

ĐẠI HỌC HUẾ  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ



**BÁO CÁO TỔNG KẾT  
ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP CƠ SỞ**

**ĐỊNH GIÁ RỦI RO TỪ NHÀ ĐẦU TƯ  
KHÔNG CHUYÊN (NOISE TRADER RISK)  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN  
VIỆT NAM**

MÃ SỐ:

CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI: TS. TRẦN THỊ BÍCH NGỌC

HUẾ, 12/2018

ĐẠI HỌC HUẾ  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ



**BÁO CÁO TỔNG KẾT  
ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP CƠ SỞ**

**ĐỊNH GIÁ RỦI RO TỪ NHÀ ĐẦU TƯ  
KHÔNG CHUYÊN (NOISE TRADER RISK)  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN  
VIỆT NAM**

MÃ SỐ:

CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI

TS. TRẦN THỊ BÍCH NGỌC

HUẾ, 12/2018

## DANH SÁCH THÀNH VIÊN THAM GIA ĐỀ TÀI

1. TS. Trần Thị Bích Ngọc
2. Ths. Bùi Thành Công
3. Ths. Võ Thị Quỳnh Châu

Tr  
ng  
i h C Kinh t Hu

## MỤC LỤC

PHẦN I – LỜI MỞ ĐẦU .....	1
1. Lý do chọn đề tài.....	1
2. Mục tiêu nghiên cứu.....	2
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu .....	2
4. Phương pháp nghiên cứu.....	2
5. Cấu trúc đề tài.....	3
PHẦN 2: NỘI DUNG NGHIÊN CỨU.....	4
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ RỦI RO ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN.....	4
VÀ RỦI RO TỪ NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN.....	4
1.1. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam.....	4
1.1.1. Chứng khoán.....	4
1.1.1.1. Khái niệm .....	4
1.1.1.2. Phân loại.....	4
1.1.1.3. Đặc điểm cơ bản của chứng khoán.....	5
1.1.2. Thị trường chứng khoán.....	5
1.1.2.1. Khái niệm .....	5
1.1.2.2. Cấu trúc thị trường chứng khoán.....	6
1.1.2.3. Chủ thể tham gia TTCK.....	7
1.1.2.4. Chức năng của thị trường chứng khoán.....	8
1.1.2.5. Nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán.....	9
1.1.3. Chỉ số giá chứng khoán.....	11
1.1.3.1. Khái niệm .....	11

1.1.3.2. Chỉ số giá chứng khoán VN-Index .....	11
1.2. Rủi ro đầu tư chứng khoán .....	12
1.2.1. Theo rủi ro thị trường.....	12
1.2.1.1. Rủi ro hệ thống .....	12
1.2.1.2. Rủi ro phi hệ thống .....	13
1.2.2. Theo tính chất của rủi ro .....	13
1.2.2.1. Rủi ro thanh khoản.....	13
1.2.2.1. Rủi ro đa dạng hóa.....	14
1.2.2.2. Rủi ro từ thông tin.....	14
1.2.2.4. Rủi ro từ các quy định và chất lượng dịch vụ của sàn giao dịch .....	15
1.2.2.5. Rủi ro từ các chấn động thị trường.....	16
1.2.2.6. Rủi ro từ chính sách.....	16
1.3. Rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên.....	16
1.3.1. Khái niệm .....	16
1.3.2. Ảnh hưởng của nhà đầu tư không chuyên lên thị trường chứng khoán.....	19
1.4. Mô hình định giá rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên .....	21
CHƯƠNG II: ĐỊNH GIÁ RỦI RO TỪ NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN .....	25
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	25
2.1. Tình hình biến động của TTCK trong thời gian nghiên cứu.....	25
2.2. Kết quả nghiên cứu .....	31
2.2.1. Dữ liệu nghiên cứu.....	31
2.2.2. Kết quả hồi quy.....	33
CHƯƠNG 3: THẢO LUẬN KẾT QUẢ VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH.....	39
3.1. Kết quả nghiên cứu .....	39

3.2. Hàm ý chính sách.....	40
PHẦN III – KẾT LUẬN .....	42
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	44

*Tr*  
*ng*  
*hi h C Kinh t Hu*

## DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 2.1: Chỉ số VN-Index từ tháng 1/2009 – 12/2010 .....	25
Biểu đồ 2.2: Chỉ số VN-Index từ tháng 1/2011 – 11/2012 .....	27
Biểu đồ 2.3: Chỉ số VN-Index từ tháng 12/2012 – 8/2014 .....	28
Biểu đồ 2.4: Chỉ số VN-Index từ tháng 9/2014 – 3/2016 .....	29
Biểu đồ 2.5: Chỉ số VN-Index từ tháng 4/2016 – 12/2017 .....	30
Biểu đồ 2.6. Tỷ suất sinh lợi theo ngày của VN Index .....	32
Biểu đồ 2.7. Tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp .....	35
Biểu đồ 2.8. Tác động của nhà đầu tư không chuyên .....	36

Tr  
ng  
i h  
C Kinh  
t H

## DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1: Mức thay đổi một số chỉ số chứng khoán.....	26
Bảng 2.2: Thống kê mô tả tỷ suất sinh lợi theo ngày của VN Index.....	32
Bảng 2.3. Kết quả kiểm định hiệu ứng ARCH.....	33
Bảng 2.4. Kết quả ước lượng mô hình GARCH (1, 1).....	34
Bảng 2.5. Thống kê mô tả của $\epsilon_{Kt}$ và $\Delta t$ .....	35
Bảng 2.6. Kiểm định T một phía.....	37

Tr  
ng  
i h  
C Kinh t  
Hu



## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

CP	: Cổ phiếu
DN	: Doanh nghiệp
GDP	: Tổng sản phẩm quốc nội
HNX	: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HOSE	: Sở giao dịch chứng khoán Tp Hồ Chí Minh
NĐT	: Nhà đầu tư
SGDCK	: Sở giao dịch chứng khoán
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán

Tr  
ng  
i h  
C Kinh t  
Hư

# PHẦN I – LỜI MỞ ĐẦU

## 1. Lý do chọn đề tài

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam ra đời với sự hình thành của trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) Tp Hồ Chí Minh vào ngày 20/7/2000 và sau đó là TTGDCK Hà Nội vào ngày 8/3/2005. Kể từ đó đến nay, TTCK Việt Nam đã trải qua nhiều giai đoạn phát triển khác nhau. Năm năm đầu tiên chứng kiến thị trường hoạt động khá trầm lắng với số lượng các công ty niêm yết không nhiều (Nguyen Van, 2015). Sau đó, với sự ra đời của Luật Chứng Khoán Việt Nam, TTCK tăng trưởng ngoạn mục và đạt đỉnh vào năm 2007 với tổng giá trị vốn hóa thị trường đạt xấp xỉ 40% GDP. Sau đó, với ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, TTCK Việt Nam chùng xuống và chỉ đạt 18% GDP (Long, 2007). Giai đoạn tiếp theo là sự hồi phục nhanh chóng của TTCK và trở thành một trong các thị trường tốt nhất Châu Á năm 2016.

Tuy nhiên, là một thị trường hết sức non trẻ, TTCK Việt Nam vẫn tiềm ẩn nhiều vấn đề cần phải giải quyết. Một trong số đó là sự thiếu chuyên nghiệp của các nhà đầu tư. Ở giai đoạn đầu của TTCK, phần lớn các nhà đầu tư đều có lợi nhuận cao, thanh khoản nhanh. Việc này khiến cho nhiều nhà đầu tư khác cũng tham gia vào thị trường mà thiếu đi kiến thức, kỹ năng cần thiết. Đề tài này sử dụng thuật ngữ "nhà đầu tư không chuyên" (noise traders) dùng để chỉ những nhà đầu tư mà quyết định mua hay bán chứng khoán của họ không căn cứ vào các dữ liệu cơ bản. Đặc điểm của họ là những người thiếu thời gian, theo xu hướng đám đông và phản ứng thái quá với các thông tin tích cực hay tiêu cực. Việc những nhà đầu tư không chuyên này tham gia vào thị trường sẽ khiến cho giá cả trên thị trường giao động mà không có quy tắc nhất định nào cả. Câu hỏi đặt ra là liệu rằng sự biến động giá cả trên thị trường là kết quả của nhà đầu tư chuyên nghiệp hay nhà đầu tư không chuyên vẫn còn đang tranh cãi trên thế giới (Sias và cộng sự, 2001). Một số mô hình cho rằng các biến động lớn về giá là do các nhà đầu tư không chuyên (De Long và cộng sự, 1990). Một số khác lại cho rằng, các biến động đó có thể được giải thích cặn kẽ bởi hoạt động của các nhà đầu tư chuyên nghiệp (Romer, (1993), Grundy và McNichols (1989)). Nếu họ giao dịch chứng khoán mà không căn cứ vào các dữ liệu cơ bản thì họ có gặp rủi ro cao hơn không và cuối cùng, nếu họ gặp rủi ro cao hơn thì có đồng nghĩa với việc, họ

sẽ có lợi nhuận cao hơn các nhà đầu tư chuyên nghiệp hay không? Việc nghiên cứu các câu hỏi trên sẽ tạo cơ sở cho việc hoạch định chính sách phát triển cho TTCK Việt Nam trong tương lai. Với tầm quan trọng đó, nhóm nghiên cứu đã chọn đề tài: **“Định giá rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên (Noise trader risk) trên thị trường chứng khoán Việt Nam”**

## **2. Mục tiêu nghiên cứu**

### **2.1. Mục tiêu tổng quát**

Nghiên cứu các vấn đề liên quan đến rủi ro đầu tư không chuyên trên thị trường chứng khoán Việt Nam, từ đó đề xuất một số khuyến nghị chính sách về đầu tư và quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam.

### **2.2. Mục tiêu cụ thể**

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận về rủi ro đầu tư chứng khoán và rủi ro đầu tư không chuyên
- Định giá rủi ro đầu tư không chuyên trên thị trường chứng khoán Việt Nam
- Đề xuất một số khuyến nghị chính sách về đầu tư và quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam

## **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

### **3.1 Đối tượng nghiên cứu**

Rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên gây ra cho thị trường chứng khoán

### **3.2. Phạm vi nghiên cứu**

Về không gian: Thị trường chứng khoán Việt Nam, cụ thể là sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

Về thời gian: Từ năm 2013 đến nay.

## **4. Phương pháp nghiên cứu**

**4.1. Phương pháp nghiên cứu tài liệu:** nghiên cứu giáo trình, bài báo khoa học... để làm cơ sở cho nghiên cứu. Từ đó để làm rõ lý thuyết về rủi ro trên thị trường và rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên.

**4.2 Phương pháp thu thập số liệu:** Số liệu được thu thập từ trang web của sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh<sup>1</sup>

#### **4.3 Phương pháp phân tích số liệu**

- Phương pháp tổng hợp: số liệu của chỉ số VN Index sẽ được tiến hành tổng hợp các kết quả phân tích để đưa ra kết luận.

- Phương pháp phân tích thống kê: Sử dụng các biểu đồ, hình vẽ để phân tích rõ hơn tình hình diễn biến của thị trường chứng khoán cũng như rủi ro trên thị trường

- Phương pháp so sánh: so sánh sự biến động tăng giảm của các số liệu thu thập được qua các năm.

**4.4 Phương pháp phân tích định lượng:** Nghiên cứu sử dụng mô hình GARCH (1,1) và phương pháp Trung bình động (Moving average) để nghiên cứu rủi ro từ nhà giao dịch không chuyên trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

#### **5. Cấu trúc đề tài**

Đề tài được bố cục thành 3 phần trong đó phần 2 có 3 chương, cụ thể như sau:

Phần 1: Lời mở đầu

Phần 2: Nội dung nghiên cứu

Chương 1: Cơ sở lí luận về rủi ro đầu tư chứng khoán và rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên

Chương 2: Định giá rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 3: Thảo luận kết quả và hàm ý chính sách

Phần 3: Kết luận

---

<sup>1</sup> <https://www.hsx.vn/>

## PHẦN 2: NỘI DUNG NGHIÊN CỨU

### CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ RỦI RO ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN VÀ RỦI RO TỪ NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN

#### 1.1. Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam

##### 1.1.1. Chứng khoán

###### 1.1.1.1. Khái niệm

Theo Điều 6, Luật Chứng khoán (2006), “Chứng khoán là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với tài sản hoặc phần vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán được thể hiện dưới hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử, bao gồm các loại sau đây:

- CP, trái phiếu, chứng chỉ quỹ;
- Quyền mua cổ phần, chứng quyền, quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán;
- Hợp đồng góp vốn đầu tư;
- Các loại chứng khoán khác do Bộ Tài chính quy định.”

###### 1.1.1.2. Phân loại

**Cổ phiếu:** Theo Luật Chứng khoán (2006), cổ phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành.

**Trái phiếu:** Theo Luật Chứng khoán (2006), trái phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành.

**Chứng chỉ quỹ:** Theo Luật Chứng khoán (2006), chứng chỉ quỹ là loại chứng khoán xác nhận quyền sở hữu của NĐT đối với một phần vốn góp của quỹ đầu tư đại chúng.

**Chứng khoán có thể chuyển đổi:** Theo Luật Chứng khoán (2006), chứng khoán có thể chuyển đổi là những chứng khoán cho phép người nắm giữ nó tùy theo lựa chọn và trong những điều kiện nhất định có thể chuyển đổi thành một loại chứng khoán khác. Thông thường có CP ưu đãi được chuyển thành CP thường và trái phiếu được chuyển thành CP thường.

Chứng khoán phái sinh: Theo Luật Chứng khoán (2006), chứng khoán phái sinh là loại tài sản tài chính có dòng tiền tương lai phụ thuộc vào giá trị của một hay một số tài sản cơ sở. Tài sản cơ sở có thể là hàng hóa, ngoại tệ, chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán.

### **1.1.1.3. Đặc điểm cơ bản của chứng khoán**

Tính thanh khoản (tính lỏng): tính lỏng là khả năng chuyển đổi chứng khoán đó thành tiền mặt tại mức giá gần với giá hợp lý thị trường. Khả năng này cao hay thấp phụ thuộc vào khoảng thời gian chuyển đổi và rủi ro của việc giảm sút giá trị của chứng khoán đó do chuyển đổi.

Tính sinh lời: tính sinh lời là thu nhập được đảm bảo bằng lợi tức được phân chia hằng năm và việc tăng giá chứng khoán trên thị trường. Khả năng sinh lời bao giờ cũng quan hệ chặt chẽ với rủi ro của tài sản. Mức độ chấp nhận rủi ro càng cao thì lợi nhuận kỳ vọng càng lớn.

Tính rủi ro: tính rủi ro là sự chênh lệch giữa lợi nhuận kỳ vọng và lợi nhuận thực tế, hoặc là mức độ xác suất mà một tài sản có thể tăng hoặc giảm giá trị. Giá trị của chứng khoán chịu tác động lớn của hai loại rủi ro là rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống. Các NĐT thường quan tâm tới việc xem xét, đánh giá các rủi ro liên quan, trên cơ sở đó đề ra các quyết định trong việc lựa chọn, nắm giữ hay bán các chứng khoán.

- Rủi ro có hệ thống: hay rủi ro thị trường là loại rủi ro tác động tới toàn bộ hoặc hầu hết các tài sản. Loại rủi ro này chịu tác động của các điều kiện kinh tế chung như: lạm phát, sự thay đổi tỷ giá hối đoái.

