

Nghiên cứu hiệu ứng Momentum trên thị trường chứng khoán

TS. Cao Minh Tiến
Học viện Tài chính

Tóm tắt

Lợi nhuận của một tài sản tài chính tại một thời điểm phản ánh mong đợi của nhà đầu tư, được định hình từ những thông tin có liên quan. Vì vậy, trong quá khứ, lợi nhuận của cổ phiếu cao hoặc thấp có thể do nhà đầu tư đánh giá tiêu cực hoặc tích cực về triển vọng của cổ phiếu. Nếu nhà đầu tư vẫn giữ kỳ vọng này trong tương lai, tức là hi vọng xu hướng của tỷ suất sinh lợi tiếp tục duy trì họ sẽ tương ứng đặt vị thế mua, đối với cổ phiếu trước đó có tỷ suất sinh lợi cao và vị thế bán đối với cổ phiếu trước đó có tỷ suất sinh lợi thấp. Khi những hành vi này ảnh hưởng đến nhiều nhà đầu tư ít chính kiến, khiến họ cùng có hành vi mua bán tương tự, tổng tác động của các nhà đầu tư trên thị trường lúc này có thể giữ xu hướng của tỷ suất sinh lời cổ phiếu trong một khoảng thời gian, thị trường có thể xuất hiện hiệu ứng Momentum. Nếu hiệu ứng Momentum làm cho giá của cổ phiếu vượt quá giá trị hợp lý tới khi nhà đầu tư nhận thức được, quá trình hiệu chỉnh giá diễn ra xuất hiện hiệu ứng đảo ngược dài hạn.

Từ khóa: Momentum, thị trường chứng khoán, hiệu ứng, nguyên nhân, nghiên cứu.

Abstract

The return of a financial asset at a point in time reflects the investor's expectations shaped from relevant information. So, in the past, high or low stock returns may have been due to investors' negative or positive assessment of the stock's prospects. If investors keep this expectation in the future i.e. expect the trend of returns to continue, they will respectively place a long position on the stock that previously had a high yield and a high return position. short position on a stock that previously had a low return. When these behaviors affect many less-than-stellar investors, causing them to share similar buying and selling behavior, the total impact of investors in the market at this time can keep the trend of returns. stocks over a period of time, the market can experience a Momentum effect. If the Momentum effect causes the stock's price to exceed its fair value; Until investors are aware, the price correction process takes place, there is a long-term reversal effect.

Keywords: Momentum, the stock market, effect, reason, studying.

JEL: E44, E52, E62.

1. Lý luận về hiệu ứng Momentum và bằng chứng về hiệu ứng Momentum trên thị trường các nước

1.1. Khái niệm về hiệu ứng Momentum

Momentum là tốc độ tăng giá của chứng khoán, nghĩa là tốc độ thay đổi của giá. Giao dịch theo đà là một chiến lược tìm cách tận dụng động lực để tham gia vào một xu hướng khi nó đang tăng lên. Nói một cách đơn giản, động lượng đề cập đến quán tính của một xu hướng giá tiếp tục tăng hoặc giảm trong một khoảng thời

gian cụ thể, thường có tính đến cả thông tin về giá và khối lượng. Trong phân tích kỹ thuật, động lượng thường được đo thông qua bộ dao động và được sử dụng để giúp xác định xu hướng. Động lượng mạnh có thể tiếp tục theo xu hướng tăng hoặc giảm, có thể được xác nhận bởi những thay đổi về khối lượng giao dịch và các chỉ báo kỹ thuật khác. Đầu tư theo đà là một chiến lược giao dịch, trong đó các nhà đầu tư mua chứng khoán đang tăng và bán chúng khi chúng có vẻ đã đạt đến đỉnh. Do đó, giao dịch theo đà mô tả một chiến lược chặn gia súc, theo sau những người khác, nhưng xu hướng giá cả không bao giờ được đảm bảo trong tương lai.

Các nhà đầu tư có thể sử dụng động lượng như một kỹ thuật giao dịch, nhằm tìm kiếm lợi nhuận từ hành vi chặn dất của tâm lý thị trường. Thay vì “mua thấp, bán cao”, giao dịch theo động lượng tuân theo chiến lược “mua cao, bán cao hơn”. Một khi nhà giao dịch động lượng nhận thấy sự tăng tốc về giá, thu nhập hoặc doanh thu của cổ phiếu, nhà giao dịch thường sẽ đặt một vị thế mua hoặc bán cổ phiếu, với hy vọng rằng động lượng của nó sẽ tiếp tục theo hướng tăng hoặc giảm. Chiến lược này dựa trên những biên động ngắn hạn của giá cổ phiếu hơn là giá trị cơ bản. Khi áp dụng nhà đầu tư có thể mua hoặc bán, dựa trên sức mạnh của xu hướng giá của tài sản. Nếu một nhà kinh doanh muốn sử dụng một chiến lược đà-based, ông mất một vị trí lâu trong một cổ phiếu hoặc tài sản đã được xu hướng lên. Nếu cổ phiếu có xu hướng giảm, anh ta mua một vị thế bán. Thay vì triết lý giao dịch truyền thống – mua thấp, bán cao – đầu tư trung bình tìm cách bán thấp và mua thấp hơn; hoặc mua cao và bán cao hơn. Thay vì xác định mô hình tiếp tục hoặc đảo chiều, các nhà đầu tư động lượng tập trung vào xu hướng được tạo ra bởi sự phá vỡ giá gần đây nhất.

