (0,062)	-0,307*** (0,065)	-0,231*** (0,062)	-0,231*** (0,062)
Số quan sát	20,947	20,947	20,947	20,947
Hệ số R bình phương điều chỉnh	0,024	0,020		
Giá trị kiểm định	F = 169,54	F = 174,64	Wald = 508,82	Wald = 516,06

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa nhỏ hơn 10%, 5%, và 1%. Các giá trị trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn.

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata.

Từ kết quả phân tích hồi quy và mô hình lý thuyết về tác động của cảm tính nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán Việt Nam, phương trình hồi quy tuyến tính được xây dựng như sau:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = -0,231 + 0,281 * (R_{m,t} - R_{f,t}) + 1,490 * SI_{i,t} + 0,015 * GSVI_{i,t}$$

Kết quả hồi quy cho thấy, các biến độc lập của mô hình đều có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Cụ thể:

Hệ số beta 1 là 0,281 thể hiện rằng khi tỷ suất sinh lời chung của thị trường tăng 1% thì trung bình tỷ suất sinh lời của một chứng khoán cụ thể tăng 0,281%. Hệ số beta 2 là 1,490 thể hiện rằng khi cảm tính nhà đầu tư chuyển từ tiêu cực sang

trung tính hoặc từ trung tính lên tích cực thì trung bình tỷ suất sinh lời chứng khoán tăng 1,49%. Hệ số beta 2 > 0 và lớn nhất trong 3 hệ số của mô hình nghĩa là cảm tính nhà đầu tư có tác động mạnh mẽ và tích cực đến tỷ suất sinh lời của chứng khoán. Kết quả này tương đồng với nhận định của Baker và Wurgler (2007), Siganos và cộng sự (2014), Uygur và Taş (2014), Phan và cộng sự (2023).

Hệ số beta 3 là 0,015 thể hiện rằng khi cường độ tìm kiếm tăng thì tỷ suất sinh lời chứng khoán cũng tăng. Kết quả này phù hợp với giả thuyết về sự chú ý của nhà đầu tư do Barber và Odean (2008) đề xuất. Theo đó, các nhà đầu tư cá nhân bị hạn chế về nguồn lực nên có xu hướng mua vào những chứng khoán thu hút sự chú ý của họ. Do câu tăng trong ngắn hạn nên tỷ suất sinh lời của cổ phiếu cũng tăng theo.

Tác động của cảm tính và cường độ tìm kiếm của nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời là tức thời, nghĩa là trong cùng tuần. Kết quả này là do chỉ số cảm tính được xây dựng từ nguồn dữ liệu

Facebook. Vì tốc độ truyền tin trên mạng xã hội theo thời gian thực nên tâm lý của người dùng mạng xã hội sẽ bị tác động rất nhanh và mạnh, dẫn đến việc ra quyết định nhanh chóng.

4.3. Tác động của cảm tính nhà đầu tư đến lượng cổ phiếu giao dịch

Do lượng cổ phiếu giao dịch có biến động lớn theo thời gian nên để giảm bớt sai số khi ước lượng, nhóm tác giả sử dụng logarit tự nhiên của lượng cổ phiếu giao dịch thay thế. Như vậy, mô hình (2) được biến đổi như sau:

$$LV_{i,t} = \alpha + \beta_1 SI_{i,t} + \beta_2 GSVI_{i,t} + U_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

$V_{i,t}$: Số lượng cổ phiếu giao dịch của chứng khoán i tại thời điểm t

$LV_{i,t}$: Logarit tự nhiên của $V_{i,t}$

$SI_{i,t}$: Cảm tính của nhà đầu tư đối với chứng khoán i tại thời điểm t

$GSVI_{i,t}$: Cường độ tìm kiếm đối với chứng khoán i tại thời điểm t

Bảng 4: Kết quả thống kê mô tả các biến của mô hình (3)

Biến	Số quan sát	Trung bình	Sai số chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
LV	19.693	11,8600	2,9153	2,3026	18,4385
SI	20.947	0,1062	0,2707	-1	1
GSVI	20.947	23,2032	20,0581	0	100

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata.

Trước tiên, nhóm tác giả tiến hành kiểm định đa cộng tuyến với các biến trong mô hình (2). Kết quả kiểm định cho thấy hệ số VIF = 1. Do hệ số VIF nhỏ hơn 2,5 nên không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến cao giữa biến cường độ tìm kiếm và cảm tính của nhà đầu tư. Để kiểm định lựa chọn mô hình, nhóm tác giả đã ước lượng REM, sau đó sử dụng kiểm định Breusch and Pagan LM và thu được kết quả cho hệ số $p = 0.000 < 0,05$ nên mô hình REM được chọn.

Nhóm tác giả tiếp tục thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy $p = 0,3375 > 0,05$ nên nhóm tác giả chọn FEM. Tuy nhiên, kết quả kiểm định Modified Wald cho thấy FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kiểm định Pesaran cho thấy FEM có hiện tượng tương quan chéo. Kiểm định Wooldridge cho kết quả tự tương quan bậc 1. Vì vậy, nhóm tác giả khắc phục các vấn đề của mô hình bằng ước lượng

GLS. Kết quả ước lượng các mô hình được thể hiện ở Bảng 5.