- Rủi ro phi hệ thống: là loại rủi ro chỉ tác động đến một tài sản hoặc một nhóm nhỏ các tài sản. Loại rủi ro này thường liên quan tới điều kiện của nhà phát hành.

## **1.1.2. Thị trường chứng khoán**

### **1.1.2.1. Khái niệm**

TTCK là một bộ phận của thị trường tài chính, là nơi diễn ra quá trình phát hành, mua bán chứng khoán và là kênh huy động các nguồn vốn trong xã hội nhằm đầu tư vào các hoạt động của DN cũng như tài trợ cho các dự án tăng trưởng kinh tế của Chính phủ. - TTCK đo lường sự phát triển kinh tế của một quốc gia và được xem là hiệu quả nếu giá

chứng khoán điều chỉnh nhanh chóng mỗi khi xuất hiện thông tin mới khiến tâm lý NĐT thay đổi hay sự điều tiết các chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ.

### **1.1.2.2. Cấu trúc thị trường chứng khoán**

*Xét về sự luân chuyển các nguồn vốn trên thị trường, TTCK có hai loại:*

- Thị trường sơ cấp: là thị trường mua bán các chứng khoán mới phát hành. Trên thị trường này, vốn từ NĐT sẽ được chuyển sang nhà phát hành thông qua việc NĐT mua các chứng khoán mới phát hành.

- Thị trường thứ cấp: Là nơi giao dịch các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Thị trường thứ cấp đảm bảo tính thanh khoản cho các chứng khoán đã phát hành. Thị trường thứ cấp là nơi trao đổi, mua bán các chứng khoán đã được phát hành. NĐT mua đi bán lại chứng khoán nhằm vào một trong các mục đích như cất giữ tài sản tài chính, nhận một khoản thu nhập cố định hàng năm, hưởng chênh lệch giá.

- Mối liên hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp:

+ Thị trường sơ cấp là cơ sở, tiền đề cho sự hình thành và phát triển của thị trường thứ cấp vì đó là nơi cung cấp hàng hóa chứng khoán lưu thông trên thị trường thứ cấp. Không có thị trường sơ cấp thì không thể có sự xuất hiện của thị trường thứ cấp. Thị trường thứ cấp là một loại thị trường đặc biệt, nó không thể ra đời chừng nào vẫn chưa có một thị trường sơ cấp rộng rãi, vững chắc với nhiều loại chứng khoán đa dạng, phong phú, hấp dẫn nhiều NĐT và công chúng đến bỏ vốn ra để đầu tư vào chứng khoán.

+ Ngược lại, thị trường thứ cấp là động lực, là điều kiện cho sự phát triển của thị trường sơ cấp. Vì một khi chứng khoán đã được phát hành ra trên thị trường, nếu không có một thị trường thứ cấp để lưu hành, mua bán, trao đổi tạo ra tính thanh khoản cho chứng khoán thì thật khó có thể thuyết phục NĐT bỏ tiền ra mua chứng khoán.

+ Chính việc mua bán giao dịch chứng khoán trên thị trường thứ cấp làm lưu động hóa vốn đầu tư, các NĐT có thể chuyển từ chứng khoán thành tiền mặt, chuyển từ loại chứng khoán này sang chứng khoán khác, chuyển từ lĩnh vực đầu tư này sang lĩnh vực đầu tư khác một cách dễ dàng.

+ Với khả năng thanh khoản cao của chứng khoán mà tính chất năng động của thị trường thứ cấp đã hấp dẫn các NĐT bỏ tiền ra mua chứng khoán. Điều này chính là điều

kiện cơ bản để các nhà phát hành chứng khoán có thể bán được chứng khoán trên thị trường sơ cấp và huy động được những số vốn lớn theo nhu cầu.

*Căn cứ vào phương thức hoạt động của thị trường, TTCK bao gồm:*

- TTCK tập trung: các giao dịch được tổ chức tập trung theo một địa điểm vật chất. Hình thái điển hình của TTCK tập trung là SGDCK (Stock exchange). Tại SGDCK (SGDCK), các giao dịch được tập trung tại một địa điểm; các lệnh được chuyển tới sàn giao dịch và tham gia vào quá trình ghép lệnh để hình thành nên giá giao dịch.

- TTCK phi tập trung: còn gọi là thị trường OTC (over the counter). Trên thị trường OTC, các giao dịch được tiến hành qua mạng lưới các công ty chứng khoán phân tán trên khắp quốc gia và được nối với nhau bằng mạng điện tử. Giá trên thị trường này được hình thành theo phương thức thoả thuận.

*Căn cứ vào hàng hóa trên thị trường, TTCK được phân thành:*

- Thị trường CP: là thị trường giao dịch và mua bán các loại CP, bao gồm CP thường, CP ưu đãi.

- Thị trường trái phiếu: là thị trường giao dịch và mua bán các loại trái phiếu đã được phát hành, các trái phiếu này bao gồm các trái phiếu công ty, trái phiếu đô thị và trái phiếu chính phủ.

- Thị trường các công cụ chứng khoán phái sinh: là thị trường phát hành và mua đi bán lại các chứng từ tài chính khác như quyền mua CP, chứng quyền, hợp đồng quyền chọn.

### **1.1.2.3. Chủ thể tham gia TTCK**

- Nhà phát hành: là các tổ chức thực hiện huy động vốn thông qua TTCK. Nhà phát hành có thể là Chính phủ, chính quyền địa phương, Công ty.

- Chính phủ phát hành các loại trái phiếu chính phủ nhằm huy động tiền bù đắp thâm hụt ngân sách hoặc thực hiện những công trình quốc gia lớn.

- Chính quyền địa phương phát hành trái phiếu địa phương để huy động tiền đầu tư cho các công trình hay chương trình kinh tế, xã hội của địa phương.

- Các công ty muốn huy động vốn đầu tư phát triển sản xuất phát hành trái phiếu công ty hoặc CP.

- Nhà đầu tư:



+ NĐT cá nhân: Là những người đầu tư trên thị trường chứng khoán theo tư cách cá nhân. Đây chính là đối tượng chính của bài nghiên cứu bởi vì nhà đầu tư cá nhân thông thường là các nhà đầu tư không chuyên (noise traders).

+ NĐT tổ chức: công ty đầu tư, công ty bảo hiểm, quỹ bảo hiểm xã hội, công ty tài chính, ngân hàng thương mại.

- Các tổ chức kinh doanh trên TTCK:

+ Công ty chứng khoán

+ Quỹ đầu tư chứng khoán

+ Các trung gian tài chính

- Các tổ chức liên quan đến chứng khoán:

+ Cơ quan quản lý Nhà nước

+ Sở giao dịch chứng khoán

+ Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán

+ Tổ chức lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán

+ Công ty dịch vụ máy tính chứng khoán

+ Các tổ chức tài trợ chứng khoán

+ Công ty đánh giá hệ số tín nhiệm

#### **1.1.2.4. Chức năng của thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán có nhiều chức năng quan trọng và không thể thiếu đối với sự phát triển bền vững của nền kinh tế. Cụ thể:

- *Huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế*: Khi các NĐT mua chứng khoán do các công ty phát hành, số tiền nhàn rỗi của họ được đưa vào hoạt động sản xuất kinh doanh và qua đó góp phần mở rộng sản xuất xã hội. Thông qua TTCK, Chính phủ và chính quyền ở các địa phương cũng huy động được các nguồn vốn cho mục đích sử dụng và đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế, phục vụ các nhu cầu chung của xã hội.

- *Cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng*: TTCK cung cấp cho công chúng một môi trường đầu tư lành mạnh với các cơ hội lựa chọn phong phú. Các loại chứng khoán trên thị trường rất khác nhau về tính chất, thời hạn và độ rủi ro, cho phép các NĐT có thể lựa chọn loại hàng hoá phù hợp với khả năng, mục tiêu và sở thích của mình.

- *Tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán:* Nhờ có TTCK các NĐT có thể chuyển đổi các chứng khoán họ sở hữu thành tiền mặt hoặc các loại chứng khoán khác khi họ muốn. Khả năng thanh khoản là một trong những đặc tính hấp dẫn của chứng khoán đối với người đầu tư. Đây là yếu tố cho thấy tính linh hoạt, an toàn của vốn đầu tư. TTCK hoạt động càng năng động và có hiệu quả thì tính thanh khoản của các chứng khoán giao dịch trên thị trường càng cao.

- *Đánh giá hoạt động của DN:* Thông qua chứng khoán, hoạt động của các DN được phản ánh một cách tổng hợp và chính xác, giúp cho việc đánh giá và so sánh hoạt động của DN được nhanh chóng và thuận tiện, từ đó cũng tạo ra một môi trường cạnh tranh lành mạnh nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, kích thích áp dụng công nghệ mới, cải tiến sản phẩm.

- *Tạo môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô:* Các chỉ số của TTCK phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Giá các chứng khoán tăng lên cho thấy đầu tư đang mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng; ngược lại giá chứng khoán giảm sẽ cho thấy các dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Vì thế, TTCK được gọi là phong vũ biểu của nền kinh tế và là một công cụ quan trọng giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Thông qua TTCK, Chính phủ có thể mua và bán trái phiếu Chính phủ để tạo ra nguồn thu bù đắp thâm hụt ngân sách và quản lý lạm phát. Ngoài ra, Chính phủ cũng có thể sử dụng một số chính sách, biện pháp tác động vào TTCK nhằm định hướng đầu tư đảm bảo cho sự phát triển cân đối của nền kinh tế.

#### **1.1.2.5. Nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán, với vai trò của nó đối với nền kinh tế, phải được vận hành hiệu quả và thể hiện được chức năng của mình. Để làm được điều này, hệ thống luật và các nguyên tắc hoạt động của thị trường phải được quy định chặt chẽ. TTCK tuân theo các nguyên tắc sau:

- *Nguyên tắc cạnh tranh tự do:* TTCK phải hoạt động dựa trên cơ sở cạnh tranh tự do. Các nhà phát hành, NĐT có quyền tự do tham gia và rút khỏi thị trường. Giá cả chứng khoán trên thị trường phản ánh mối quan hệ cung cầu về chứng khoán. Trên thị trường sơ cấp, các nhà phát hành cạnh tranh với nhau để bán chứng khoán của mình cho các NĐT,

các NĐT được tự do lựa chọn chứng khoán mà họ muốn. Trên thị trường thứ cấp, các NĐT cũng cạnh tranh tự do để tìm kiếm lợi nhuận cho mình.

- *Nguyên tắc trung gian mua bán*: mọi hoạt động giao dịch, mua bán chứng khoán trên TTCK đều được thực hiện thông qua các trung gian hay còn được gọi là các nhà môi giới, đó là các công ty chứng khoán. Các nhà môi giới thực hiện giao dịch theo lệnh của khách hàng và hưởng hoa hồng. Ngoài ra nhà môi giới còn có thể cung cấp các dịch vụ khác như cung cấp thông tin và tư vấn cho khách hàng trong việc đầu tư. Theo nguyên tắc trung gian trên thị trường sơ cấp, các NĐT không trực tiếp thoả thuận với nhau để mua bán chứng khoán. Các NĐT thường không mua trực tiếp của người phát hành mà mua từ các nhà bảo lãnh phát hành. Trên thị trường thứ cấp, họ đều phải thông qua các nhà môi giới của mình để đặt lệnh. Các nhà môi giới sẽ nhập lệnh vào hệ thống để khớp lệnh.

- *Nguyên tắc đấu giá*: giá chứng khoán được xác định thông qua việc đấu giá giữa các lệnh mua và các lệnh bán. Tất cả các thành viên tham gia thị trường đều không thể can thiệp vào việc xác định giá này. Trên TTCK thường tồn tại các hình thức đấu giá sau:

- Đấu giá trực tiếp là việc các nhà môi giới gặp nhau trên sàn giao dịch và trực tiếp đấu giá thông qua người trung gian tại quầy giao dịch để thương lượng giá.

- Đấu giá gián tiếp là hình thức đấu giá mà các nhà môi giới chứng khoán không trực tiếp gặp nhau mà việc thương lượng giá được thực hiện gián tiếp thông qua hệ thống điện thoại và mạng lưới máy tính.

- Đấu giá tự động là hình thức đấu giá qua hệ thống mạng máy tính nối giữa máy chủ của Sở giao dịch với hệ thống máy tính của các công ty chứng khoán thành viên. Các lệnh giao dịch từ các nhà môi giới được nhập vào hệ thống máy chủ của Sở giao dịch chứng khoán. Hệ thống máy chủ này sẽ xác định mức giá sao cho tại mức giá này chứng khoán giao dịch với khối lượng cao nhất.

- Đấu giá định kỳ là hình thức đấu giá trong đó các giao dịch chứng khoán tại một mức giá duy nhất bằng cách tập hợp tất cả các đơn đặt hàng mua và bán trong một khoảng thời gian nhất định. Đấu giá định kỳ là phương thức xác định mức giá cân bằng cung và cầu.

- Đấu giá liên tục là hình thức đấu giá trong đó việc mua bán chứng khoán được tiến hành liên tục bằng cách phối hợp các đơn đặt hàng của khách hàng ngay khi có các đơn đặt hàng có thể phối hợp được.

- *Nguyên tắc công khai*: tất cả các hoạt động trên TTCK đều phải đảm bảo tính công khai. Việc công khai thông tin về TTCK phải đảm bảo tính chính xác, kịp thời, dễ tiếp cận.

### **1.1.3. Chỉ số giá chứng khoán**

#### **1.1.3.1. Khái niệm**

Chỉ số giá chứng khoán là một giá trị thống kê phản ánh tình hình của thị trường CP. Chỉ số này được tổng hợp từ danh mục các CP theo phương pháp tính nhất định. Thông thường danh mục sẽ bao gồm các CP có những đặc điểm chung cùng niêm yết tại một sở giao dịch, cùng ngành hoặc cùng mức vốn hóa thị trường.

Chỉ số giá chứng khoán không chỉ được các nhà kinh tế học quan tâm nghiên cứu vì mối liên kết chặt chẽ với nền kinh tế, xã hội của một quốc gia mà ngay cả những NĐT và quản lý thị trường có thể thông qua đó để mô tả thị trường, so sánh lợi nhuận hoặc ước tính tỷ suất sinh lời theo yêu cầu của mình trước khi đưa ra các quyết định đầu tư.

TTCK Việt Nam hiện nay có các chỉ số giá chứng khoán phổ biến là chỉ số VN-Index trên SGDCK thành phố Hồ Chí Minh và chỉ số HNX-index trên SGDCK Hà Nội. Ngoài ra còn có chỉ số Upcom-index, VN30, HNX30. Chỉ số VN-Index vẫn thường được sử dụng để nghiên cứu nhiều hơn so với các chỉ số còn lại.

#### **1.1.3.2. Chỉ số giá chứng khoán VN-Index**

Chỉ số giá chứng khoán VN-Index là chỉ số thể hiện xu hướng biến động giá của tất cả các CP niêm yết và giao dịch trên SGDCK thành phố Hồ Chí Minh.

Công thức tính chỉ số giá chứng khoán VN-Index theo phương pháp Passcher

$$\text{VN-Index} = \frac{\sum P_{1i}Q_{1i}}{\sum P_{0i}Q_{0i}}$$

Trong đó:

-  $\sum P_{1i}Q_{1i}$ : là tổng giá trị vốn hóa thị trường của các công ty được niêm yết ở thời điểm hiện tại.