1.2. Bằng chứng về hiệu ứng Momentum trên thị trường các nước

Trong suốt nhiều thập kỷ qua, có rất nhiều nghiên cứu về hiệu ứng Momentum trên các thị trường khác nhau; hoặc thị trường tổng hợp các nước trên thế giới. Bằng chứng về hiệu ứng Momentum được trình bày khái quát trên 04 thị trường: thị trường các nước phát triển; thị trường các nước mới nổi; thị trường các nước châu Á và cuối cùng, thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.2.1. Thị trường các nước phát triển

Năm 1993, Jegadeesh và Titman phân tích các cổ phiếu giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ (AMEX), từ năm 1965 đến năm 1989, dựa vào lợi suất cổ phiếu từ 03 đến 12 tháng, 32 chiến lược được đầu tư từ 03 đến 12 tháng tiếp theo đều đạt lợi nhuận dương, thậm chí sau khi điều chỉnh các yếu tố rủi ro dựa vào mô hình Fama – French (Jegadeesh and Titman, 1993). Các chiến lược Momentum vẫn thành công khi thực hiện trong các khoảng thời gian khác nhau; hoặc trong các nhóm cổ phiếu khác nhau phân chia theo quy mô và theo giá trị beta (hệ số beta của CAPM). Chiến lược Momentum chịu lỗ trong tháng Giêng, tuy nhiên trung bình các tháng còn lại dương. Sau đó, vào năm 2001, Jegadeesh và Titman khẳng định lại một lần nữa, kết quả nghiên cứu trước đây và kết luận bằng chứng về hiệu ứng Momentum, không phải là do khai thác số liệu. Nhiều nghiên cứu khác đều đồng thuận hiệu ứng này xuất hiện trên thị trường chứng khoán Mỹ (Grundy and Martin, 2001; Chan và cộng sự, 1996; Lee and Swaminathan, 2000; George and Hwang, 2004; Hammani, 2013). Tuy nhiên, Lesmond và cộng sự (2004) cho rằng, lợi nhuận hiệu

ứng Momentum trong nghiên cứu của Jegadeesh and Titman (1993) bị triệt tiêu, ngay khi tính chi phí giao dịch. Cũng dựa trên bản chất của hiệu ứng Momentum, khác với chiến lược hình thành danh mục đầu tư từ phân chia thị trường thành nhiều danh mục, dựa vào tỷ suất sinh lời tích lũy do Jegadeesh and Titman (1993) đề xuất, Lehmann (1990) và Lo and MacKinlay (1990) xây dựng chiến lược sức mạnh tương đối có trọng số (WRSS). WRSS được Conrad and Kaul (1998) thực hiện cho các cổ phiếu niêm yết trên NYSE và AMEX, từ năm 1926 đến năm 1989. Kết quả cho thấy, các chiến lược có thời gian hình thành và đầu tư một tuần hoặc trên 02 năm có lợi nhuận âm; còn lại các chiến lược có thời gian hình thành và đầu tư từ 03 đến 18 tháng có lợi nhuận dương. Các ông thừa nhận, hiệu ứng Momentum có trên thị trường chứng khoán Mỹ. Tuy nhiên, Conrad and Kaul (1998) không đồng thuận với Jegadeesh and Titman (1993, 2001) về nguyên nhân chính của hiệu ứng Momentum. Trong khi, Jegadeesh và Titman cho rằng, tương quan chuỗi trong các chuỗi lợi suất cổ phiếu là nguyên nhân chính, không phải do yếu tố rủi ro. Conrad và Kaul kết luận ngược lại, phần lớn lợi nhuận là do biến động chéo trong lợi nhuận trung bình giữa các cổ phiếu, chứng tỏ lợi nhuận hiệu ứng Momentum chỉ đơn giản là phần bù cho các yếu tố rủi ro.

