

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

\*\*\*\*\*



**Nguyễn Đức Hiền**

**HÀNH VI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

HÀ NỘI - NĂM 2012

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

\*\*\*\*\*



**Nguyễn Đức Hiến**

**HÀNH VI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh tế Tài chính – Ngân hàng  
Mã số: 62.31.12.01**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:**

- 1. PGS.TS. Đàm Văn Huệ**
- 2. TS Vũ Bằng**

**HÀ NỘI - NĂM 2012**

## LỜI CẢM ƠN

*Luận án này là kết quả nghiên cứu nghiêm túc của tác giả bằng sự cố gắng và nỗ lực của bản thân. Tuy nhiên, để hoàn thành Luận án, tác giả đã nhận được nhiều sự khích lệ, động viên và giúp đỡ của nhiều người.*

*Trước hết, tác giả xin được gửi lời cảm ơn đến vợ và con gái Minh Hà cùng các thành viên trong gia đình đã luôn động viên, chia sẻ trong công việc và tạo điều kiện cho tác giả hoàn thành Luận án đúng thời hạn.*

*Tác giả Luận án xin được gửi lời cảm ơn các Thầy Cô giáo đã luôn quan tâm dìu dắt, cung cấp các kiến thức chuyên môn trong quá trình thực hiện đề tài này. Xin được chân thành cảm ơn các Thầy giáo hướng dẫn: PGS.TS. Đàm Văn Huệ và TS. Vũ Bằng đã khích lệ, động viên và hướng dẫn tác giả thực hiện Luận án.*

*Để thực hiện thành công đề tài này, tác giả Luận án đã nhận được nhiều sự quan tâm, chia sẻ và giúp đỡ của nhiều Thầy, Cô giáo và đồng nghiệp, đặc biệt là sự chỉ bảo tận tình của GS.TS. Nguyễn Văn Nam trong công việc và chuyên môn. Nhân dịp này, xin được gửi lời tri ân và cảm ơn sâu sắc đến các Thầy, Cô.*

*Tác giả Luận án cũng xin được bày tỏ lòng cảm ơn đến các sinh viên: Ngô Duy, Trần Thị Lan Hương, Nguyễn Huyền Trâm, Lê Vũ, Vũ Văn Trường, Nguyễn Thế Hưng, những người có cùng sự quan tâm nghiên cứu về tài chính hành vi và đã tham gia cộng tác và hỗ trợ tác giả tổ chức điều tra trong khuôn khổ đề tài cấp Bộ cũng như cùng thực hiện một số nghiên cứu khoa học. Tác giả Luận án rất tự hào khi nhiều người trong số các sinh viên trên đã trở thành đồng nghiệp cùng tác giả. Để hoàn thành Luận án này, còn phải kể đến sự tư vấn và giúp đỡ nhiệt tình của các bạn Nguyễn Thị Ái Vân, Nguyễn Anh Thư trong quá trình xử lý dữ liệu, tác giả xin chân thành cảm ơn các bạn. Xin được cảm ơn các đồng tác giả các bài báo và công trình khoa học (do tác giả Luận án đứng tên tác giả số 1 và là người thực hiện chính) đã đồng ý cho phép tác giả Luận án được sử dụng kết quả nghiên cứu đó trong Luận án theo như quy định.*

*Tác giả xin được cảm ơn đến các đồng nghiệp đang công tác tại Bộ môn TTCK thuộc Viện Ngân hàng – Tài chính, Trường Đại học KTQD đã luôn giúp đỡ, quan tâm và chia sẻ trong quá trình tác giả thực hiện đề tài.*

*Đặc biệt, tác giả xin được gửi lời cảm ơn tới các anh, chị đang công tác tại Phòng TCCB và Phòng QLKH, đặc biệt là em Nguyễn Hoàng đã luôn động viên và hỗ trợ tác giả. Nhân dịp này, tác giả cũng xin được gửi lời cảm ơn đến các cán bộ của Viện Đào tạo SĐH, Trường Đại học KTQD đã luôn động viên và tận tình hỗ trợ, tạo điều kiện các nghiên cứu sinh hoàn thành Luận án theo đúng tiến độ./.*

**Tác giả Luận án**

**Nguyễn Đức Hiền**

## **LỜI CAM ĐOAN**

*Tôi xin cam đoan Luận án này là công trình nghiên cứu độc lập của tôi. Các số liệu, tư liệu được sử dụng trong Luận án có nguồn gốc rõ ràng và trung thực. Các đánh giá, kết luận khoa học của Luận án chưa từng được người khác công bố trong bất cứ công trình nào.*