-  $\sum P_{0i}Q_{0i}$ : là tổng giá trị vốn hóa thị trường của các công ty được niêm yết ở thời điểm gốc (ngày 28/07/2000).

## **1.2. Rủi ro đầu tư chứng khoán**

Trong kinh tế thị trường, chẳng có hoạt động đầu tư kinh doanh nào lại không có rủi ro. Lợi nhuận càng cao, rủi ro càng lớn... Đầu tư chứng khoán cũng chịu tác động của quy luật này, nhưng ở mức sâu đậm và đa diện hơn. Rủi ro trong đầu tư chứng khoán có thể hiểu là các yếu tố, bao gồm khách quan và chủ quan, tác động đến lợi nhuận của hoạt động đầu tư và làm cho nó sai lệch khỏi giá trị kì vọng. Ở phần này, nghiên cứu chỉ đề cập đến các loại rủi ro đã được biết đến và công nhận từ trước. Phần rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên là một thuật ngữ mới nên sẽ được đề cập ở một phần riêng.

Rủi ro trong đầu tư chứng khoán có thể phân loại theo các tiêu chí sau:

### **1.2.1. Theo rủi ro thị trường**

Nếu phân biệt theo rủi ro thị trường, rủi ro trong đầu tư chứng khoán có thể chia thành rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống

#### **1.2.1.1. Rủi ro hệ thống**

Rủi ro hệ thống là rủi ro tác động đến toàn bộ hoặc hầu hết các CK. Sự bất bành của môi trường kinh tế nói chung như sự sụt giảm GDP, biến động lãi suất, tốc độ lạm phát thay đổi... là những minh chứng cho rủi ro hệ thống, những biến đổi này tác động đến sự dao động giá cả của các CK trên thị trường.

Trong rủi ro hệ thống trước hết phải kể đến rủi ro thị trường. Rủi ro thị trường xuất hiện do phản ứng của các nhà đầu tư đối với các hiện tượng trên thị trường. Những sự sụt giảm đầu tiên trên thị trường là nguyên nhân gây sợ hãi đối với các nhà đầu tư và họ sẽ cố gắng rút vốn. Phản ứng dây chuyền này làm tăng số lượng bán, giá cả CK sẽ rơi xuống thấp so với giá trị cơ sở.

Tiếp đến là rủi ro lãi suất. Giá cả CK thay đổi do lãi suất thị trường dao động thường gọi là rủi ro lãi suất. Giữa lãi suất thị trường và giá cả CK có mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Khi lãi suất thị trường tăng, người đầu tư có xu hướng bán CK để lấy tiền gửi vào ngân hàng dẫn đến giá CK giảm và ngược lại. Ngoài hệ quả trực tiếp đối với giá CK, lãi suất còn ảnh hưởng gián tiếp đến giá cổ phiếu (CP) thường. Khi lãi suất tăng làm giá CP giảm vì các nhà đầu tư cơ vay mua ký quỹ sẽ bị ảnh hưởng. Nhiều công ty kinh doanh CK hoạt động chủ yếu bằng vốn đi vay thì với mức lãi suất tăng cũng làm cho chi phí vốn tăng.

Một yếu tố rủi ro hệ thống khác không kém phần quan trọng là rủi ro sức mua. Rủi ro sức mua là tác động của lạm phát tới các khoản đầu tư. Lợi tức thực tế của CK đem lại là kết quả giữa lợi tức danh nghĩa sau khi khấu trừ đi lạm phát. Như vậy, khi có tình trạng lạm phát thì lợi tức thực tế giảm. Giải thích theo lý thuyết hiện tại hoá, một đồng lợi tức của hôm nay thì trong tương lai không còn giá trị một đồng do tác động của lạm phát.

### **1.2.1.2. Rủi ro phi hệ thống**

Rủi ro phi hệ thống là rủi ro chỉ tác động đến một loại tài sản hoặc một nhóm tài sản, nghĩa là rủi ro này chỉ liên quan đến một loại CK cụ thể nào đó. Rủi ro không hệ thống bao gồm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Trong quá trình kinh doanh, định mức thực tế không đạt được như theo kế hoạch gọi là rủi ro kinh doanh, chẳng hạn lợi nhuận trong năm tài chính thấp hơn mức dự kiến. Rủi ro kinh doanh được cấu thành bởi yếu tố bên ngoài và yếu tố nội tại trong công ty. Rủi ro nội tại phát sinh trong quá trình công ty hoạt động. Rủi ro bên ngoài bao gồm những tác động nằm ngoài sự kiểm soát của công ty làm ảnh hưởng đến tình trạng hoạt động của công ty như chi phí tiền vay, thuế, chu kỳ kinh doanh...

Rủi ro tài chính cũng là một loại rủi ro phi hệ thống. Rủi ro tài chính liên quan đến đòn bẩy tài chính, hay nói cách khác liên quan đến cơ cấu nợ của công ty. Sự xuất hiện các khoản nợ trong cấu trúc vốn sẽ tạo ra nghĩa vụ trả nợ trả lãi của công ty. Công ty phải thực hiện nghĩa vụ trả nợ (gồm trả nợ ngân hàng và trả nợ trái phiếu) trước việc thanh toán cổ tức cho cổ đông. Điều này ảnh hưởng không nhỏ đến giá cả CP công ty. Rủi ro tài chính có thể tránh được nếu công ty không vay nợ chút nào.

### **1.2.2. Theo tính chất của rủi ro**

Nếu phân theo tính chất, rủi ro trong đầu tư chứng khoán có thể phân thành các loại sau:

#### **1.2.2.1. Rủi ro thanh khoản**

Tính thanh khoản thấp của chứng khoán mà nhà đầu tư đang sở hữu có thể do chứng khoán đó khó và thậm chí không thể bán được, hoặc không được phép bán hay chuyển nhượng nhằm thu hồi vốn đầu tư. Vì một lý do nào đó, chứng khoán đã mua là của một công ty có tình trạng tài chính thiếu lành mạnh và triển vọng cung cấp các yếu tố đầu vào, cũng như khả năng tiêu thụ sản phẩm thiếu hiệu quả vững chắc. Thậm chí, chỉ cần một sự

thay đổi nhân sự cấp cao trong công ty cũng có thể khiến giá chứng khoán đó sụt giảm. Và rủi ro đối với nhà đầu tư sẽ là tối đa khi công ty phát hành chứng khoán bị phá sản và biến mất trên thương trường. Việc sở hữu các chứng khoán này sẽ làm ứ đọng vốn và giảm hiệu quả đầu tư.

#### **1.2.2.2. Rủi ro đa dạng hóa**

Nhà đầu tư chứng khoán cũng có thể chịu rủi ro do “bỏ hết trứng vào một giỏ”. Thậm chí, việc sở hữu thuần túy các cổ phiếu ưu đãi mà không được chuyển nhượng trong thời hạn nhất định (thường từ 3-5 năm) cũng có thể khiến nhà đầu tư gặp rủi ro, nhất là khi cần tiền để trả lãi vay ngân hàng hoặc muốn rút vốn về để đầu tư vào chỗ khác. Ngay cả những chứng khoán tốt nhất cũng có thể không giữ vững được vị thế lâu dài trước sự biến động của thị trường. Điều này cũng đồng nghĩa với việc các nhà đầu tư chứng khoán này có thể phải hứng chịu cả hai thiệt hại dạng “khấu hao hữu hình” và “khấu hao vô hình” giá trị và tính thanh khoản của các chứng khoán đang nắm giữ.

#### **1.2.2.3. Rủi ro từ thông tin**

Hiếm có hoạt động kinh doanh nào mà sự thành bại của nhà đầu tư lại đòi hỏi và gắn liền với yêu cầu về tính đa dạng, tính hệ thống, toàn diện, cập nhật và chính xác của các thông tin có liên quan trực tiếp và gián tiếp như đầu tư chứng khoán. Chân dung nhà đầu tư chứng khoán điển hình là người luôn háo hức trước mọi tin đồn và hăng hái góp phần vào tin đồn; luôn cảnh giác đề phòng và cũng rất nhẹ dạ, cả tin; ranh ma và nhạy cảm; quen biết nhiều, nhưng không kết bạn thân với ai trong làng chứng khoán. Và trong số họ, ai nắm được thông tin tốt hơn cả thì sẽ dễ dàng chiến thắng và giảm thiểu được nhiều rủi ro.

Nói cách khác, rủi ro trong kinh doanh chứng khoán có nguồn gốc rất sâu đậm từ số lượng và chất lượng thông tin mà nhà đầu tư cần để làm cơ sở đưa ra các quyết định đầu tư. Rủi ro luôn rình rập ở mọi nơi và nhà đầu tư sẽ phải trả giá sớm hay muộn, đắt hay rẻ, khi không nắm được các thông tin chính xác nhất, đầy đủ và kịp thời nhất liên quan đến môi trường đầu tư, chất lượng chứng khoán và tình hình thị trường...

Một báo cáo tài chính hoặc cáo bạch chưa được kiểm toán, thẩm định bởi các tổ chức độc lập, chuyên nghiệp, có uy tín và trình độ chuyên môn cao; một thông tin đến chậm hoặc bị cắt xén, không chính xác về hoạt động kinh doanh của công ty phát hành cổ phiếu,

về môi trường pháp lý và về các nhà đầu tư khác trên cùng “sân chơi”, hoặc đơn giản là về tình hình thời tiết hay dịch bệnh nào đó... đều có thể gây ra thiệt hại khôn lường cho nhà đầu tư chứng khoán.

#### **1.2.2.4. Rủi ro từ các quy định và chất lượng dịch vụ của sàn giao dịch**

Vì yêu cầu đặc thù đòi hỏi bắt buộc kinh doanh chứng khoán phải thông qua các tổ chức trung gian, môi giới, nên các nhà đầu tư có thể phải chịu nhiều rủi ro liên quan đến các quy định, quy trình nghiệp vụ và chất lượng dịch vụ của các tổ chức trung gian. Điển hình là các rủi ro liên quan đến việc tổ chức khớp lệnh và phân lô giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán có tổ chức.

Việc khớp lệnh định kỳ gây rủi ro cho nhà đầu tư vì họ không thể hủy ngang lệnh đã đặt trước khi kết thúc phiên khớp lệnh, bất chấp những biến động mới bất lợi trên thị trường, nếu họ không muốn chịu phạt về sự thay đổi quyết định này. Khớp lệnh định kỳ có thể gây rủi ro cho nhà đầu tư vì dễ gây tình trạng cung - cầu ảo trên thị trường và cả tình trạng nghẽn mạch, quá tải hoặc phân biệt đối xử theo kiểu bỏ rơi nhà đầu tư nhỏ ở các sàn giao dịch. Tuy vậy, việc khớp lệnh định kỳ này cũng có thể tạo cơ hội để nhà đầu tư giảm bớt thiệt hại khi hủy lệnh đã đặt sau khi khớp lệnh đối với các chứng khoán còn dư chưa xử lý hết trong phiên giao dịch gần nhất mà họ tham dự.

Trong khi đó, việc khớp lệnh liên tục, mặc dù cho phép các nhà đầu tư đặt lệnh thận trọng, chính xác hơn, được giải quyết nhu cầu mua - bán nhiều hơn, nhanh chóng, bình đẳng hơn và giảm thiểu tình trạng cung - cầu ảo trên thị trường chứng khoán, song có thể gây rủi ro cho nhà đầu tư ở chỗ: khớp lệnh liên tục là giao dịch trên cơ sở khớp liên tục các lệnh mua- bán chứng khoán ngay khi lệnh được nhập vào hệ thống giao dịch, không phải chờ đến thời điểm định kỳ như kiểu khớp lệnh định kỳ.

Trong nguyên tắc xử lý khớp lệnh liên tục này thì quyền ưu tiên luôn dành cho các lệnh mua có mức giá cao hơn và các lệnh bán có mức giá thấp hơn. Trường hợp các lệnh mua và bán có đồng mức giá thì quyền ưu tiên sẽ dành cho lệnh nhập vào hệ thống giao dịch trước.

Đến đây, rủi ro cho nhà đầu tư có thể xuất hiện theo hai cách: hoặc rủi ro vì lệnh mua - bán của họ bị nhập vào hệ thống chậm hơn so với các nhà đầu tư khác có lệnh tương tự



nên không thực hiện được sớm hoặc hết các lệnh đã đặt; hoặc rủi ro vì họ buộc phải mua - bán bằng hết các chứng khoán đã đặt lệnh theo mức giá thị trường thời điểm hiện hành cao (khi mua vào) hoặc thấp hơn (khi bán ra) so với mức lệnh đã đặt.

#### **1.2.2.5. Rủi ro từ các chấn động thị trường**

Các nhà đầu tư chứng khoán, nhất là các nhà đầu tư nhỏ, có thể phải gánh chịu nhiều rủi ro liên quan đến các chấn động thị trường trong nước hoặc nước ngoài gây ra, bởi:

- Các trào lưu mua, bán chứng khoán theo tâm lý đám đông làm phá vỡ các quy luật vận động bình thường của thị trường.

- Các hoạt động đầu cơ, tung tin đồn thất thiệt, gây nhiễu thông tin và tự đánh bóng, thổi giá hoặc thậm chí lừa đảo và thông đồng có tổ chức của các nhà đầu tư chuyên nghiệp đủ sức gây biến động thị trường hòng trục lợi.

- Các chấn động thị trường khác từ nước ngoài như cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á hồi năm 1997 là một ví dụ điển hình.

#### **1.2.2.6. Rủi ro từ chính sách**

Ngoài ra, các nhà đầu tư còn chịu các rủi ro liên quan đến các chính sách của Chính phủ, như: chính sách hai giá trong phát hành cổ phiếu (giảm giá từ 20-40% cho các nhà đầu tư chiến lược hoặc cán bộ, công nhân viên của công ty cổ phần hóa lần đầu); những thay đổi trong chính sách tỷ giá, lạm phát, tỷ lệ nắm giữ cổ phần trong công ty cổ phần của các nhà đầu tư chiến lược, các nhà đầu tư nước ngoài; chính sách xuất nhập khẩu, độc quyền hoặc các quan hệ quốc tế song phương, đa phương...

### **1.3. Rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên**

#### **1.3.1. Khái niệm**

Thuật ngữ “nhà đầu tư không chuyên” được nhóm tác giả dịch từ cụm từ “noise traders”. Theo đó, nhà đầu tư không chuyên là thuật ngữ chung dùng để chỉ các nhà đầu tư mà họ quyết định mua hay bán chứng khoán khi không theo bất kỳ lời khuyên của chuyên gia nào hoặc không dựa trên các phân tích cơ bản<sup>2</sup>. Các giao dịch được thực hiện bởi họ thường thiếu suy nghĩ thấu đáo và dựa trên các xúc cảm bất hợp lý, sợ hãi hoặc tham lam.

---

<sup>2</sup> <https://www.investopedia.com/terms/n/noisetrader.asp>

Các nhà đầu tư không chuyên thông thường là theo xu hướng và phản ứng thái quá đối với các thông tin tốt hay xấu.

