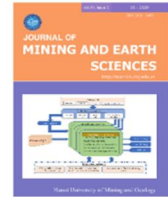




## Journal of Mining and Earth Sciences

Website: <http://jmes.humg.edu.vn>



# Relationship between investor sentiment and Corporate investment activities on the stock market: Seeing from empirical Research



Thuy Thi Hoang \*

Faculty of Economics and Business Administration, Hanoi University of Mining and Geology, Vietnam

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received 5<sup>th</sup> Aug. 2020

Revised 3<sup>rd</sup> Sept. 2020

Accepted 31<sup>st</sup> Oct. 2020

#### Keywords:

Enterprise,  
Investment,  
Investors,  
Sentimen.

### ABSTRACT

*Investor sentiment is a sentimental factor, so in existing empirical studies there exist many different methods to measure the depiction of investor sentiment. The methods of designing indicators to measure investor sentiment for the whole stock market, there are no separate studies for investors according to specific industries of the business. Existing empirical studies in other countries show that investor sentiment affects investment activities of enterprises by two ways: The path of "The catering theory" and the theoretical path "Theory of optimism". The research results are still different. Most scholars argue that the relationship between investor sentiment and firm's investment level is a positive relationship, but some scholars prove that investor sentiment is inversely related to investment activities of the business. Therefore, the article proposes more research directions for the research articles on investment activities of enterprises participating in the stock market of Vietnam.*

Copyright © 2020 Hanoi University of Mining and Geology. All rights reserved.

\*Corresponding author

E-mail: [thuyhumg.hoang@gmail.com](mailto:thuyhumg.hoang@gmail.com)

DOI: 10.46326/JMES.KTQT2020.06



## Tạp chí Khoa học Kỹ thuật Mỏ - Địa chất

Trang điện tử: <http://tapchi.humg.edu.vn>



# Quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán: Nhìn từ các nghiên cứu trải nghiệm

Hoàng Thị Thuỷ \*

Khoa Kinh tế và Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Mỏ - Địa chất, Việt Nam

### THÔNG TIN BÀI BÁO

### TÓM TẮT

#### Quá trình:

Nhận bài 5/8/2020

Sửa xong 3/9/2020

Chấp nhận đăng 31/10/2020

#### Từ khóa:

Doanh nghiệp,  
Đầu tư,  
Nhà đầu tư,  
Tâm lý.

Tâm lý nhà đầu tư là một yếu tố cảm tính do đó trong các nghiên cứu thực nghiệm hiện có còn tồn tại nhiều phương pháp khác nhau để đo lường miêu tả tâm trạng của nhà đầu tư. Các phương pháp xây dựng chỉ tiêu để đo lường tâm trạng nhà đầu tư chung cho cả thị trường chứng khoán, không có nghiên cứu riêng cho các nhà đầu tư theo ngành nghề đặc thù riêng của doanh nghiệp. Các nghiên cứu thực nghiệm hiện có ở các nước chỉ ra tâm trạng nhà đầu tư ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thông qua hai con đường "Thuyết đáp ứng nhu cầu nhà đầu tư" và con đường lý thuyết "Chủ nghĩa lạc quan" và kết quả nghiên cứu còn tồn tại sự khác nhau. Đa số các học giả cho rằng mối quan hệ giữa tâm trạng đầu tư và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp là mối quan hệ cùng chiều, nhưng một số học giả chứng minh rằng tâm trạng nhà đầu tư có mối quan hệ ngược chiều với hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Do đó bài báo đề xuất thêm hướng nghiên cứu đối với các bài nghiên cứu về hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp tham gia trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

© 2020 Trường Đại học Mỏ - Địa chất. Tất cả các quyền được bảo đảm.

## 1. Mở đầu

Hoạt động đầu tư có vai trò quan trọng trong quá trình phát triển của doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động đầu tư trong doanh nghiệp luôn có ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Đầu tư là hoạt động chủ yếu, quyết định sự phát triển và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp, do đó cần tiến hành nghiên cứu làm rõ hoạt động đầu tư của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi các

nhân tố nào trong đó có xét đến yếu tố tâm lý nhà đầu tư và làm rõ mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đó tới đầu tư của doanh nghiệp. Một trong các nhân tố ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư của doanh nghiệp được các học giả trên thế giới đang quan tâm hiện nay và tiến hành nghiên cứu là tâm trạng nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Nhà đầu tư có vai trò quan trọng trong sự phát triển thị trường chứng khoán, đồng thời có ảnh hưởng lớn đến các quyết định đầu tư của doanh nghiệp cũng như hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Sự ảnh hưởng đó được các tác giả phân ánh thông qua học thuyết đáp ứng nhu cầu của

\*Tác giả liên hệ

E - mail: [thuylumg.hoang@gmail.com](mailto:thuylumg.hoang@gmail.com)