Các nghiên cứu chứng tỏ sự xuất hiện của hiệu ứng Momentum xuất hiện trên thị trường chứng khoán Anh như: Liu và cộng sự (1999); Hon and Tonk (2003); Chelley- Steely and Signos (2006); và Galariotis và cộng sự (2007). Thị trường chứng khoán Đức trong giai đoạn từ 1988 đến 2001 có hiệu ứng Momentum, đặc biệt với những cổ phiếu có tỉ lệ quay vòng vốn lớn hơn (Glaser and Weber, 2003). Trong một khảo sát hiệu ứng Momentum trên thị trường chứng khoán Ailen, O'Keefe and Gallagher (2014) kết luận, hiệu ứng Momentum rõ hơn trước khủng hoảng năm 2007, tuy nhiên sau đó thì hiệu ứng yếu dần. Rey and Schid (2007) khảo sát hiệu ứng Momentum trên thị trường chứng khoán Thụy Sĩ cho thấy, hiệu ứng tồn tại trên các cổ phiếu blue chip. Bằng chứng xu hướng Momentum cũng được tìm thấy trên thị trường chứng khoán Tây Ban Nha (Muga and Santamaria, 2007; Forner and Joaquin, 2003).

Rouwenhorst (1998) quan sát hiện tượng Momentum trên 12 thị trường các nước Châu Âu (Áo, Bỉ, Đan Mạch, Pháp, Đức, Ý, Hà Lan, Thụy Điển, Tây Ban Nha, Na Uy, Thụy Sĩ, Anh) từ 1980 đến 1995 và báo cáo rằng, các chiến lược Momentum dựa trên tỷ suất sinh lời trong 6 tháng và đầu tư trong 6 tháng đều có lợi nhuận dương. Trong đó, ngoại trừ Thụy Điển, tất cả các nước còn lại đều có tỷ lệ lợi suất dương có ý nghĩa thống kê. Tương tự, Van Dijk and Huibers (2002), Doukas and McKnight (2005) báo cáo hiệu ứng Momentum xuất hiện trong một số nước châu Âu dựa trên mẫu quan sát từng thị trường riêng lẻ hoặc tổng hợp các thị trường.

1.2.2. Thị trường các nước mới nổi

Rouwenhorst (1999) thu thập các mẫu ngẫu nhiên và độc lập, gồm 1705 công ty của 20 nền kinh tế mới nổi từ năm 1982 đến 1997. Chiến lược Momentum cho lợi nhuận dương trong 17 trên 20 quốc gia. Chiến lược Momentum cũng thành công, nếu thực hiện thị trường tổng hợp 20 nước. Khác với cách phân chia thị trường thành 10 danh mục như nghiên cứu các nước phát triển, Rouwenhorst (1999) chia thị trường các nước mới nổi theo tỉ lệ 30%, 40% và 30%, do có số lượng cổ phiếu ít hơn. Nhìn chung, mặc dù lợi nhuận hiệu ứng Momentum ở các thị trường mới

nổi thấp hơn so với các thị trường phát triển, nhưng hầu như vẫn xác nhận sự tồn tại của hiệu ứng Momentum và thậm chí, lợi nhuận hiệu ứng Momentum vẫn có ý nghĩa thống kê sau khi điều chỉnh rủi ro. Tương tự, Rouwenhorst (1999), hiệu ứng Momentum dường như yếu hơn ở các thị trường mới nổi so với các thị trường phát triển (Chui và cộng sự, 2000; Griffin và cộng sự, 2003; Swinkles, 2004). Nguyên nhân có thể do các nhà đầu tư ở các thị trường mới nổi có thiên kiến nhận thức khác với các nước phát triển, như ít tự tin hơn (Chui và cộng sự, 2006); hoặc việc quản lý, công bố thông tin ở các thị trường mới nổi kém minh bạch hơn (Chan and Hameed, 2006).

1.2.3. Thị trường các nước châu Á

Trên thị trường các nước châu Á, một số nghiên cứu chưa thống nhất kết quả về sự xuất hiện hiệu ứng Momentum. Chui và cộng sự (2000) khẳng định, hiệu ứng Momentum không xuất hiện ở thị trường Hàn Quốc và Indonesia; yếu ở thị trường Nhật Bản, Malaysia, Singapore, Đài Loan và Thái Lan; và chỉ có ý nghĩa thống kê ở thị trường Hồng Kong. Ngược lại, Cheng and Wu (2010) cho rằng, lợi nhuận chiến lược Momentum không có ý nghĩa ở thị trường Hồng Kong. Cùng quan điểm với Chui và cộng sự (2000), Ryan and Curtin (2006) cũng chỉ ra, hiệu ứng Momentum ở thị trường châu Á là yếu, tương tự như vậy trên thị trường Đài Loan (Du và cộng sự, 2009). Gần đây, Lin và cộng sự (2016) đưa ra bằng chứng có hiệu ứng Momentum trên thị trường Đài Loan nếu trạng thái của thị trường chưa thay đổi, trong giai đoạn chuyển đổi xuất hiện hiệu ứng đảo chiều. Bên cạnh đó, Liu and Lee (2001) không tìm thấy hiệu ứng Momentum trên thị trường Nhật Bản. Hiệu ứng đảo chiều ngắn hạn hoặc trung hạn xuất hiện trên thị trường Trung Quốc, nhưng bằng chứng về hiệu ứng Momentum là rất ít (Kang và cộng sự, 2002; Reddy và cộng sự, 2019). Maheshwari and Dhankar (2015) chỉ ra, hiệu ứng đảo chiều dài hạn trên thị trường Ấn Độ. Thị trường chứng khoán Indonesia có tồn tại hiệu ứng Momentum trung hạn, tuy nhiên lợi nhuận đảo ngược trong dài hạn là trội hơn (Rafik và cộng sự, 2017). Theo Teplova and Mikova (2015), các yếu tố trong nghiên cứu như phương pháp xây dựng danh mục, phương pháp đo lường hiệu ứng Momentum, mẫu nghiên cứu, trạng thái thị trường có thể dẫn đến các kết quả khác nhau.