Black (1986) định nghĩa nhà đầu tư không chuyên là các nhà đầu tư không thể tiếp cận được với thông tin và cơ bản giao dịch chứng khoán dựa trên các nhiễu (noises) và họ xem như các nhiễu đó là thông tin chính xác. Trên thị trường chứng khoán, nhiễu có thể được dùng để ám chỉ các thông tin dẫn đến sự sai lệch có ý nghĩa của giá tài sản so với giá trị cơ bản của chúng. Nhà đầu tư không chuyên còn được xem là các nhà đầu tư với các niềm tin bất định (Palomino, 1996). Kết quả là, các nhà đầu tư không chuyên – những người sẽ thực hiện các giao dịch không chuyên (noise tradings) – sẽ gây nên sự sai lệch của giá chứng khoán và sự thiếu hiệu quả của thông tin (Feng, Lin, & Yan, 2014).

Hoạt động của các nhà đầu tư không chuyên có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sự chính xác của việc dự báo mức độ biến động. Theo số liệu của Ủy ban lưu ký chứng khoán Việt Nam năm 2018, 99% tài khoản tham gia trên thị trường là của nhà đầu tư cá nhân. Theo De Long, Shleifer, Summers, and Waldmann (1990), nhà đầu tư cá nhân có thể xem như là một đại diện tiêu biểu của nhà đầu tư không chuyên. Do đó, có thể kết luận rằng các thị trường chứng khoán Việt Nam chịu ảnh hưởng rất lớn bởi các nhà đầu tư cá nhân.

Mặt khác, trên thị trường có tồn tại một kiểu nhà đầu tư khác là nhà đầu tư hợp lý (rational investors) hay nhà đầu tư chuyên nghiệp, có thông tin (information traders). Theo định nghĩa, là những người thực hiện các phân tích và dựa theo các thông tin họ có trên thị trường để quyết định đầu tư. Theo lý thuyết về thị trường hiệu quả, mỗi khi có một sự sai lệch về giá diễn ra cho các cổ phiếu được giao dịch công khai, sẽ có một cơ hội để kiếm được một khoản lợi nhuận với rủi ro thấp dành cho các nhà đầu tư hợp lý. Cơ hội kiếm lời rủi ro thấp tồn tại thông qua kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) – hành động được định nghĩa ngắn gọn là mua và bán tại các mức giá khác nhau của một giá trị và thu lợi từ sự chênh lệch. Nếu một cổ phiếu có mức giá trên thị trường khác so với giá trị cơ bản của nó (bằng nhiều lý do, một trong số đó là từ hoạt động của các nhà đầu tư không chuyên), ví dụ, bị định giá thấp, các nhà đầu tư hợp lý trong trường hợp này sẽ vào trạng thái trường (long position) đối với cổ phiếu đó và vào trạng thái đoản (short position) đối với một chứng khoán đại diện, hoặc một cổ phiếu khác với các đặc điểm tương đương.

Khác với các nhà đầu tư không chuyên, người mà không nghe theo ý kiến chuyên gia, các nhà đầu tư hợp lý thường làm việc cho các công ty chuyên nghiệp chuyên quản lý tài chính và thường đầu tư bằng tiền của người khác. Nếu họ thực hiện kinh doanh chênh lệch giá dựa trên việc một cổ phiếu nào đó mà theo họ là bị định giá sai và sự chênh lệch giá này lại kéo dài trong một khoảng thời gian đáng kể thì việc kinh doanh chênh lệch giá này sẽ không mang lại lợi nhuận như kì vọng. Từ đó, khách hàng của các quỹ quản lý tài chính này có thể rút tiền của họ về. Việc các quỹ phải trả tiền cho các khách hàng bắt buộc họ phải bán bớt cổ phiếu đi và dẫn đến việc phải đi ngược lại trạng thái đã vào (trường hoặc đoán) và dẫn đến thua lỗ. Việc này khiến cho các nhà đầu tư hợp lý phải rất cẩn thận trong việc tiến hành kinh doanh chênh lệch giá. Hơn nữa, khi nhà đầu tư chuyên nghiệp tiến hành kinh doanh chênh lệch, nếu tác động từ các nhà đầu tư không chuyên là lớn và kéo dài thì việc này sẽ khiến cho rủi ro mang lại từ việc vào các trạng thái trường và đoán là rất cao. Điều này trái với quan điểm cho rằng kinh doanh chênh lệch giá kéo dài trong khoản thời gian ngắn và không rủi ro. Điều này chính là hạn chế của kinh doanh chênh lệch giá (limit to arbitrage). Hạn chế này khiến cho sự sai lệch về định giá chứng khoán của thị trường trở nên trầm trọng hơn.

Trên cơ sở phân tích, có thể rút ra một số nhận xét về tác động của các nhà đầu tư như sau:

- Nhà đầu tư không chuyên có xu hướng làm sai lệch giá trên thị trường, khiến cho giá cả chứng khoán bị kéo ra khỏi giá trị gốc của nó.

- Nhà đầu tư hợp lý có xu hướng khai thác các khác biệt giá này nhằm tiến hành kinh doanh chênh lệch giá để kiếm lời. Điều này khiến cho giá cả chứng khoán trở về với giá trị đúng của nó. Tuy nhiên, hành động này bị giới hạn.

Điều này dẫn đến một vấn đề: liệu tác động của nhà đầu tư không chuyên sẽ làm tăng hay giảm lợi nhuận của thị trường chứng khoán? Đó cũng chính là vấn đề mà đề tài tập trung tìm câu trả lời.

### 1.3.2. Ảnh hưởng của nhà đầu tư không chuyên lên thị trường chứng khoán

Đã có nhiều nghiên cứu thực hiện liên quan đến tác động của nhà đầu tư không chuyên lên thị trường chứng khoán. Các kết quả là khác nhau, đôi khi đối lập nhau. Trong phạm vi của đề tài này, nhóm tác giả sẽ trình bày nội dung chính của các nghiên cứu đó.

Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng, các nhà đầu tư không chuyên đã đóng góp vào tính thanh khoản của thị trường (Baker & Stein, 2004; Berkman & Koch, 2008; Black, 1986; Bloomfield, O'hara, & Saar, 2009; Peress & Schmidt, 2014). Tuy nhiên, cũng có nhiều nhà nghiên cứu khác cho rằng các nhà đầu tư không chuyên gây nên sự thiếu hiệu quả của thị trường (Brown, 1999; Feng et al., 2014).

De Long et al. (1990) đề xuất mô hình không đổi theo thời gian để kiểm tra liệu rủi ro nhà đầu tư không chuyên có được định giá hay không. Kết quả chỉ ra rằng các nhà kinh doanh chênh lệch giá có thông tin sẽ yêu cầu một phần bù rủi ro để có thể chịu rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên. Do đó, rủi ro này là được định giá. Sias, Starks, and Tiniç (2001) phân tích các cổ phiếu của quỹ đóng (closed end funds) bởi các quỹ đóng được cho là chịu rủi ro từ các nhà đầu tư không chuyên nhiều hơn. Nhóm có kết luận khác với De Long khi cho rằng: các nhà đầu tư không chuyên không nhận được lợi nhuận cao hơn vì họ chịu rủi ro do chính họ tạo ra. Do đó, rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên là không được định giá. Bên cạnh đó, Flynn (2005) kiểm tra ảnh hưởng của kinh doanh chênh lệch giá đến lợi nhuận của các quỹ đóng và cho thấy rằng, các nhà kinh doanh chênh lệch giá hưởng lợi tức cao hơn nhờ gánh chịu rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên.

Các nghiên cứu thực nghiệm về rủi ro này tập trung vào mối quan hệ giữa cảm xúc của nhà đầu tư (investors' sentiment), lợi nhuận cổ phiếu và mức biến động bởi vì cảm xúc của nhà đầu tư được xem như là một biểu hiện của nhà đầu tư không chuyên. Bằng cách áp dụng mô hình của De Long, Qiang and Shu-e (2009) phân tích cơ chế của việc làm thế nào cảm xúc của nhà đầu tư ảnh hưởng đến giá cổ phiếu bằng cách sử dụng mô hình OLS và GARCH. Kết quả ám chỉ rằng cảm xúc của nhà đầu tư là một yếu tố mang tính hệ thống trong việc tạo ra giá cổ phiếu. Koski, Rice, and Tarhouni (2004) là những người đầu tiên nghiên cứu mối quan hệ giữa các nhà đầu tư không chuyên với mức biến động thị trường hàng ngày. Sử dụng các cổ phiếu trên sàn giao dịch NASDAQ và bảng tin nhấn các hoạt

động cổ phiếu (stock message board activity) như là một đại diện cho giao dịch không chuyên, nhóm nghiên cứu tìm ra rằng hoạt động của các nhà đầu tư không chuyên đã gia tăng biến động hàng ngày của thị trường.

Cùng chủ đề về biến động thị trường, Verma and Verma (2007) đã kiểm tra ảnh hưởng của các giao dịch cơ bản (fundamental tradings) và giao dịch không chuyên (noise tradings) lên mức biến động có điều kiện và tìm ra rằng cảm xúc của nhà đầu tư tác động tích cực lên lợi nhuận cổ phiếu và tiêu cực lên mức biến động cổ phiếu. Podolski, Kalev, and Duong (2008) lại có kết luận trái ngược và cho rằng hoạt động của các nhà giao dịch không chuyên có tác động dương lên mức biến động cổ phiếu trong trường hợp của thị trường chứng khoán Australia. Tuy nhiên, các nhà đầu tư không chuyên lại không nhận được lợi nhuận cao hơn từ việc gánh chịu rủi ro cao hơn đó. Hay nói cách khác, nhóm nghiên cứu tìm ra kết luận tương tự như kết luận của một số học giả trước khi cho rằng rủi ro từ nhà giao dịch không chuyên là không được định giá. Kết luận trên cũng được đưa ra bởi Scruggs (2007) khi ông nghiên cứu cổ phiếu song sinh Siamese (Siamese twin shares): Royal Dutch/Shell và Unilever NV/PLC.

Campbell and Kyle (1993) phát triển mô hình lý thuyết về quá trình hình thành giá (price formation process) và dự đoán rằng các nhà giao dịch không chuyên sẽ phản ứng thái quá với các thông tin cơ bản và do đó, tạo ra biến động lớn. Trong trường hợp thiếu thông tin, các nhiễu sẽ tạo ra biến động trong ngắn hạn. Ngoài ra, nếu thông tin được cung cấp nhiều hơn thì thị trường sẽ ít biến động hơn bởi vì các nhà giao dịch hợp lý giờ đây đã có được khả năng có thể phản ứng lại hành vi của các nhà giao dịch không chuyên (Danthine & Moresi, 1993).

Từ những nghiên cứu trên, chúng ta có thể kết luận rằng, tác động của các nhà giao dịch không chuyên lên thị trường là không rõ ràng. Phần lớn các nhà khoa học đều tin rằng các nhà giao dịch này sẽ tăng tính thanh khoản cho thị trường. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, họ cũng khiến cho thị trường bớt hiệu quả hơn, biến động lớn hơn. Một điều đáng ngạc nhiên là kết luận liệu rủi ro này có được định giá hay không (nhà đầu tư có được hưởng lợi nhuận cao hơn từ việc chịu thêm rủi ro này) lại không đồng nhất khi một số ý kiến cho rằng nó không được định giá và một số thì lại có kết luận ngược lại.

Tại Việt Nam, theo như tìm hiểu của nhóm tác giả thì chưa có một nghiên cứu nào từng thực hiện về chủ đề này. Đối với một thị trường non trẻ và có lượng nhà đầu tư cá nhân nhiều như Việt Nam thì rõ ràng là tác động của các nhà giao dịch không chuyên là rất lớn. Từ đây, nhóm nghiên cứu tin rằng việc phân tích rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên có tính thực tiễn cao.

#### **1.4. Mô hình định giá rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên**

Có rất nhiều phương pháp nghiên cứu về sự tồn tại và kiểm tra tác động của rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên cũng như lượng hóa nó. Một trong những cách thông dụng nhất là sử dụng dữ liệu của quỹ đóng bởi lợi nhuận của các quỹ này chịu tác động lớn từ giao dịch của các nhà đầu tư không chuyên. Cảm xúc của nhà đầu tư cũng được sử dụng như là một đại diện của nhà đầu tư không chuyên trong nhiều nghiên cứu (Brown & Cliff, 2005; Kurov, 2008; Lee, Jiang, & Indro, 2002). Scruggs lại sử dụng các cổ phiếu song sinh để nghiên cứu độ lớn và tính chất của rủi ro này. Ngoài ra, có một phương pháp khá phổ biến nữa đó là sử dụng sai số hành vi (behavior error) thay cho rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên (Ramiah & Davidson, 2007; Xu, Ramiah, Moosa, & Davidson, 2016). Theo Shefrin and Statman (1994), hệ số beta của mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) sẽ bao gồm rủi ro từ nhà giao dịch không chuyên và hệ số beta hiệu quả. Hệ số beta hiệu quả này có thể được đo lường bằng hệ số beta của mô hình định giá hành vi vốn (BAPM). Từ đó, sai số hành vi có thể được tính bằng cách lấy hệ số beta của CAPM trừ cho hệ số beta của BAPM.

Tuy nhiên, tất cả các phương pháp trên đều không thể áp dụng cho trường hợp Việt Nam bởi không thể thu thập dữ liệu (quỹ đóng, cổ phiếu song sinh) hoặc thiếu điều kiện sử dụng (cách sử dụng CAPM và BAPM đòi hỏi 2 mô hình này chính xác tại thị trường Việt Nam, tuy nhiên lại chưa có chứng minh nào về chủ đề này).

Trong bài nghiên cứu này, nhóm sử dụng mô hình GARCH và bình quân động để lượng hóa tác động của nhà giao dịch không chuyên. Mô hình GARCH cũng đã được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây (Feng et al. (2014); Podolski et al. (2008); Thomas and Wang (2013)).

Trong trường hợp thị trường Việt Nam, việc sử dụng GARCH là hợp lý bởi các bằng chứng về độ nhọn cao (high kurtosis) và biến động theo cụm (volatility cluster) trong lợi

nhuận. Mô hình GARCH đã được chứng minh tính hiệu quả trong việc giải quyết các tính chất liên quan đến độ năng động của giá cổ phiếu, ví dụ như biến động cụm, độ nhọn cao hay tự tương quan (Bollerslev, Chou, & Kroner, 1992). Mô hình này được ước lượng bằng cách áp dụng quy trình hợp lý cực đại.

Ước lượng tác động của rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên bao gồm một số bước. Đầu tiên, chúng ta phải lọc các lợi nhuận để thu về các phần dư (Engle & Sheppard, 2001). Chúng tôi áp dụng mô hình sau:

$$r_t = \gamma_0 + \gamma_1 r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Với  $r_t$  là lợi nhuận của chỉ số VN Index trong ngày  $t$

Quy trình AR(1) được áp dụng để đối phó với sự tự tương quan trong lợi nhuận cổ phiếu. Hơn nữa, nó sẽ bắt được tác động của thông tin lịch sử lên lợi nhuận ngày hôm nay. Nó cũng giúp tách phần dư lợi nhuận ra thành nhiều thành phần (sẽ được trình bày ở phần sau).

Sau đó, nghiên cứu tiến hành chọn độ trễ tối ưu cho bộ số liệu và áp dụng kiểm định ARCH LM để xác nhận hiệu ứng ARCH trong chuỗi. Kế tiếp, mô hình GARCH (1,1) được áp dụng cho phần dư:

$$h_t = \omega + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta h_{t-1} \quad (2)$$

Tại thời điểm này, chúng ta đã có thể đo lường tác động của nhà giao dịch không chuyên. Theo Feng et al. (2014), biến động hàng ngày của cổ phiếu là kết quả của hành vi giao dịch. Tác động từ hành vi giao dịch này bao gồm 3 phần: đầu tiên là tác động thông tin được tạo ra từ thông tin lịch sử và thông tin tức thời, thứ hai là tác động phi thông tin là kết quả của các nhân tố khác như độ thanh khoản, phần này có thể xem như là tác động của các nhà giao dịch chuyên nghiệp vì họ sẽ giao dịch dựa trên các việc phân tích các tính chất của cổ phiếu. Và cuối cùng là tác động của nhà giao dịch không chuyên.

