KHÁM PHÁ VÀ XÂY DỰNG MÔ HÌNH ĐO LƯỜNG CÁC YẾU TỐ TÂM LÝ CỦA HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Th.s Nguyễn Đức Hiển, PGS.TS Đàm Văn Huệ

Đại học Kinh tế Quốc dân

Số lượng tài khoản nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam chiếm khoảng 99% tổng số tài khoản song tổng giá trị giao dịch chỉ đạt khoảng 20% tổng giá trị giao dịch của thị trường. Tuy vậy, các nhà đầu tư cá nhân có tâm lý rất phức tạp và rất dễ bị tổn thương. Diễn biến TTCK Việt Nam trong thời gian qua cho thấy, các lý thuyết tài chính chuẩn mực không thể giải thích được hành vi của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Bài viết này sử dụng cách tiếp cận của Lý thuyết tài chính hành vi để khám phá và xây dựng mô hình đo lường các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu của bài viết sẽ giúp cho các nhà quản lý hoạch định các chính sách để phát triển bền vững TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

Từ khóa: tài chính hành vi, hành vi nhà đầu tư cá nhân, mô hình đo lường hành vi nhà đầu tư, thị trường chứng khoán.

1. Nền tảng lý thuyết

Các trụ cột của lý thuyết tài chính chuẩn mực (standard finance) như Lý thuyết chênh lệch giá của Merton Miller và Franco Modigliani, Lý thuyết xây dựng danh mục đầu tư của Harry Markowitz (Nobel 1990); Mô hình định giá tài sản CAPM của John Lintner và William Sharpe (Nobel 1990) và Lý thuyết định giá các chứng khoán quyền chọn của Fischer Black, Myron Scholes và Robert Merton (Nobel 1997) đều dựa trên giả định *con người là lý trí (rational)*. Tuy nhiên, thực tế cho thấy các lý thuyết và mô hình của tài chính chuẩn mực không thể giải thích được các hiện tượng bong bóng và những cuộc khủng hoảng của thị trường chứng khoán thế giới cũng như những thăng trầm của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua.

Lý thuyết tài chính hành vi (behavioral finance) là sự kết hợp tâm lý học vào tài chính với nền tảng giả định cơ bản là *"thị trường không luôn luôn đúng"* và *"nhà đầu tư là phi lý trí"*, đã đặt ra một đối trọng lớn đối với lý thuyết "thị trường hiệu quả", cơ sở của các lý thuyết tài chính chuẩn mực trong suốt gần 5 thập kỷ gần đây. Năm 2002, Giáo sư tâm lý học người Mỹ Daniel Kahneman đã nhận được giải Nobel nhờ công trình nghiên cứu về tài chính hành vi và đưa ra "thuyết kỳ vọng" (prospect theory), tạo nền tảng vững chắc để xây dựng lý thuyết tài chính hành vi. Thuyết kỳ vọng được xây dựng từ những năm 1979 được coi như một thay thế hoàn hảo cho thuyết về độ thỏa dụng kì vọng trước đây.

Tuy là lĩnh vực mới mẻ song tài chính hành vi có vị thế quan trọng với nhiều công trình đồ sộ và có giá trị, góp phần giải thích các vấn đề về tâm lý của các thị trường nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

Tâm lý quá tự tin (Overconfidence): tự tin là trạng thái tâm lý tốt song quá tự tin có thể dẫn đến các lệch lạc trong hành vi. Kết quả nghiên cứu của Shiller (2000) và Thaler (2002) cho thấy điển hình của những lệch lạc do sự quá tự tin gây ra là các nhà đầu tư quá tự tin thường ít đa dạng hóa danh mục đầu tư và đầu tư vào những công ty mà họ thấy quen thuộc. Nghiên cứu của Odean (1998) cho thấy, các nhà đầu tư có tâm lý quá tự tin có xu hướng tin rằng họ đầu tư giỏi hơn người khác song thực tế trung bình sinh lợi của những người này lại thấp hơn trung bình của thị trường. Về mối quan hệ giữa giới tính

và tâm lý tự tin, nghiên cứu của Odean (2001) và Pulford (1997) đã chỉ ra rằng nam giới thường có mức độ tự tin hơn nữ giới. Đồng thời, nghiên cứu của Odean (1998) cũng chỉ ra rằng, sự quá tự tin làm cho các nhà đầu tư thường giao dịch nhiều hơn những nhà đầu tư khác và kết quả là thành quả giao dịch thường không hiệu quả.