**Tác giả Luận án**

**Nguyễn Đức Hiền**

## MỤC LỤC

MỞ ĐẦU .....	1
<b>CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TIẾP CẬN THEO TÀI CHÍNH HÀNH VI.....</b>	<b>14</b>
1.1. Tổng quan về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán .....	14
1.1.1. Khái niệm và đặc điểm nhà đầu tư cá nhân .....	14
1.1.2. Khái niệm hành vi nhà đầu tư cá nhân .....	15
1.1.3. Các nhân tố tác động đến hành vi nhà đầu tư cá nhân .....	15
1.2. Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán tiếp cận theo tài chính hành vi.....	18
1.2.1. Lịch sử hình thành và phát triển của tài chính hành vi .....	18
1.2.2. Lý thuyết nền tảng của tài chính hành vi .....	20
1.2.3. Hành vi nhà đầu tư cá nhân tiếp cận theo tài chính hành vi .....	36
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 1 .....</b>	<b>61</b>
<b>CHƯƠNG 2: PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>62</b>
2.1. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân dựa trên bảng hỏi tiếp cận theo lý thuyết tài chính hành vi.....	62
2.1.1. Phương pháp nghiên cứu .....	62
2.1.2. Dữ liệu nghiên cứu .....	68
2.2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân dựa trên kết quả giao dịch tiếp cận theo tài chính hành vi.....	68
2.2.1. Phương pháp nghiên cứu .....	68
2.2.2. Dữ liệu nghiên cứu .....	79
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 2 .....</b>	<b>80</b>

<b>CHƯƠNG 3: HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....</b>	<b>82</b>
<b>3.1. Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam thông qua phân tích kết quả điều tra bảng hỏi .....</b>	<b>82</b>
<i>3.1.1. Đặc điểm chính của mẫu .....</i>	<i>82</i>
<i>3.1.2. Nhận diện chung về hành vi nhà đầu tư cá nhân.....</i>	<i>83</i>
<i>3.1.3. Khám phá và đo lường các nhóm yếu tố tâm lý cấu thành hành vi của nhà đầu tư cá nhân .....</i>	<i>88</i>
<i>3.1.4. Kết quả kiểm định tác động của nhóm yếu tố tâm lý đến hành vi nhà đầu tư cá nhân .....</i>	<i>92</i>
<i>3.1.5. Kiểm định về các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân .....</i>	<i>98</i>
<b>3.2. Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam thông qua phân tích kết quả giao dịch .....</b>	<b>106</b>
<i>3.2.1. Hiệu ứng quy tắc kinh nghiệm (heuristic) trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân .....</i>	<i>106</i>
<i>3.2.2. Tâm lý bầy đàn trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân.....</i>	<i>112</i>
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 3 .....</b>	<b>116</b>
<b>CHƯƠNG 4: ĐỀ XUẤT GIẢI PHÁP VÀ KHUYẾN NGHỊ TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....</b>	<b>118</b>
<b>4.1. Các hàm ý và hệ quả từ kết quả nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam .....</b>	<b>118</b>
<i>4.1.1. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là không hợp lý .....</i>	<i>118</i>
<i>4.1.2. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân có nhiều lệch lạc về hành vi.....</i>	<i>119</i>
<i>4.1.3. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân có tâm lý bầy đàn .....</i>	<i>120</i>
<i>4.1.4. Hàm ý và các hệ quả từ kết quả xác định mô hình đo lường yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư cá nhân .....</i>	<i>120</i>
<i>4.1.5. Hàm ý và các hệ quả từ mối quan hệ giữa trình độ học vấn và độ tuổi với các nhóm yếu tố tâm lý cấu thành hành vi nhà đầu tư .....</i>	<i>122</i>

<i>4.1.6. Hàm ý và các hệ quả từ tác động của các nhóm yếu tố thuộc phân tích cơ bản đến việc ra quyết định của nhà đầu tư.....</i>	<i>123</i>
<b>4.2. Quan điểm điều chỉnh hành vi nhà đầu tư cá nhân nhằm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.....</b>	<b>123</b>
<b>4.3. Giải pháp và khuyến nghị phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam qua kết quả nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân .....</b>	<b>126</b>
<i>4.3.1. Giải pháp và khuyến nghị đối với Bộ Tài chính và Ủy ban chứng khoán Nhà nước .....</i>	<i>126</i>
<i>4.3.2. Giải pháp và khuyến nghị đối với Sở Giao dịch chứng khoán và các công ty chứng khoán .....</i>	<i>135</i>
<i>4.3.3. Giải pháp và khuyến nghị đối với nhà đầu tư chứng khoán cá nhân.....</i>	<i>141</i>
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 4 .....</b>	<b>144</b>
<b>Danh mục các công trình công bố kết quả nghiên cứu của đề tài Luận án.....</b>	<b>145</b>
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO .....</b>	<b>146</b>
<b>PHỤ LỤC 1: BẢNG CÂU HỎI.....</b>	<b>153</b>
<b>PHỤ LỤC 2: KẾT QUẢ XỬ LÝ SỐ LIỆU VÀ KIỂM ĐỊNH.....</b>	<b>163</b>

