

TÂM LÝ NHÀ ĐẦU TƯ, THÔNG TIN KẾ TOÁN VÀ GIÁ CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

INVESTOR SENTIMENT, ACCOUNTING INFORMATION AND STOCK PRICE:
EVIDENCE FROM THE VIETNAM STOCK MARKET

Ngày nhận bài: 12/04/2018

Ngày chấp nhận đăng: 21/06/2018

Nguyễn Ngọc Phong Lan

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích sâu ảnh hưởng của tâm lý nhà đầu tư và thông tin kế toán đến giá cổ phiếu dựa trên mô hình định giá thu nhập giữ lại của Zhu và Niu (2016). Từ dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả sử dụng chỉ số về tâm lý và kiểm tra hiệu ứng tâm lý từ góc độ tăng trưởng lợi nhuận dự kiến và tỷ suất sinh lợi mong đợi thông qua mô hình tác động cố định. Kết quả thực nghiệm cho thấy tâm lý nhà đầu tư có thể làm thay đổi cả tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận mong đợi, do đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, hiệu ứng tâm lý trong giai đoạn bi quan khác biệt với giai đoạn lạc quan. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng thông tin kế toán và tâm lý nhà đầu tư có thể giải thích tốt cho sự biến động giá cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, thông tin kế toán giải thích tốt cho giá cổ phiếu khi cổ phiếu đó có thu nhập ổn định, trong khi tâm lý nhà đầu tư có ảnh hưởng bất đối xứng đến giá cổ phiếu.

Từ khóa: tâm lý nhà đầu tư, thông tin kế toán, giá cổ phiếu.

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze the effect of investor sentiment and accounting information to stock price based on residual income valuation model of Zhuas and Niu (2016). By the data of the Vietnamese stock market, I use investor sentiment index to review investor sentiment under expected earnings growth and the required rate of return aspect by using fixed effect model. The empirical results show that investor sentiment may change the expected earnings growth and the required rate of return, therefore, it may affect to stock price. However, the sentiment effect during pessimistic period is evidently different from that when sentiment is relatively high, especially for the required rate of return. In addition, accounting information and investor sentiment can both explain the stock price in Vietnamese stock market. However, accounting information is more reliable for stocks with stable earnings, whereas investor sentiment has evident asymmetric effect on stock price.

Keywords: Investor sentiment, accounting information, stock price.

1. Dẫn nhập

Các lý thuyết cũng như các nghiên cứu trước đây đều cho rằng thông tin kế toán phản ánh chất lượng tài sản và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, vì thế những thông tin đó có thể sử dụng để định giá cổ phiếu như các lý thuyết truyền thống đề cập. Cụ thể lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng, các thông tin được công bố sẽ ảnh hưởng lên giá chứng khoán, lý thuyết bất cân xứng thông tin cũng cho rằng Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu về tài chính truyền thống được phát triển

dựa trên lý thuyết thị trường hiệu quả cũng như giả thuyết kỳ vọng hợp lý không thể giải thích được nhiều bất thường về giá chứng khoán. Chính vì thế, những năm gần đây các nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính hành vi đã tìm hiểu và cho rằng các nhà đầu tư có thể là không hợp lý. Do đó, các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư hoặc xu hướng nhận thức có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của họ. Từ lập luận đó, biến động giá cổ phiếu có thể

Nguyễn Ngọc Phong Lan, Trường Đại học
Nguyễn Tất Thành

không chỉ dựa trên giá trị nội tại được tính từ thông tin kế toán mà còn về hành vi bất hợp lý của các nhà đầu tư, có thể được đo bằng tâm lý nhà đầu tư. Các nghiên cứu gần đây cho thấy tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng một cách có hệ thống đến thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, có rất ít nghiên cứu đưa ra lời giải thích cho cơ chế đằng sau hiệu ứng tâm lý. Chen (2011) phát triển một khuôn khổ để giải thích hiệu ứng tâm lý và nhận thấy rằng tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đến giá trị tin cậy của thông tin kế toán. Trục giác rằng tâm lý có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận dự đoán bởi vì các nhà đầu tư thường có thái độ lạc quan về tương lai trong thời kỳ giá cao, và các nhà phân tích chứng khoán có xu hướng đưa ra xếp hạng cao hơn cho những cổ phiếu khó định giá (Cornell và ctg, 2014). Ngoài ra, tâm lý có thể ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi đòi hỏi một cách phức tạp hơn. Theo lý thuyết về giá, tỷ suất sinh lợi đòi hỏi dựa trên rủi ro và giá của rủi ro, trong khi các nhà đầu tư lạc quan có thể đánh giá thấp rủi ro của mình và ngược lại. Như thế, tâm lý nhà đầu tư sẽ tác động như thế nào đến giá chứng khoán? Mức độ tác động sẽ khác thế nào đối với những cổ phiếu có tính bất ổn cao? Đối với thị trường chứng khoán mới nổi như Việt Nam, tâm lý nhà đầu tư rõ ràng là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến xu hướng giá. Việc trả lời các câu hỏi trên rõ ràng là rất cần thiết hiện nay.