Tâm lý lạc quan quá mức (Excessive Optimism): sự lạc quan quá mức thường xuất phát từ sự quá tự tin và liên quan đến niềm tin cho rằng các sự kiện xảy ra trong tương lai sẽ tốt đẹp, tích cực hơn tình trạng hiện tại. Giáo sư Daniel Kahnemen đạt giải Nobel năm 2002 cho rằng, sự lạc quan thái quá của nhà đầu tư là do bản thân họ thường thực hiện đầu tư trên giác độ bên trong (tập trung vào tình trạng hiện tại của khoản đầu tư và phản ánh các đánh giá mang tính cá nhân của nhà đầu tư) thay cho giác độ bên ngoài (tập trung vào dự đoán tình trạng hiện tại thông qua các dữ liệu kết quả trong quá khứ). Nghiên cứu của Gervais, Heaton, và Odean (2002) đã cho thấy tâm lý lạc quan quá mức gây ra tác động tiêu cực đối với các nhà quản trị bởi nó dẫn đến các nhà quản trị đầu tư vào các cơ hội có NPV âm. Pompian (2006) cho rằng, tâm lý lạc quan quá mức dẫn đến nhà đầu tư thường bỏ qua các tác động tiêu cực của lạm phát, phí và thuế cũng như làm cho các nhà đầu tư tập trung quá nhiều vào những dự báo và tập trung vào đầu tư những công ty quen thuộc.

Tâm lý bi quan quá mức (Excessive Pessimistic): tâm lý bi quan quá mức trái ngược với tâm lý lạc quan quá mức. Nhà đầu tư trong trạng thái tâm lý này cho rằng các sự kiện xảy ra trong tương lai sẽ xấu hơn, tiêu cực hơn tình trạng hiện tại.

Tâm lý bầy bàn (Herd Behavior): tâm lý bầy đàn là việc các nhà đầu tư cùng có một hành vi không hợp lý như nhau, nhà đầu tư này hành động theo nhà đầu tư khác mà không quan tâm đến các thông tin mình có và kéo theo phản ứng dây chuyền đối với các nhà đầu tư khác. Tâm lý bầy đàn sẽ làm méo mó thị trường. Hành vi bầy đàn tồn tại ở hai hình thái cơ bản là hành vi bầy đàn có chủ ý và hành vi bầy đàn không có chủ ý. Xét trên giác độ hành vi bầy đàn không có chủ ý, Christie and Hwang (1995) đã định nghĩa hành vi bầy đàn đó là khi các nhà đầu tư nhỏ lẻ loại bỏ những niềm tin của cá nhân và tiến hành các quyết định đầu tư chủ yếu dựa trên những hành vi mang tính tập thể của thị trường. Theo lý giải của Chang, Cheng và Khorana (1999), hành vi bầy đàn có thể được xem như hành vi thị trường không có chủ ý khi mà các nhà đầu tư gạt bỏ những niềm tin trước đó của mình bằng việc mù quáng theo gót các nhà đầu tư khác. Xét trên giác độ hành vi bầy đàn có chủ ý, hành vi bầy đàn xảy ra khi những nhà quản lý quỹ với trình độ thấp có chủ định sao chép hành động của các nhà đầu tư có trình độ tốt hơn, bằng việc xóa bỏ hoàn toàn những thông tin mà cá nhân họ thu thập được, bởi họ tin rằng quyết định của các nhà đầu tư khác được xuất phát từ những nguồn thông tin tiếp cận tốt hơn. Một cách chung nhất, cả hai hình thái cơ bản của hành vi bầy đàn đã minh chứng rằng các nhà đầu tư đều không dựa trên những phân tích và nguồn thông tin mà họ thu nhận được mà chỉ dựa theo những động thái chung của thị trường để đưa ra các quyết định đầu tư của mình.

Thái độ đối với rủi ro (Psychology of Risk): Quan điểm của tài chính chuẩn mực về rủi ro kết hợp với khía cạnh khách quan về rủi ro (định lượng), trong khi quan điểm của tài chính hành vi *còn xem xét thêm các nhân tố chủ quan (định tính)*. Các nghiên cứu về tài chính hành vi đã đưa ra rất nhiều yếu tố rủi ro mang tính nhận thức (tinh thần) và ảnh hưởng (cảm xúc) khác nhau, có thể được áp dụng trong quá trình đưa ra quyết định và giải thích về quá trình một cá nhân nhận thức được rủi ro đối với các dịch vụ tài chính đa dạng và các công cụ đầu tư. Ví dụ, Ricciardi (2008b) khái quát 12 yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến việc nhận thức rủi ro của một cá nhân đối với các dịch vụ tài chính và các sản phẩm đầu tư. Những yếu tố này gồm sự quá tự tin, tâm lý ngại mất mát, lý thuyết triển vọng, suy nghiệm, tính đại diện, nhận định, xu hướng quen thuộc, hư cấu (tưởng tượng), kiến thức của chuyên gia, khả năng điều khiển được, lo ngại và ảnh hưởng (cảm xúc). Các nhà đầu tư đánh giá cơ hội tiềm ẩn dựa trên niềm tin của họ, kinh nghiệm bản thân, và thông tin sẵn có. Từ đó, họ sẽ đưa ra những hành vi khác nhau và áp dụng những đánh giá chủ quan để quyết định chọn lựa cuối cùng. Tóm lại, rủi ro là một quá trình đa chiều (đa yếu tố) và dựa vào tình huống, phụ thuộc vào các yếu tố cụ thể của dịch vụ đầu tư hoặc sản phẩm tài chính (Ricciardi, 2008a, 2008b).

