

Sử dụng hồi quy với biến công cụ để tìm hiểu các yếu tố chi phối quyết định đầu tư của nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam

CHU NGUYỄN MỘNG NGỌC & VƯƠNG VĂN THUẬN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nhận bài: 10/09/2015 – Duyệt đăng: 23/10/2015

Nghiên cứu này xem xét tác động của hành vi đầu tư và các yếu tố khác chi phối quyết định đầu tư. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 249 nhà đầu tư cá nhân qua bảng câu hỏi khảo sát được gửi đến nhà đầu tư bằng email. Việc phân loại các nhà đầu tư được tiến hành dựa trên các yếu tố nhân khẩu học, mục tiêu đầu tư, và kinh nghiệm đầu tư. Các công cụ thống kê được sử dụng để phân tích dữ liệu là phân tích nhân tố khám phá, tính giá trị trung bình, lập bảng tần số, phân tích hồi quy với biến công cụ. Kết quả cho thấy quyết định đầu tư theo phân tích kỹ thuật có mối liên hệ với hành vi sự tham gia của nhà đầu tư và kinh nghiệm đầu tư của họ.

Từ khóa: Hành vi đầu tư, quyết định đầu tư, hồi quy biến công cụ.

1. Giới thiệu

1.1. Lý do nghiên cứu

Các nhà đầu tư khi tham gia thị trường thường dựa vào lý thuyết thị trường hiệu quả và hành vi đầu tư hợp lý khi ra quyết định đầu tư. Các nhà đầu tư này được hiểu là những nhà đầu tư duy lý. Họ biết đánh giá chính xác giá trị cơ bản của chứng khoán và xử lý hay phản ứng một cách đúng đắn với tất cả các thông tin đó. Quyết định đầu tư của họ được đưa ra không dựa vào tình cảm hay cảm xúc. Sự lựa chọn của các nhà đầu tư này nhằm tối đa hoá tỷ suất sinh lợi mong đợi. Tuy nhiên trong thực tế, thị trường hiệu quả vẫn nhận thấy tồn tại một số nhà đầu tư có hành vi bất thường

gọi là những nhà đầu tư bất thường hay nhà đầu tư gây nhiễu. Những nhà đầu tư này đưa ra quyết định đầu tư không dựa vào các phương pháp hoặc mô hình, giả định của kinh tế truyền thống. Các nghiên cứu tài chính hiện đại cho thấy tồn tại các yếu tố cảm xúc trong sự lựa chọn quyết định đầu tư.

Tại VN, thị trường chứng khoán còn khá non trẻ so với các nước trong khu vực và trên thế giới nên cần có những hiểu biết sâu về cách hành động của các nhà đầu tư; do đó nghiên cứu này tập trung tìm hiểu yếu tố nào tác động đến quá trình quyết định đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN.

1.2. Phạm vi, đối tượng nghiên cứu

Thị trường chứng khoán được lựa chọn để nghiên cứu là Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) bởi vì HOSE là thị trường chứng khoán đầu tiên ở VN, nơi niêm yết các công ty có quy mô lớn, và có khối lượng giao dịch và vốn hoá thị trường lớn. Có hai loại nhà đầu tư chính trên thị trường chứng khoán, đó là nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức, nghiên cứu này tập trung vào hành vi của nhà đầu tư cá nhân.

1.3. Mục tiêu nghiên cứu

Các mục tiêu nghiên cứu chính bao gồm :

- Mô tả chân dung nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

- Chuẩn hóa thang đo lường phương pháp ra quyết định của nhà đầu tư.

- Tìm hiểu tác động của hành vi đầu tư đến phương pháp ra quyết định đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

2.1. Lý thuyết tài chính hành vi

Tài chính hành vi là một lĩnh vực mới của tài chính hiện đại nghiên cứu và giải thích các biểu hiện mang tính tâm lý của con người trên thị trường tài chính, bằng cách sử dụng và kết hợp các kiến thức thuộc lĩnh vực tâm lý học, xã hội học, tài chính học để lý giải các hành vi không hợp lý của nhà đầu tư trên thị trường tài chính và những ảnh hưởng của nó tác động đến thị trường tài chính mà các nền tảng kiến thức tài chính truyền thống chưa giải thích được.

Tác phẩm của Shefrin (2000) trích trong Hayat và cộng sự (2011) có tiêu đề “Ngoài sự tham lam và sự sợ hãi” có các khái niệm quan trọng chuyển tải trong nó là nhà đầu tư tài chính “xử lý không hoàn hảo” về thông tin và thường thiên vị, phạm sai lầm và có vấn đề về nhận thức.

Theo Hồ Quốc Tuấn (2007), hiện nay không có lý thuyết thống nhất của tài chính hành vi tồn tại. Nền tảng cơ bản của lý thuyết tài chính hành vi là “thị trường không luôn luôn đúng” làm đối trọng với giả thuyết thị trường hiệu quả đã làm cơ sở cho lý thuyết tài chính truyền thống trong nhiều thập kỷ qua. Ngoài ra, các nhà kinh tế học tìm thấy ba điều kiện để tồn tại lý thuyết tài chính hành vi

- Tồn tại hành vi không hợp lý.

Những nhà đầu tư có hành vi không hợp lý thường xuất phát từ

những nhận thức sai lệch, những nhận thức sai lệch này có thể do chủ quan của người thực hiện hoặc do mắc phải “lệch lạc trong nhận thức”. Các nhà nghiên cứu về tài chính hành vi đã tìm thấy một số dạng lệch lạc trong nhận thức thường gặp như phụ thuộc vào kinh nghiệm hay thuật toán, lệch lạc tình huống điển hình, tính sẵn có, tính bảo thủ, quá tự tin, phản ứng thái quá, tính toán bất hợp lý, sợ thua lỗ. Những hành vi lệch lạc này tác động đến quyết định của nhà đầu tư dẫn đến họ có hành động không hợp lý.

- Hành vi không hợp lý mang tính hệ thống.