Tuy nhiên, phần đầu tiên là tác động của thông tin lịch sử đã được mô hình AR(1) tính đến, do đó, phần dư của mô hình (1) chỉ thể hiện tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư không chuyên. Để tính được tác động của phần thứ 2 (tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp), nghiên cứu tiến hành lấy trung bình cộng của phần dư của  $K$  ngày giao dịch trước đó ( $\varepsilon_{Kt}$ ). Trong  $K$  ngày giao dịch trước đó, sẽ có các thông tin và nhiễu có thể

ảnh hưởng đến giá. Thông tin có thể tốt hoặc xấu. Các thông tin và nhiễu này sẽ tác động và làm giá cổ phiếu thay đổi theo nhiều hướng khác nhau. Việc lấy trung bình cộng trong K ngày giao dịch này sẽ loại bỏ tác động của nhà đầu tư không chuyên bởi hành động của các nhà đầu tư này sẽ loại bỏ lẫn nhau (bởi tác động của các nhà đầu tư không chuyên là theo nhiều hướng nên khi lấy trung bình thì sẽ loại bỏ nó, còn tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp thì theo như những gì thông tin mang lại nên nó sẽ theo cùng một hướng). Do đó, giá trị  $\varepsilon_{Kt}$  sẽ thể hiện tác động của các thông tin tốt hay xấu bởi nó sẽ được sử dụng bởi các nhà đầu tư hợp lý để giao dịch và thay đổi giá trị cơ bản của cổ phiếu.

Kết quả là, nếu chúng ta gọi  $\Delta_t = \varepsilon_t - \varepsilon_{Kt}$  thì  $\Delta_t$  sẽ là tác động của các nhà đầu tư không chuyên theo như những gì đã trình bày ở trên.

Phù hợp với nghiên cứu của Feng, nghiên cứu này chọn  $K = 20$  vì chúng tôi giả định rằng 1 tháng có 20 ngày làm việc.  $\varepsilon_{Kt}$  được tính bằng cách áp dụng mô hình trung bình động. Như thế mối quan hệ giữa các biến số có thể được ghi lại như sau:

$$r_t - \hat{r}_t = \varepsilon_t = \varepsilon_{Kt} + \Delta_t \quad (3)$$

Trong đó,  $\hat{r}_t$  là giá trị lợi nhuận được ước lượng bởi mô hình GARCH (1,1).

Sắp xếp lại (3), chúng ta thu được:

$$r_t = \hat{r}_t + \varepsilon_{Kt} + \Delta_t \quad (4)$$

Mô hình (4) cho thấy lợi nhuận của chỉ số VN Index có thể giải thích bởi 3 phần: phần đầu tiên  $\hat{r}_t$  là tác động của thông tin lịch sử như mô hình AR(1) đã thể hiện. Phần thứ 2  $\varepsilon_{Kt}$  chính là tác động của hoạt động của nhà đầu tư hợp lý – hay nhà đầu tư chuyên nghiệp. Phần cuối cùng  $\Delta_t$  chính là tác động của các nhà đầu tư không chuyên hay là rủi ro từ các nhà đầu tư không chuyên. Nếu giá trị  $\Delta_t$  dương chứng tỏ các nhà giao dịch không chuyên đã tăng lợi nhuận cổ phiếu trong ngày t và ngược lại.

Mối quan hệ được biểu diễn ở phương trình (4) còn cho phép chúng ta có thể kiểm tra sự đóng góp của các nhà đầu tư không chuyên và nhà đầu tư chuyên nghiệp vào lợi nhuận hàng ngày trong thời gian nghiên cứu. Chúng ta lấy giá trị trung bình của  $\varepsilon_{Kt}$  và  $\Delta_t$  sau đó áp dụng kiểm định t một phía để kiểm tra xem liệu giá trị trung bình đó có lớn hơn 0 hay không. Chúng ta còn có thể kiểm tra ý nghĩa thống kê của hệ số tương quan giữa  $\varepsilon_{Kt}$  và  $\Delta_t$

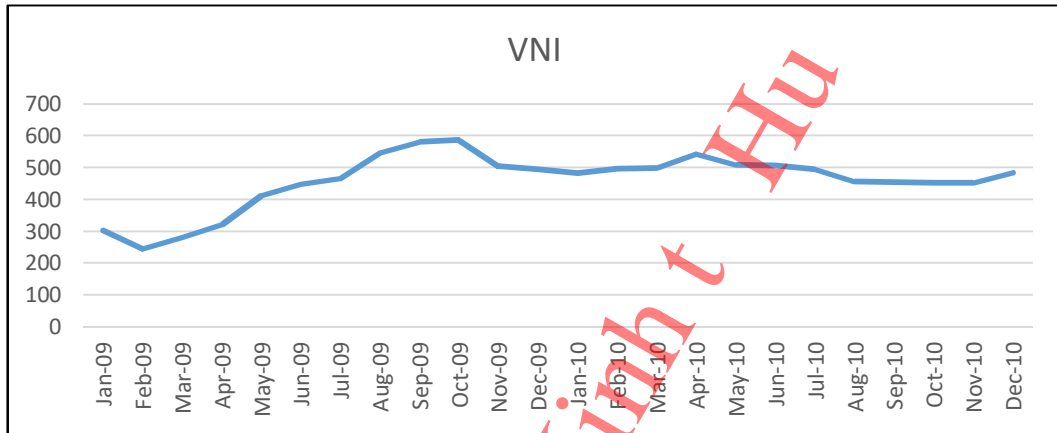


bởi vì nó cho thấy mối quan hệ giữa tác động của nhà đầu tư không chuyên và hoạt động của nhà đầu tư chuyên nghiệp.

*Tr*  
*ng*  
*h*  
*C Kinh t*  
*Hu*

## CHƯƠNG II: ĐỊNH GIÁ RỦI RO TỪ NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

### 2.1. Tình hình biến động của TTCK trong thời gian nghiên cứu



**Biểu đồ 2.1: Chỉ số VN-Index từ tháng 1/2009 – 12/2010**

*Nguồn: xử lý bằng excel 2013*

Đây là giai đoạn TTCK phục hồi cùng với sự cải thiện sau suy thoái của nền kinh tế (tháng 1/2009 – tháng 12/2010). Trong giai đoạn này, hầu hết các chỉ số chứng khoán trên thế giới đều đã tăng cao hơn so với trước cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra hồi tháng 10 năm 2008. Cụ thể, nếu so với đầu năm 2008 các chỉ số chứng khoán thế giới vẫn còn sút giảm 15-30%. Tuy nhiên, so đến cuối năm 2008, các chỉ số này đều tăng 25-30%, còn so với mức đáy được thiết lập trong năm nay thì mức tăng khoảng 50%. Hầu hết các chỉ số chứng khoán điển hình như Shanghai Composite là một trong những chỉ số tăng mạnh nhất năm 2009 với mức tăng là 79.98%. Sự phục hồi của chứng khoán Mỹ mà đại diện là chỉ số DJIA liên tục vượt các mức 8000, 9000 và 10000 tạo ảnh hưởng tích cực lên tâm lý của phần lớn các NĐT, trong đó có Việt Nam.

Đối với VN-Index, chỉ số này đóng cửa cuối năm 2009 ở mức phục hồi gần 57% so với cuối năm 2008, nhưng vẫn còn giảm 46.28% so với đầu năm 2008.

**Bảng 2.1: Mức thay đổi một số chỉ số chứng khoán**

Thị trường	Chỉ số	Điểm 31/12/09	% Thay đổi 31/12/09 so với thời điểm		
			31/12/07	31/12/08	Thấp nhất 2009
Mỹ	Dow Jones	10,428.05	(21.38)	15.42	44.35
	Nasdaq	2,269.15	(14.45)	39.02	75.52
	S&P 500	1,115.10	(24.06)	23.45	64.83
Anh	FTSE 100	5,412.88	(16.43)	28.37	53.31
Đức	DAX	5,947.43	(26.28)	19.59	62.21
Pháp	CAC 40	3,936.33	(29.84)	17.51	55.31
Nhật	Nikkei 225	10,546.44	(31.10)	19.04	47.03
Hồng Kông	Hang Seng	21,872.50	(21.36)	52.02	92.80
Hàn Quốc	KOSPI Composite	1,682.77	(11.30)	50.57	64.08
Trung Quốc	Shanghai Composite	3,277.14	(37.72)	79.98	79.98
Việt Nam	VII-Index	494.77	(46.28)	56.76	110.09
	HIX-index	168.17	(48.02)	59.98	115.44

Nguồn: VietstockFinance

Nguồn: VietstockFinance

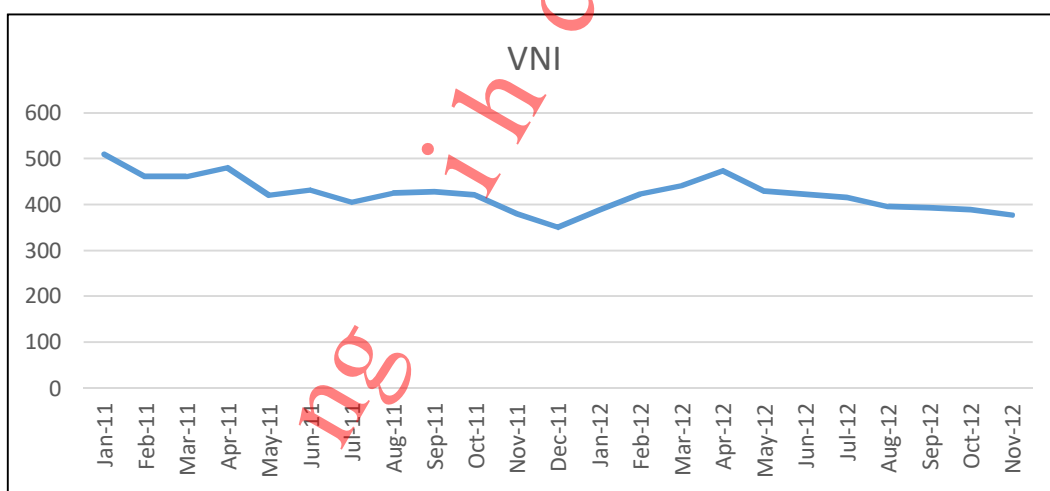
Nửa đầu năm 2010, TTCK biến động trong biên độ hẹp 480 – 550 điểm với thanh khoản ở mức trung bình, nguyên nhân là do tâm lý thận trọng của NĐT cùng sự khan hiếm của dòng tiền. Trong khoảng thời gian từ tháng 7 đến tháng 8, TTCK bước vào giai đoạn lao dốc khi chỉ số VN-index chạm mốc thấp nhất trong vòng một năm. Mặc dù TTCK đã có sự phục hồi khá nhanh ở cuối tháng 11, song sự phục hồi của các chỉ số chứng khoán cũng không cao.

Tiếp theo là giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ và tài khóa khiến TTCK gặp nhiều khó khăn (tháng 1/ 2011 - tháng 11/2012)

Năm 2011 là một năm khá khó khăn của nền kinh tế Việt Nam theo đó TTCK, vốn là phong vũ biểu của nền kinh tế, cũng phản ánh rõ điều này với xu hướng giảm điểm là xu hướng chính và chủ đạo. Trong cả năm, thị trường chỉ có được hiếm hoi hai đợt hồi phục ngắn vào cuối tháng 5 và khoảng giữa tháng 8, toàn bộ khoảng thời gian còn lại thị trường chủ yếu đi xuống trong sự chán nản và mệt mỏi của các NĐT. Chốt phiên ngày 30/12/2011, VN Index và HNX Index lần lượt đóng cửa ở 351.55 và 58.74 điểm, như vậy so với đầu năm 2011 sàn Hồ Chí Minh đã giảm mạnh 27.46% còn sàn Hà Nội thì lao dốc đến hơn 48%. Không chỉ chịu áp lực giảm về mặt điểm số, diễn biến giao dịch trên thị trường càng ngày càng theo hướng trầm lắng và ảm đạm hơn, thể hiện qua sự khô kiệt của tính thanh khoản, so với con số của năm 2010 thì giá trị trung bình mỗi phiên giao dịch của mỗi sàn

đều sụt giảm mạnh đến xấp xỉ 60%. Nguyên nhân chủ yếu của hiện tượng này trước hết đến từ phía các vấn đề vĩ mô cơ bản trong nước, đặc biệt là áp lực tỷ giá, lạm phát và lãi suất. Tình hình lạm phát mặc dù về cuối năm đã dần trở nên ổn định và được kiểm soát nhưng nếu so với năm trước thì vẫn ở mức cao, mặt bằng lãi suất đã hạ nhiệt sau một loạt các biện pháp mạnh mẽ và quyết liệt của NHNN nhưng chưa thực sự thấp. Không chỉ có vậy, TTCK Việt Nam còn chịu ảnh hưởng bởi những thông tin tiêu cực trên thị trường thế giới mà nổi bật nhất là vấn đề nợ công ở Châu Âu vẫn chưa được giải quyết và khả năng suy thoái kép của nền kinh tế toàn cầu.

Năm tháng đầu năm 2012 ghi nhận một sự bứt phá ở hai chỉ số chứng khoán sau thời gian dài giảm điêm liên tục khi các NĐT cho rằng thị trường đã vào vùng đáy, tuy nhiên, thông tin ông Nguyễn Đức Kiên – Phó Chủ tịch Hội đồng sáng lập của ngân hàng ACB bị bắt hay chủ tịch Sacombank – Đặng Văn Thành bị điều tra khiến thị trường chứng khoán, nhất là HNX-index gần như lao dốc không phanh. Theo đó, VN-Index đã sụt giảm 20% và HNX-Index đã giảm 36% vào cuối tháng 11 so với mức đỉnh được thiết lập vào tháng 5.