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006 - 2016, tác giả xây dựng chỉ số tâm lý nhà đầu tư dựa trên phương pháp phân tích thành phần chính và kiểm tra các kênh đằng sau hiệu ứng tâm lý đối với giá cổ phiếu từ góc độ tăng trưởng lợi nhuận dự kiến và tỷ suất sinh lợi nhuận đòi hỏi. Sau đó, tác giả cũng tra tác động kết hợp của tâm lý và thông tin kế toán đến giá cổ phiếu. Thêm vào đó, tác giả cũng xem xét tác

động không đồng nhất của tâm lý nhà đầu tư và sự khác biệt của cơ chế do sự không chắc chắn thông tin..

2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Cho đến thời điểm hiện tại, hầu hết các nghiên cứu liên quan đều cho rằng thông tin kế toán đã được công nhận là một yếu tố quan trọng trong việc định giá cổ phiếu. Chan và ctg (1996) nghiên cứu yếu tố xu hướng giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Mỹ, các tác giả thấy rằng tỷ lệ dòng tiền có thể ảnh hưởng đến khoản thặng dư kế toán trong năm tiếp theo và do đó có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai. Ngoài ra, một số nghiên cứu cho rằng quản trị lợi nhuận cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá cổ phiếu. Chaney và Lewis (1995) nghiên cứu 2 nhóm doanh nghiệp có giá trị thấp và cao, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng quản trị lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể khiến các nhà đầu tư đánh giá quá cao giá cổ phiếu; một số nghiên cứu khác cũng nhận thấy rằng chất lượng kế toán thấp có thể nâng chi phí vốn cổ phần và tăng sai số định giá chứng khoán (Aboody và ctg, 2005; Barth và ctg, 2013; Francis và ctg, 2005). Tuy nhiên, Core và ctg (2008) cho thấy rằng không có sự liên quan rõ ràng giữa chất lượng kế toán và chi phí vốn cổ phần, Rajgopal và Venkatachalam (2011) nghiên cứu thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 1970-2001 bằng phương pháp định lượng thông qua mô hình hồi quy hai giai đoạn. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chất lượng kế toán thấp có mối tương quan chặt chẽ với biến động lợi nhuận cao.

Gần đây, Wang và ctg (2010) nghiên cứu các doanh nghiệp Trung Quốc trong giai đoạn 2000-2009, bằng phương pháp định lượng thông qua hồi quy dữ liệu bảng, tác giả cho rằng ảnh hưởng của thông tin kế toán có thể phát sinh từ đo lường kế toán và hành vi của nhà đầu tư. Điều này ngụ ý hành vi của nhà đầu tư cũng có thể ảnh hưởng đến việc định

giá cổ phiếu ngoài các thông tin kế toán cơ bản. De Long và ctg (1990) chỉ ra rằng hành vi không hợp lý của nhà đầu tư có thể gây ra cái gọi là “rủi ro từ những nhà đầu tư bất hợp lý” do đó, giá cổ phiếu được xác định bởi giá trị nội tại “hợp lý” và rủi ro từ nhà đầu tư bất hợp lý là “không hợp lý”. Hành vi của các nhà đầu tư bất hợp lý luôn được đo bằng tâm lý nhà đầu tư (Lee và ctg, 1991), vốn xuất phát từ niềm tin chủ quan không chính xác hoặc thông tin không liên quan đến giá trị cổ phiếu và phản ánh thái độ lạc quan hoặc bi quan của các nhà đầu tư đối với thị trường chứng khoán (Brown and Cliff, 2004). Baker và Wurgler (2006) xác định tâm lý nhà đầu tư là khuynh hướng suy đoán, dẫn đến nhu cầu đầu cơ. Thêm vào đó, các nhà nghiên cứu nhận thấy tâm lý nhà đầu tư có ảnh hưởng lớn tới các cổ phiếu khó định giá.

Các phương pháp tiếp cận khác nhau được áp dụng đo lường tâm lý nhà đầu tư trong các nghiên cứu gần đây, trong đó một số sử dụng các chỉ số tiềm ẩn. Lee và ctg (1991) sử dụng tỷ suất chiết khấu của Quỹ Đóng để mô tả tâm lý nhà đầu tư, và một số chỉ số thanh khoản của thị trường, chẳng hạn như tỷ lệ doanh thu trung bình, được áp dụng bởi Baker và Stein (2004). Ngoài ra, Schmeling (2009) cũng cho thấy CCI (Consumer Confidence Index) cũng có thể được sử dụng để đo lường tâm lý thị trường. Brown và Cliff (2004) sử dụng các thông tin bảng câu hỏi như quan điểm của các nhà đầu tư về xu thế thị trường và phản ứng với tin tức để trực tiếp đo lường tâm lý. Ngoài ra, Baker và Wurgler (2006) đã chọn sáu biện pháp được đề xuất bởi các nghiên cứu trước và kết hợp với một số biến số kinh tế vĩ mô để trích xuất các thành phần bất hợp lý. Tuy nhiên, trong bài nghiên cứu tác giả sử dụng phương pháp tiếp cận của Baker và Wurgler (2006) vì đây là cách được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thực nghiệm hiện nay (Stambaugh và ctg, 2012).