Nếu chỉ một vài nhà đầu tư đơn lẻ có hành vi không hợp lý, thì mức độ tác động của giao dịch đến giá chứng khoán trên thị trường là không đáng kể. Nhưng khi hành vi không hợp lý mang tính hệ thống (nghĩa là một nhóm nhiều nhà đầu tư có cùng một hành vi không hợp lý như nhau) thì khi ấy việc định giá sai sẽ xuất hiện và có thể bắt đầu kéo dài. Hành vi không hợp lý mang tính hệ thống còn hàm ý có sự tồn tại của hiệu ứng đám đông. Hiệu ứng này sẽ không tốt cho thị trường nếu nó phản ánh theo những lệch lạc của nhận thức.

- Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính.

Các nhà nghiên cứu về tài chính hành vi đã giải thích nguyên nhân việc giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá là vì thị trường tồn tại hai dạng định giá sai, một là: dạng thường xuyên xảy ra và có thể kinh doanh chênh lệch giá; hai là: dạng không thể xảy ra, kéo dài và không thể kinh doanh chênh lệch giá được (nói một cách khác, khó mà xác định được khi nào mức

định giá sai đã đạt tới giới hạn trên hay dưới và điều chỉnh lại).

Thị trường tồn tại một trong ba điều kiện thì các mô hình của lý thuyết tài chính hành vi có thể đúng. Nếu tồn tại cả ba điều kiện trên thì việc định giá sai sẽ đáng kể và kéo dài.

2.2. Hiểu biết hành vi của nhà đầu tư

Các bằng chứng nghiên cứu trước đây cho thấy các nhà đầu tư có những hành vi không hợp lý trong hoạt động đầu tư của mình. Cụ thể:

Nhiều nhà đầu tư có xu hướng tin rằng họ nhận thức tốt và đánh giá cao khả năng của mình hơn so với những người khác (Shiller, 1998), điều này là biểu hiện của sự quá tự tin, nếu quá tự tin kết hợp với hoạt động giao dịch quá mức có thể ảnh hưởng đến giá chứng khoán.

Barber và Odean (2000) nhận thấy các nhà đầu tư quá tự tin đánh giá cao các thông tin cá nhân của họ khiến họ giao dịch quá tích cực; do đó dẫn đến kiếm được lợi nhuận dưới mức trung bình.

Tetlock (2007) nghiên cứu tác động của các tin tức bị quan trên phương tiện truyền thông đối với thị trường chứng khoán và phát hiện rằng các vấn đề bị quan nổi bật trên truyền thông sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi và khối lượng giao dịch.

Nghiên cứu về các thông tin, tin tức, tin đồn của Oberlechner và Hocking (2004) cho thấy vai trò của tin đồn trên thị trường tài chính, dựa trên khảo sát 321 doanh nhân và 63 nhà báo về lĩnh vực tài chính từ các ngân hàng và nhà cung cấp thông tin tài chính hàng đầu trên thị trường ngoại hối châu Âu, kết quả nghiên cứu của hai

ông cho thấy tốc độ thông tin được đánh giá quan trọng hơn so với sự tin cậy của nguồn thông tin và độ chính xác thông tin.

Nghiên cứu về hành vi đám đông của Thomas (1995) cho rằng hiện tượng bong bóng là do sự lan truyền quá trình tự tổ chức giữa các nhà giao dịch dẫn đến trạng thái cân bằng của giá cả đi chệch khỏi giá trị cơ bản. Hành vi đám đông của nhà đầu tư cơ phụ thuộc vào lợi nhuận thực tế. Nếu suất sinh lợi trên mức trung bình, thái độ lạc quan của nhà đầu tư sẽ biểu hiện và hiệu ứng này sẽ ảnh hưởng đến niềm tin tăng giá của người khác và ngược lại.

Thomas đã thiết lập một hàm mang tính chu kỳ quanh giá trị cơ bản. Theo ông, việc định giá sai của tài sản xảy ra là do phản ứng của những nhà đầu tư tự khuếch đại thái quá một độ lệch nhỏ từ trạng thái cân bằng.

Shefrin và Statman (1995) tìm thấy các nhà đầu tư có xu hướng xem những cổ phiếu tốt là những cổ phiếu của các công ty lớn.

Một lý thuyết quan trọng của tài chính hành vi là hiệu ứng ngược vị thế được đưa ra bởi Shefrin và Statman (1995), lý thuyết này phân tích các nhà đầu tư có xu hướng bán nhanh cổ phiếu lãi, nắm giữ cổ phiếu thua lỗ trong thời gian dài nhằm tránh cảm giác hối tiếc vì phạm sai lầm.

Sự lệch lạc do quen thuộc là hiện tượng các nhà đầu tư nắm giữ một danh mục thiên về các tài sản họ “quen thuộc” so với một danh mục không lệch lạc thì có các tài sản họ không quen thuộc. Điều đó hàm ý các nhà đầu tư đang nắm giữ những danh mục đầu tư chưa đa dạng hoá

(Phan Thị Bích Nguyệt và cộng sự, 2012). Cụ thể hơn nghiên cứu của Huberman (2001) phát hiện khách hàng của công ty Regional Bell Operating (RBOC) nắm giữ nhiều cổ phần trong RBOC của họ so với những RBOC khác, hiện tượng này là bằng chứng cho thấy các nhà đầu tư có xu hướng đầu tư vào các công ty quen thuộc nên bỏ qua những nguyên tắc của lý thuyết danh mục đầu tư.

Nghiên cứu của Hayat và cộng sự (2011) đã xác định được các chiều hướng chính của hành vi nhà đầu tư là: sự quá tự tin của nhà đầu tư, sự lạc quan của nhà đầu tư, sự tham gia của họ và thái độ đối với rủi ro.

Khía cạnh hành vi “Quá tự tin” được chia thành bốn yếu tố chính được đo lường với bốn câu phát biểu riêng biệt mà nếu các nhà đầu tư đưa ra đánh giá cao đối với các phát biểu này điều đó có nghĩa là họ có sự quá tự tin ở mức độ cao mà có thể ảnh hưởng đến hành vi đầu tư của họ. Câu phát biểu đầu tiên về sự tự tin của nhà đầu tư thể hiện qua việc họ cho rằng mình có khả năng lựa chọn cổ phiếu tốt hơn so với những người khác, kiểm soát các quyết định đầu tư của mình và hoàn toàn chịu trách nhiệm cho các quyết định đó. Nhà đầu tư còn được hỏi ý kiến là họ có cho rằng thành công đầu tư trong quá khứ của họ, trên tất cả, là do kỹ năng đặc trưng của họ và họ có đầy đủ kiến thức về thị trường chứng khoán.