2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

2.1. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả bài viết tiến hành khảo sát và phân tích dữ

liệu từ cuộc khảo sát các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo bảng hỏi gồm 35 câu hỏi được xây dựng trên nền tảng tài chính hành vi để làm rõ các vấn đề sau:

Thứ nhất: xây dựng mô hình đo lường các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư cá nhân.

Bên cạnh sử dụng các kết quả thông qua thống kê mô tả, bài nghiên cứu sử dụng các phương pháp phân tích định lượng bao gồm: phân tích nhân tố khám phá (EFA), phân tích hồi quy và phân tích nhân tố khẳng định thông qua sử dụng phương pháp phân tích khám phá lần 2.

Phương pháp phân tích nhân tố khám phá (EFA): là phương pháp phân tích giúp nhận diện các khía cạnh hay nhân tố giải thích được các liên hệ tương quan trong một tập hợp biến.

Phân tích nhân tố khẳng định thông qua sử dụng EFA lần 2 được sử dụng để kiểm định các biến quan sát đại diện cho các nhân tố tốt đến mức nào, các thang đo của các nhân tố được xây dựng có tốt hay không cũng như đánh giá mức độ phù hợp của mô hình.

Kỳ vọng của bài nghiên cứu sẽ khám phá các yếu tố cấu thành tâm lý của nhà đầu tư bao gồm 5 nhóm: (1) tâm lý quá lạc quan; (2) tâm lý bầy đàn; (3) tâm lý quá tự tin; (4) thái độ đối với rủi ro; (5) tâm lý bi quan.

Thứ hai, nhận diện xem nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam có "lý trí" không? Có tuân theo lý thuyết triển vọng không?

Thứ ba, nhận diện mối quan hệ giữa học vấn và tuổi tác với các yếu tố tâm lý của hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.

Thứ tư, kiểm định mối quan hệ giữa trình độ học vấn và quy mô bình quân đầu tư trên tài khoản với hiệu quả đầu tư (lãi hay lỗ trong năm 2011): Tác giả sử dụng mô hình Binary Logistic để kiểm định mối quan hệ giữa hiệu quả đầu tư với biến trình độ học vấn và quy mô tài khoản. Mô hình hồi quy Binary Logistic sử dụng biến phụ thuộc (hiệu quả đầu tư) dạng nhị phân để ước lược xác suất xảy ra đối với các thông tin của biến độc lập (trình độ học vấn và quy mô tài khoản của nhà đầu tư cá nhân).

2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là các kết quả trả lời phiếu khảo sát, điều tra của 500 nhà đầu tư cá nhân được lựa chọn ngẫu nhiên tại các công ty chứng khoán.

3. Kết quả

3.1. Kết quả 1: Mô hình đo lường các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư cá nhân.

Tác giả nghiên cứu đã đưa 19 khía cạnh phản ánh tâm lý nhà đầu tư vào phân tích nhân tố nhằm xác định những nhóm nhân tố tâm lý cơ bản của nhà đầu tư cá nhân. Kết quả phân tích nhân tố thể hiện như

Bảng 1: Kiểm định KMO và Bartlett's Test

KMO and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.779
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	8247.612
	df	171
	Sig.	0

Bảng 2: Tổng phương sai giải thích

Total Variance Explained						
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	6.684	35.179	35.179	6.684	35.179	35.179
2	3.664	19.286	54.464	3.664	19.286	54.464
3	1.651	8.69	63.154	1.651	8.69	63.154
4	1.493	7.856	71.01	1.493	7.856	71.01
5	1.232	6.485	77.496	1.232	6.485	77.496
6	0.891	4.69	82.186			
7	0.781	4.112	86.298			
8	0.49	2.58	88.879			
9	0.4	2.107	90.985			

trong Bảng 1.