Nhiều nghiên cứu lưu ý rằng tâm lý nhà đầu tư có thể có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Brown và Cliff (2004) chỉ ra rằng tâm lý cao có thể làm thay đổi kỳ vọng của các nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai và do đó ảnh hưởng đến giá cả. Cornell và ctg (2014), Hribar và McInnis (2012) tin rằng các nhà phân tích chứng khoán rất lạc quan về khả năng sinh lời trong tương lai của công ty khi tâm lý cao; do đó, họ có xu hướng phát hành nhiều tín hiệu mua vào cho những cổ phiếu khó định giá. Hơn nữa, Baker và Wurgler (2007) cho rằng tâm lý cũng có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu bằng cách thay đổi rủi ro dự kiến của các nhà đầu tư và Shefrin (2008) xây dựng một chỉ số SDF (Stochastic Discount Factor) dựa trên tâm lý và liên kết tỷ suất sinh lợi đòi hỏi với tâm lý nhà đầu tư. Thêm vào đó, Baker và Wurgler (2006) đã khám phá ra sự khác biệt về mặt hiệu ứng tâm lý; họ nhận thấy rằng tâm lý nhà đầu tư mang lại tác động rõ ràng hơn đối với các cổ phiếu có giá trị hoặc rủi ro và tồn kém để kinh doanh chênh lệch giá. Ngoài ra, Stambaugh và ctg (2012) phát hiện ra một ảnh hưởng bất đối xứng của tâm lý nhà đầu tư, nghĩa là tâm lý lạc quan luôn dẫn đến việc tính giá quá cao hơn mức đánh giá thấp do thái độ bi quan.

Qua các nghiên cứu trước, tác giả thấy rằng hầu hết các nghiên cứu trước đây đều chỉ ra hiện tượng tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu kết hợp với thông tin kế toán. Đồng thời, các nghiên cứu cũng chỉ ra sự không đồng nhất của hiệu ứng tâm lý nhà đầu tư. Tuy nhiên, nhìn chung ở Việt Nam vẫn chưa có nghiên cứu chuyên sâu để thấy được cơ chế đằng sau ảnh hưởng của tâm lý và thông tin kế toán đến giá cổ phiếu. Bài nghiên cứu của tác giả sẽ cung cấp một bằng chứng thực nghiệm mới về mối quan hệ giữa yếu tố tâm lý nhà đầu tư, các thông tin kế toán và giá cổ phiếu, đồng thời

kiểm chứng cơ chế đằng sau những mối quan hệ này ở thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu và dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính đã qua kiểm toán của 653 công ty phi tài chính niêm yết từ năm 2006 - 2016. Do các công ty tài chính ở Việt Nam không nhiều và chế độ báo cáo có sự khác biệt so với doanh nghiệp nên tác giả không đưa vào mẫu nghiên cứu. Đồng thời, tác giả loại bỏ những công ty mới niêm yết và một số công ty khác do dữ liệu không tiếp cận được. Các chỉ tiêu khác được trích từ nhiều nguồn như công bố của ngân hàng nhà nước, thống kê của sở giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên do dữ liệu không đầy đủ nên dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu bảng không cân. Dữ liệu được tổng hợp và xử lý trên Excel và STATA.

3.2. Các biến nghiên cứu

3.2.1. Chỉ số tâm lý nhà đầu tư

Như đề cập ban đầu, theo đề xuất của Zhu và Niu (2016), tác giả sử dụng phương pháp của Baker và Wurgler (2006) để phát triển chỉ số tâm lý nhà đầu tư ở thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên do đặc trưng thị trường Việt Nam, tác giả không sử dụng khoản chiết khấu quỹ đóng lợi nhuận cổ phiếu ngày đầu niêm yết. Do đó bài nghiên cứu này chỉ sử dụng bốn biến đại diện tâm lý của Baker và Wurgler (2006) bao gồm tăng trưởng cổ tức, logarit chênh lệch giá trị thị trường và giá trị sổ sách cổ phiếu, logarit tỷ suất sinh lợi trung bình 5 năm gần nhất, lợi tức trung bình năm đầu tiên IPO, tỷ lệ vốn cổ phần trên tổng vốn phát hành hàng năm.

3.2.2. Tỷ suất sinh lợi đòi hỏi và tăng trưởng thu nhập dự kiến

Một số nghiên cứu trực tiếp sử dụng tỷ suất sinh lợi thực để chỉ ra tỷ suất sinh lợi đòi

hỏi, tuy nhiên, Ogneva (2012) ghi nhận rằng tỷ suất sinh lợi thực hiện sau khi niêm yết không phải là một đại diện thích hợp cho tỷ suất sinh lợi đòi hỏi, đặc biệt khi cú sốc dòng tiền mặt xảy ra. Bởi vì tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đến cả dòng tiền dự kiến và rủi ro dự kiến Chen (2011), tương tự như Zhu và Niu (2016) bài nghiên cứu sử dụng chi phí ước tính cho vốn để đo lường tỷ lệ hoàn vốn kỳ vọng. Tuy nhiên, thay vì đo lường bằng cách sử dụng trung bình bốn chi phí vốn được tính từ PEG (Tỷ suất lợi nhuận chia cho mức tăng trưởng lợi nhuận, Easton, 2004), GGM (Gordon Growth Model, Gordon và Gordon, 1997), CT (Claus và Thomas, 2001) và OJN (Ohlson và Juettner-Nauroth, 2005), tác giả chỉ sử dụng cách tính theo PEG vì những hạn chế từ dữ liệu Việt Nam. Đồng thời, tăng trưởng lợi nhuận dự kiến trong nghiên cứu này được tính bằng tăng trưởng quá khứ của 3 năm gần nhất thay vì bằng chênh lệch giữa thu nhập bình quân trên mỗi cổ phiếu dự báo bởi các nhà phân tích chứng khoán và lợi nhuận thực tế được chia cho giá trị tuyệt đối của lợi nhuận thực hiện trên mỗi cổ phiếu của năm trước như đề xuất của Xhu và Niu (2016). Việc tính toán này khá phù hợp cho thị trường chứng khoán Việt Nam vì khoản thời gian 3 năm không có nhiều những biến động đột biến của thị trường.