**Biểu đồ 2.2: Chỉ số VN-Index từ tháng 1/2011 – 11/2012**

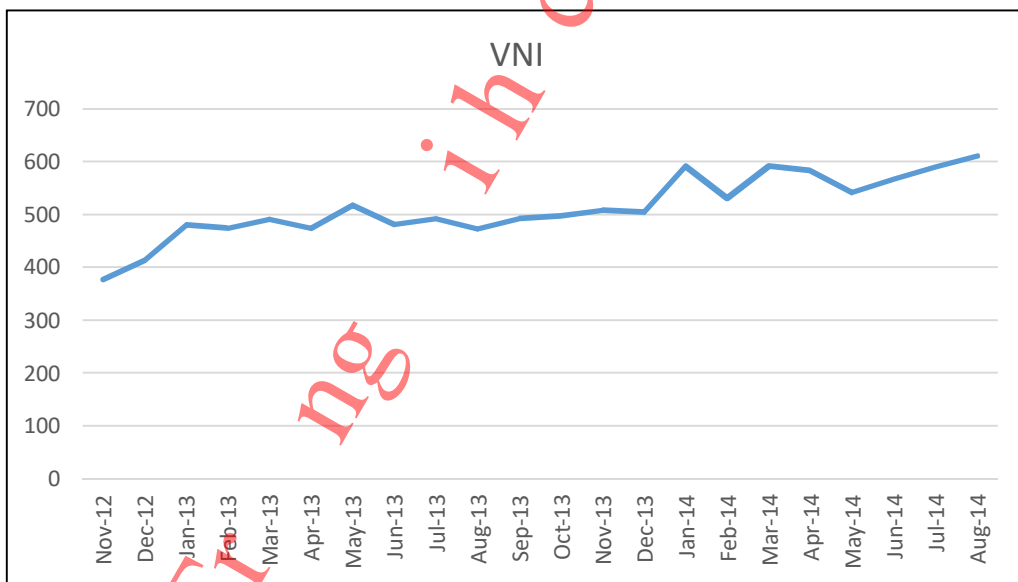
*Nguồn: xử lý bằng excel 2013*

Tiếp theo, TTCK tăng trưởng ổn định với nhiều tín hiệu tích cực (tháng 12/2012 - tháng 8/2014)

Trong năm 2013, mặc dù yếu tố kinh tế vĩ mô đã có chuyển biến tích cực hơn song tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp còn có nhiều khó khăn, thị trường

chứng khoán vẫn duy trì được tăng trưởng. Giá trị giao dịch tăng 31%, chỉ số chứng khoán VN-Index tăng 22% so với năm 2012. Đặc biệt, trong năm 2013, lượng trái phiếu chính phủ huy động trên thị trường tăng rất cao, góp phần thực hiện nhiệm vụ tài chính ngân sách nhà nước được giao.

Nhìn chung, trong giai đoạn từ tháng 12/2012 đến tháng 12/2013, cả hai chỉ số VN-index và HNX-index đều tăng mạnh. Nửa đầu năm 2013, khối ngoại đã bất ngờ rút vốn ồ ạt khỏi thị trường do lo ngại về sự rút vốn của gói kích thích kinh tế khổng lồ QE3 của Mỹ và những rủi ro “vỡ bong bóng” của nền kinh tế lớn là Trung Quốc. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn là một thị trường đầu tư hấp dẫn khi nhanh chóng thu hút dòng vốn ngoại trở lại sau khi có tin chính thức từ FED và Trung Quốc bước ra khỏi khủng hoảng. Kết thúc phiên giao dịch năm 2013, VN-index tăng 21,97% đứng tại 504,6 điểm và HNX-index tăng 18,82% đứng ở mức 67,84 so với cuối năm 2012. Chính nhóm cổ phiếu blue-chIPs được khối NĐT nước ngoài mua ròng nhiều nhất đã góp phần lớn cho mức tăng điểm ấn tượng trên TTCK năm 2013.



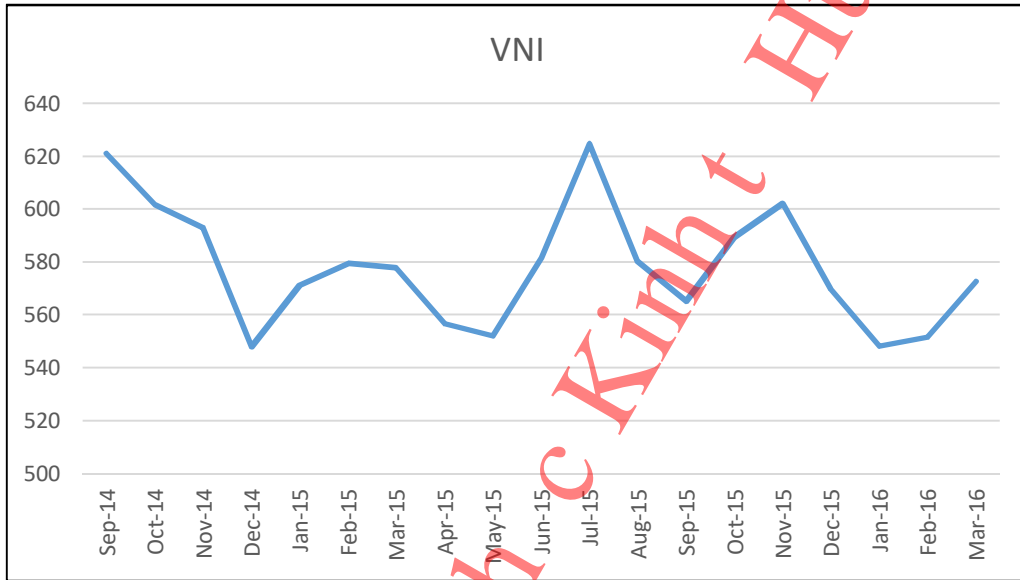
**Biểu đồ 2.3: Chỉ số VN-Index từ tháng 12/2012 – 8/2014**

*Nguồn: xử lý bằng excel 2013*

Sự ổn định và hồi phục tích cực của nền kinh tế vĩ mô tiếp tục thúc đẩy đà tăng điểm trên TTCK vào quý I/2014 với thanh khoản được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, đà tăng điểm này không kéo dài được lâu trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng ở dưới mức tiềm

năng do nợ xấu và cầu nội địa yếu, nhất là sau sự kiện căng thẳng trên biển Đông xảy ra đã tạo ra tâm lý lo ngại cho NĐT khiến thị trường giảm sâu trong tháng 5. Tuy nhiên, nhờ nền tảng kinh tế vĩ mô trong thời gian này vẫn duy trì được sự ổn định và việc các NHTM chủ động hạ lãi suất đã tạo lực kéo TTCK hồi phục và tăng nhanh suốt quý 3/2014.

Sau đó TTCK tăng trưởng chững lại và nhiều diễn biến xấu trên TTCK (tháng 9/2014 - tháng 3/2016)



**Biểu đồ 2.4: Chỉ số VN-Index từ tháng 9/2014 – 3/2016**

*Nguồn: xử lý bằng excel 2013*

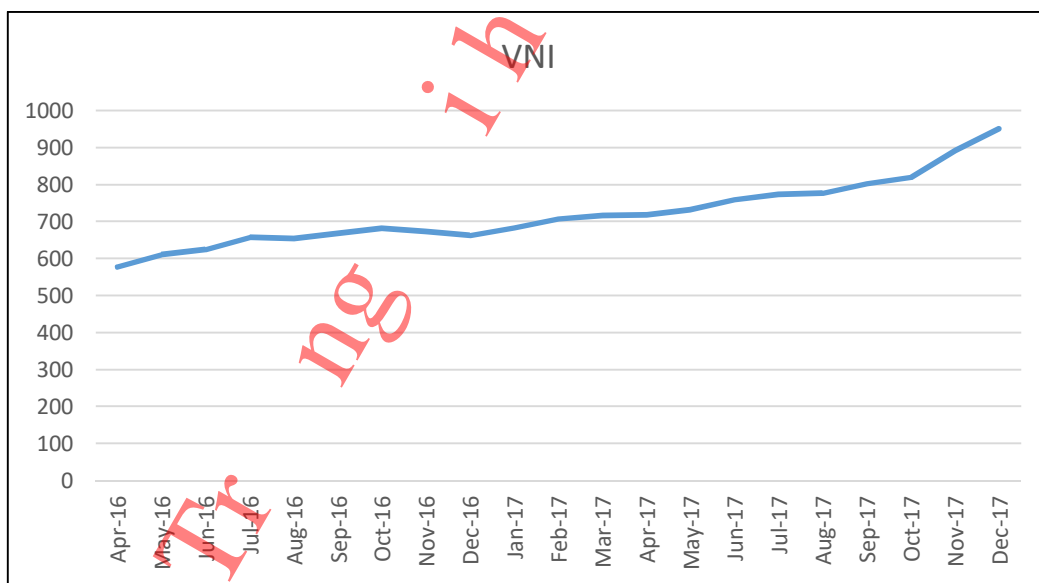
TTCK những tháng cuối năm 2014 đón nhận hàng loạt thông tin xấu như giá dầu thô thế giới lao dốc từ 100USD/thùng xuống một nửa trong vòng ba tháng, thông từ 36/2014/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn vốn tạo ra tâm lý không tích cực cho đông đảo NĐT khi lo lắng về nguồn cung ứng đòn bẩy tài chính và thanh khoản trên TTCK, đồng thời việc Mỹ quyết định chấm dứt gói kích thích kinh tế khổng lồ QE3 và kinh tế Trung Quốc rơi vào giảm tốc khiến TTCK trong nước và thế giới không mấy sáng sủa.

Cuối năm 2015 và khởi đầu năm 2016, TTCK thế giới liên tục lao dốc (chỉ số công nghiệp DJIA mất tới 9.5% trong tháng 1, đồng thời, chỉ số Shanghai Composite giảm 6.9% xuống 3296.66 điểm ngày 7/1/2016 trước khi giao dịch bị đình chỉ) kéo theo đà sụt giảm của VN-index và HNX-index. Kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của tháng 1.2016, VN-

index giảm 5.8% xuống còn 545.25 điểm, HNX-index cũng giảm 3.9% xuống 76.87 điểm, khối ngoại đã bán ròng trên cả hai sàn tổng cộng hơn 27 triệu cổ phiếu, tương ứng 1256.7 tỷ đồng.

Sau sự sụt giảm khá bất ngờ vào tháng 1/2016, TTCK Việt Nam và thế giới đã có sự phục hồi trong hai tháng còn lại của quý I/2016 dù biên độ không lớn và tương đối chậm chạp, sự hồi phục của nhóm cổ phiếu ngành Dầu khí có vốn hóa lớn được kỳ vọng sẽ tiếp tục tạo ảnh hưởng khả quan lên các ngành khác để TTCK duy trì ổn định trong những quý tiếp theo.

Từ tháng 4/2016 - 12/2017, TTCK phục hồi và tăng trưởng vượt bậc. Ngày 24/10, chỉ số VNX-Allshare chính thức vận hành và là chỉ số cơ sở đầu tiên kết nối 2 sàn HOSE và HNX. Đây là một trong những dấu mốc quan trọng trên con đường hợp nhất 2 sở giao dịch chứng khoán tại Việt Nam. Sự ra đời VNX-Allshare được giới đầu tư đánh giá cao. Bởi từ trước đến nay, hai sở giao dịch tại Việt Nam vận hành những bộ chỉ số độc lập. Các chỉ số hiện hành của mỗi sở mới đo lường sự biến động tại mỗi sở, chưa có chỉ số nào đo lường sự biến động chung trên toàn thị trường Việt Nam.



**Biểu đồ 2.5: Chỉ số VN-Index từ tháng 4/2016 – 12/2017**

*Nguồn: xử lý bằng excel 2013*

Năm 2017, quy mô thanh khoản trên thị trường cổ phiếu năm qua có sự phát triển vượt bậc. Theo đó, quy mô vốn hóa đạt 3.5 triệu tỷ đồng (tăng 80.5% so với năm 2016), tương

ứng với 70.2% GDP của năm 2017, vượt chỉ tiêu Chính phủ đề ra đến năm 2020. Thanh khoản của thị trường tăng 66% từ mức 3 nghìn tỷ đồng/phiên năm 2016 lên mức 5 nghìn tỷ đồng/phiên năm 2017. Chỉ số VN-Index tăng tương ứng là 46% và 48%, đạt mức cao nhất gần 10 năm trở lại đây.

Tính đến cuối năm 2017, NĐT nước ngoài mua ròng trên tất cả các sàn giao dịch với giá trị 28.000 tỷ đồng cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và 18,7 ngàn tỷ đồng trái phiếu. Ngoài ra, theo thống kê mới nhất, nhà đầu tư nước ngoài cũng tiếp tục mua ròng trong tất cả các phiên giao dịch của tháng 1/2018 với tổng giá trị mua ròng đạt 7.2 ngàn tỷ đồng.

Năm qua, tổng mức huy động trên TTCK đạt gần 245 nghìn tỷ đồng, trong đó đấu thầu trái phiếu Chính phủ đạt hơn 194.3 nghìn tỷ đồng, phát hành cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp đạt gần 47.9 nghìn tỷ đồng và đấu giá cổ phần hóa qua 2 sở đạt hơn 2.7 nghìn tỷ đồng. Về hoạt động cổ phần hóa và thoái vốn, trong năm 2017, 2 SGDCK đã tổ chức 74 phiên đấu giá cổ phần hóa và thoái vốn với tổng giá trị đạt 125,4 nghìn tỷ đồng, tỷ lệ thành công đạt 52.4%... Như vậy tổng giá trị thu được đã gấp 5.4 lần so với năm 2016

Tuy nhiên, sang đến năm 2018, TTCK lại lao dốc với những lần sụt giảm lớn trong khi các yếu tố vĩ mô vẫn đang tích cực và các thị trường khác vẫn đang khả quan. Đây là một vấn đề khiến các nhà đầu tư đau đầu bởi nguyên nhân thị trường quay đầu vẫn chưa được giải đáp.

## 2.2. Kết quả nghiên cứu

### 2.2.1. Dữ liệu nghiên cứu

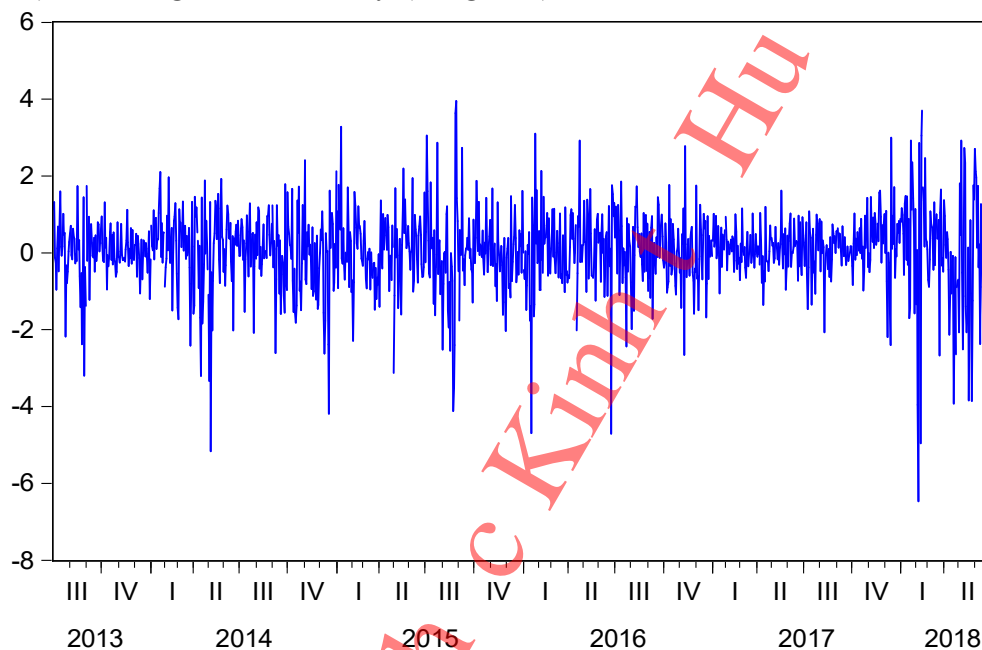
Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này là giá cả theo ngày của chỉ số VN Index. Mẫu nghiên cứu bắt đầu từ ngày 1/7/2013 tới ngày 2/7/2018 với tất cả 1247 quan sát. Tỷ suất sinh lợi theo ngày của VN Index được tính theo công thức sau:

$$r_t = \ln P_t - \ln P_{t-1}$$

Biểu đồ 2.6. biểu diễn lợi nhuận theo ngày của chỉ số VN Index. Có thể thấy từ biểu đồ rằng, giai đoạn từ tháng 4/2014 đến tháng 8/2015 hoặc từ tháng 3/2018 đến nay chứng kiến nhiều biến động thị trường. Các biến động lớn về tỷ suất sinh lợi xảy ra và tiếp theo nó là các biến động lớn khác. Đây là một biểu hiện điển hình của hiện tượng biến động theo cụm (volatility clustering) (biểu đồ 2.6.). Trong thời gian nghiên cứu, tỷ suất sinh lợi



có giá trị trung bình là 0.054% mỗi ngày. Đây là điều không quá bất ngờ bởi giai đoạn này chứng kiến sự hồi phục của thị trường chứng khoán Việt Nam sau các cú sốc và ảnh hưởng của các cuộc khủng hoảng quốc tế. Chuỗi thời gian về tỷ suất sinh lợi theo ngày không theo phân phối chuẩn và có độ nhọn cao. Kết quả kiểm định Jarque-Bera và chỉ số độ nhọn (leptokurtic) đã chứng minh điều này (bảng 2.2.)