Khía cạnh hành vi “Lạc quan” của nhà đầu tư được đo bằng việc hỏi các nhà đầu tư rằng họ có nghĩ họ vẫn tiếp tục đầu tư vào thị trường chứng khoán hay không, và khả năng họ tăng cường đầu tư trong 12 tháng tới.

Các nhà đầu tư cũng được hỏi ý kiến rằng họ có đồng ý rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trong 12 tháng tới và nếu chỉ số VN – Index sụt giảm họ có nghĩ rằng nó sẽ phục hồi nhanh chóng trong vài ngày không.

Khía cạnh hành vi “Mức độ tham gia” được đo lường bằng hai yếu tố, mức độ tích cực tham gia hoạt động giao dịch của nhà đầu tư và có phải nhà đầu tư tích cực tham gia thị trường vì họ muốn kiếm tiền nhanh chóng không.

Khía cạnh hành vi “Thái độ đối với rủi ro” thể hiện khi các nhà đầu tư được hỏi rằng có phải họ thực hiện đầu tư rủi ro vì sở thích của mình hay không, các nhà đầu tư có sợ hãi sự không chắc chắn và để tránh nó họ có đầu tư vào các cổ phiếu của các công ty mà họ đã quen thuộc không. Mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư được đánh giá và bên cạnh đó họ cũng được tìm hiểu có phải họ thích đầu tư vào các công ty có tỷ suất sinh lợi ổn định như một biểu hiện của thái độ sợ rủi ro chăng.

2.3. *Hiểu cách thức quyết định của nhà đầu tư và mối liên hệ của nó với hành vi đầu tư*

Hayat và cộng sự (2011) cũng phỏng vấn chi tiết các nhà môi giới chứng khoán để tìm hiểu quan điểm của họ về cách ra quyết định của nhà đầu tư và liên kết của nó đến hành vi đầu tư. Phần lớn các nhà môi giới nói rằng các nhà đầu tư dùng 3 cách ra quyết định là phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật và cả theo cảm tính của thị trường. Các nhà đầu tư không theo một kỹ thuật duy nhất khi lựa chọn cổ phiếu mà hành vi đầu tư của họ bị ảnh hưởng bởi tất cả ba kỹ thuật để đạt được một quyết định đầu tư nhưng

họ cũng nêu rõ một số nhà đầu tư cho rằng phân tích cơ bản có tầm quan trọng hơn, một số cho rằng 2 phương pháp kia có tầm quan trọng hơn để ra một quyết định đầu tư tùy theo mục tiêu đầu tư và đặc điểm hành vi của họ. Ba khía cạnh của phương pháp ra quyết định đầu tư được cụ thể là:

1. Phân tích kỹ thuật: Nhà đầu tư được kiểm tra việc đã sử dụng phương pháp phân tích kỹ thuật trong quá trình đầu tư hay không nếu họ đánh giá cao cách sử dụng biến động giá và tỷ suất sinh lợi trong quá khứ để dự đoán giá và tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trong tương lai. Các nhà đầu tư cũng được hỏi về tầm quan trọng của biểu đồ, giá cả lịch sử, mô hình và các xu hướng đối với sự phân tích của họ. Các nhà đầu tư cũng có thể xem xét khối lượng giao dịch hoạt động hàng ngày và doanh thu là yếu tố quan trọng nhất khi lựa chọn cổ phiếu.

2. Phân tích cơ bản: Việc nhà đầu tư có sử dụng phương pháp phân tích cơ bản hay không được đánh giá qua việc họ có sử dụng thông tin công ty, báo cáo tài chính hàng năm, và các chỉ tiêu tài chính để dự báo giá cả và tỷ suất sinh lợi tương lai của cổ phiếu hay không. Các nhà đầu tư được yêu cầu đánh giá tầm quan trọng của chỉ số P/E, khả năng chi trả cổ tức của công ty, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và chỉ số ROE/ROI như các yếu tố quan trọng không đối với họ trong việc quyết định lựa chọn cổ phiếu. Ở một khía cạnh khác các nhà đầu tư được hỏi rằng họ có tìm kiếm các quy định của chính phủ trước khi đầu tư vào một lĩnh vực cụ thể hay không, nhà đầu tư cũng được hỏi về tầm quan trọng của các yếu tố của quản

lý chất lượng trước khi đưa ra lựa chọn cổ phiếu.

3. Tâm lý thị trường: Đo lường bằng cách hỏi các nhà đầu tư rằng đối với họ việc xem xét tin đồn quan trọng như thế nào trước khi lựa chọn cổ phiếu của một số công ty cụ thể. Mặt khác, các nhà đầu tư được hỏi về tầm quan trọng của tin tức trên các phương tiện truyền thông, tư vấn chuyên nghiệp và kiến nghị của các nhà môi giới và các nhà phân tích, những lời khuyên của một số bạn bè, gia đình đối với họ khi họ lựa chọn mua cổ phiếu. Và cuối cùng họ có đánh giá là quan trọng không việc có các tổ chức lớn và các tập đoàn tiếng tăm mua cổ phiếu của công ty khi họ cân nhắc về cổ phiếu đó.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của công trình này cho thấy các hành vi của nhà đầu tư có tác động lớn đến cách họ thực hiện quyết định đầu tư, cụ thể sự tham gia và quá tự tin có ảnh hưởng đáng kể đối với cách quyết định theo tâm lý thị trường, sự tham gia thị trường của nhà đầu tư ảnh hưởng đến cách quyết định theo phân tích kỹ thuật, thái độ đối với rủi ro và hành vi quá tự tin có liên quan đến cách quyết định bằng phân tích cơ bản.