DOI: 10.46326/JMES.KTQT2020.06

nhà đầu tư chỉ ra sự ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư tới hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Tâm lý nhà đầu tư được xem là một loại thái độ, phản ánh thái độ lạc quan hoặc bi quan của nhà đầu tư đối với cổ phiếu, cũng chính là quan điểm và thái độ của nhà đầu tư tham gia vào thị trường chứng khoán (Venkatraman, 1986). Polk (2009) dựa trên cơ sở của học thuyết đáp ứng nhu cầu của đầu tư đã tiến hành phân tích mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và hoạt động đầu tư và chỉ ra rằng, khi tâm lý nhà đầu tư lạc quan tăng lên, nhà quản lý doanh nghiệp hưởng ứng theo tâm lý nhà đầu tư khi đánh giá cao giá cổ phiếu của doanh nghiệp, đồng thời có thái độ lạc quan đối với những dự án đầu tư không nên thực hiện (những dự án có giá trị hiện tại thuần âm), mức đầu tư của doanh nghiệp tăng lên, dẫn đến hoạt động đầu tư vượt mức xảy ra, khi đó giảm hiệu quả đầu tư cũng như giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ngược lại khi tâm lý nhà đầu tư bi quan (giảm), nhà quản lý doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng bởi tâm lý nhà đầu tư, đánh giá thấp giá cổ phiếu của doanh nghiệp bỏ qua cả những dự án đầu tư có giá trị hiện tại thuần dương, mức đầu tư của doanh nghiệp giảm, dẫn đến hoạt động đầu tư thiếu xảy ra, khi đó giảm hiệu quả đầu tư cũng như giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

## 2. Tâm lý nhà đầu tư

Theo nghiên cứu của Nguyễn Trọng Tài (2016) đã chỉ ra tâm lý nhà đầu tư luôn luôn chi phối mức độ ổn định của thị trường đặc biệt đối với thị trường tài chính. Sự tác động của yếu tố tâm lý luôn diễn biến phức tạp, là nguyên nhân chủ chốt gây ra các cuộc hoảng loạn thị trường, tác động rất lớn tới hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Vậy tâm lý nhà đầu tư là gì? Trong tâm lý học, tâm lý là một trạng thái cảm xúc, thái độ trong quá trình nhận thức những thứ bên ngoài. Tâm lý là một loại trạng thái tinh thần được tạo ra bởi sự suy nghĩ, cảm xúc và hành vi. Tâm lý nhà đầu tư phản ánh thái độ và quan điểm của các nhà đầu tư.

Cho đến ngày nay có nhiều học giả trong và ngoài nước đã nghiên cứu và đề xuất định nghĩa, khái niệm về lý nhà đầu tư, tuy nhiên còn tồn tại sự không đồng nhất.

Tâm lý nhà đầu tư được coi là một "Thái độ" lạc quan hay bi quan của nhà đầu tư đối với cổ phiếu.

Tâm lý phản ánh thái độ, cảm xúc về cách nhìn nhận và phán xét của con người (Almansour, 2015). Venkatraman (1986) tin rằng tâm trạng của nhà đầu tư là quan điểm và thái độ của nhà đầu tư khi tham gia thị trường chứng khoán. Tâm lý của nhà đầu tư dựa trên cách nhìn nhận lạc quan hay bi quan đối với cổ phiếu (Brown, 2004).

Còn một số tác giả cho rằng lý nhà đầu tư là một trạng thái "niềm tin" vào chiều hướng quyết định đầu tư và rủi ro của các nhà đầu tư (Baker 2007), (Li, 2010). Tâm lý sẽ ảnh hưởng tới tiến trình nhận thức của nhà đầu tư, nhà đầu tư luôn luôn tồn tại một niềm tin trong quyết định đầu tư. Niềm tin đó có liên quan đến xu hướng và rủi ro của hoạt động đầu tư (Baker, 2007), Li (2010) đưa ra định nghĩa về tâm lý nhà đầu tư phản ánh cảm xúc kỳ vọng và niềm tin của nhà đầu tư đối với thị trường. Ngoài ra còn nhóm quan điểm thứ ba cho rằng tâm lý nhà đầu tư là một loại "sai lệch", phản ánh sự sai lệch giữa kỳ vọng của nhà đầu tư với thực tế trên thị trường tài chính. Các nghiên cứu sau năm 1990 khi tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và hoạt động đầu tư đã chỉ ra tâm lý nhà đầu tư là một loại sai lệch của quá trình phán đoán của nhà đầu tư. Nhà đầu tư bằng cảm tính sẽ tự phán đoán, đánh giá quá cao hay đánh giá thấp giá cả trên thị trường chứng khoán, dẫn đến hiện tượng giá cổ phiếu cao quá hoặc thấp quá so với giá thực tế (Stein, 1996). Shleifer (2000) cho rằng tâm lý nhà đầu tư phản ánh sự phán đoán sai lệch của nhà đầu tư về giá cả cổ phiếu. Khi tâm lý nhà đầu tư lạc quan hay bi quan thì sự thay đổi của khối lượng giao dịch tăng lên hay giảm xuống, và kéo theo mức độ kỳ vọng của nhà đầu tư là cao hay thấp, giá cả cổ phiếu biến động theo tăng hay giảm so với giá thực tế. Polk (2009) nhận định tâm lý nhà đầu tư chính là nhận định "sai lệch", sai lệch đó phản ánh hiện tượng nhận định sai về giá cổ phiếu của nhà đầu tư.