Từ kết quả phân tích hồi quy và mô hình lý thuyết về tác động của cảm tính nhà đầu tư đến lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam, phương trình hồi quy tuyến tính được xây dựng như sau:

$$LV_{i,t} = 6,3023 + 0,1097 * SI_{i,t} + 0,0042 * GSVI_{i,t}$$

Kết quả cho thấy yếu tố cảm tính nhà đầu tư và cường độ tìm kiếm đều có tác động tích cực đến lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Hệ số biến cảm tính nhà đầu tư là 0,1097; nghĩa là khi nhà đầu tư thay đổi cảm tính từ tiêu cực sang trung tính hoặc từ trung tính lên tích cực thì trung bình lượng cổ phiếu được giao dịch trên thị trường tăng 0,1097 triệu cổ phiếu. Trong giai đoạn nghiên cứu, thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều biến động mạnh, tiềm ẩn rủi ro lớn, tuy nhiên các nhà đầu tư thường có những

hành vi phi lý như tìm kiếm rủi ro trong tình huống rủi ro và né tránh rủi ro trong hoàn cảnh an toàn (Cao và cộng sự, 2021). Điều này nghĩa là nhà đầu tư giao dịch nhiều hơn khiến giá cổ phiếu được đẩy lên cao và sinh ra tỷ suất sinh lời cao hơn.

Tác động này xảy ra ngay trong cùng tuần mà cảm tính của nhà đầu tư thay đổi, nghĩa là tác động đồng thời và ngay lập tức. So sánh với tác động của cường độ tìm kiếm thì cảm tính của nhà đầu tư có ảnh hưởng mạnh mẽ hơn. Điều này chứng tỏ giao dịch nhiều với đại diện là cảm tính là một yếu tố gây tác động đáng kể đến thị trường.

Bảng 5: Kết quả ước lượng tác động của cảm tính nhà đầu tư đến lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Biến độc lập	Hồi quy			
	POLS	FEM	REM	GLS
SI	-0,0005 0,0009	0,1304*** (0,0389)	0,1308*** (0,0389)	0,1097*** (0,0292)
GSVI	0,0002** (0,0012)	0,0144*** (0,0006)	0,0144*** (0,0006)	0,0042*** (0,0005)
Hệ số chặn	0,0001*** (0,0004)	11,5107*** (0,0170)	11,2407*** (0,2980)	6,3023*** (0,1810)
Số quan sát	20.946	19.693	19.693	19.693
Hệ số R bình phương điều chỉnh	0,0125	0,0298		
Giá trị kiểm định	F=54,25	F=345,50	Wald=690,80	Wald= 19.065,97

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa nhỏ hơn 10%, 5%, và 1%. Các giá trị trong ngoặc đơn () là sai số chuẩn.

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata.

5. Kết luận

Giao dịch nhiều là thách thức đối với sự tồn tại của một thị trường hiệu quả. Việc nghiên cứu tác động của giao dịch nhiều trong bối cảnh thị trường chứng khoán cận biên như Việt Nam có ý nghĩa thực tiễn vì đặc điểm của các thị trường này là số lượng các nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng áp đảo. Tính minh bạch của thông tin trên thị trường còn thấp. Tỷ trọng các nhà đầu tư nước ngoài cũng như thông tin được công bố dành cho nhóm nhà đầu tư này còn rất hạn chế.

Vì giao dịch nhiều không thể đo lường được nên để nghiên cứu tác động của giao dịch nhiều, nhóm tác giả chọn đại diện là cảm tính của nhà đầu tư. Cảm tính tác động đến nhận thức, từ đó ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà giao dịch nhiều (Hua & Wang, 2018). Điểm mới của nghiên cứu là xây dựng được chỉ số cảm tính nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở cấp độ công ty một cách trực tiếp từ dữ liệu phân tích ngôn ngữ văn bản. Hai giả thuyết nghiên cứu mà nhóm tác giả đặt ra được chứng minh là đúng. Theo đó, khi nhà đầu tư cảm thấy lạc quan hơn về một cổ phiếu nào đó thì họ sẽ có xu hướng mua vào nhiều hơn, dẫn đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu tăng. Kết quả nghiên cứu này thống

nhất với nghiên cứu của Siganos và cộng sự (2014) với thị trường chứng khoán quốc tế cũng như kết quả của Phan và cộng sự (2023) với thị trường chứng khoán Việt Nam. Mức độ tác động của cảm tính nhà đầu tư đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu là đáng kể và mạnh hơn so với tác động của cường độ tìm kiếm. Tác động của cảm tính nhà đầu tư đến biến động tỷ suất sinh lời xảy ra ngay trong cùng tuần có sự biến động của cảm tính. Kết quả này gợi mở việc sử dụng chỉ số cảm tính nhà đầu tư như một công cụ phân tích kỹ thuật giúp nhà đầu tư ra quyết định chính xác hơn.