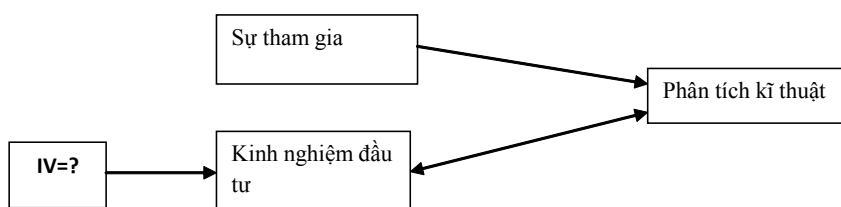
Hồ Quốc Tuấn (2007) lập luận khi môi trường đầu tư thay đổi (ví dụ có thông tin về triển vọng của nền kinh tế chẳng hạn), nhà đầu tư lại có xu hướng chậm phản ứng với những thay đổi đó và gần nhận định

của mình với tình hình chung trong một giai đoạn dài hơi trước đó, hiệu ứng này (gắn với kinh nghiệm dài hạn) là một dạng lệch lạc trong ứng xử của nhà đầu tư. Từ đó có thể suy luận là kinh nghiệm đầu tư là một biến số có thể chi phối cách ra quyết định của nhà đầu tư.

Cũng theo Hồ Quốc Tuấn (2007), lý thuyết tài chính hành vi còn ở dạng khá sơ khai, còn tồn tại nhiều tranh cãi và chưa có những cơ sở hay nguyên lý vững chắc như tài chính chuẩn tắc (ví dụ kinh doanh chênh lệch giá, thị trường hiệu quả...). Từ đó, căn cứ trên kết quả tìm được từ công trình của Hayat và cộng sự (2011) về mối liên hệ giữa các hành vi đầu tư với phương pháp quyết định đầu tư, kết hợp với phân tích của Hồ Quốc Tuấn (2007) nhóm nghiên cứu xác định mô hình thể hiện các tác động đến cách ra quyết định đầu tư theo phương pháp phân tích kỹ thuật của nhà đầu tư chịu tác động của các biến số trong Hình 1.

Nhóm nghiên cứu dự kiến kiểm tra mối liên hệ này bằng phương pháp hồi quy, tuy nhiên ở đây có thể thấy kinh nghiệm đầu tư là một biến số khó đo lường chính xác, nếu chỉ sử dụng số năm tham gia thị trường chứng khoán làm đại diện cho kinh nghiệm đầu tư có thể gây sai số đo lường bởi lẽ kinh nghiệm không đơn giản chỉ là tích lũy thời gian, nó có thể tích lũy qua số lượng các thương vụ đầu tư, từ khả năng phân

Hình 1



tích đúng nguyên nhân thành công hay thất bại và học hỏi từ chúng, hay từ sự nhảy bèn khác nhau của từng nhà đầu tư trong quá trình cò xát trên thị trường.

Theo Hoàng Trung Nam (2012), sai số đo lường kiểu như vậy sẽ gây ra cho mô hình hồi quy hiện tượng nội sinh trên biến độc lập bị đo lường thiên lệch, hiện tượng đó gây sự sụt giảm chất lượng mô hình hồi quy do các ước lượng OLS mất tính vững khiến sự suy diễn ý nghĩa từ các hệ số hồi quy ước lượng được là không đáng tin cậy. Lúc đó cần sử dụng thêm biến công cụ có mối quan hệ tương quan càng nhiều càng tốt với biến độc lập bị nội sinh và không có tương quan với phần dư của mô hình ban đầu để khắc phục hiện tượng nội sinh thông qua thủ tục hồi quy 2SLS.

Bởi vì thực tế là tác giả gần như áp dụng phương pháp tiếp cận sùng sán được gợi ý bởi Bernard và cộng sự (2002) khi tác giả thiếu sự hỗ trợ của nền tảng lý thuyết nên việc tìm kiếm biến công cụ cho mô hình sẽ được đề cập sau ở nội dung kết quả nghiên cứu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Xây dựng thang đo nghiên cứu

Từ các bằng chứng lý thuyết về các hành vi đầu tư và những lệch lạc hành vi đầu tư, nghiên cứu thực tế các nhà đầu tư trên thị trường HOSE của Thuận, Ngọc (2015) đã khẳng định có 4 hành vi đầu tư cơ bản là hành vi quá tự tin, hành vi lạc quan, sự tham gia và thái độ đối với rủi ro. Khía cạnh hành vi “Mức độ tham gia” được đo lường bằng hai phát biểu trên thang đo Likert 7 điểm về mức độ tích cực tham gia hoạt động giao dịch của nhà đầu tư và có phải nhà đầu tư tích cực tham

gia thị trường vì họ muốn kiếm tiền nhanh chóng không.

Kết quả phát hiện được về hành vi tham gia của nhà đầu tư từ công trình của Thuận và Ngọc (2015) nói trên được sử dụng tiếp trong nghiên cứu này, cụ thể là biến số đại diện cho khía cạnh của hành vi tham gia của nhà đầu tư được tính toán từ 2 câu phát biểu cấu thành khía cạnh này theo phương pháp trung bình cộng đơn giản.

Thang đo quyết định đầu tư trong nghiên cứu này dựa trên bảng câu hỏi khảo sát nhà đầu tư dùng trong nghiên cứu của Hayat và cộng sự (2011). Khái niệm chính được đo lường bằng 3 khía cạnh là phân tích kỹ thuật, phân tích cơ bản và phân tích theo tin tức thị trường, mỗi khía cạnh lại có một tập mục hỏi được xây dựng để đo lường các yếu tố cần đo. Cụ thể:

Các mục hỏi được đo lường bằng thang đo Likert 7 điểm, từ 1 = “hoàn toàn không đồng ý” hoặc “ít quan trọng nhất”, đến 7 = “hoàn toàn đồng ý” hoặc “quan trọng nhất”.

Một nhóm gồm 5 nhà đầu tư làm các ngành nghề khác nhau được mời tham gia thảo luận về nội dung của các thang đo cũng như bảng câu hỏi khảo sát. Mục đích thảo luận nhóm nhằm xem xét tính dễ hiểu về mặt ngữ nghĩa, đảm bảo đúng nội dung của bản hỏi khi được chuyển ngữ sang tiếng Việt, đồng thời xem xét và điều chỉnh một số yếu tố khác trong bảng câu hỏi phù hợp với văn hoá của VN. Sau khi thảo luận nhóm, các thang đo vẫn giữ nguyên không thay đổi.