Cho đến ngày nay trong các nghiên cứu hiện có về tâm lý nhà đầu tư vẫn chưa đồng nhất về định nghĩa, các định nghĩa được đưa ra xuất phát trên cơ sở tâm lý học và trạng thái kỳ vọng của nhà đầu tư. Từ đó bài nghiên cứu cho rằng tâm lý nhà đầu tư là một yếu tố cảm tính, có ảnh hưởng đến sự biến động của giá cả cổ phiếu của công ty trong một khoảng thời gian nhất định, dẫn đến sự nhận định kỳ vọng của nhà đầu tư sai lệch so với thực tế trong tương lai.

### 3. Đo lường tâm lý nhà đầu tư

Tâm lý nhà đầu tư là một yếu tố cảm tính, biểu thị cảm xúc nội tâm tình cảm bên trong của nhà đầu tư, do đó rất khó để đánh giá chính xác tâm lý của nhà đầu tư. Hiện tại, các nghiên cứu đã sử dụng nhiều phương pháp khác nhau để xây dựng biểu tâm lý của các nhà đầu tư, chủ yếu chia làm ba nhóm bao gồm nhóm sử dụng chỉ tiêu trực tiếp, nhóm sử dụng chỉ tiêu gián tiếp và nhóm sử dụng chỉ tiêu hỗn hợp.

Nhóm thứ nhất, các học giả nghiên cứu, xây dựng chỉ tiêu trực tiếp là thông qua phương pháp phỏng vấn trực tiếp hoặc phát phiếu điều tra để thu thập thông tin, từ đó có thể trực tiếp quan sát được tâm lý của nhà đầu tư. Các tác giả tiêu biểu như Solt (1998), (Statman, 2000), (Brown, 2004), (Lemmen, 2006),... trong đó Solt (1998) thông qua thu thập số liệu bằng phát phiếu điều tra và thông qua số lượng nhà đầu tư kỳ vọng lạc quan vào thị trường hay có tâm lý bi quan để xây dựng chỉ số BSI để đo lường tâm lý nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Wang MeiJin (2004) căn cứ vào thái độ của các nhà đầu tư trên thị trường, căn cứ tỷ lệ số lượng các nhà đầu tư lạc quan với thị trường và số lượng nhà đầu tư bi quan với thị trường để xây dựng chỉ tiêu BSI. Nghiên cứu chỉ ra tâm lý của nhà đầu tư thay đổi ảnh hưởng tới giá cổ phiếu. Statman (2000) trong nghiên cứu đã sử dụng chỉ số cổ phiếu S&P 500 do hiệp hội liên minh các nhà kinh tế của Standard & Pool lựa chọn đưa vào để đo lường tâm trạng nhà đầu tư. Lemmon (2006) sử dụng chỉ số niềm tin người tiêu dùng để biểu thị tâm lý nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu đã chứng minh tâm lý nhà đầu tư tác động tới sự biến động của giá cổ phiếu trên thị trường, ảnh hưởng hoạt động đầu tư của công ty. Phương pháp xây dựng chỉ tiêu trực tiếp phản ánh tâm lý nhà đầu tư là phương pháp trực quan, đơn giản, dễ hiểu phản ánh kịp thời tâm lý cảm xúc của nhà đầu tư, tuy nhiên còn tồn tại nhược điểm tính khách quan tương đối thấp vì số liệu thu thập được là trong các cuộc khảo sát nên khả năng mang tính chủ quan được sử dụng trong cuộc khảo sát là rất lớn, do đó các bài nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu gián tiếp để đo lường tâm lý nhà đầu tư vẫn cần tiếp tục nghiên cứu.