3.2.3. Giá cổ phiếu, tỷ suất sinh lợi phi rủi ro và biến động thu nhập

Giá cổ phiếu được sử dụng trong nghiên cứu là giá đóng cửa vào cuối tháng 3, đây là thời điểm các công ty niêm yết công bố báo cáo tài chính theo quy định Việt Nam. Tỷ suất sinh lợi phi rủi ro được đo lường bằng lãi suất tín phiếu kho bạc, và sự biến động thu nhập được tính bằng độ lệch chuẩn của thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

3.2.4. Biến đặc trưng công ty

Tác giả kiểm soát các yếu tố đặc trưng của công ty như quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ

giá sổ sách/giá thị trường, đòn bẩy và tỷ lệ trả cổ tức. Trong đó, quy mô được đo lường thông qua logarit doanh thu hàng năm, tỷ lệ giá sổ sách trên giá thị trường là giá trị sổ sách chia cho giá trị thị trường theo báo cáo tài chính thời điểm cuối năm, đòn bẩy là tỷ lệ nợ dài hạn /tổng tài sản, cuối cùng tỷ lệ chi trả cổ tức là cổ tức trên mỗi cổ phần chia cho thu nhập trên mỗi cổ phiếu được công bố trên báo cáo tài chính hàng năm. Mô tả chi tiết các biến được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả các biến

Các biến	Mô tả
TLDT	Chỉ số tâm lý nhà đầu tư thông qua sử dụng bốn biến đại diện tâm lý của Baker và Wurgler (2006)
TSMD	Tỷ suất sinh lợi mong đợi, được tính bằng tỷ suất lợi nhuận chia cho mức tăng trưởng lợi nhuận
TTLN	Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến, được tính từ mức tăng trưởng trung bình 3 năm gần nhất.
GCP	Giá cổ phiếu - giá đóng cửa vào cuối tháng 3.
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phần
RPRR	Tỷ lệ phi rủi ro, được tính bằng lãi suất tiền gửi một năm.
BDLN	Biến động về lợi nhuận thu được bằng cách sử dụng độ chuẩn của EPS.
QMDN	Quy mô doanh nghiệp, được đo lường bằng logarit doanh thu.
SSTT	Tỷ lệ giá sổ sách/giá thị trường.
TLDB	Đòn bẩy, được đo bằng tỷ lệ nợ dài hạn/ tổng tài sản
TCT	Tỷ lệ chi trả cổ tức, bằng cổ tức trên mỗi cổ phiếu chia cho thu nhập trên mỗi cổ phần.

3.3. Mô hình nghiên cứu

3.3.1. Tâm lý và các kênh ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

Zhu và Niu (2016) cho rằng tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

thông qua tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng và tỷ suất sinh lợi mong đợi. Đây cũng có khả năng là cơ chế đằng sau mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư và giá cổ phiếu ở thị trường chứng khoán Việt Nam. Vì thế, tác giả cũng xây dựng một mô hình thực nghiệm để kiểm tra xem liệu tâm lý có ảnh hưởng đến hai kênh này ở Việt Nam hay không. Để xem xét đến hiệu quả không cân xứng của tâm lý nhà đầu tư, tác giả sử dụng biến giả TTB mang giá trị của 1 nếu chỉ số tâm lý cao hơn giá trị trung bình và không bằng 0 trong trường hợp ngược lại. Thêm vào đó, do sự biến động về thu nhập có thể làm tăng khó khăn trong việc định giá cổ phiếu, và Baker và Wurgler (2006, 2007) cho thấy các cổ phiếu giá trị thấp có xu hướng nhạy cảm hơn với tâm lý nhà đầu tư, ảnh hưởng của tâm lý có thể phụ thuộc vào sự biến động của lợi nhuận cổ phần. Do đó, tác giả cũng kiểm tra sự tương tác giữa tâm lý nhà đầu tư và biến động lợi nhuận ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến và tỷ suất sinh lợi mong đợi. Từ đó, mô hình nghiên cứu tác giả đề xuất sẽ bao gồm các biến dưới dạng như sau:

$$TTLN_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 BDLN_{i,t} + \gamma_2 TLDT_{t-1} + \gamma_3 TLDT_{t-1} \times TTB_{t-1} + \gamma_4 TLDT_{t-1} \times BDLN_{i,t} + \eta BKS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$TSMD_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 BDLN_{i,t} + \lambda_2 TLDT_{t-1} + \lambda_3 TLDT_{t-1} \times TTB_{t-1} + \lambda_4 TLDT_{t-1} \times BDLN_{i,t} + \xi BKS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Với $BKS_{i,t}$ là vector kiểm soát bao gồm quy mô công ty, tỷ lệ sổ sách/thị trường, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ cổ tức, và tỷ suất sinh lợi phi rủi ro.