Kết quả kiểm định tại Bảng 1 cho chỉ số KMO =0.779 là khá cao (>0.5). Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Bartlett's Test cho thấy các khía cạnh phản ánh tâm lý nhà đầu tư có tương quan với nhau có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 0.05 (Sig.=0.000 < 0.05). Do đó, kỹ thuật phân tích nhân tố được sử dụng là phù hợp.

Bảng 2 cho thấy với 19 khía cạnh đo lường cho tâm lý nhà đầu tư, có 5 nhóm nhân tố cơ bản được

Bảng 3: Ma trận nhân tố xoay

Rotated Component Matrixa					
	Component				
	1	2	3	4	5
c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	0.8695	0.019	0.238	0.051	0.177
c35_5 Nếu như chỉ số VNIndex giảm 5% vào ngày mai, tôi sẽ cho rằng trong 1 vài ngày tới, chỉ số sẽ được phục hồi phần lớn những sụt giảm trên	0.8636	-0.024	0.221	0.079	0.122
c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	0.8614	0.005	0.187	0.075	0.125
c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	0.7904	0.016	0.204	0.037	0.328
c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	0.7386	0.039	0.317	0.032	-0.038
c28 Tin tưởng về lời giới thiệu của người khác	-0.029	0.8965	0.035	0.005	-0.03
c32_5 Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài	-0.034	0.8736	0.044	-0.007	-0.028
c30_8 Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	-0.032	0.8364	-0.003	0.071	-0.035
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	0.058	0.8173	-0.006	0.125	0.025
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	0.076	0.7525	-0.025	0.125	0.04
c18 Đánh giá về việc tự định giá	0.208	0.029	0.8652	0.062	0.104
c19 Hiểu biết về chứng khoán đầu tư trong danh mục	0.116	-0.004	0.8445	0.113	0.121
c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	0.308	0.014	0.7548	0.026	0.04
c33_6 Mức độ tự tin của ông (bà) với việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường	0.45	-0.024	0.7005	0.058	0.197
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	0.496	0.035	0.6687	0.053	0.228
c35_6 Có thể sẽ có những sụt giảm nhanh chóng giá các chứng khoán trên TTCKVN như hiện tượng cuối năm 2008, Vnindex giảm xuống dưới 300 điểm	0.082	0.123	0.1	0.9542	0.046
c35_1 Trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá	0.097	0.16	0.104	0.9469	0.047
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	0.195	-0.003	0.166	0.038	0.8636
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	0.265	-0.025	0.214	0.06	0.8621
Extraction Method: Principal Component Analysis.					
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.					

rút ra theo tiêu chí dựa vào giá trị Eigen đạt giá trị nhỏ nhất =1. Eigenvalue=1.232 vẫn lớn hơn 1 và có 5 nhóm nhân tố được rút ra. Tổng phương sai giải thích được khi 5 nhóm nhân tố được rút ra xấp xỉ bằng 77,5 %.

Từ kết quả Bảng 3, ta xác định được 5 nhóm nhân tố tâm lý cơ bản cấu thành hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam:

Nhóm 1: Nhóm yếu tố "Tâm lý lạc quan", được giải thích qua các thuộc tính sau:

c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới.

c35_5 Nếu như chỉ số VNIndex giảm 5% vào ngày mai, tôi sẽ cho rằng trong 1 vài ngày tới, chỉ số sẽ được phục hồi phần lớn những sụt giảm trên c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn.

c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN.

c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới.

Nhóm 2: Nhóm yếu tố "Tâm lý bầy đàn", được giải thích qua các thuộc tính sau:

c28 Tin tưởng về lời giới thiệu của người khác.

c32_5 Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài.

c30_8 Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường.

c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán.

Nhóm 3: Nhóm yếu tố "Mức độ tự tin" của nhà đầu tư trên TTCK, được giải thích qua các thuộc tính sau:

c18 Đánh giá về việc tự định giá.

c19 Hiểu biết về chứng khoán đầu tư trong danh mục.

c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán.

c33_6 Mức độ tự tin của ông (bà) với việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường.

c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng.

Nhóm 4: Thái độ đối với rủi ro, được giải thích qua các thuộc tính sau:

c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro.

c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ.