3.2. Mẫu nghiên cứu và phương pháp thu thập thông tin

Một bảng câu hỏi điện tử được thiết kế nhằm khảo sát các nhà đầu tư qua Internet. Việc gửi đường link bảng câu hỏi điện tử đến các nhà đầu tư được thực hiện thông qua Công ty cổ phần chứng khoán Tài Việt. Thời gian thực hiện khảo sát từ tháng 09 đến tháng 10/2013. Có 700 bảng câu hỏi được gửi đi, kết quả thu về 300 bảng câu hỏi đã được trả lời, sau khi tiến hành loại bỏ 51 bảng câu hỏi có nhiều câu trả lời bị khuyết hoặc đánh trả lời kiểu zig zag hoặc sử dụng cùng một đánh giá trên tất cả mục hỏi, cuối cùng còn 249 bảng câu hỏi đạt yêu cầu.

3.3. Phương pháp phân tích

Dữ liệu thu thập từ bảng câu hỏi khảo sát các nhà đầu tư sẽ được nhập vào phần mềm SPSS và thực hiện các phân tích thống kê. Công cụ đánh giá độ tin cậy thang đo dựa vào hệ số Cronbach's Alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA được sử dụng để đánh giá thang đo khái niệm cần nghiên cứu là phương pháp ra quyết định đầu tư. Phần mềm Stata được sử dụng để phân tích hồi quy nhằm tìm ra các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư. Ngoài ra có các bảng tần số được thành lập để có các quan sát cận cảnh về chân dung các nhà đầu tư.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Mô tả thông tin nhà đầu tư

Bảng 1 mô tả tổng hợp các thông tin nhân khẩu học của các nhà đầu tư tham gia khảo sát.

Đánh giá chất lượng thang đo quyết định đầu tư.

Chất lượng thang đo phương pháp quyết định của nhà đầu tư được đánh giá hai tiêu chuẩn là độ

Thị Trường Chứng Khoán Và Các Yếu Tố Tác Động

Bảng 1: Thông tin nhà đầu tư

Phân loại	Đặc điểm	Tần số	Tỷ lệ %
Giới tính	Nam	187	75,1
	Nữ	62	24,9
Độ tuổi	< 30	119	47,8
	30 – 50	112	45,0
	Trên 50	18	7,2
Tình trạng hôn nhân	Độc thân	132	53,0
	Lập gia đình	112	45,0
	Ly hôn	5	2,0
Trình độ học vấn	Trung cấp phổ thông	5	2,0
	Trung cấp chuyên nghiệp	9	3,6
	Cao đẳng/Đại học	200	80,3
	Sau đại học	35	14,1
Nghề nghiệp	Sinh viên	28	11,2
	Hưu trí	5	2,0
	Tự làm chủ	46	18,5
	Đang tìm việc	28	11,2
	Nhân viên, công chức	142	57,0
Thu nhập	< 5 triệu	46	18,5
	Từ 5 đến dưới 10 triệu	75	30,1
	Từ 10 đến dưới 20 triệu	73	29,3
	Từ 20 đến dưới 30 triệu	35	14,1
	Trên 30 triệu	20	8,0
Kinh nghiệm đầu tư	Từ 1 đến 3 năm	124	49,8
	Từ 4 đến 6 năm	91	36,5
	Từ 7 đến 10 năm	34	13,7
Tuổi khởi nghiệp đầu tư	< 20 tuổi	16	6,4
	Từ 20 đến 30 tuổi	182	73,1
	Từ 31 đến 40 tuổi	32	12,9
	Trên 40 tuổi	19	7,6

tin cậy và tính giá trị, độ tin cậy của thang đo đánh giá qua hệ số Cronbach Alpha còn tính giá trị sẽ được kiểm tra bằng phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA. Thang đo Quyết định đầu tư gồm 3 khía cạnh là phương pháp phân tích kỹ thuật, phân tích cơ bản, tâm lý thị trường.

Kết quả phân tích Cronbach's Alpha của các khía cạnh thang đo Quyết định đầu tư như sau.

Cả ba thang đo cho 3 khía cạnh đều có giá trị alpha từ 0,7 trở lên nên chấp nhận được, riêng trong thang đo Phân tích kỹ thuật, mục hỏi 18A1 có báo hiệu là hệ số alpha sẽ tăng lên 0,745 nếu biến này bị loại, tuy nhiên sự gia tăng là không nhiều (so với 0,739) và tiêu chuẩn hệ số tương quan biến-tổng để quyết định

Bảng 2: Hệ số Cronbach's Alpha của thang đo các phương pháp ra quyết định đầu tư

Tên biến	Phân tích kỹ thuật	Alpha nếu biến bị loại
18A1	Sử dụng sự biến động của giá cả trong quá khứ để dự đoán giá cả trong tương lai	0,745
18A2	Sự dao động của giá cả hằng ngày	0,597
18A3	Sử dụng đồ thị, các mô hình và các xu hướng	0,738
18A4	Số lượng hoạt động giao dịch / doanh số giao dịch	0,613
Alpha =		0,739
Phân tích cơ bản		Alpha nếu biến bị loại
18B1	Sử dụng các thông tin, các báo cáo tài chính của công ty	0,671
18B2	Chỉ số P/E (Price to earnings ratio)	0,689
18B3	Khả năng chi trả cổ tức của công ty	0,684
18B4	Chỉ số Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,717
18B5	Chỉ số ROE / ROI	0,707
18B6	Những quy định của Chính phủ / Sự can thiệp của Chính phủ	0,686
18B7	Chất lượng quản trị của công ty	0,675
Alpha =		0,722
STT	Tâm lý thị trường	Alpha nếu biến bị loại
18C1	Tin đồn ảnh hưởng đến thị trường	0,680
18C2	Các tin tức trên phương tiện truyền thông	0,629
18C3	Những khuyến nghị / tư vấn của các nhà đầu tư chuyên nghiệp / nhà môi giới	0,628
18C4	Những khuyến nghị / tư vấn của bạn bè, gia đình, đồng nghiệp	0,688
18C5	Các tổ chức lớn và các tập đoàn hiện mua cổ phiếu của công ty	0,673
Alpha =		0,708

việc loại biến này không bị vi phạm nên biến này vẫn được bảo lưu trong nghiên cứu.