Phương trình (1) có thể được sử dụng để kiểm tra ảnh hưởng của tâm lý đến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến. Bởi vì các nhà đầu tư lạc quan có xu hướng mua khi tâm lý cao, vì thế tác giả kỳ vọng tâm lý nhà đầu tư sẽ nâng cao sự mong đợi tăng trưởng của lợi nhuận tức là có tương quan dương.

Quan hệ giữa tâm lý và tỷ suất sinh lợi mong đợi có thể được kiểm tra thông qua phương trình (2). Như đã phân tích trước đây, tâm lý nhà đầu tư tốt có thể dẫn đến “rủi ro” thấp hơn nhưng “giá rủi ro” cao hơn; dấu phụ thuộc vào mức độ tương đối của hai ảnh hưởng này.

3.3.2. Mô hình thực nghiệm về ảnh hưởng của thông tin kế toán và tâm lý nhà đầu tư.

Dựa trên lập luận cũng như kết quả các nghiên cứu trước đây cho thấy giá cổ phiếu có thể được giải thích bằng các biến số kế toán như giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phiếu và thu nhập trên mỗi cổ phiếu. Ngoài ra, nếu tâm lý tác động đến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến và tỷ suất lợi nhuận bất buộc, nó sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu cùng với thông tin kế toán. Như vậy, tác giả kiểm tra tác động chung của thông tin kế toán và tâm lý nhà đầu tư thông qua phương trình (3).

$$GCP_{i,t} = \tau_0 + \tau_1 TLDT_{t-1} + \tau_2 TLDT_{t-1} \times TTB_{t-1} + \tau_3 TSR_{i,t} + \tau_4 TSR_{i,t} \times TLDT_{t-1} + \tau_5 EPS_{i,t} + \tau_6 EPS_{i,t} \times TLDT_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Với $TSR_{i,t}$ là giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần, và $EPS_{i,t}$ là thu nhập trên mỗi cổ phần.

Do tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến và tỷ suất sinh lợi khác nhau trong thời kỳ lạc quan và bi quan, do đó tác giả cho rằng tâm lý đó có ảnh hưởng bất đối xứng đối với giá cổ phiếu. Như vậy, sự tương tác của TLDT và TTB cũng

được đưa vào mô hình (3). Để xem xét hiệu quả từ sự không chắc chắn của thông tin, bài nghiên cứu chia mẫu thành bốn nhóm theo sự không chắc chắn về thu nhập, được tính bằng độ lệch chuẩn thu nhập trên mỗi cổ phần trong thời gian nghiên cứu. Từ đó, hiệu quả điều chỉnh của sự không chắc chắn về thông tin kế toán có thể được phát hiện bằng cách so sánh các kết quả ước lượng của mỗi mẫu.

Để ước lượng mô hình với dữ liệu bảng, tác giả tiến hành kiểm định Hausman để lựa chọn phương pháp tác động cố định (Fixed effect) hoặc tác động ngẫu nhiên (Random effect). Đây là một phương pháp phù hợp cho dữ liệu bảng được nhiều nghiên cứu trước đây sử dụng. Nếu p-value của kiểm định Hausman nhỏ hơn 1% thì phương pháp tác động cố định phù hợp hơn và ngược lại.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Từ dữ liệu tác giả tính toán và thu thập được, tác giả tiến hành thống kê mô tả và kết quả được trình bày trong Bảng 2. Tác giả thống kê và trình bày các giá trị trung bình, trung vị và các phân vị 5%, 25%, 75% và 95%. Kết quả cho thấy dữ liệu độ lệch chuẩn của dữ liệu không quá cao, ít dị biệt và phù hợp cho nghiên cứu.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

	Obs	Mean	Std	Q5	Q25	Median	Q75	Q95
TLDT	5607	2.1673	2.1985	0.9187	1.4153	1.9454	2.6543	3.2318
TSMD	5607	0.0823	0.0724	0.0213	0.0424	0.0885	0.1391	0.2423
TTLN	5607	2.1274	3.8254	0.2346	0.7632	1.1134	1.8732	3.6262
BDLN	5607	1.1371	2.1492	0.2314	0.5622	0.8423	1.2854	3.6121
EPS	5607	0.2493	0.8236	-0.0423	0.0194	0.1752	0.3221	0.4913
TCT	5607	1.2436	0.2482	0.2365	0.5423	0.9865	1.5491	2.0203
QMDN	5607	9.8307	2.0523	7.3251	9.0125	10.1717	13.4121	15.2143
TLDB	5607	0.6186	0.7863	0.0992	0.2546	0.5426	0.7256	0.9024
SSTT	5607	0.2815	0.7165	0.0713	0.1268	0.2318	0.3893	0.55167

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Ảnh hưởng của tâm lý đối với tăng trưởng lợi nhuận dự kiến