Nhóm 5: Nhóm yếu tố "Tâm lý bi quan", được giải thích qua các thuộc tính sau:

c35_6 Có thể sẽ có những sụt giảm nhanh chóng giá các chứng khoán trên TTCKVN như hiện tượng cuối năm 2008, VNindex giảm xuống dưới 300 điểm.

c35_1 Trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá

Tiếp theo, chúng ta sẽ thực hiện kiểm định thang đo đo lường các nhóm tâm lý thông qua hệ số Cronbach's alpha. Để tối ưu hóa thang đo cho tâm lý nhà đầu tư, hệ số Cronbach alpha được sử dụng để kiểm định lại thang đo trên từng nhóm tâm lý được rút ra. Thang đo dùng để đo lường các nhóm tâm ý được gọi là tốt khi hệ số cronbach alpha từ 0.8 trở lên. Thuộc tính tâm lý nào đó nên giữ lại hay bỏ đi sẽ được lựa chọn theo tiêu chí: nếu hệ số "Cronbach's Alpha if Item Deleted" lớn hơn hệ số cronbach alpha tổng và giá trị "Corrected Item-Total Correlation" bé hơn 0.3 thì mục hỏi đó không có giá trị phản ánh nhóm tâm lý đang được quan tâm và nên loại mục hỏi đó ra.

Bảng 4 cho giá trị Cronbach alpha của từng nhóm nhân tố cơ bản đều lớn hơn 0.8. Mặc khác, "Corrected Item-Total Correlation" đều có giá trị lớn hơn rất nhiều so với 0.3, chứng tỏ các mục hỏi đang giải thích tốt cho nhóm nhân tố tâm lý hay thang đo các nhóm tâm lý được sử dụng khá tốt và đang đo lường tốt cho khái niệm nghiên cứu.

Để xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm tâm lý, tác giả thực hiện thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2. Kết quả như bảng 5.

Bảng 5 cho thấy, qua phân tích khám phá nhân tố lần 2, các nhóm nhân tố đều được giải thích khá tốt thông qua các kết quả kiểm định: hệ số KMO đều lớn hơn 0,5, Bartlet's Test có xác suất bác bỏ là 0%, hệ số Eigenvalues lớn hơn 1 và phương sai giải thích – Total Variance Explained ở mức cao (thấp nhất là 70,42% và cao nhất là 94,87%). Như vậy có thể khẳng định, các nhóm yếu tố tâm lý hành vi của nhà đầu tư cá nhân được tác giả xây dựng là phù hợp và cho kết quả giải thích tốt.

Bảng 4: Kết quả kiểm định thang đo đo lường các nhóm tâm lý thông qua hệ số cronbach's alpha

Item-Total Statistics				
	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correla-tion	Cron-bach's Alpha if Item Deleted
Cronbach's Alpha=0.8979	**Mức độ tự tin của nhà đầu tư trên TTCK**			
c18 Đánh giá về việc tự định giá	22.78	11.556	0.783	0.8692
c19 Hiểu biết về chứng khoán đầu tư trong danh mục	22.91	12.238	0.715	0.884
c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	22.57	11.52	0.684	0.8895
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	22.32	10.678	0.789	0.8661
c33_6 Mức độ tự tin của ông (bà) với việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường	22.4	10.213	0.793	0.8665
Cronbach's Alpha=0.9227	**Tâm lý lạc quan**			
c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	23.35	15.211	0.697	0.9223
c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	23.12	14.644	0.8	0.905
c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	23.04	14.361	0.853	0.8945
c35_5 Nếu như chỉ số VNIndex giảm 5% vào ngày mai, tôi sẽ cho rằng trong 1 vài ngày tới, chỉ số sẽ được phục hồi phần lớn những sụt giảm trên	23.09	14.423	0.83	0.899
c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	23.19	14.59	0.82	0.9011
Cronbach's Alpha=0.9440	**Tâm lý bi quan**			
c35_1 Trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá	4.93	1.224	0.897	
c35_6 Có thể sẽ có những sụt giảm nhanh chóng giá các chứng khoán trên TTCKVN như hiện tượng cuối năm 2008, VNindex giảm xuống dưới 300 điểm	4.84	1.024	0.897	
Cronbach's Alpha=0.8220	**Thái độ đối với rủi ro**			
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	5.44	0.912	0.704	
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	5.81	1.186	0.704	
Cronbach's Alpha=0.8875	**Tâm lý bầy đàn**			
c28 Tin tưởng về lời giới thiệu của người khác	19.65	20.424	0.786	0.8519
c30_8 Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	19.75	21.659	0.719	0.8676
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	19.54	18.631	0.764	0.8554
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	19.68	18.98	0.673	0.8816
c32_5 Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài	19.64	20.648	0.744	0.8603

Bảng 5: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm tâm lý thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2