Sau khi đánh giá độ tin cậy của thang đo, phương pháp phân tích nhân tố được tiến hành nhằm đánh giá tính giá trị của thang đo đồng thời quá trình phân tích nhân tố cũng giúp rút trích các nhân tố đại diện cho sự đo lường về quyết định đầu tư trong nghiên cứu này.

Kiểm định sự phù hợp của dữ liệu đối với phương pháp phân tích nhân tố của quyết định đầu tư được thể hiện qua chỉ số KMO (chỉ số KMO từ 0,5 đến 1) và

Bảng 3: Kiểm định KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	0,699
Approx. Chi-Square	1170.027
Bartlett's Test of Sphericity	Df 120
	Sig. .000

Bảng 4: Bảng giải thích tổng các biến

Total Variance Explained									
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.312	20.701	20.701	3.312	20.701	20.701	2.305	14.404	14.404
2	2.201	13.756	34.457	2.201	13.756	34.457	2.262	14.136	28.540
3	2.104	13.151	47.608	2.104	13.151	47.608	2.163	13.520	42.060
4	1.528	9.552	57.161	1.528	9.552	57.161	1.891	11.818	53.877
5	1.101	6.883	64.044	1.101	6.883	64.044	1.627	10.167	64.044
6	.892	5.574	69.618						
7	.822	5.136	74.753						
8	.675	4.221	78.974						
9	.649	4.055	83.029						
10	.568	3.552	86.581						
11	.472	2.952	89.532						
12	.453	2.829	92.361						
13	.388	2.423	94.784						
14	.330	2.060	96.844						
15	.299	1.870	98.714						
16	.206	1.286	100.000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

kiểm định Bartlett ($\text{sig} < \alpha$). Ngoài ra, những thành phần giá trị cảm nhận được rút trích eigen value tương ứng lớn hơn 1 và tổng phần trăm giải thích phải đạt từ 60% trở lên (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2007). Trong phần này, phép xoay nhân tố varimax được sử dụng do việc xoay làm mối tương quan giữa các biến và nhân tố được rõ ràng trong ma trận nhân tố.

Trong kết quả phân tích nhân tố, kiểm định KMO bằng 0,699 > 0,5 kiểm định Bartlett có $\text{sig}=0,000 < \alpha$ ($\alpha = 0,05$) cho thấy giữa dữ liệu

phù hợp với phương pháp phân tích nhân tố. Tổng phần trăm giải thích của năm nhân tố là 64,044% điều đó có nghĩa là các nhân tố rút trích ra giải thích được 64,044% nội dung chứa đựng trong 16 câu phát biểu của thang đo về quyết định đầu tư.

Như vậy, phương pháp phân tích nhân tố đã rút trích ra 5 nhân tố đại diện cho 5 khía cạnh của thang đo quyết định đầu tư, cụ thể khía cạnh phân tích cơ bản tách thành 2 yếu tố và khía cạnh tâm lý thị trường cũng tách thành 2 yếu tố tạm gọi tên như sau:

Nhân tố 1: phương pháp phân tích kỹ thuật

Nhân tố 2: phương pháp phân tích cơ bản 1

Nhân tố 3: phương pháp phân tích cơ bản 2

Nhân tố 4: tâm lý thị trường 1

Nhân tố giá trị 5: tâm lý thị trường 2

Phân tích hồi quy với biến công cụ để tìm hiểu các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư theo phương pháp phân tích kỹ thuật.

Từ kết quả phân tích nhân tố, biến đại diện cho quyết định phân tích kỹ thuật đã được tính toán từ các biến thành phần theo phương pháp trung bình cộng, cụ thể 4 biến 18A1 đến 18A4 được công lại rồi chia đều cho 4.

Biến số đại diện cho sự tham gia của nhà đầu tư đã được tính toán từ kết quả của nghiên cứu của Thuận và Ngọc 2015 như mô tả ở mục 3.1.

Biến kinh nghiệm đầu tư được mô tả bằng số năm tham gia đầu tư chứng khoán

của nhà đầu tư, ta thấy kinh nghiệm đầu tư có mối tương quan với số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán mà nhà đầu tư sở hữu vì một nhà đầu tư có kinh nghiệm có thể sở hữu nhiều tài khoản giao dịch và ngược lại, lập luận này được khẳng định qua kết quả phân tích hệ số tương quan như một biện pháp của cách tiếp cận “súng săn” được đề xuất bởi Bernard (2002), ở đây thể hiện mối quan hệ tương quan tuyến tính thuận chiều có ý nghĩa thống kê giữa hai biến số với độ mạnh ở mức 0,254.

Do đó biến số lượng tài khoản

Thị Trường Chứng Khoán & Các Yếu Tố Tác Động

Bảng 5: Ma trận nhân tố xoay theo phương pháp varimax

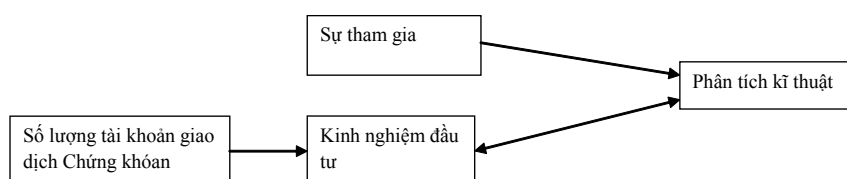
Nhân tố	Biến (câu phát biểu)	Nhân tố				
		1	2	3	4	5
Phân tích kỹ thuật	Sự biến động giá cả quá khứ	0,618				
	Sự dao động giá cả hàng ngày	0,877				
	Sử dụng đồ thị mô hình và xu hướng	0,581				
	Số lượng hoặc doanh số giao dịch	0,861				
Phân tích cơ bản	Sử dụng thông tin báo cáo tài chính công ty		0,835			
	Chỉ số P/E		0,852			
	Khả năng chi trả cổ tức		0,854			
	Chỉ số nợ/vốn chủ sở hữu			0,660		
	Chỉ số ROE, ROI			0,689		
	Quy định hoặc can thiệp của chính phủ			0,720		
	Chất lượng quản trị công ty			0,794		
Tâm lý thị trường	Tin đồn					0,878
	Tin tức trên phương tiện truyền thông					0,784
	Khuyến nghị hoặc tư vấn từ nhà môi giới				0,717	
	Khuyến nghị hoặc tư vấn từ bạn bè, đồng nghiệp				0,849	
	Các tổ chức lớn và các tập đoàn hiện mua cổ phiếu của công ty				0,588	