Thứ hai, nhóm nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu gián tiếp: Là thông qua thu thập số liệu giao dịch trên thị trường chứng khoán, kết hợp sử dụng

phương pháp toán học để tính toán xây dựng chỉ số đánh giá tâm lý nhà đầu tư. Các chỉ tiêu gián tiếp được sử dụng đo lường tâm lý nhà đầu tư tương đối phong phú như chỉ tiêu số lượng tài khoản tăng mới (Lu XuFa, 2012), tỷ lệ giao dịch (Shi Jinyan, 2012), chỉ tiêu động lượng (Polk, 2009), giá trị Tobin's Q (Goyal, 2004), Hui Guo, Buhui Qiu. 2017), khoản dồn tích (Polk, 2009), tỷ lệ lợi tức IPO (Baker, 2006),... Lu XuFa (2012) trong nghiên cứu chỉ ra số lượng các tài khoản nhà đầu tư mới được mở là số các nhà đầu tư mới nhập vào thị trường, phản ánh sự mong đợi tâm lý của các nhà đầu tư cho thị trường tương lai. Sự tăng vọt số lượng tài khoản của nhà đầu tư mới phản ánh các nhà đầu tư lạc quan với xu hướng đầu tư trong tương lai, ngược lại nếu số lượng các nhà đầu tư mới giảm cho thấy các nhà đầu tư đang bi quan về thị trường đầu tư trong tương lai. Trong nghiên cứu Lu XuFa (2012) đã ứng dụng mô hình ARMA-GARCH để nghiên cứu và kết luận số lượng tài khoản nhà đầu tư có thể đo lường tâm lý nhà đầu tư. (Baker, 2006) cho rằng tỷ lệ lợi tức cổ phiếu IPO ngày đầu phát hành có thể đại diện cho tâm lý nhà đầu tư nguyên nhân khi tâm lý nhà đầu tư lạc quan thì dẫn đến lợi tức cổ phiếu thu được ngày đầu càng tăng, tuy nhiên Bayless (1996) lại cho rằng lợi tức cổ phiếu IPO không thể đo lường tâm lý nhà đầu tư. Shi Jinyan (2012) sử dụng tỷ lệ giao dịch số lượng cổ phiếu được xác định là tỷ lệ số cổ phiếu được trao đổi qua một thời gian so với tổng số cổ phiếu. Tỷ lệ giao dịch số lượng cổ phiếu càng lớn chứng tỏ cảm hứng của nhà đầu tư càng tăng, tâm lý nhà đầu tư càng lạc quan, do đó tỷ lệ giao dịch cổ phiếu có thể đo lường tâm lý nhà đầu tư (Baker, 2003). Thông qua các nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu gián tiếp đo lường tâm lý nhà đầu tư cho thấy chỉ tiêu này có thể phản ánh được sự biến động tâm lý của nhà đầu tư, giải thích được sự ảnh hưởng của tâm lý đầu tư đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và sự tác động lên sự biến động giá cổ phiếu, tuy nhiên mức độ giải thích không mạnh.

Thứ ba, nhóm nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu hỗn hợp là nhóm nghiên cứu sử dụng thông tin thu thập được do kết hợp các chỉ tiêu gián tiếp hoặc các chỉ tiêu trực tiếp với nhau, sau đó dùng phương pháp toán học xây dựng công thức và phương trình để biểu thị tâm lý nhà đầu tư. Abderrazak (2016) trong nghiên cứu sử dụng tỷ lệ lợi tức IPO, tỷ lệ giao dịch và số lượng cổ phiếu

tăng thêm hàng tháng,... để xây dựng chỉ tiêu tổng hợp đo lường tâm trạng nhà đầu tư. Hui (2008) thu thập số liệu về thị trường chứng khoán Úc để nghiên cứu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và hoạt động đầu tư của công ty. Trong nghiên cứu nhóm quá giá đã xây dựng chỉ tiêu hỗn hợp bao gồm tỷ lệ giao dịch, chênh lệch lợi tức cổ phiếu giữa kỳ vọng và thực tế,... để đo lường tâm lý nhà đầu tư. Tang QingWu (2009) trên cơ sở bài nghiên cứu của Baker (2007) đã sử dụng tỷ lệ lợi tức IPO, số lượng IPO, tỷ lệ giao dịch và tỷ lệ dòng tiền nội bộ để xây dựng chỉ tiêu tổng hợp đo lường tâm lý nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu chỉ ra giá trị của chỉ tiêu càng lớn phản ánh tâm lý nhà đầu tư càng lạc quan, mức đầu tư của công ty tăng lên. Ưu điểm của phương pháp sử dụng chỉ tiêu tổng hợp đo lường tâm lý nhà đầu tư là đã khắc phục nhược điểm của chỉ tiêu trực tiếp và chỉ tiêu gián tiếp, phản ánh sự biến đổi của tâm lý nhà đầu tư, độ tin cậy tăng. Tuy nhiên nhược điểm khối lượng số liệu thu thập nhiều và phức tạp. Theo tác giả trong các phương pháp trên, xây dựng chỉ tiêu tổng hợp đo lường tâm lý nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán là phản ánh đầy đủ các yếu tố tác động đến tâm lý nhà đầu tư, do đó phản ánh được rõ nét tâm lý của nhà đầu tư. Tuy nhiên trong mỗi giai đoạn, mỗi thời kỳ phạm vi nghiên cứu là khác nhau, mỗi phương pháp có những ưu điểm và nhược điểm riêng do đó khi tiến hành lựa chọn chỉ tiêu nào đo lường tâm lý nhà đầu tư cần phải xem xét các đặc điểm của nhà đầu tư, đặc điểm thị trường chứng khoán của từng quốc gia để lựa chọn xây dựng chỉ tiêu thích hợp để đo lường tâm lý nhà đầu tư.