Component Matrix		
Tâm lý lạc quan	Component 1	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
c18 Đánh giá về việc tự định giá	,873	21%
c33_6 Mức độ tự tin của ông (bà) với việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường	,872	21%
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	,866	20%
c19 Hiểu biết về chứng khoán đầu tư trong danh mục	,823	19%
c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	,793	19%
Eigenvalues	3,58	
Total Variance Explained (%)	71,57	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,83	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
Component Matrix		
Tâm lý lạc quan	Component 1	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	,913	21%
c35_5 Nếu như chỉ số VNIndex giảm 5% vào ngày mai, tôi sẽ cho rằng trong 1 vài ngày tới, chỉ số sẽ được phục hồi phần lớn những sụt giảm trên	,898	21%
c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	,889	20%
c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCK-VN	,875	20%
c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	,796	18%
Eigenvalues	3,83	
Total Variance Explained (%)	76,60	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,89	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
Component Matrix		
Tâm lý bi quan	Component 1	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
c35_1 Trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá	,974	50%
c35_6 Có thể sẽ có những sụt giảm nhanh chóng giá các chứng khoán trên TTCKVN như hiện tượng cuối năm 2008, VNindex giảm xuống dưới 300 điểm	,974	50%
Eigenvalues	1,90	
Total Variance Explained (%)	94,87	

Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,50	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
Component Matrix		
Thái độ đối với rủi ro	Component 1	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	,923	50%
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	,923	50%
Eigenvalues	1,70	
Total Variance Explained (%)	85,19	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,50	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
Component Matrix		
Tâm lý bầy đàn	Component 1	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
c28 Tin tưởng về lời giới thiệu của người khác	,892	21%
c32_5 Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài	,868	21%
c30_8 Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	,838	20%
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	,829	20%
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	,765	18%
Eigenvalues	3,52	
Total Variance Explained (%)	70,42	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,76	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	

3.2. Kết quả 2: Kiểm định xem nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam có "lý trí" không? Có tuân theo lý thuyết triển vọng không?

Kết quả trả lời các câu hỏi số 8 đến số 13 cho thấy lý thuyết tối đa hóa độ thỏa dụng kỳ vọng không thể giải thích được thái độ đối với rủi ro của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Bản thân các nhà đầu tư cá nhân là *không lý trí* khi trong nhiều trường hợp nhà đầu tư là ngại rủi ro song trong nhiều trường hợp khác lại là những nhà đầu tư ưa thích rủi ro. Việc lựa chọn phù thuộc vào triển vọng của từng hoàn cảnh. Thái độ đối với rủi ro là khác nhau căn cứ vào việc tính toán đánh đổi giữa được và mất có căn cứ vào *điểm tham chiếu (reference point)*.

3.3. Kết quả 3: Kiểm định mối quan hệ giữa trình độ học vấn và tuổi với các nhóm yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư

Trình độ học vấn có mối quan hệ chặt chẽ với các nhóm tâm lý của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt

Bảng 6: Mối liên hệ giữa học vấn và các nhóm tâm lý nhà đầu tư

	Trình độ học vấn			
	Phổ thông	Cao đẳng	Đại học	Sau đại học
	Mean	Mean	Mean	Mean
Q1 Tâm lý lạc quan	4,02	4,71	5,56	5,80
Q2 Tâm lý bầy đàn	5,98	4,57	4,09	3,61
Q3 Mức độ tự tin của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán	3,64	4,54	5,45	5,81
Q4 Tâm lý bi quan	6,08	4,62	4,01	3,63
Q5 Thái độ với rủi ro	6,621	5,411	4,668	4,204

Bảng 7: Sự khác biệt về trung bình phân theo trình độ học vấn

	Multiple Comparisons					
	Mean Difference					
	(Phổ thông - Cao đẳng)	(Phổ thông - Đại Học)	(Phổ thông - Sau đại học)	(Cao đẳng - Đại Học)	(Cao đẳng - Sau đại học)	(Đại Học - Sau đại học)
Q1 Tâm lý lạc quan	-0,695	-1.546*	-1.785*	-0.851*	-1.09*	-0,239
Q2 Tâm lý bầy đàn	1.401*	1.888*	2.364*	0,486	0.963*	0,476
Q3 Mức độ tự tin của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán	-0,897	-1.804*	-2.162*	-0.907*	-1.265*	-0,358
Q4 Tâm lý bi quan	1.453*	2.063*	2.441*	0.61*	0.988*	0,378
Q5 Thái độ với rủi ro	1.21*	1.952*	2.417*	0.742*	1.207*	0.465*
*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)						

Bảng 8: Mối liên hệ giữa tuổi và các nhóm tâm lý nhà đầu tư

	Tuổi			
	Dưới 25 tuổi	Từ 26 - 35	Từ 36 - 55	Trên 55 tuổi
	Mean	Mean	Mean	Mean
Q1 Tâm lý lạc quan	3,64	4,33	6,03	6,49
Q2 Tâm lý bầy đàn	6,13	5,23	3,52	2,86
Q3 Mức độ tự tin của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán	3,59	4,16	5,94	6,45
Q4 Tâm lý bi quan	5,82	5,12	3,57	2,87
Q5 Thái độ với rủi ro	6,23	5,79	4,23	3,56