Bảng 6 Hệ số tương quan giữa kinh nghiệm đầu tư và số lượng tài khoản giao dịch

		Kinh nghiệm đầu tư	Số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán
Kinh nghiệm đầu tư	Pearson Correlation	1	.254**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	249	249
Số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán	Pearson Correlation	.254**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	249	249

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Hình 2



giao dịch chứng khoán được chọn làm biến công cụ cho biến kinh nghiệm đầu tư để khắc phục hiện tượng nội sinh trong mô hình. Ở đây mô hình mô tả các yếu tố chi phối phương pháp quyết định bằng phân tích kỹ thuật được tổng hợp như sau:

Mô hình hồi quy với biến công cụ đã chọn được ước lượng bằng phương pháp 2SLS, phần mềm Stata được sử dụng ở giai đoạn này để thực hiện hồi quy 2SLS, chú ý là do chỉ có 1 biến công cụ khắc phục cho 1 biến bị nội sinh nên bản chất của quá trình 2SLS trên Stata chính là phương pháp hồi quy với biến công cụ (Hoàng Trung Nam, 2012).

Sau đó, kiểm định Hausman test được thực hiện để khẳng định sự tồn tại của hiện tượng nội sinh, kiểm định này đồng nghĩa với việc khẳng định biến công cụ đã chọn đạt yêu cầu là không có tương quan với phần dư của mô hình hồi quy ban đầu và do đó nó đã thực hiện tốt vai trò khắc phục hiện tượng nội sinh gây ra bởi biến kinh nghiệm đầu tư (Hoàng Trung Nam, 2012).

Với kết quả $p=0,061 < \text{mức ý nghĩa } 5\%$, tác giả bác bỏ giả thuyết H_0 của kiểm định Hausman test rằng trong mô hình hồi quy không có nội sinh, tức là khẳng định hiện tượng nội sinh gây ra bởi sai số đo lường trên biến độc lập đã được khắc phục bởi biến công cụ đã chọn, điều đó khiến cho chúng ta có một ước lượng vững cho hệ số hồi quy tổng thể.

Dựa vào các giá trị p-value $< \text{mức ý nghĩa } 5\%$ khiến chúng ta bác bỏ giả thuyết H_0 : Hệ số hồi quy riêng phần của tổng thể $= 0$; có thể tin rằng hai biến số sự tham

Bảng 7 Kết quả hồi quy với biến công cụ

. ivregress 2sls phantichkythuat (c13_kndautu = c12_slgtk) suthangia					
Instrumental variables (2SLS) regression					
				Number of obs =	249
				Wald chi2(2) =	23.77
				Prob > chi2 =	0.0000
				R-squared =	.
				Root MSE =	1.5091
phantichky~t	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
c13_kndautu	.4112753	.1587431	2.59	0.010	.1001445 .7224061
suthangia	.2133836	.063441	3.36	0.001	.0890416 .3377256
_cons	1.944862	.626256	3.11	0.002	.7174233 3.172302
Instrumented: c13_kndautu					
Instruments: suthangia c12_slgtk					

Bảng 8 Kết quả kiểm định Hausman test

. estat endogenous	
Tests of endogeneity	
Ho: variables are exogenous	
Durbin (score) chi2(1)	= 7.52965 (p = 0.0061)
Wu-Hausman F(1, 245)	= 7.63971 (p = 0.0061)

gia và kinh nghiệm đầu tư đều có chỉ phối phương pháp ra quyết định theo phân tích kỹ thuật, cần chú ý mối tương quan giữa các biến này là thuận chiều, nghĩa là nhà đầu tư có hành vi tham gia cao thì tích cực thực hiện phương pháp phân tích kỹ thuật, nhà đầu tư có kinh nghiệm đầu tư lâu năm hơn cũng thực hiện phân tích kỹ thuật nhiều hơn.

Cũng trên kết quả của phần mềm Stata cung cấp, chúng ta thấy giá trị R^2 không thể hiện vì Stata không tính toán được giá trị R^2 trên số liệu này. Chú ý theo Wooldridge (2012), không giống R^2 trong mô hình hồi quy OLS thông thường, giá trị hệ số xác định của mô hình hồi quy với biến công cụ có thể mang giá trị âm, và việc báo cáo giá trị R^2 trong tình huống hồi quy với biến công cụ không hữu dụng lắm vì nó không mang bản chất diễn dịch như thông thường.

5. Kết luận

Nghiên cứu này là kết quả khảo sát từ các nhà đầu tư cá nhân trên

thị trường chứng khoán TP.HCM nhằm xem xét liệu rằng có mối liên hệ giữa hành vi đầu tư và các phương pháp hỗ trợ việc ra quyết định của nhà đầu tư hay không? Cụ thể tác giả xem xét mối liên hệ giữa hành vi “sự tham gia thị trường” của nhà đầu tư kết hợp với kinh nghiệm đầu tư tác động có ảnh hưởng đến việc ra quyết định dựa vào phương pháp phân tích kỹ thuật.

Kết quả mô hình hồi quy với biến công cụ cho thấy có mối liên hệ giữa hành vi sự tham gia thị trường và kinh nghiệm của nhà đầu tư đến phương pháp ra quyết định bằng phương pháp phân tích kỹ thuật, cụ thể nhà đầu tư càng tham gia thị trường thì càng thực hiện việc phân tích kỹ thuật; nhà đầu tư có kinh nghiệm đầu tư lâu năm hơn thì càng chú trọng đến việc thực hiện phân tích kỹ thuật nhiều hơn.