#### **4. Các nghiên cứu ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp**

Tâm lý nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều với mức đầu tư của doanh nghiệp: Đối với các nghiên cứu về tâm lý đầu tư và mức đầu tư của doanh nghiệp hiện có rất phong phú nhưng chủ yếu thông qua hai nhóm quan điểm:

- Tâm lý nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều với mức đầu tư của doanh nghiệp: Đối với các nghiên cứu về tâm lý đầu tư và mức đầu tư của doanh nghiệp hiện có rất phong phú nhưng chủ yếu thông qua hai nhóm quan điểm:

Thứ nhất: Nhóm nghiên cứu sự ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến mức đầu tư của doanh nghiệp thông qua con đường "Thuyết đáp ứng nhu cầu nhà đầu tư": Baker (2004) đã đưa ra lý thuyết

đáp ứng nhu cầu nhà đầu tư làm cơ sở cho các nghiên cứu của các học giả sau này khi tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư đến mức đầu tư của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu nhóm tác giả đã chỉ ra do bị hạn chế nhận thức và tâm lý, một số nhà đầu tư thiếu những tìm hiểu bề sâu của thông tin công bố hoặc tham khảo ý kiến chuyên gia hoặc chỉ thấy được tầm nhìn ngắn hạn, thiếu tinh táo khi xem xét thông tin cổ tức được phân phối, dẫn đến nhu cầu của họ thay đổi liên tục. Đối với các nhà quản lý doanh nghiệp khi xây dựng chính sách sẽ xem xét đến nhu cầu của nhà đầu tư. Để đáp ứng nhu cầu cảm tính của nhà đầu tư, doanh nghiệp có thể quyết định trả hoặc trả cổ tức, khi đó giá cổ phiếu đã lệch khỏi giá trị thực của cổ phiếu. Dựa trên cơ sở nghiên cứu của Baker et al, các học giả sau này tiếp tục mở rộng tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa nhà đầu tư và mức đầu tư của công ty và kết quả nghiên cứu chủ yếu bao gồm (Polk, 2009) nghiên cứu đã chỉ ra khi không bị ràng buộc về tài chính, doanh nghiệp có đủ tiền hoặc có thể huy động vốn vay từ bên ngoài, tâm lý nhà đầu tư cũng ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của công ty. Đối với các dự án, hạng mục mà nhà đầu tư chú ý và coi trọng, nhưng nhà quản lý công ty không đồng ý đầu tư, khi đó sẽ làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư vào doanh nghiệp, điều này khiến cho nhà đầu tư sẽ tìm cách bán tháo các cổ phiếu đang nắm giữ của công ty và khiến giá cổ phiếu giảm. Để hạn chế sự biến động giảm của giá cổ phiếu, nhà quản lý sẽ xem xét đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư khi đưa ra quyết định. Trong một khoản thời gian nhất định, tâm lý nhà đầu tư ảnh hưởng đối với giá cổ phiếu, xảy ra sự biến động về giá cả, khi đó nhà quản lý doanh nghiệp sẽ đối mặt với những áp lực trong công tác quản trị doanh nghiệp và phải đưa ra phương án giải quyết, cuối cùng ảnh hưởng tới quyết định có liên quan hoạt động đầu tư của công ty. Trong nghiên cứu nhóm tác giả nghiên cứu việc định giá sai giá thị trường của cổ phiếu có ảnh hưởng tới chính sách đầu tư của công ty, khi giá cổ phiếu đánh giá cao, công ty sẵn sàng bỏ vốn đầu tư để thực hiện dự án, hạng mục đầu tư có giá trị hiện tại thuần âm; ngược lại nếu giá cổ phiếu bị đánh giá thấp, công ty sẽ bỏ qua các dự án có thể tiến hành đầu tư, những dự án có giá trị hiện tại thuần dương. Nghiên cứu cho thấy nhà quản lý vì đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư, đồng thời thu nhận sự ảnh hưởng bởi tâm lý nhà đầu tư nên sẽ có quyết định và lựa chọn ảnh hưởng tới hoạt động