Chúng tôi kiểm tra mối quan hệ giữa tâm lý và tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sử dụng mô hình dữ liệu bảng, và Bảng 3 thể hiện các kết quả hồi quy. Theo đó cột (1) thể hiện kết quả mô hình chỉ bao gồm chỉ số tâm lý, sự không chắc chắn về thu nhập và sự tương tác của 2 biến này được đưa vào làm các biến giải thích. Ở cột 2 thể hiện kết quả mô hình sau khi tác giả thêm các biến kiểm soát nhất

định như tỷ suất sinh lợi phi rủi ro, tỷ lệ chi trả cổ tức và quy mô công ty... Để đảm bảo tính vững cho yếu tố thu nhập không chắc chắn, tác giả sử dụng phương pháp đo lường khác bằng xếp hạng từ 1 đến 4 cho 4 nhóm từ biến động nhỏ nhất đến lớn nhất. Kết quả nghiên cứu thể hiện ở trong cột 3. Kiểm định Hausman cho cả 3 mô hình đều cho thấy các p-values đều nhỏ hơn 1%, có nghĩa là mô hình tác động cố định là phù hợp cho việc để ước tính các hệ số.

Bảng 3: Ảnh hưởng của tâm lý đối với tăng trưởng lợi nhuận dự kiến

Biến	(1)	(2)	(3)
Cons	2.9453* (4.16)	8.1745** (6.03)	4.0247** (5.13)
BDLN	-6.6028** (8.07)	-1.3401* (3.72)	-3.4578** (6.83)
TLDT	4.2713*** (11.08)	7.2347*** (4.05)	4.2254*** (4.79)
TLDT×TTB	2.7633*** (-8.05)	3.8031* (-3.45)	3.1534** (-6.23)
TLDT*TLN	-0.3554* (-3.25)	-0.5476 (-1.23)	-1.1143* (-2.73)
RPRR		-14.3004** (- 4.12)	-18.1243** (- 5.24)
TCT		-0.7893 (0.54)	0.4675 (1.32)
QMDN		-6.6543 (- 1.42)	-3.443 (- 1.61)
SSTT		-6.90567*** (- 8.32)	-5.7423*** (- 12.21)
TLDB		-8.452 (1.81)	-14.3245 (0.91)
R ²	0.1907	0.1422	0.1681
Observations	5245	5245	5245
Hausman Test	113.41	187.62	168.01
p-value	0.0000	0.0000	0.0000

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Kết quả các mô hình cho thấy hệ số của chỉ số tâm lý có tương quan dương với mức ý nghĩa 1% ngay cả sau khi kiểm soát các biến đặc trưng khác. Kết quả này cho thấy rằng tâm lý là một trong những yếu tố làm cải thiện mức độ tăng trưởng lợi nhuận dự kiến. Kết quả này phù hợp với dự đoán vì tâm lý cao dẫn đến kỳ vọng lạc quan hơn về tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Thêm vào đó, hệ số biến tương tác của tâm lý và biến giả giai đoạn lạc quan là dương, kết quả này khác với nghiên cứu của Zhu và Niu (2016). Điều này cho thấy tâm lý nhà đầu tư có ảnh hưởng đặc biệt lớn đến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến trong giai đoạn lạc quan. Điều này cũng phù hợp với dự đoán ban đầu, trong giai đoạn lạc quan nhà đầu tư kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng cao hơn. Ngoài ra, mức độ biến động của lợi nhuận lại có tương quan âm với tăng trưởng lợi nhuận dự kiến trên tất cả các cột ở 3 mô hình. Điều này có nghĩa là các nhà đầu tư có xu hướng dự đoán lạc quan hơn đối với các cổ phiếu có thông tin và sự ổn định cao hơn. Các hệ số ước tính về sự tương tác giữa biến động lợi nhuận tâm lý và tâm lý nhà đầu tư tất cả đều âm, tức là những cổ phiếu có độ biến động cao sẽ làm giảm tác động tâm lý đến mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến. Điều này phù hợp với kết quả của Baker và Wurgler (2006) khi rằng sự cổ phiếu khó định giá sẽ có độ nhạy với tâm lý nhà đầu tư cao hơn. Rõ ràng, với thị trường chứng khoán mới phát triển như Việt Nam, các công ty càng có lợi nhuận ổn định sẽ tạo niềm tin cho nhà đầu tư.

Kết quả mô hình còn cho thấy tỷ suất sinh lợi phi rủi ro và tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá thị trường. Những kết quả này cho thấy các nhà đầu tư có mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến cao hơn cho các công ty có tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường thấp và tỷ suất sinh lợi phi rủi ro thấp.

4.3. Ảnh hưởng của tâm lý đến tỷ suất sinh lợi nhuận mong đợi

Bảng 4 trình bày các kết quả hồi quy sử dụng tỷ suất sinh lợi mong đợi như là biến phụ thuộc. Tương tự như kết quả trong Bảng 3, tác giả kiểm soát các biến đặc trưng công ty và thể hiện kết quả ở cột (2). Ngoài ra, trong cột (3), tác giả sử dụng cách đo lường khác của biến động lợi nhuận bằng cách xếp hạng từ 1 đến 4 (1 là biến động nhỏ nhất và 4 là lớn nhất). Tất cả các hệ số được ước lượng bằng cách sử dụng mô hình tác động cố định theo kết quả của kiểm định Hausman.