Kết quả nghiên cứu này giúp chúng ta hiểu biết hơn về hành vi ra quyết định của nhà đầu tư, các công ty dịch vụ tài chính phát triển các

sản phẩm dịch vụ mang lại giá trị gia tăng cho khách hàng, đồng thời giúp các nhà hoạch định các chính sách vĩ mô trong việc ban hành các chính sách vĩ mô, pháp luật nhằm ổn định và lành mạnh hoá thị trường chứng khoán, thông qua đó sẽ mang lại nhiều lợi nhuận cho nhà đầu tư khi tham gia thị trường.

Một vài khuyến nghị liên quan cụ thể đến nghiên cứu:

Trong bài nghiên cứu này tác giả không đưa ra các khuyến nghị chính sách ở tầm vĩ mô mà tác giả có vài khuyến nghị ở góc nhìn của nhà đầu tư, cụ thể như sau:

- Trong xu thế hội nhập quốc tế, cần ban hành các chuẩn mực kế toán VN giống như chuẩn mực kế toán quốc tế và chuẩn hoá việc trình bày các báo cáo tài chính theo thông lệ quốc tế; điều này giúp cho nhà đầu tư trong nước cũng như nhà đầu tư nước ngoài dễ dàng tiếp cận thông tin và hiểu được các thông tin tiếp cận được một cách chính xác (tránh trường hợp một thông tin mà hiểu theo nhiều cách khác nhau)

- Hạn chế việc sở hữu chéo phức tạp trong các tập đoàn giữa các công ty và các ngân hàng cũng như giữa các ngân hàng với nhau; điều này dẫn đến việc hợp nhất các báo cáo tài chính không đầy đủ hoặc không chuẩn xác, từ đó thông tin mà nhà đầu tư có được sẽ không chuẩn giúp cho họ trong việc ra quyết định.

- Tăng cường chế tài mạnh và tuân thủ nghiêm minh việc xử lý đối với các hành vi sai phạm của tổ chức và cá nhân khi tham gia thị trường chứng khoán mà đã được ban hành trong các văn bản



pháp quy, cụ thể:

+ Việc công bố thông tin của tổ chức niêm yết bị chậm trễ, thông tin công bố không trung thực và vi phạm nguyên tắc minh bạch hoá thông tin.

+ Các hành vi thao túng giá, làm giá gây biến động thị trường chứng khoán hoặc hành vi giao dịch nội gián của các cá nhân và tổ chức. Các hành vi này đã được chế tài trong Bộ Luật hình sự.

+ Các hành vi gây nhiễu thông tin hoặc lan truyền thông tin không đúng sự thật nhằm mục đích nào đó của các cá nhân hoặc tổ chức.

- Tiếp tục thực hiện đề án tái cấu trúc các công ty chứng khoán đã được Chính phủ đề ra, mục đích là có được các công ty chứng khoán không những mạnh về tài lực và mà còn mạnh về nguồn lực với nhân viên chuyên nghiệp, có trình độ chuyên môn cao trong việc cung cấp các thông tin phân tích cho các nhà đầu tư.

- Các trường đại học, đặc biệt là các trường đào tạo trong lĩnh vực kinh tế, tài chính đưa các chương trình đào tạo chính quy, chuyên sâu về việc phân tích trên thị trường chứng khoán nhằm đào

tạo ra đội ngũ có trình độ chuyên môn thay vì chỉ là các lớp phổ cập như hiện nay.

- Nhà đầu tư phải tự trang bị các kiến thức cần thiết khi tham gia thị trường chứng khoán, tham gia các lớp cập nhật và chuyên sâu về phân tích được tổ chức bởi các công ty chứng khoán hoặc các trường đại học.

6. Hạn chế của nghiên cứu

Nghiên cứu chỉ tiến hành khảo sát tại sở giao dịch chứng khoán TP.HCM bằng bảng câu hỏi trực tuyến thông đầu mối là Công ty cổ phần chứng khoán Tài Việt nên kết quả chưa phản ánh toàn diện hành vi và cách ra quyết định của nhà đầu tư của thị trường chứng khoán VN và do đó mới chỉ cho các khám phá ban đầu về cách quyết định đầu tư.

Nghiên cứu chưa kiểm tra mối quan hệ giữa hành vi đầu tư và các quyết định đầu tư khác như quyết định theo tin tức thị trường hay theo phương pháp phân tích cơ bản bởi vì hai khía cạnh này của phương pháp quyết định đầu tư bị tách thành 2 thành phần nhỏ so với nghiên cứu thực tế của Hayat và cộng sự (2011), và

nhóm nghiên cứu chưa thực hiện khảo sát định tính để hiểu cặn kẽ nguyên nhân của sự phân tách này nên chưa có các phân tích sâu hơn về mối liên hệ chúng với các hành vi đầu tư●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Barber, B. M. and Odean, T. (2000). Trading Is Hazardous To Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance* 55(2), pp, 773-806.
- Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc. (2007). *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, NXB Hồng Đức, TP.HCM
- Hoàng Trung Nam. (2012). *Bài giảng kinh tế lượng*. Đại học Kinh tế TP.HCM Hồ Quốc Tuấn. (2007). Tài chính hành vi: Nghiên cứu ứng dụng tâm lý học vào tài chính. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, số 201, trang 10-11
- Huberman, G. (2001). Familiarity Breeds Investment. *Review of Financial Studies* 14(3): pp, 659-680
- Oberlechner, T. and S. Hocking. (2004). Information Sources, News, And Rumors In Financial Markets: Insights Into The Foreign Exchange Market. *Journal of Economic Psychology* 25, pp, 407-424.
- Phan Thị Bích Nguyệt và cộng sự. (2012). *Tài chính hành vi: Nhà đầu tư, doanh nghiệp và thị trường*. NXB Kinh tế, TP.HCM.
- Shefrin, H., M. Stateman. (1995). Making sense of beta, size, and book to market, *Journal of Portfolio Management* 21(2): 26-34.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making* 12(3), pp, 183-206.
- Vương Văn Thuận & Chu Nguyễn Mộng Ngọc. (2015). Tìm hiểu hành vi của nhà đầu tư chứng khoán cá nhân VN. *Kỷ yếu Hội thảo Tài chính định lượng và các vấn đề liên quan*, Đại học Tài chính Marketing, trang 172-196