Nghiên cứu này tập trung khai thác các giao dịch nhiều bắt nguồn từ mạng xã hội Facebook. Các nghiên cứu tiếp theo về chủ đề này có thể mở rộng phạm vi dữ liệu từ nguồn báo chí hoặc các mạng xã hội khác như YouTube, Tiktok, Instagram và Zalo. Các nghiên cứu mới có thể khai thác tác động của giao dịch nhiều đến các công ty có quy mô vốn hóa hoặc hoạt động trong các ngành nghề khác nhau. Ngoài ra, các nghiên cứu trong tương lai có thể sử dụng các cách tiếp cận mới để đánh giá mối quan hệ giữa cảm tính nhà đầu tư và biến động của thị trường chứng khoán theo mô hình đa nhân tố như mô hình 3 nhân tố Fama French, 5 nhân tố Fama French hay mô hình 4 nhân tố Carhart.

Tài liệu tham khảo

- Aabo, T., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2017). Idiosyncratic volatility: An indicator of noise trading? *Journal of Banking & Finance*, 75, 136-151. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.11.010>
- Ackert, L., & Deaves, R. (2009). *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*: Cengage Learning.
- Alfano, S., Feuerriegel, S., & Neumann, D. (2020). Language sentiment in fundamental and noise trading: evidence from crude oil. *Applied Economics*, 52(49), 5343-5363. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1764072>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-151. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>
- Baklaci, H., Olgun, O., & Can, E. (2011). Noise traders: a new approach to understand the phantom of stock markets. *Applied Economics Letters*, 18(11), 1035-1041. <https://doi.org/10.1080/13504851.2010.520588>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm079>
- Berardi, M. (2022). Uncertainty and sentiments in asset prices. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 202, 498-516. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.06.005>
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 528-543. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04513.x>
- Cao, M. M., Nguyen, N. T., & Tran, T. T. (2021). Behavioral factors on individual investors' decision making and investment performance: A survey from the Vietnam Stock Market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 845-853. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0845>
- Cuong, P. K., Ngoc, T. T. B., Cong, B. T., & Chau, V. T. Q. (2019). Noise trader risk: Evidence from Vietnam stock market. *Hue University Journal of Science: Economics and Development*, 128(5C), 5-16. <https://doi.org/10.26459/hueuni-jed.v128i5C.5679>
- Dong, F. (2020). Noise-driven abnormal institutional investor attention. *Journal of Asset Management*, 21(5), 467-488. <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00180-4>
- Dow, J., & Gorton, G. (1997). Noise trading, delegated portfolio management, and economic welfare. *Journal of Political Economy*, 105(5), 1024-1050. <https://doi.org/10.1086/262102>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Hua, F., & Wang, J. (2018). How investor sentiment impacts financial decision-making behavior: From a cognitive neuroscience perspective. *NeuroQuantology*, 16(5), 1-12. <https://doi.org/10.14704/nq.2018.16.5.1385>
- Joseph, K., Wintoki, M. B., & Zhang, Z. (2011). Forecasting abnormal stock returns and trading volume using investor sentiment: Evidence from an online search. *International Journal of Forecasting*, 27(4), 1116-1127. <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2010.11.002>
- Li, H., Guo, Y., & Park, S. Y. (2017). Asymmetric relationship between investors' sentiment and stock returns: Evidence from a quantile non-causality test. *International Review of Finance*, 17(4), 617-626. <https://doi.org/10.1111/irfi.12134>
- Long, J. B. D., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738. <https://doi.org/10.1086/261703>
- Phan, T. N. T., Bertrand, P., Phan, H. H., & Vo, X. V. (2023). The role of investor behavior in emerging stock markets: Evidence from Vietnam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87(1), 367-376. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2023.03.004>
- Sanders, D. R., Irwin, S., & Leuthold, R. M. (1997). Noise traders, market sentiment, and futures price behavior. *OFOR-97-02*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.39932>
- Schneider, M., & Nunez, M. (2024). A decision theoretic foundation for noise traders and correlated speculation. *Decision Analysis*, 21(1), 4-22. <https://doi.org/10.1287/deca.2024.1234>
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 19-33. <https://doi.org/10.1257/jep.4.2.19>
- Siganos, A., Vagenas-Nanos, E., & Verwijmeren, P. (2014). Facebook's daily sentiment and international stock markets. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, 730-743. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2014.04.007>
- Anh, L. T., Hoai, N. T., Trang, N. T., Vy, D. T., Vi, L. H., & Uyen, L. T. P. (2022). The impact of market liquidity on stock returns: Empirical evidence from the Vietnamese stock market. *VNU Journal of Economics and Business*, 2(5), 93-102. <https://doi.org/10.25073/2588-1108>
- Uygun, U., & Taş, O. (2014). The impacts of investor sentiment on returns and conditional volatility of international stock markets. *Quality & Quantity*, 48(3), 1165-1179. <https://doi.org/10.1007/s11135-013-9810-3>