2. Nguyên nhân xảy ra hiệu ứng Momentum giải thích theo lý thuyết tài chính chuẩn tắc

Mặc dù, sự xuất hiện của hiệu ứng Momentum và hiệu ứng Reversal được tìm thấy trên nhiều thị trường ở nhiều quốc gia và khu vực kinh tế, tuy nhiên nguyên nhân gây ra nó còn nhiều tranh luận. Nhưng nói chung, những giải thích này thường dựa theo lý thuyết tài chính chuẩn tắc và dựa trên lý thuyết hành vi. Lý thuyết hợp lý cho rằng, các khoản đầu tư có rủi ro cao thì đạt lợi nhuận cao. Vì vậy, lợi nhuận của các chiến lược Momentum chỉ đơn thuần là phần bù đắp cho nhà đầu tư vì mức rủi ro lớn. Các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận hiệu ứng Momentum: các nhân tố vĩ mô và các yếu tố doanh nghiệp bao gồm rủi ro quy mô, giá trị, và hệ số rủi ro thị trường.

2.1. Các nhân tố vĩ mô

Nhiều nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng, lợi nhuận hiệu ứng Momentum là phần bù cho rủi ro của các nhân tố vĩ mô. Chordia and Shivakumar (2002) thừa nhận, lợi nhuận hiệu ứng Momentum có thể được giải thích bởi một tập hợp trễ của các biến vĩ mô như lợi tức thị trường, chênh lệch giữa trung bình lãi suất các trái phiếu xếp hạng BAA và trung bình lãi suất các trái phiếu xếp hạng AAA, chênh lệch giữa trung bình lãi suất trái phiếu kỳ hạn trên 10 năm và trung bình lãi suất trái phiếu kỳ hạn 3 tháng. Chelley-Steeley and Siganos (2004) kết luận rằng, thực lực của nền kinh tế và các điều kiện kinh doanh (được đo bởi tổng sản phẩm nội địa thực, tổng thuế gián thu, lao động), lãi suất phi rủi ro, các dòng vốn đầu tư ra nước ngoài có tác động đến lợi suất danh mục thắng và danh mục thua. Karolyi and Kho (2004) cũng kết luận, lợi suất kỳ vọng theo thời gian về các nhân tố vĩ mô và độ mở của thị trường có thể giải thích được 75% – 80% lợi nhuận của chiến lược Momentum.

2.2. Các yếu tố rủi ro đặc trưng

- Quy mô của doanh nghiệp

Nhiều nghiên cứu cho rằng, những cổ phiếu nhỏ thường có Momentum mạnh hơn (Jegadeesh and Titman, 1993; Rouwenhorst, 1998, 1999; Wang, 2004; Cakici and cộng sự, 2013; Demir và cộng sự, 2003; Fama and French, 2008; Cohen và cộng sự, 2002). Do những cổ phiếu nhỏ thường nhận được ít sự chú ý của chuyên gia phân tích và truyền thông, ít giao dịch và có chi phí giao dịch cao hơn, dẫn đến cơ hội duy trì lợi nhuận có thể kéo dài (Jegadeesh and Titman, 1993).

Ngược lại, Alhenawi (2015) và Brailsford and O'Brien (2008) cho rằng, cổ phiếu lớn có Momentum mạnh hơn. Đặc biệt, tương tác của 02 hiệu ứng này bị ảnh hưởng bởi tình trạng thị trường. Trong giai đoạn thị trường tăng điểm, giá cổ phiếu tiếp tục xu hướng tăng kéo theo quy mô tăng, tương tác Momentum và quy mô chặt hơn (Alhenawi, 2015). Thông thường, các cổ phiếu lớn có xu hướng chịu chi phí giao dịch ít hơn so với các cổ phiếu nhỏ, do tính thanh khoản cao hơn. Do đó, chênh lệch giá mua và giá bán thấp hơn, chi phí tác động tới giá thấp hơn. Theo đó, lợi suất của chiến lược Momentum đối với những hãng lớn sẽ cao hơn những hãng nhỏ (Lesmond và cộng sự, 2004).