**Biểu đồ 2.6. Tỷ suất sinh lợi theo ngày của VN Index**

*Nguồn: Tự xử lí bằng eViews*

**Bảng 2.2: Thống kê mô tả tỷ suất sinh lợi theo ngày của VN Index**

TỶ SUẤT SINH LỢI			
Mean	0.054107	Jarque-Bera	1074.678
Median	0.106446	Probability	0.000000
Maximum	3.956170		
Minimum	-6.464596	Sum	67.41787
Std. Dev.	1.045403	Sum Sq. Dev.	1360.619
Skewness	-0.825095		
Kurtosis	7.239920	Observations	1246

*Nguồn: Tự xử lí bằng eViews*

### 2.2.2. Kết quả hồi quy

Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành kiểm định hiệu ứng ARCH (Arch effect) bằng kiểm định ARCH LM (Largrange Multiplier). Các chuỗi thời gian tài chính, ví dụ như tỷ suất sinh lợi theo ngày của thị trường chứng khoán thường có phương sai thay đổi tại một thời điểm bất kì. Việc này khiến mô hình OLS không phù hợp bởi giả định của mô hình OLS là phương sai cố định. Đối với các trường hợp này, mô hình ARCH thường được sử dụng bởi nó giả định phương sai của nhiễu (error terms) trong mô hình là một hàm số theo phương sai của nhiễu ở các giai đoạn trước đó. Thông thường, phương sai sẽ có quan hệ bình phương với các nhiễu ở kì trước.

Tuy nhiên, nghiên cứu cần kiểm định lại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Độ trễ tối ưu được xác định là 1 vì độ trễ này cho ra các hệ số AIC và BIC nhỏ nhất. Kết quả kiểm định ARCH LM với độ trễ bằng 1 được trình bày ở bảng 2.3.

**Bảng 2.3. Kết quả kiểm định hiệu ứng ARCH**

F	97.76069	P-value	0.0000
T*R <sup>2</sup>	90.77315	P-value	0.0000

*Nguồn: Tự xử lý bằng eViews*

Kiểm định ARCH LM có các giả thiết như sau:

$H_0$ : Không có hiệu ứng ARCH trong phần dư

$H_1$ : Có hiệu ứng ARCH ở phần dư

Kết quả kiểm định cho thấy, hệ số p-value = 0.0000 đồng nghĩa với việc có đủ cơ sở để bác bỏ giả thiết  $H_0$  hay nói cách khác, có hiệu ứng ARCH trong phần dư của mô hình. Điều này cũng ủng hộ cho việc sử dụng mô hình GARCH (1, 1). Kết quả hồi quy được thể hiện ở bảng 2.4. Lưu ý rằng mô hình ở phương trình tỷ suất sinh lợi có thêm độ trễ 1 kì của chính nó.

**Bảng 2.4. Kết quả ước lượng mô hình GARCH (1, 1)**

$$r_t = \gamma_0 + \gamma_1 r_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$h_t = \omega + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta h_{i,t-1}$$

Parameter	$\gamma_0$	$\gamma_1$	$\omega$	$\alpha$	$\beta$
VN Index	0.073742*** (3.07668)	0.11461*** (4.24032)	0.02987*** (2.64534)	0.11691*** (6.07968)	0.86192*** (34.44531)

Các số in nghiêng trong ngoặc kép thể hiện giá trị thống kê t. Các dấu sao \*\*\*, \*\*, \* thể hiện ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 1%, 5% và 10% (hệ số p-value) của tổng thể.

Nguồn: Tự xử lý bằng eViews

Từ kết quả hồi quy, ta có thể biểu diễn mô hình như sau:

$$r_t = 0.0737 + 0.1146 * r_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$h_t = 0.0299 + 0.1169 * \varepsilon_{t-1}^2 + 0.8619 * h_{i,t-1}$$

Các hệ số ước lượng đều có ý nghĩa thống kê cao (ở mức 1%). Điều kiện của mô hình GARCH được thỏa mãn với  $\alpha + \beta = 0.1169 + 0.8619 = 0.9788 < 1$ . Mô hình GARCH (1, 1) đã được chứng minh là phù hợp trong trường hợp này.

Phương trình của tỷ suất sinh lợi cho thấy, tỷ suất sinh lợi ngày t-1 có quan hệ đồng biến với tỷ suất sinh lợi ngày t. Khi tỷ suất sinh lợi ngày t-1 tăng 1% thì tỷ suất sinh lợi ngày t sẽ tăng 0.1146%. Độ trễ t-1 này có ý nghĩa cao (1%) và có tác dụng phản ánh thông tin dữ liệu lịch sử tác động lên giá cả, tỷ suất sinh lợi hiện tại như thế nào.

Tiếp đến, nghiên cứu tiến hành tính toán trung bình của phần dư trong 20 ngày giao dịch trước đó ( $\varepsilon_{Kt}$ ) bằng cách sử dụng phương pháp bình quân động và tính được tác động của nhà giao dịch không chuyên ( $\Delta_t$ ).

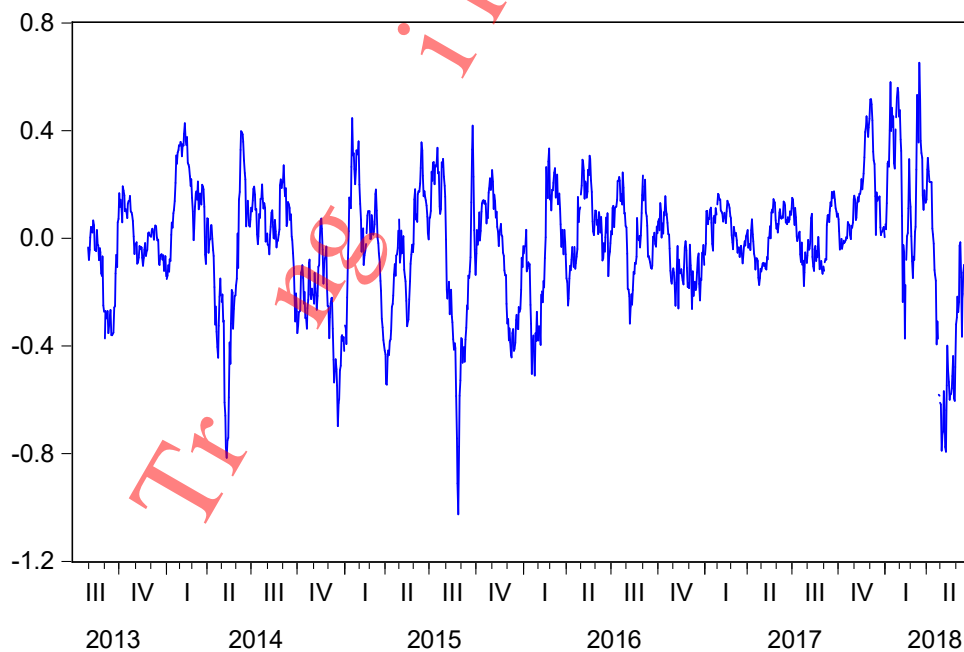
Bảng 2.5. cho biết thống kê mô tả của 2 biến: tác động của nhà giao dịch chuyên nghiệp ( $\varepsilon_{Kt}$ ) và tác động của nhà giao dịch không chuyên ( $\Delta_t$ ). Kết quả cho thấy rằng, giá trị trung bình của 2 biến này đều âm trong thời gian nghiên cứu. Hay nói cách khác, hoạt động của các nhà đầu tư trong giai đoạn này làm giảm tỷ suất sinh lợi theo ngày của chỉ số VN Index. Tuy nhiên, kết luận này cần được kiểm chứng bằng các phép thử thống kê.

**Bảng 2.5. Thống kê mô tả của  $\varepsilon_{Kt}$  và  $\Delta_t$**

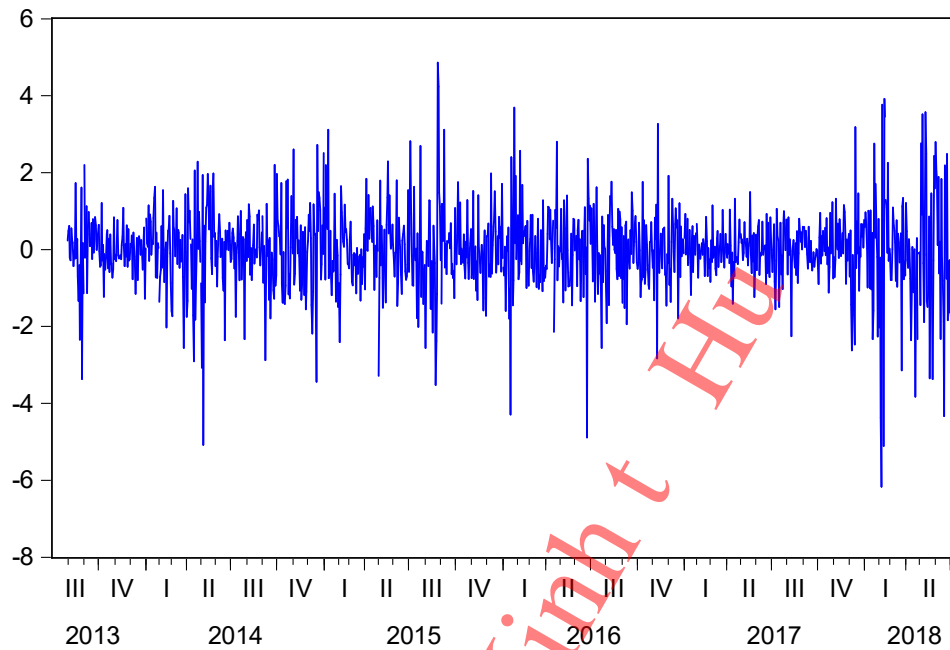
	$\varepsilon_{Kt}$	$\Delta_t$
Mean	-0.022933	-0.003838
Median	0.002553	0.004986
Maximum	0.652115	4.861493
Minimum	-1.025340	-6.168042
Std. Dev.	0.226451	1.063827
Skewness	-0.633592	-0.356057
Kurtosis	4.141036	6.937137
Jarque-Bera	148.4150	817.0829
Probability	0.000000	0.000000
Sum	-28.09340	-4.701514
Sum Sq. Dev.	62.76659	1385.235
Observations	1225	1225

*Nguồn: Tự xử lý bằng eViews*

Biểu diễn 2 biến này dưới dạng đồ thị, ta thấy một cách trực quan hơn tác động của 2 dạng nhà đầu tư. Biểu đồ 2.7. và 2.8. lần lượt là tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư không chuyên



**Biểu đồ 2.7. Tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp**



**Biểu đồ 2.8. Tác động của nhà đầu tư không chuyên**

*Nguồn: Tự xử lý bằng eViews*

Có thể thấy rằng, nhà đầu tư chuyên nghiệp tác động lên thị trường theo các xu hướng rõ ràng và không thay đổi trong các quãng thời gian ngắn (biểu đồ 2.7.) Cụ thể, tác động này sẽ làm giảm hoặc tăng tỷ suất sinh lợi, tuy nhiên nó kéo dài hơn chứ không như tác động của nhà đầu tư không chuyên (biểu đồ 2.8.). Tác động này vô hướng và không thể đoán được nó sẽ như thế nào. Trong một quãng thời gian ngắn, tác động này dao động mạnh. Điều này có thể giải thích một cách hợp lý bằng cách đầu tư của 2 bên. Đối với nhà đầu tư chuyên nghiệp, họ tìm cơ hội thông qua các phân tích kỹ thuật, phân tích cơ bản rõ ràng. Trước khi ra quyết định, họ tìm hiểu xu hướng thị trường, thông tin kinh tế vĩ mô và đưa ra các nhận định dựa trên việc tham khảo nhiều kênh ý kiến, từ đó cho ra được các quyết định cuối cùng. Kết quả của việc này nằm ở chỗ, các quyết định của họ sẽ trở nên logic hơn. Chúng ta không nhất thiết cho rằng, nhà đầu tư chuyên nghiệp luôn luôn đúng. Tuy nhiên, bằng việc suy xét thấu đáo các yếu tố kinh tế và phân tích đầy đủ các khía cạnh, quyết định của nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ có khả năng chính xác cao hơn và sẽ ít thay đổi trong quãng thời gian ngắn (bởi vì trong khoảng thời gian đó, các thông tin hiện hữu chưa thay đổi đến mức làm cho quyết định của họ thay đổi). Việc ít thay đổi trong quãng

thời gian ngắn sẽ làm cho tác động của họ đến giá chứng khoán đi theo một xu hướng cụ thể. Xu hướng này sẽ được giữ vững cho đến khi xuất hiện thông tin mới khiến cho họ thay đổi quyết định.

Ngược lại, nhà đầu tư không chuyên, theo định nghĩa, là những người không dựa vào các phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật, không nắm được các thông tin thiết yếu hoặc cho rằng họ nắm được thông tin thiết yếu trong khi đó chỉ là thông tin không quan trọng hoặc bị sai lệch, sẽ tác động lên thị trường theo các nhiễu (noise) mà họ có được. Thực tế chứng minh rằng, số lượng thông tin trên thị trường chứng khoán là vô vàn, tuy nhiên, đa số trong đó là các thông tin thiếu xác thực. Việc theo các thông tin này khiến cho *giao dịch của nhà đầu tư không chuyên trở nên lộn xộn, không theo bất kì xu hướng nào cả*. Tác động của họ, từ đó, sẽ biến đổi trong khoảng thời gian ngắn với tốc độ cao (biểu đồ 2.8.)

Việc kiểm tra tác động bình quân của hai nhà giao dịch lên tỷ suất sinh lợi là cần thiết. Để làm điều này, nghiên cứu tiến hành áp dụng kiểm định T một phía cho giá trị trung bình của  $\varepsilon_{Kt}$  và  $\Delta_t$ . Kết quả được thể hiện ở bảng 2.6.