đầu tư của doanh nghiệp, do đó tâm lý nhà đầu tư ảnh hưởng tới mức đầu tư của doanh nghiệp. Mô hình nghiên cứu tâm lý nhà đầu tư ảnh hưởng tới mức đầu tư của doanh nghiệp được xây dựng với các biến kiểm soát như dòng tiền tự do, cơ hội đầu tư,... và số liệu của các doanh nghiệp thu thập từ cơ sở dữ liệu CRSP – Compustat, thời gian từ năm 1963 - 2000 của các doanh nghiệp, nhóm tác giả tiến hành hồi quy và kết quả cho thấy tâm lý nhà đầu tư và mức đầu tư của công ty thể hiện quan hệ cùng chiều. Tuy nhiên nghiên cứu này không đề cập tới các yếu tố ảnh hưởng tới mức đầu tư như tỷ lệ nợ, số năm thành lập doanh nghiệp,... Nghiên cứu của Robert (2008) nghiên cứu về mối quan hệ giữa sự sai lệch của cổ phiếu và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, thu thập số liệu từ năm 1971÷2004 của 2.116 công ty thuộc Mỹ. Ngoài tâm lý đầu tư mô hình có xét đến các nhân tố ảnh hưởng tới mức đầu tư của doanh nghiệp bao gồm tỷ lệ nợ, dòng tiền và quy mô của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng đánh giá sai lệch về giá cổ phiếu phản ánh tâm lý nhà đầu tư, khi tâm lý nhà đầu tư tăng lên (lạc quan), thì mức đầu tư của công ty cũng tăng lên và

ngược lại, tâm lý nhà đầu tư và mức đầu tư của công ty có mối quan hệ cùng chiều (Xin Chang, 2007). Nghiên cứu của Wei – Ju Chen (2013) thông qua số liệu của các công ty tham gia thị trường chứng khoán tại Đài Loan với 7745 quan sát tiến hành nghiên cứu công tác quản trị của doanh nghiệp có giảm thiểu các tác động của tâm lý nhà đầu tư đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp hay không. Tác giả sử dụng phương pháp tổng hợp các yếu tố như tỷ lệ giao dịch cổ phiếu, niềm tin người tiêu dùng,... để đo lường tâm lý nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tâm lý nhà đầu tư càng lạc quan thì công ty càng tăng thêm mức đầu tư, đặc biệt các khoản chi cho đầu tư mới ngày càng nhiều Bảng 1.

Thứ hai: Nghiên cứu sự ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến mức đầu tư của doanh nghiệp thông qua con đường lý thuyết “Chủ nghĩa lạc quan”. Đối với quan điểm nghiên cứu này là mới do đó chưa được các học giả vận dụng nhiều trong các bài nghiên cứu. Theo nghiên cứu của Hua GuiRu (2015) nghiên cứu đưa ra lý thuyết “Chủ nghĩa lạc quan”. Trong nghiên cứu tác giả chỉ ra nhà quản lý không phải lúc nào cũng lý tính, trong

*Bảng 1. Kết quả một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa tâm trạng nhà đầu tư và mức đầu tư của các công ty tham gia thị trường chứng khoán.*

Tác giả	Mẫu nghiên cứu	Chỉ tiêu đo lường tâm trạng nhà đầu tư	Hệ số tương quan	Kết quả nghiên cứu
Mỹ: (Robert Faff , 2008)	Số liệu của 2116 công ty tham gia thị trường chứng khoán Mỹ. Thời gian: 1971÷2004	Khoản dồn tích (Discretionary accrual) và chỉ số CSI (Composite share issuance)	0.004***	Kết quả chỉ ra rằng sự sai lệch của giá cổ phiếu phản ánh tâm trạng nhà đầu tư và có mối quan hệ cùng chiều với mức đầu tư của công ty.
Italia: (Xin Chang, Lewis , 2007)	Số liệu của 422 công ty tham gia thị trường chứng khoán Italia. Thời gian: 1990÷2003.	Giá trị Tobin' Q	0.090***	Sự sai lệch về giá cổ phiếu càng tăng, phản ánh tâm lý nhà đầu tư càng lạc quan, dẫn đến mức đầu tư của công ty càng tăng.
Đài Loan: (Wei - Ju Chen, 2013)	Sử dụng số liệu của các công ty tham gia thị trường chứng khoán Đài Loan với 7745 quan sát. Thời gian: 2003÷2010	Xây dựng chỉ tiêu tổng hợp bao gồm: Turn, DACCR ; CCI, NIPO	2870.72***	Nhà đầu tư càng lạc quan, mức đầu tư của công ty càng tăng, trong đó các khoản đầu tư mới cũng tăng lên.
Trung Quốc: (Huan Guru)	Các công ty tham gia thị trường chứng khoán Trung Quốc với 1679 quan sát. Thời gian: 2002÷2013	Chỉ tiêu động lượng	0.01***	Tâm lý nhà đầu tư lạc quan, dẫn đến nhà quản lý doanh nghiệp hưởng ứng theo tâm lý lạc quan, từ đó ảnh hưởng tới mức đầu tư của công ty tăng lên.