- Giá trị của cổ phiếu

Để đánh giá ảnh hưởng của giá trị tới Momentum, các nghiên cứu thường so sánh hiệu suất chiến lược Momentum thực hiện trong các nhóm cổ phiếu giá trị và nhóm các cổ phiếu tăng trưởng. Daniel and Titman (1999) tìm thấy lợi nhuận hiệu ứng Momentum cao hơn trong nhóm cổ phiếu tăng trưởng. Hai ông giải thích rằng, các cổ phiếu có hệ số BE/ME thấp có nhiều cơ hội tăng trưởng hơn nhưng cũng khó đánh giá hơn so với các cổ phiếu có hệ số BE/ME cao. Các nhà đầu tư cá nhân có xu hướng tự tin hơn về khả năng của bản thân khi xử lý cổ phiếu có thông tin phức tạp hơn cổ phiếu ổn định. Tâm lý tự tin thái quá này dẫn đến Momentum dường như lớn hơn trong nhóm các cổ phiếu tăng trưởng.

Rouwenhorst (1999) chứng tỏ, các cổ phiếu giá trị có xu hướng Momentum mạnh hơn các cổ phiếu tăng trưởng khi nghiên cứu trên 20 thị trường mới nổi. Trên thị trường chứng khoán Trung Quốc, Wang (2004) tìm thấy hệ số BE/ME có tác động yếu tới lợi nhuận hiệu ứng Momentum so với tác động của quy mô. Trong khi đó, Teptova and Mikova (2014), Asness và cộng sự (2013), Grobys and Huta-Halkola (2019) cho rằng, có tương quan âm giữa Momentum và hệ số BE/ME. DeGroot

and cộng sự (2010) đồng ý có mối quan hệ tương quan âm này trong nhóm các thị trường cận biên, trong khi đó ở thị trường các nước phát triển và các nước mới nổi thì không có tương quan. Nagel (2001) khẳng định rằng, hiện tượng đảo ngược là do hiệu ứng giá trị. Cụ thể, cổ phiếu thắng có xu hướng trở thành cổ phiếu tăng trưởng; trong khi đó, cổ phiếu thua có xu hướng trở thành cổ phiếu giá trị.

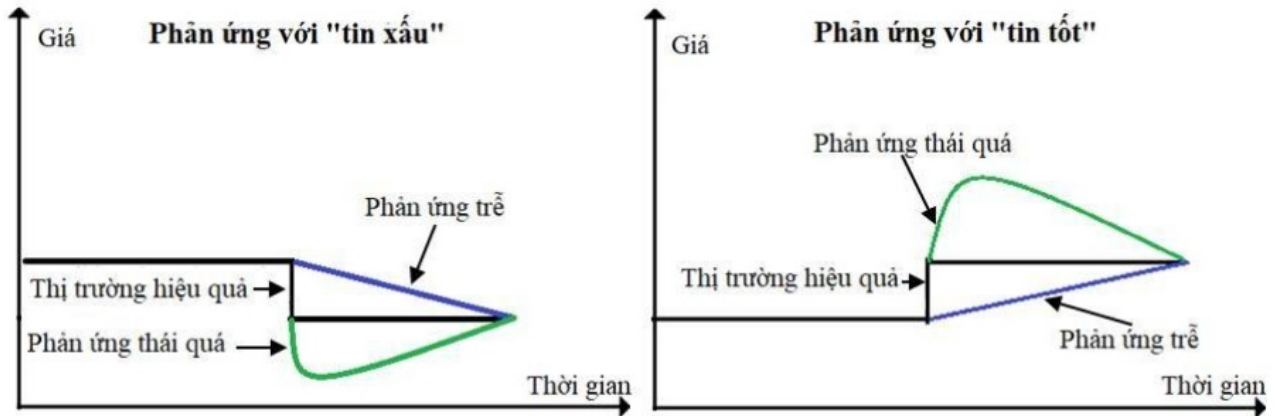
- Rủi ro thị trường beta

Theo lý thuyết tài chính chuẩn tắc, nếu chiến lược Momentum có lợi nhuận thì đó là phần bù cho mức rủi ro lớn, do đó danh mục thắng có thể rủi ro cao hơn danh mục thua. Tuy nhiên, nghiên cứu của Jegadeesh and Titman (1993) dẫn chứng rằng, hệ số của beta của các cổ phiếu thắng thậm chí thấp hơn các cổ phiếu thua; lợi nhuận của danh mục Momentum đồng biến theo beta. Trên cơ sở nghiên cứu của Frazzini and Pedersen (2014) cho rằng, những cổ phiếu có beta thấp hơn thường có tỷ suất sinh lợi sau khi bù rủi ro cao hơn, Zhao và cộng sự (2018) xây dựng chiến lược beta Momentum. Chiến lược này, là mua các cổ phiếu thắng trong số các cổ phiếu có beta thấp và bán các cổ phiếu thua trong số các cổ phiếu có beta cao. Chiến lược beta Momentum thu được lợi nhuận trội hơn so với các chiến lược do Frazzini and Pedersen (2014) đề xuất. Cenesizoglu and cộng sự (2019) khẳng định, có tương quan chặt giữa beta và Momentum, beta có thể giải thích được 40% đến 60% mức lợi nhuận hiệu ứng Momentum.