Bảng 9: Sự khác biệt về trung bình phân theo độ tuổi

	Multiple Comparisons					
	Mean Difference					
	(Dưới 25 tuổi - Từ 26 - 35)	(Dưới 25 tuổi -Từ 36 - 55)	(Dưới 25 tuổi - Trên 55 tuổi)	(Từ 26 - 35 -Từ 36 - 55)	(Từ 26 - 35 - Trên 55 tuổi)	(Từ 36 - 55 - Trên 55 tuổi)
Q1 Tâm lý lạc quan	-0,689	-2.386*	-2.853*	-1.696*	-2.163*	-0,467
Q2 Tâm lý bầy đàn	0.904*	2.609*	3.27*	1.705*	2.366*	0.661*
Q3 Mức độ tự tin của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán	-0,570	-2.354*	-2.868*	-1.784*	-2.298*	-0,514
Q4 Tâm lý bi quan	0,703	2.256*	2.955*	1.553*	2.252*	0.699*
Q5 Thái độ với rủi ro	0,437	2.000*	2.675*	1.564*	2.238*	0.674*
*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)						

Nam. Bảng 6 cho thấy, *nhà đầu tư có trình độ học vấn cao hơn thì lạc quan nhiều hơn, tự tin hơn, ít bi quan hơn, và tâm lý bầy đàn ít hơn.* Điều này khẳng định, xét ở một góc độ nào đó, yếu tố học vấn có tác động tích cực lên tâm lý của nhà đầu tư cá nhân. Kết quả kiểm định tại Bảng 7 cho thấy sự khác nhau về giá trị trung bình giữa các nhóm nhà đầu tư theo các nhóm tâm lý nhà đầu tư là có độ tin cậy 95%.

Bảng 8 và Bảng 9 cho biết mối quan hệ giữa tuổi và các nhóm yếu tố tâm lý: nhà đầu tư có tuổi càng trẻ thì càng bi quan (và ít lạc quan hơn), càng thiếu

tự tin và có tâm lý bầy đàn hơn. Những nhà đầu tư có tuổi cao hơn thì ngược lại, tâm lý lạc quan cao hơn, tự tin hơn và thái độ đối với rủi ro cũng thấp hơn.

3.4. Kết quả 4: Kiểm định mối liên hệ giữa hiệu quả đầu tư (mức sinh lợi) với trình độ học vấn và quy mô giao dịch của nhà đầu tư cá nhân

Để kiểm định mối quan hệ giữa mức độ hiệu quả trong đầu tư chứng khoán (đo lường bằng mức sinh lợi - biến c7 trong bảng hỏi) với trình độ học vấn (biến c1 trong bảng hỏi) và quy mô giao dịch của nhà đầu tư (biến c5 trong bảng hỏi) chúng ta sử dụng mô hình hồi quy Binary Logistic. Kết quả kiểm định:

Bảng 10.1: Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	151,654	2	,000
	Block	151,654	2	,000
	Model	151,654	2	,000

Bảng 10.2: Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	439.400a	,262	,377

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Bảng 10.1 cho thấy kết quả kiểm định về độ phù hợp tổng quát có mức ý nghĩa quan sát sig. = .000 nên ta bác bỏ giả thiết Ho: βc1 = βc5 = 0. Bảng 10.2 cho thấy kết quả giá trị của -2 Log likelihood = 439.4 không cao lắm thể hiện mức độ phù hợp khá tốt của mô hình tổng thể.

Bảng 10.3 cho biết mức độ chính xác của dự báo: trong 118 trường hợp được dự đoán là sẽ chịu lỗ thì mô hình đã dự đoán đúng 81 trường hợp, tỷ lệ đúng là 63%. Còn với 382 trường hợp thực tế hoà vốn trở lên thì mô hình dự đoán sai 52 trường hợp, tỷ lệ đúng là 91.4%. Như vậy, tỷ lệ dự đoán đúng của toàn bộ mô hình là 83.4%. Bảng 10.4 cho kết quả kiểm định Wald về ý nghĩa của các hệ số hồi quy tổng thể của biến học vấn và độ tuổi đều có mức ý nghĩa sig. nhỏ hơn 0,05 nên bác bỏ giả thiết:

Ho: βc1 = 0

Ho: βc5 = 0.