Kết quả từ các mô hình cho thấy rằng biến động lợi nhuận không còn ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi mong đợi sau khi kiểm soát tác động của các biến kiểm soát. Trái lại, tâm lý nhà đầu tư lại có tương quan dương với tỷ suất sinh lợi đòi hỏi. Tuy nhiên, hệ số của TLDT * TTB mang dấu dương có ý nghĩa thống kê trên tất cả các cột, điều này cho thấy rằng tâm lý cao hơn có thể nâng tỷ suất sinh lợi mong đợi trong giai đoạn lạc quan. Điều này cho thấy tâm lý cao hơn sẽ có ảnh hưởng lớn hơn đến “giá cả rủi ro” so với “mức độ rủi ro” và do đó làm tăng tỷ suất sinh lợi đòi hỏi khi các nhà đầu tư lạc quan. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về tác động trực tiếp và mức độ không chắc chắn về thông tin bởi vì các hệ số ước lượng cho biến BDLN và TLDT * BDLN không đáng kể ở mức 10% trong cột (2) và cột (3). Tỷ suất sinh lợi phi rủi ro có tương quan dương với tỷ suất sinh lợi mong đợi, điều này phù hợp với các lý thuyết kinh tế khi nhà đầu tư chấp nhận rủi ro thì tỷ suất sinh lợi phải cao hơn tỷ suất sinh lợi phi rủi ro. Cuối cùng, tỷ lệ sổ sách trên giá thị trường và tỷ lệ đòn bẩy có tương quan âm với tỷ suất sinh lợi đòi hỏi.

Bảng 4: Ảnh hưởng của tâm lý đến tỷ lệ lợi nhuận mong đợi

Biến	(1)	(2)	(3)
Constant	2.3476*** (34.61)	6.2413*** (14.43)	3.3421*** (34.21)
BDLN	0.0154* (2.89)	4.0231 (0.06)	-0.6435 (-0.93)
TLDT _{t-1}	0.1231*** (-11.65)	0.3241*** (-13.21)	0.2143*** (-12.81)
TLDT _{t-1} *TTB	0.0325*** (7.00)	0.1219*** (14.62)	0.1222*** (14.58)
TLDT _{t-1} *BDLN	-4.6572 (-1.09)	-5.4364 (-0.76)	-6.2304 (-0.67)
RPRR		3.6235** (- 8.15)	4.6329** (- 7.48)
TCT		-4.0271 (0.78)	-2.3768 (0.27)
QMDN		-0.9541 (- 1.32)	-1.0523 (- 1.45)
SSTT		-0.1487*** (- 11.61)	-0.6238*** (- 9.24)
TLDB		-1.4124** (- 2.67)	-0.923** (- 2.49)
R ²	0.1367	0.2879	0.3120
Observations	5245	5245	5245
Hausman Test	120.13	231.51	432.21
p-value	0.0030	0.0000	0.0000

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

4.4. Tác động chung của thông tin kế toán và tâm lý nhà đầu tư

Để xem xét tác động của sự không chắc chắn về thông tin, bài nghiên cứu xếp hạng các quan sát dựa trên sự biến động thu nhập và chia thành 4 nhóm. Các cột (1) đến (4) thể hiện kết quả của từng nhóm. Một lần nữa, tất cả các hệ số trong các cột được ước lượng bằng cách sử dụng mô hình tác động cố định dựa trên kết quả kiểm định Hausman. Bảng 5 cho thấy hệ số TLDT đều thể hiện mối tương quan dương với giá chứng khoán, hơn nữa, hệ số tăng dần từ cột 1 đến 4. Kết quả này chỉ ra rằng sự không chắc chắn về thông tin mang lại nhiều khó khăn hơn trong việc định giá cổ phiếu; do đó, các cổ phiếu có tính bất ổn cao hơn sẽ nhạy cảm hơn với tâm lý nhà

đầu tư. Thêm vào đó các hệ số TLDT*TTB là dương và có giá trị lớn hơn so với TLDT điều này cho thấy rằng tâm lý cao hơn có thể làm tăng giá cổ phiếu trong giai đoạn lạc quan. Điều này phù hợp với các kết quả trong Bảng 3 và 4, vì tâm lý tốt kết hợp với thời kỳ lạc quan sẽ giúp nhà đầu tư tự tin về các chứng khoán nắm giữ và từ đó làm giá thị trường sẽ cao hơn so với thời kỳ bi quan. Ngoài ra, hệ số ước lượng về các biến số kế toán (TSR) có tương quan dương với giá chứng khoán; tuy nhiên, các hệ số nói chung giảm đi cùng với sự gia tăng về sự biến động của thu nhập. Kết quả cho thấy tác động trực tiếp của thông tin kế toán dần dần yếu đi cùng với sự gia tăng biến động thông tin.