3. Nguyên nhân xảy ra hiệu ứng Momentum giải thích theo lý thuyết hành vi

Nhiều nghiên cứu cho thấy, lợi suất của các chiến lược Momentum vẫn còn đáng kể sau khi kiểm soát các yếu tố rủi ro. Có nghĩa, các yếu tố rủi ro chưa đủ để giải thích lợi nhuận hiệu ứng Momentum (Jegadeesh and Titman, 1993; Fama and French, 1996, 1998). Lý thuyết tài chính hành vi giải thích sự xuất hiện các hiệu ứng Momentum, là do phản ứng trễ và phản ứng thái quá của nhà đầu tư (Bodie & cộng sự, 2017). Nhà đầu tư phản ứng trễ là nhà đầu tư phản ứng quá ít với thông tin mới, xu hướng gây ra phản ứng trễ của giá cổ phiếu. Tức là giá cổ phiếu điều chỉnh dần dần theo một xu hướng, cho đến khi đạt được trạng thái cân bằng làm xuất hiện hiệu ứng Momentum. Hình 1 mô tả tác động của thông tin mới gồm “tin tốt” và “tin xấu” tới giá cổ phiếu. Nhà đầu tư phản ứng thái quá là nhà đầu tư phản ứng quá mạnh với tin tức, gây ra phản ứng thái quá của giá cổ phiếu. Tức là, giá cổ phiếu dịch chuyển quá xa so với ban đầu gây ra hiệu ứng Momentum. Tuy nhiên, về dài hạn dẫn đến sự đảo ngược giá, để cuối cùng giá trở lại trạng thái cân bằng.

Hình 1: Tác động của thông tin mới lên giá cổ phiếu



(Nguồn: Rau, 2017)

Theo lý thuyết tài chính hành vi, nhà đầu tư phản ứng thái quá và phản ứng trễ với thông tin, dẫn đến xuất hiện hiệu ứng Momentum là do những thành kiến cố hữu trong quá trình diễn giải thông tin và hành vi đầu tư. Cụ thể như sau:

3.1. Tâm lý và hành vi của nhà đầu tư

Tâm lý bảo thủ

Tâm lý bảo thủ đề cập đến tâm lý của nhà đầu tư coi trọng những nhìn nhận trong quá khứ, mà thiếu đi những điều chỉnh hành vi khi tiếp cận thông tin mới. Nhà đầu tư khó thay đổi hoặc thay đổi rất ít quan điểm của họ, do tâm lý duy trì những quan điểm trước đây và khi điều chỉnh xảy ra không đủ thì dẫn tới phản ứng chậm (Barberis và cộng sự, 1998). Montier and Strategy (2002) cho rằng, thông thường nhà đầu tư có xu hướng tìm kiếm thông tin để khẳng định hoặc hỗ trợ quan điểm sẵn có của họ, khiến cho họ chậm chạp thay đổi hành vi cần thiết trước một thông tin mới, làm xuất hiện hiệu ứng Momentum. Doukas and McKnight (2005) đồng ý, Momentum là kết quả của cơ chế thông tin lan truyền chậm theo mô hình của Hong and Stein (1999). Tuy nhiên, có đóng góp rất lớn của tâm lý bảo thủ của nhà đầu tư, khi các nhà đầu tư đánh giá thấp những thông tin mới, dẫn đến chậm cập nhật đầy đủ vào những ghi nhận đã có trước đó.

Tâm lý tự tin thái quá và tâm lý tự quy kết

De Bondt and Thaler (1995) cho rằng, khi ra quyết định tâm lý chủ đạo của con người là sự tự tin. Nhà đầu tư tự tin thái quá là nhà đầu tư đánh giá quá cao khả năng của mình hoặc các thông tin mà họ hiện có, họ thờ ơ các thông tin khác và đánh giá thấp những rủi ro khi ra quyết định. Những nhà đầu tư này, thông thường chỉ giao dịch dựa vào những thông tin mà họ có. Daniel và cộng sự (1998) phát triển mô hình hành vi dựa vào lệch lạc, do tự tin thái quá và lệch lạc do tự quy kết để mô tả hiệu ứng momentum từ ngắn hạn đến trung hạn và hiệu ứng đảo ngược trong dài hạn. Các ông cho rằng, các nhà đầu tư quá tự tin về các thông tin nội gián mà họ thu thập được và phản ứng quá mức với thông tin này. Nếu họ có thành kiến tự quy kết thì khi thông tin mới được công khai, họ sẽ có phản ứng bất đối xứng trong việc thông tin công khai này xác nhận hoặc không xác nhận với thông tin nội gián. Hậu quả là nhà đầu tư trở nên tự tin quá mức, nếu thông tin xác nhận hơn là mức suy giảm sự tự tin khi thông tin không xác nhận. Gia tăng quá mức sự tự tin ban đầu gây ra hiệu ứng Momentum; về lâu dài, khi các nhà đầu tư quan sát tin tức

trong tương lai và nhận ra sai sót, họ điều chỉnh hành vi và xuất hiện hiệu ứng đảo ngược.