**Bảng 2.6. Kiểm định T một phía**

	Mean	Variance	N	t-Stat	P-value
$\varepsilon_{Kt}$	-0.022933	0.051280	1225	-3.544563	0.0002
$\Delta_t$	-0.003838	1.131728	1225	-0.12627	0.44977
Tương quan	-0.214				0.0000

Nguồn: Tự xử lí bằng eViews

Kết quả kiểm định với các giả thiết sau:

$H_0$ : Tác động của nhà giao dịch là âm hoặc bằng 0

$H_1$ : Tác động của nhà giao dịch là dương

Như thế, kết quả cho thấy, có đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết  $H_0$  cho trường hợp tác động của nhà giao dịch chuyên nghiệp với hệ số p-value = 0.0002 < 0.05 (ở mức ý nghĩa 5%). Nói cách khác, tác động của nhà giao dịch chuyên nghiệp lên tỷ suất sinh lợi là dương. Ta cũng có thể hiểu rằng hoạt động của các nhà đầu tư ở nhóm này khiến cho tỷ suất sinh lợi theo ngày của chỉ số VN Index tăng lên.

Đối với trường hợp tác động của nhà giao dịch không chuyên, ta không có cơ sở để bác bỏ giả thuyết  $H_0$  tức là tính trung bình thì tác động của nhà giao dịch không chuyên là âm hoặc bằng 0. Hay nói cách khác, hoạt động của nhà đầu tư không chuyên không có tác động làm tăng tỷ suất sinh lợi. Kết quả nghiên cứu này trùng với các nghiên cứu trước đó. Hệ số tương quan giữa tác động của 2 nhóm nhà đầu tư có kết quả là -0.214. Như thế, có thể kết luận, tính bình quân thì hoạt động của nhà đầu tư không chuyên là ngược với các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Các nhà đầu tư không chuyên, thông thường là các nhà đầu tư không hợp lý (irrational investors), là những người sẽ giao dịch dựa trên các nhiễu. Điều này có xu hướng khiến cho giá cả thị trường bị sai lệch khỏi giá trị cơ bản của nó. Các nhà đầu tư chuyên nghiệp, bằng các phân tích và nguồn tin chính thống của mình, sẽ nhận ra được các sai lệch này và tiến hành các giao dịch dựa trên sự sai khác giá trị nhằm kiếm lợi nhuận. Cho dù hoạt động này sẽ bị hạn chế bởi các chi phí nắm giữ và sự không hoàn hảo của thị trường cũng như rủi ro cao, nhưng nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, các nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ giao dịch để tận dụng sự sai lệch giá. Từ đó, họ kéo giá trị cổ phiếu về giá trị gốc của nó. Điều này khiến hoạt động của nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư không chuyên, nhìn chung là trái ngược nhau. Từ đó tác động của 2 nhóm nhà đầu tư đến thị trường cũng ngược nhau. Điều này được kiểm chứng bằng hệ số tương quan âm của 2 tác động.

Tr  
ng

## CHƯƠNG 3: THẢO LUẬN KẾT QUẢ VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

### 3.1. Kết quả nghiên cứu

Đề tài đã hệ thống hóa lại cơ sở lý luận về thị trường chứng khoán Việt Nam và định nghĩa nhà giao dịch không chuyên (noise traders). Theo đó, nhà giao dịch không chuyên được định nghĩa là các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán mà giao dịch của họ không dựa trên các phân tích cơ bản. Họ thường quyết định mua bán mà không tuân theo bất kì lời khuyên nào từ các chuyên gia. Thông thường, các nhà đầu tư này thường phản ứng thái quá (overreact) với các thông tin xuất hiện trên thị trường, cho dù đó là thông tin chính xác hay chỉ là nhiễu (noise).

Hoạt động của các nhà đầu tư không chuyên được thừa nhận bởi các chuyên gia là sẽ tăng tính thanh khoản của thị trường bởi nó giúp các cổ phiếu có khả năng mua bán cao hơn. Tuy nhiên, bởi vì họ phản ứng thái quá với các thông tin, không có các thông tin chính xác và thường bị chi phối bởi cảm xúc, do đó, các giao dịch của nhà đầu tư không chuyên có xu hướng khiến giá trên thị trường chứng khoán bị lệch khỏi giá trị căn bản (fundamental value) của nó. Điều này có thể dẫn đến việc chứng khoán bị định giá sai.

Các nhà đầu tư hợp lý (rational investors, information investors) ngược lại, luôn thực hiện các giao dịch dựa trên các thông tin chính xác mà họ có. Trước khi thực hiện, họ luôn tuân theo các phân tích cơ bản. Những nhà đầu tư này có xu hướng khai thác các sai lệch về giá và thực hiện kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage). Mặc dù kinh doanh chênh lệch giá có giới hạn của nó (litmit of arbitrage) bởi vì hoạt động của các nhà đầu tư không chuyên khiến cho giá cả giao động mạnh. Việc bỏ tiền ra mua các cổ phiếu mà nhà đầu tư có thông tin nghĩ rằng đang bị sai lệch giá có thể không đem lại lợi nhuận và có rủi ro cao bởi hoạt động của nhà đầu tư không chuyên có thể khiến giá sai lệch nhiều hơn. Từ đó, động lực thực hiện kinh doanh chênh lệch giá có thể bị giảm sút nếu tác động của các nhà đầu tư không chuyên quá mạnh. Kết quả là, giá cả trên thị trường có thể duy trì ở trạng thái không cân bằng (non equilibrium) trong một thời gian đáng kể.

Dựa trên phân tích, đề tài đưa ra nhận định rằng hoạt động của nhà đầu tư không chuyên và nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ có tác động trái ngược nhau lên tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đề tài sử dụng chỉ số VN-Index từ ngày



1/7/2013 đến ngày 2/7/2018 làm dữ liệu nghiên cứu nhằm tìm hiểu vấn đề này. Bằng cách áp dụng mô hình GARCH (1, 1) và phương pháp bình quân động, nghiên cứu đã tính toán và chứng minh được tác động của nhà đầu tư không chuyên làm giảm tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán và tác động của nhà đầu tư chuyên nghiệp làm tăng tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán. 2 tác động này là trái ngược nhau và tất cả mọi kết luận đều có ý nghĩa thống kê. Kết luận này là phù hợp với mô hình lý thuyết về tác động của nhà đầu tư không chuyên và nhà đầu tư chuyên nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu chưa chỉ ra được cụ thể về độ lớn của tác động từ các nhà đầu tư không chuyên và chuyên nghiệp lên thị trường chứng khoán là ra sao.

### **3.2. Hàm ý chính sách**

Từ kết quả nghiên cứu, đề tài đưa ra một số khuyến nghị chính sách. Có thể kết luận rằng các hoạt động của các nhà đầu tư không chuyên có tác động tiêu cực tới tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán. Với tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân như hiện nay (hơn 99%), tác động của các nhà đầu tư lên thị trường là rất đáng kể. Giải pháp có thể làm ngay lúc này đó là giảm số lượng nhà đầu tư không chuyên trên thị trường. Điều này có thể được thực hiện bằng cách áp dụng các biện pháp sau:

- Hiện nay việc thực hiện giao dịch trên thị trường là hết sức dễ dàng. Một cá nhân bất kì có thể chỉ cần đăng kí online vài bước là có thể tiến hành giao dịch. Ủy ban chứng khoán nhà nước có thể đề xuất yêu cầu tối thiểu dành cho nhà đầu tư. Ví dụ: có chứng chỉ chuyên môn về đầu tư chứng khoán, hoặc được học qua các phương pháp phân tích chứng khoán. Điều này sẽ hạn chế đáng kể số lượng các nhà đầu tư không có kỹ năng phân tích trên thị trường.

- Khuyến khích các nhà đầu tư không chuyên tiến hành giao dịch thông qua các quỹ đầu tư tài chính hoặc tham khảo ý kiến chuyên gia trước khi quyết định. Các quỹ đầu tư được thành lập với mục đích đầu tư và đương nhiên họ có đủ công cụ kỹ thuật và thông tin để có thể phân tích dữ liệu trên thị trường. Điều này có thể hạn chế các giao dịch dựa trên thông tin không chính thống.

- Đẩy mạnh hơn nữa việc công khai và minh bạch hóa thông tin trên thị trường. Nếu nhà đầu tư nhận được nhiều thông tin hơn với các chi phí về thời gian, tiền bạc và nỗ lực thấp hơn, họ sẽ có nhiều cơ sở hơn để đưa ra quyết định.

Tr  
ng  
i h C Kinh t Hu

### PHẦN III – KẾT LUẬN

Đề tài bàn đến một khái niệm mới, chưa hề được nghiên cứu trên TTCK Việt Nam trước đây đó là rủi ro từ nhà đầu tư không chuyên. Những nhà đầu tư không chuyên, theo định nghĩa là những người thực hiện giao dịch mà không theo các phân tích cơ bản hay phân tích kỹ thuật. Họ không có các kênh thông tin chính thống và cho rằng các “nhiều” trên thị trường là các thông tin, từ đó đưa ra các quyết định mua và bán. Không thể khẳng định rằng các quyết định mua và bán của họ là đúng hay sai, tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế học và nhà phân tích cho rằng, nhà đầu tư không chuyên sẽ tăng độ biến động thị trường bằng việc làm cho giá cả sai lệch khỏi giá trị thật của chúng. Những nhà đầu tư có thông tin, hay những nhà đầu tư chuyên nghiệp, tận dụng cơ hội này để tiến hành kinh doanh chênh lệch giá. Việc này khiến cho giá cả trở về mức cân bằng. Tuy việc kinh doanh chênh lệch giá là có giới hạn (có một số trở ngại nhất định khiến cho việc kinh doanh chênh lệch giá không còn trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, hay là họ cho rằng, rủi ro đi kèm trong trường hợp này là lớn hơn lợi ích mà họ nhận được), những người đầu tư chuyên nghiệp, hợp lý này được xem là lí do cho việc mức giá bớt sai lệch khỏi giá trị cơ bản của chúng.

Tại Việt Nam, số lượng những nhà đầu tư cá nhân là rất lớn (hơn 99% vào năm 2018), rõ ràng tác động của các nhà đầu tư không chuyên (nhà đầu tư cá nhân là một đại diện cho nhà đầu tư không chuyên) là không thể tránh khỏi. Tuy nhiên từ trước tới nay chưa có đề tài nào nghiên cứu về vấn đề này. Xuất phát từ mong muốn tìm hiểu tác động của nhà đầu tư không chuyên lên TTCK Việt Nam là như thế nào, nhóm nghiên cứu đã thực hiện đề tài này. Đề tài đã giải quyết được các mục tiêu sau:

- Hệ thống hóa cơ sở lí luận liên quan đến TTCK và các rủi ro trên TTCK
- Định nghĩa nhà đầu tư không chuyên và tính toán tác động của nhà đầu tư không chuyên trên TTCK.

- Đưa ra một số khuyến nghị dựa trên kết quả có được

Tuy nhiên, đề tài vẫn còn những hạn chế sau:

- Chưa xác định rõ được nhà đầu tư không chuyên cụ thể là ai? Việc cho rằng nhà đầu tư cá nhân chính là nhà đầu tư không chuyên là một kết luận chưa thể chính xác. Tuy nhiên

việc phân tích tác động của nhà đầu tư không chuyên không phụ thuộc vào việc xác định ai là nhà đầu tư không chuyên, nên ảnh hưởng của vấn đề này tới kết quả nghiên cứu là không đáng kể.

- Ở phương pháp bình quân động (moving average), nhóm nghiên cứu quyết định chọn  $K = 20$ . Tuy nhiên, việc chọn lựa này chưa có lý giải hợp lý.

Với những hạn chế đó, đề tài có thể phát triển trong tương lai bằng cách xác định rõ hơn ai là nhà đầu tư không chuyên. Thêm vào đó, nên có nhiều phép thử về giá trị của  $K$  để chọn ra được giá trị thích hợp nhất.

Tr  
ng  
i h  
C Kinh t  
H

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271-299.
- Berkman, H., & Koch, P. D. (2008). Noise trading and the price formation process. *Journal of Empirical Finance*, 15(2), 232-250.
- Black, F. (1986). Noise. *The journal of finance*, 41(3), 528-543.
- Bloomfield, R., O'hara, M., & Saar, G. (2009). How noise trading affects markets: An experimental analysis. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2275-2302.
- Bollerslev, T., Chou, R. Y., & Kroner, K. F. (1992). ARCH modeling in finance: A review of the theory and empirical evidence. *Journal of econometrics*, 52(1-2), 5-59.
- Brown, G. W. (1999). Volatility, sentiment, and noise traders. *Financial Analysts Journal*, 55(2), 82-90.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2005). Investor sentiment and asset valuation. *The Journal of Business*, 78(2), 405-440.
- Campbell, J. Y., & Kyle, A. S. (1993). Smart money, noise trading and stock price behaviour. *The Review of Economic Studies*, 60(1), 1-34.
- Danthine, J.-P., & Moresi, S. (1993). Volatility, information and noise trading. *European Economic Review*, 37(5), 961-982.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 98(4), 703-738.
- Engle, R. F., & Sheppard, K. (2001). Theoretical and empirical properties of dynamic conditional correlation multivariate GARCH: National Bureau of Economic Research.
- Feng, J., Lin, D.-p., & Yan, X.-b. (2014). *Research on measure of noise trading in stock market based on EGARCH-M model*. Paper presented at the Management Science & Engineering (ICMSE), 2014 International Conference on.
- Flynn, S. M. (2005). Arbitrage, Noise-trader Risk, and the Cross Section of Closed-end Fund Returns.
- Koski, J., Rice, E., & Tarhouni, A. (2004). Noise trading and volatility: Evidence from day trading and message boards.
- Kurov, A. (2008). Investor sentiment, trading behavior and informational efficiency in index futures markets. *Financial Review*, 43(1), 107-127.
- Lee, W. Y., Jiang, C. X., & Indro, D. C. (2002). Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. *Journal of banking & Finance*, 26(12), 2277-2299.
- Long, V. T. (2007). Empirical analysis of stock return volatility with regime change: The case of Vietnam stock market. *Department of Economic development and policies*.
- Nguyen Van, P. (2015). A good news or bad news has greater impact on the Vietnamese stock market?
- Palomino, F. (1996). Noise trading in small markets. *The journal of finance*, 51(4), 1537-1550.

- Peress, J., & Schmidt, D. (2014). Glued to the TV: the trading activity of distracted investors. *Unpublished working paper, Insead, HEC Paris*.
- Podolski, E., Kalev, P., & Duong, H. N. (2008). Deafened by Noise: Do Noise Traders Affect Volatility and Returns?
- Qiang, Z., & Shu-e, Y. (2009). Noise trading, investor sentiment volatility, and stock returns. *Systems Engineering-Theory & Practice*, 29(3), 40-47.
- Ramiah, V., & Davidson, S. (2007). Information-adjusted noise model: Evidence of inefficiency on the Australian stock market. *The Journal of Behavioral Finance*, 8(4), 209-224.
- Scruggs, J. T. (2007). Noise trader risk: Evidence from the Siamese twins. *Journal of Financial Markets*, 10(1), 76-105.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1994). Behavioral capital asset pricing theory. *Journal of financial and quantitative analysis*, 29(3), 323-349.
- Sias, R. W., Starks, L. T., & Tiniç, S. M. (2001). Is noise trader risk priced? *Journal of Financial Research*, 24(3), 311-329.
- Thomas, D. C., & Wang, Q. (2013). Time-varying Noise Trader Risk and Asset Prices. *Unpublished article*.
- Verma, R., & Verma, P. (2007). Noise trading and stock market volatility. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(3), 231-243.
- Xu, X., Ramiah, V., Moosa, I., & Davidson, S. (2016). An application of the information-adjusted noise model to the Shenzhen stock market. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 71-91.

Tr  
ng  
ih  
ng  
hu