họ vẫn luôn tồn tại sự ảnh hưởng bởi yếu tố cảm tính, do đó họ sẽ bị ảnh hưởng bởi tâm lý các nhà đầu tư. Theo con đường này, khi tâm lý nhà đầu tư lạc quan, truyền nhiễm tâm trạng cho nhà quản lý, tâm trạng nhà quản lý cũng lạc quan, tự tin, từ đó ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư của công ty. Tác giả đã thu thập số liệu giai đoạn 2002÷2013 của các doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán Trung Quốc với 1679 quan sát. Nghiên cứu kết luận rằng tâm lý nhà đầu tư ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư là thông qua hiệu ứng “Truyền nhiễm tâm trạng”, tâm lý của nhà đầu tư lạc quan dẫn đến nhà quản lý lạc quan, do đó khiến cho mức đầu tư của công ty tăng, tâm lý nhà đầu tư và mức đầu tư của công ty thể hiện quan hệ cùng chiều. Tuy nhiên đối với nghiên cứu về lý thuyết chủ nghĩa lạc quan đưa ra là quan điểm mới và vẫn đang được các học giả bàn luận trong vấn đề nhà quản lý bị “truyền nhiễm” tâm lý, ít được áp dụng.

- Tâm lý nhà đầu tư có mối quan hệ ngược chiều với mức đầu tư của doanh nghiệp: Đối với nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tâm lý nhà đầu tư và mức đầu tư của doanh nghiệp rất hạn chế. Nghiên cứu của Liuhong Zhong (2004) sử dụng số liệu của 356 công ty thuộc ngành công nghiệp chế tạo của Trung Quốc, thời gian 1998÷2002 tiến hành nghiên cứu kiểm định mối quan hệ giữa tâm trạng nhà đầu tư và mức đầu tư của công ty và kết quả đã thể hiện tâm trạng nhà đầu tư và mức đầu tư của công ty phản ánh mối quan hệ ngược chiều. Tuy nhiên trong mô hình xây dựng các nhân tố ảnh hưởng mức đầu tư của công ty, nhóm tác giả không đề cập đến tỷ lệ tăng trưởng của công ty.

Như vậy đối với các nghiên cứu mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư tới mức đầu tư của doanh nghiệp hiện có, xuất phát từ kết quả nghiên cứu nhận thấy có sự không đồng nhất về kết quả. Có những nghiên cứu chỉ ra tâm lý nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều tới mức đầu tư của doanh nghiệp nhưng có những nghiên cứu lại chỉ ra tâm lý nhà đầu tư có mối quan hệ ngược chiều tới mức đầu tư của doanh nghiệp. Bảng biểu đặt ngay sau giải thích trong bài, đặt ở đầu trang hoặc cuối trang. Trong mỗi bảng luôn phải có cột số thứ tự liệt kê.

## 5. Kết luận và kiến nghị

Điểm qua các nghiên cứu thực nghiệm về sự ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư và hoạt động đầu

tư của công ty, tác giả nhận thấy chỉ tiêu đo lường tâm lý nhà đầu tư còn sử dụng nhiều phương pháp khác nhau, kết quả chưa rõ ràng, tuy nhiên các nghiên cứu chủ yếu đều cho thấy tâm lý nhà đầu tư tác động dương đến mức đầu tư trong doanh nghiệp, một bộ phận nhỏ tác giả nghiên cứu chỉ ra tâm trạng nhà đầu tư có tác động ngược chiều với mức đầu tư của doanh nghiệp. Để giải thích sự khác nhau giữa kết quả nghiên cứu đó, theo tác giả do có sự khác nhau giữa đặc điểm thị trường chứng khoán, môi trường kinh doanh của các doanh nghiệp, trình độ nhà quản lý và nhà đầu tư tại các quốc gia phạm vi về thời gian thu thập mẫu nghiên cứu là khác nhau. Dựa trên những tóm tắt về nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa tâm trạng nhà đầu tư và hoạt động đầu tư đã thực hiện ở các nước, tác giả nhận thấy vấn đề này còn nhiều khoảng trống ở thị trường Việt Nam. Do đó bài nghiên cứu đề xuất hướng nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, cần đưa thêm yếu tố tâm lý nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Làm rõ sự ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thông qua con đường “Thuyết đáp ứng nhu cầu nhà đầu tư” hay thuyết “Chủ nghĩa lạc quan”. Qua tóm lược tổng quan này tác giả hy vọng có nhiều nghiên cứu thực nghiệm hơn nữa thực hiện kiểm định sự ảnh hưởng của tâm trạng nhà đầu tư và hoạt động đầu tư trong doanh nghiệp, chi tiết với các nhóm loại hình doanh nghiệp khác nhau cho thị trường Việt Nam.