Barber and Odean (2000, 2001, 2013), thống nhất tần suất giao dịch là một thước đo của sự tự tin. Các ông cho rằng, những nhà đầu tư có tâm lý tự tin nghĩ rằng họ có thể là người sẽ chiến thắng thị trường nên để nắm bắt được nhiều cơ hội kiếm lợi nhuận hơn, họ sẽ giao dịch thường xuyên hơn dẫn đến hiệu ứng Momentum. Tuy nhiên hiệu quả thì ngược lại, Barber and Odean (2000) phát hiện ra rằng, những nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng thua lỗ. Odean (1999) cho rằng, tâm lý tự tin thái quá dẫn gia tăng khối lượng giao dịch.

3.2. Lệnh lạc tâm lý do sự neo đậu, do sẵn có, do tính đại diện

Tâm lý neo đậu, là tâm lý của nhà đầu tư có xu hướng giữ niềm tin về những kỳ vọng của cổ phiếu xung quanh một điểm nào đó hay đặt quá nhiều niềm tin vào một thông tin, họ thất bại trong việc điều chỉnh hoàn toàn những niềm tin này khi nhận thông tin mới, mặc dù những niềm tin này có thể chính xác hoặc không chính xác. Tâm lý neo đậu đặc biệt hay xảy ra khi thông tin khó nắm bắt và xử lý, dẫn tới thông tin mới phải mất nhiều thời gian mới có thể ảnh hưởng tới hành động của nhà đầu tư.

Lệnh lạc tâm lý, do sẵn có là lệnh lạc do quy tắc sẵn có, tức là nhà đầu tư có tâm lý nhớ lại những sự kiện xảy ra trong quá khứ khi gặp một sự kiện tương tự ở hiện tại, điều này có thể tác động rất lớn đến các kỳ vọng trong tương lai. Lệnh lạc do tâm lý sẵn có có thể bị ảnh hưởng mạnh bởi các sự kiện được công bố trên các phương tiện truyền thông, khi một sự kiện đặc biệt nào đó đang nhận được sự chú ý liên tục. Lệnh lạc tâm lý do tính đại diện đề cập nhà đầu tư suy luận quá nhiều, dựa trên quá ít thông tin. Trong quá trình xử lý thông tin phức tạp, con người không có khả năng phân tích một cách đầy đủ. Khi đó, nhà đầu tư sẽ đưa ra quyết định dựa vào một tình huống điển hình nào đó, tuy nhiên có thể dẫn đến việc sai lầm bỏ qua kích thước mẫu hoặc sai lầm bỏ qua mức cơ bản, điều này còn gọi là luật số quan sát nhỏ. Lệnh lạc tâm lý do sự neo đậu, do sẵn có, do tính đại diện đều dẫn đến phản ứng trễ với thông tin mới gây ra hiệu ứng Momentum.

- Lý thuyết triển vọng

Do tâm lý lo sợ thua lỗ, dẫn đến xử lý lợi ích và thua lỗ theo cách bất đối xứng khiến nhà đầu tư bán cổ phiếu thắng quá sớm và giữ cổ phiếu thua quá lâu, hiện tượng này gọi là hiệu ứng ngược vị thế. Các tác động của hiệu ứng ngược vị thế là rất lớn, nó có thể khiến các nhà đầu tư phản ứng chậm chạp với thông tin mới. Có nghĩa là, khi tin tức tốt được công bố, giá của một cổ phiếu có thể không tăng lên giá trị hợp lý ngay lập tức tăng, bởi vì bán quá sớm hoặc thiếu mua. Tương tự, khi tin xấu được công bố giá giảm ít hơn vì thiếu của người bán, do một số nhà đầu tư không muốn đóng vị thế thua. Do đó, giá không tăng hoặc giảm đủ để giải thích cho những tin tức tốt hay xấu, mà giá phản ứng chậm với thông tin mới dẫn đến hiệu ứng Momentum. Dựa vào lý thuyết triển vọng và tính toán cảm tính thống kê rằng, mất tối đa 52 tuần để thị trường tiến tới điểm cân bằng, điều này dẫn tới hiệu ứng Momentum.

- Mô hình thông tin lan truyền chậm

Hong and Stein (1999) đưa ra mô hình hành vi gồm 02 đại diện nhà đầu tư, gồm Newswather và Momentum trader, tạm dịch là nhà đầu tư giao dịch theo tin tức và

nhà đầu tư giao dịch theo xu hướng. Mô hình không dựa trên sự thành kiến nhận thức của nhà đầu tư, mà nhấn mạnh sự tương tác giữa các nhà đầu tư với nhau.