Bảng 5: Ảnh hưởng chung của thông tin kế toán và tâm lý về giá cổ phiếu

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	12.1214*** (7.1)	6.1260*** (6.25)	9.2156*** (12.01)	10.9423*** (8.63)
TLDT	2.7547* (3.18)	4.2257** (4.45)	5.4376* (2.06)	7.125* (8.53)
TLDT*TTB	3.0210** (-4.22)	4.1123** (-4.35)	4.9246** (-5.78)	5.5615** (-4.63)
TSR	2.1051** (4.41)	1.7130** (3.46)	1.0225* (6.78)	0.7604* (2.74)
TSR*TLDT	1.0219* (1.84)	0.5865** (2.09)	0.3193*** (2.24)	0.1779* (1.66)
EPS	-12.113 (0.46)	-16.6032 (1.71)	-10.5125*** (1.98)	-18.2141*** (0.63)
EPS*TLDT	-6.5236 (-1.53)	-8.0125 (-1.61)	-2.3912 (-1.62)	- 0.2246 (-0.08)
R ²	0.4997	0.4782	0.4548	0.3622
Observations	2686	2578	2135	1556
Hausman Test	26.74	89.33	11.18	17.39
p value	0.0000	0.0001	0.0309	0.0000

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Về sự tương tác của các biến số kế toán và tâm lý nhà đầu tư, như được trình bày trong Bảng 5, hệ số TLDT*TTB mang dấu dương trong bốn nhóm nhưng dần dần giảm đi cùng với sự gia tăng về sự biến động của lợi nhuận. Điều này có nghĩa là tác động gián tiếp của thông tin kế toán sẽ giảm xuống khi độ không đảm bảo thông tin cao hơn. Những kết quả này cho thấy thông tin kế toán rất hữu ích cho việc định giá chứng khoán. Tuy nhiên, đối với các cổ phiếu có tính bất ổn cao, tác động của tâm lý nhà đầu tư càng trở nên quan trọng và góp phần ảnh hưởng lớn đến giá thị trường.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu tìm hiểu sâu hơn mối quan hệ giữa tâm lý nhà đầu tư, thông tin kế toán và giá cổ phiếu trên cơ sở khung lý thuyết được phát triển bởi Ohlson (1995) và Chen (2011) cũng như phương pháp tiếp cận của Zhu và Niu (2016). Sử dụng dữ liệu về các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán

Việt Nam giai đoạn 2006 đến năm 2016, tác giả phát triển chỉ số về tâm lý dựa trên phân tích thành phần chính và kiểm tra tác động của tâm lý từ góc độ tăng trưởng lợi nhuận dự kiến và tỷ suất sinh lợi mong đợi. Hơn nữa, tác giả đã xem xét được tác động chung của tâm lý và thông tin kế toán đến giá cổ phiếu và làm nổi bật tác động bất đối xứng của tâm lý nhà đầu tư và ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thông tin. Kết quả nghiên cứu cho thấy tâm lý nhà đầu tư tăng sẽ dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận dự kiến cao hơn trong giai đoạn lạc quan. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng cả thông tin kế toán và tâm lý có thể giải thích giá cổ phiếu. Tuy nhiên, thông tin kế toán là đáng tin cậy hơn đối với các cổ phiếu có thu nhập ổn định, trong khi tâm lý nhà đầu tư có ảnh hưởng bất đối xứng đối với giá cổ phiếu và trở nên quan trọng hơn trong việc định giá những cổ phiếu có độ không chắc chắn về thông tin cao.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005), "Earnings quality, insider trading, and cost of capital", *Journal of Accounting Research*, 43(5), 651-673.
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004), "Market liquidity as a sentiment indicator", *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271-299.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007), "Investor sentiment in the stock market", *Journal of economic perspectives*, 21(2), 129-152.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013), "Cost of capital and earnings transparency", *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004), "Investor sentiment and the near-term stock market", *Journal of empirical finance*, 11(1), 1-27.
- Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (1996), "Momentum strategies", *The Journal of Finance*, 51(5), 1681-1713.
- Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1995), "Earnings management and firm valuation under asymmetric information", *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), 319-345.
- Chen, K.-c. (2011), "Investor sentiment and the valuation relevance of accounting information Singapore Management University Working Paper".
- Core, J. E., Guay, W. R., & Verdi, R. (2008), "Is accruals quality a priced risk factor?", *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 2-22.
- Cornell, B., Landsman, W., & Stubben, S. (2017), "Accounting information, investor sentiment, and market pricing", *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 32(1), 2-30.
- 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.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005), "The market pricing of accruals quality", *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Hribar, P., & McInnis, J. (2012), "Investor sentiment and analysts' earnings forecast errors", *Management Science*, 58(2), 293-307.
- Lee, C., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (1991), "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle", *The Journal of Finance*, 46(1), 75-109.
- Ogneva, M. (2012), "Accrual quality, realized returns, and expected returns: The importance of controlling for cash flow shocks", *The Accounting Review*, 87(4), 1415-1444.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011), "Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility", *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20.
- Schmeling, M. (2009), "Investor sentiment and stock returns: Some international evidence", *Journal of empirical finance*, 16(3), 394-408.
- Shefrin, H. (2008), "Risk and return in behavioral SDF-based asset pricing models", *Journal of Investment Management*, 6(3), 1-18.
- Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2012), "The short of it: Investor sentiment and anomalies", *Journal of Financial Economics*, 104(2), 288-302.

- Wang, Y., Xue, J., & Li, L. (2011), "Does fair value measurement model have value relevance? Empirical evidence from financial assets investigation", *China Accounting Review*, 4, 383-398.
- Zhu, B., & Niu, F. (2016), "Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.