## Những đóng góp của tác giả

Tác giả Hoàng Thị Thủy hình thành ý tưởng, triển khai các nội dung, thu thập tài liệu và hoàn thiện bản thảo cuối cùng của bài báo.

## Tài liệu tham khảo

- Abderrazak Dhaoui (2016). Asset valuation impact of investor sentiment: A revised Fama–French five-factor model [J]. *Journal of Asset Management*, (12): 1470-8272.
- Almansour, B., (2015). The impact of market sentiment index on stock returns: An empirical investigation on Kuala Lumpur Stock Exchange [J]. *International Refereed Research Journal*, 4(3):1-28.
- Baker, M and Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-section of Stock

- Returns [J]. *The Journal of Finance*, (4):1645-1680.
- Baker M and Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market [J]. *Journal of Economic Perspectives*, (21):129-151.
- Baker, M and Wurgler, J. (2004). Appearing and Disappearing Dividends: The Link to catering incentives [J]. *Journal of Financial Economics*, 73: 271-288.
- Bayless, Mark and Chaplinsky. (1996). Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? [J]. *Journal Of Finance*, 51.
- Brown GW, Cliff M., (2004). Investor Sentiment and the Near-term Stock Market[J]. *Journal of Empirical Finance*, 4:1-27.
- Goyal, T Yamada. Asset Price Shocks, Financial Constraints and Investment (2004): Evidence from Japan[J]. *Journal of Business*, , 77(1): 175-199.
- Hua Guiru. (2015). *Research on the influence of investor sentiment on corporate investment behavior*. PhD Dissertation. Dongbei University of Finance and Economics.
- Hui Guo, Buhui Qiu. (2017). Conditional equity premium and aggregate investment : Is the stock market a sideshow? [R]. *Working paper: The University of Cincinnati*.
- Lemmon, Portniaguina. (2006). Consumer Confidence and Asset Price: Some Empirical Evidence [J]. *Review of Financial Studies*, 12(19): 1499-1529.
- Li, Y. S.. (2010). *Does Investor Sentiment affect Cross-Sectional Stock Returns on the Chinese A-Share Market?*. Auckland University of Technology.
- Lihong Zhong, Zhang Fang. (2004). Investor sentiment and investment of listed companies – An empirical analysis from the perspective of behavioral Finance. *Fudan Journal social Sciences Edition*, 5: 63-68.
- Lu Xunfa, Li Jianqiang. (2012). The relationship between China's stock market index and investor sentiment index [J]. *System engineering Theory and Practice*, 32(3): 6-21.
- Nguyễn Trọng Tài, (2016). Tâm lý nhà đầu tư trên thị trường tài chính Việt Nam [J]. *Tạp chí ngân hàng*.
- Polk , Sapienza,. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory [J]. *The Review of Financial Studies*, 22, pp. 187-217.
- Robert Faff, XinChang, Wing C.Kwok (2008). Financial constraints, Mispricing and corporate investment [R]. *Working Paper : Monash University*.
- Shi Jingyan, Li Yan and Li Yanxi. (2012). Research on corporate investment behavior and growth under investor sentiment: Empirical evidence from listed companies on the SME board [[J]. *Journal of Dalian University of Technology (Social Science Edition)*, 2: 60-64.
- Shleifer Andrei,. (2000.) *Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance*. Oxford University Press.
- Solt M E, Statman M,. (1998). How Useful is the Sentiment Index[J]. *Financial Analysts Journal*, 44(5):45-55.
- Statman, Fisher K,M.(2000). Investor Sentiment and Stock Returns[J]. *Financial Analysts Journal*, (2): 16-23.
- Stein J ,(1996). Rational Capital Budgeting in Irrational World[J]. *Journal of Business*, 429-455.
- Tang Jingwu, Wang Cong. (2009). Market sentiment, premium and Volatility [J]. *Economic Review*, 4: 58-64.
- Venkatraman, N. and V.Ramanujam, (1986). Measurement of Business performance in strategy research: A comparison of Approaches. *The Academy of Management Review*, pp. 801-815.
- Wang MeiJin, Sun Jianjun. 2004. Chinese stock market returns, return volatility and investor sentiment [J]. *Economic Research*, 10: 75-84.
- Wei - Ju Chen. 2013. Can corporate governance mitigate the adverse impact of investor sentiment on corporate investment decisions? Evidence from Taiwan [J]. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2): 101-125.
- Xin Chang, Lewis H, TekJun Tan and George Wong. 2007. The real impact of stock market mispricing - Evidence from Australia [J]. *Pacific - Basin Finance Journal*, 388-408.