Mô hình dựa trên 03 giả thiết: thứ nhất, không có nhà đầu tư nào là hoàn toàn hợp lý, có nghĩa là mỗi nhà đầu tư chỉ có khả năng xử lý một phần thông tin được công bố đại chúng; thứ hai, người giao dịch theo tin tức mua và bán dựa vào những thông tin cơ bản của cổ phiếu mà họ thu thập được, giới hạn của họ là không dựa vào giá của cổ phiếu trong quá khứ. Ngược lại, người giao dịch theo xu hướng chỉ căn cứ duy nhất vào sự thay đổi giá trong quá khứ; và cuối cùng, giả định thiết yếu trong mô hình là thông tin lan truyền chậm trong cộng đồng nhà đầu tư. Thông tin lan tỏa chậm tác động tới những nhà đầu tư giao dịch theo tin tức và hình thành phản ứng chậm. Điều này khiến giá cổ phiếu dịch chuyển dần theo xu hướng, nhưng chưa vượt quá giá trị hợp lý. Phản ứng của giá, thu hút những nhà giao dịch theo xu hướng tham gia vào thị trường. Trong một khoảng thời gian, có từng lớp người giao dịch theo xu hướng tham gia vào thị trường. Giao dịch của những nhà đầu tư theo xu hướng đơn giản chỉ dựa trên giá quá khứ, chứ không dựa vào tin tức cơ bản làm cho giá cổ phiếu càng ngày càng biến động xa so với giá trị ban đầu đến mức vượt quá giá trị hợp lý. Do đó, tác động của các nhà đầu tư giao dịch theo xu hướng cuối cùng sẽ tạo ra phản ứng thái quá và dẫn tới hiện tượng đảo ngược.

Những tác động của việc công bố thông tin là một ví dụ về phản ứng chậm trên thị trường và được Fama (1998) gọi là hiệu ứng PEAD, tạm dịch là hiệu ứng công bố thông tin. Nhà đầu tư phản ứng quá tích cực đối với tin tức tốt và quá tiêu cực đối với tin xấu, dẫn đến giá cổ phiếu tăng nhanh hoặc giảm nhanh, đến khi cổ phiếu đi quá giá trị thực của nó, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng quay trở lại. Tuy nhiên, phản ứng của nhà đầu tư với tin tốt và tin xấu là khác nhau đáng kể.

- Giao dịch phản hồi tích cực

Giao dịch phản hồi tích cực là một kiểu giao dịch “chạy theo xu hướng”. Nhà đầu tư giao dịch phản hồi tích cực là những người mua các cổ phiếu, khi giá của chúng tăng và bán các cổ phiếu khi giá của chúng giảm (De Long và cộng sự, 1990a). Những người giao dịch phản hồi tích cực là những nhà đầu tư không hợp lý và khiến giá đi xa giá trị cơ bản. Chẳng hạn, khi nhà đầu tư hợp lý nhận được tin tốt ngày hôm nay, ngay lập tức họ mua cổ phiếu nhiều hơn và giá cổ phiếu tăng làm thu hút những nhà đầu tư giao dịch phản hồi tích cực ngày mai. Trường hợp, những nhà giao dịch phản hồi tích cực phổ biến trên thị trường, những nhà đầu tư hợp lý có thể miễn cưỡng lợi dụng các hành động của các nhà giao dịch này làm trầm trọng hơn việc định giá sai, mà ban đầu do các nhà giao dịch phản hồi tích cực tạo nên. Giá cổ phiếu vẫn tiếp tục vận động ngày càng xa so với giá trị cơ bản, để sau đó sẽ xảy ra hiệu ứng đảo ngược về dài hạn. Do đó, giao dịch phản hồi tích cực có thể giải thích cả hiệu ứng Momentum ngắn hạn và hiệu ứng đảo ngược dài hạn, giao dịch phản hồi tích cực đóng góp cho sự xuất hiện Momentum, giống như những nhà giao dịch theo xu hướng trong mô hình của Hong and Stein (1999). □

Tài liệu tham khảo

PGS.TS. Hoàng Văn Quỳnh và TS. Cao Minh Tiến - Giáo trình Quản lý Danh mục đầu tư

Nguyễn Thị Yến, & Lê Đức Khánh. (2020). Hiệu ứng Momentum trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 280, 29 -38.

- Nguyễn Thị Yến. (2021). Ảnh hưởng của quy mô, giá trị, beta tới hiệu ứng Momentum ngắn hạn trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 284, 78-87.
- Chan, K., Hameed, A., & Tong, W. (2000). Profitability of Momentum strategies in the international equity markets, *Journal of financial and quantitative analysis*, tr. 153-172.
- Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets, *Journal of Financial Economics*, 80(1), 115-147.
- Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (1996). Momentum strategies, *The Journal of Finance*, 51(5), 1681-1713.
- Cheng, J. W., & Wu, H. F. (2010). The profitability of Momentum trading strategies: Empirical evidence from Hong Kong, *International Review of Economics & Finance*, 19(4), 527-538.
- Rau, R. (2017). *Short introduction to corporate finance*, Cambridge University Pres.