Như vậy các hệ số hồi quy tìm được có ý nghĩa và mô hình của chúng ta có thể sử dụng được. Từ các hệ số hồi quy ta có phương trình:

$\log_e(P(re_c7 = 1)/P(re_c7 = 0)) = -3,679 + 1.968c1 - 0,27c5$

Tóm lại, ta có thể diễn dịch ý nghĩa của các hệ số hồi quy Binary Logistic như sau:

Trình độ học vấn làm tăng tỷ suất sinh lời còn bình quân tổng mức đầu tư làm giảm tỷ suất sinh lời.

Mức độ tác động làm tăng của trình độ học vấn cao hơn mức độ tác động của tổng mức đầu tư.

4. Kết luận và khuyến nghị

Thứ nhất: mô hình đo lường yếu tố cấu thành tâm lý của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam bao gồm 5 nhóm: (1) tâm lý quá lạc quan; (2) tâm lý bầy đàn; (3) tâm lý quá tự tin; (4) thái độ đối với rủi ro; (5) tâm lý bi quan. Mô hình gồm 19 thuộc tính. Từ mô hình này, chúng ta có thể xây dựng các chỉ số đo lường yếu tố cảm tính (sentiment) trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân. Thông qua diễn biến của các chỉ số cảm tính, các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán sẽ điều chỉnh các chính sách điều hành TTCK một cách hợp lí hơn.

Bảng 10.3: Classification Table[a]

Observed			Predicted		
			re_c7		
			Chịu lỗ	Hòa vốn trở lên	Percentage Correct
Step 1	re_c7	Chịu lỗ	87	52	62,6
		Hòa vốn trở lên	31	330	91,4
Overall Percentage					83,4

a. The cut value is .500

Bảng 10.4: Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step la	c1	1,968	,202	95,308	**1**	,000	7,154
	c5	-,270	,117	5,328	1	,021	,763
Constant		-3,679	,644	32,643	1	,000	,025

a. Variable(s) entered on step 1: c1, c5.

Thứ hai: nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là phi lý trí. Vì vậy, để giải thích các hành vi của họ cần sử dụng lý thuyết triển vọng của tài chính hành vi thay cho lý thuyết kỳ vọng hợp lý. Từ đó, các chính sách xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam cần vận dụng các kết quả nghiên cứu của tài chính hành vi.

Thứ ba: học vấn có vai trò quan trọng đối với hiệu quả đầu tư, trình độ học vấn làm tăng tỷ suất sinh lời. Nhà đầu tư có trình độ học vấn cao hơn thì lạc quan nhiều hơn, tự tin hơn, ít bi quan hơn và tâm lý bầy đàn ít hơn. Vì vậy, để bảo vệ nhà đầu tư cá nhân và đảm bảo TTCK phát triển bền vững cần tăng cường đào tạo kiến thức cho các nhà đầu tư cá nhân.

Thứ tư: các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là phi lý trí, dễ bị tổn thương cũng như tâm lý đầu tư ngắn hạn là chủ yếu. Do đó, để phát triển bền vững TTCK không nên tạo ra những khác biệt về cấu trúc tổ chức của TTCK như hiện nay khi phân chia thành 2 Sở Giao dịch với cơ chế giao dịch và hàng hóa khác nhau. Chúng tôi khuyến nghị trong thời gian tới, Việt Nam nên sáp nhập 2 Sở Giao dịch chứng khoán thành 1 Sở Giao dịch chứng khoán duy nhất của Việt Nam và từng bước cổ phần hóa Sở Giao dịch chứng khoán để đảm bảo sự thống nhất trong hoạt động, thuận tiện cho quản lý cũng như công tác quản trị. Bên cạnh đó, do các nhà đầu tư cá nhân là phi lý trí, do đó, việc đưa ra biên độ dao động giá như hiện nay sẽ tạo ra 1 mỏ neo (anchor) để tạo điểm tham chiếu cho nhà đầu tư. Vì vậy, về dài hạn chúng tôi khuyến nghị bỏ biên độ dao động giá. Đồng thời, để tạo cơ chế tự điều chỉnh đối với các hành vi dễ bị bầy đàn, chúng tôi khuyến nghị Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nên cho phép thực hiện bán khống khi đã chuẩn bị đầy đủ cơ chế để minh bạch hóa thông tin.❐

Tài liệu tham khảo:

1. H.Ken Baker & John R.Nofsinger (2010), *Behavioral Finance: Investor, Corporations, and Market*, John Wiley & Sons, Inc.

2. Odean, T. (1998), *Volume, Volatility, Price and Profit: When all traders are above average*, The Journal of Finance, 53 (6), 1887-1934

3. Ricciardi, V.(2008a), *The Psychology of Risk: The Behavioral Finance Perspective*. In the Handbook of Finance, Volume 2: *Investment Management and Financial Management*, John & Wiley

4. Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, NXB Hồng Đức.