## DANH MỤC SƠ ĐỒ

Hình 1.1: Hàm giá trị (Tversky & Kahneman, 1974) .....	25
Hình 1.2: Hàm Tỷ trọng điển hình .....	29
Hình 1.3: Phân loại các lỗi (lệch lạc) về hành vi đầu tư .....	41
Sơ đồ 3.1: Kết quả khảo sát về tâm lý lạc quan của nhà đầu tư.....	163
Sơ đồ 3.2: Kết quả khảo sát về tâm lý tự tin của nhà đầu tư.....	163
Sơ đồ 3.3: Kết quả khảo sát tâm lý bày đàn của nhà đầu tư .....	164
Sơ đồ 3.4: Kết quả khảo sát tâm lý bi quan của nhà đầu tư cá nhân.....	164
Sơ đồ 3.5: Tỷ suất sinh lời phân theo trình độ học vấn.....	164
Sơ đồ 3.6: Hiệu quả trong đầu tư chứng khoán phân theo trình độ học vấn.....	165
Sơ đồ 3.7: Tần suất giao dịch phân theo trình độ học vấn .....	165
Sơ đồ 3.8: Quy mô giao dịch phân theo trình độ học vấn.....	166
Sơ đồ 3.9: Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán phân theo trình độ học vấn .....	166
Sơ đồ 3.10: Khả năng dự đoán Vnindex phân theo trình độ học vấn .....	167
Sơ đồ 3.11: Đánh giá về vai trò của kinh nghiệm đầu tư phân theo trình độ học vấn	167
Sơ đồ 3.12: Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các nhóm yếu tố thuộc phân tích các nhân tố vĩ mô .....	167
Sơ đồ 3.13: Mức độ hiệu quả đầu tư phân chia theo giới tính .....	168



## DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 3.1: Thông tin về nhân khẩu học.....	168
Bảng 3.2: Thông tin cơ bản về nhà đầu tư chứng khoán.....	169
Bảng 3.3: Động lực, Tỷ lệ sinh lời và hiệu quả của nhà đầu tư .....	170
Bảng 3.4: Đánh giá mức độ lạc quan trong đầu tư chứng khoán.....	171
Bảng 3.5: Đánh giá khả năng dự báo về thị trường của nhà đầu tư .....	173
Bảng 3.6: Đánh giá của nhà đầu tư về các yếu tố làm tăng khả năng sinh lợi..	174
Bảng 3.7: Thái độ của nhà đầu tư chứng khoán.....	175
Bảng 3.8: Đánh giá tác động của các yếu tố vĩ mô đến quyết định của nhà đầu tư .....	176
Bảng 3.9: Đánh giá tác động của các yếu tố liên quan thuộc về bản thân chứng khoán đến quyết định của nhà đầu tư .....	177
Bảng 3.10: Đánh giá của nhà đầu tư về mức độ tin cậy các nguồn thông tin ...	179
Bảng 3.11: Nhà đầu tư chứng khoán tự đánh giá về bản thân.....	180
Bảng 3.12: Đánh giá về khả năng tiếp cận thông tin trên TTCK.....	181
Bảng 3.13: Cách nhìn nhận thị trường chứng khoán của nhà đầu tư .....	182
Bảng 3.14: Kết quả phân tích nhân tố nhằm chia nhóm tâm lý nhà đầu tư chứng khoán.....	183
Bảng 3.15: Ma trận xoay nhân tố .....	184
Bảng 3.16: Kiểm định thang đo đo lường các nhóm tâm lý thông qua hệ số cronbach's alpha.....	185
Bảng 3.17: 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.....	186
Bảng 3.18: Mối liên hệ giữa học vấn và các nhóm yếu tố tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư .....	187
Bảng 3.19: Mối liên hệ giữa tuổi và các nhóm yếu tố tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư.....	189
Bảng 3.20: Mối liên hệ giữa học vấn và tỉ suất sinh lời.....	190

Bảng 3.21: Mối liên hệ giữa Học vấn và Mức độ hiệu quả trong đầu tư chứng khoán .....	191
Bảng 3.22: Mối liên hệ giữa học vấn và Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng .....	192
Bảng 3.23: Mối liên hệ giữa Học vấn và Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch ..	193
Bảng 3.24: Mối liên hệ giữa Học vấn và Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán.....	194
Bảng 3.25: Mối liên hệ giữa Học vấn và khả năng dự báo chỉ số Vn-Index ....	195
Bảng 3.26: Mối liên hệ giữa học vấn và vai trò của kinh nghiệm bản thân.....	196
Bảng 3.27: Mối liên hệ giữa học vấn và các nhân tố vĩ mô trong phân tích và đầu tư chứng khoán.....	197
Bảng 3.28: Mối liên hệ giữa Học vấn và Các nhân tố liên quan đến bản thân chứng khoán định đầu tư .....	200
Bảng 3.29: Mối liên hệ giữa Tuổi và Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán.	204
Bảng 3.30: Mối liên hệ giữa Tuổi và Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch ....	205
Bảng 3.31: Mối liên hệ giữa Tuổi và Mức độ mạo hiểm của nhà đầu tư.....	206
Bảng 3.32: Mối liên hệ giữa Tuổi và Mức độ chắc chắn trong đầu tư.....	207
Bảng 3.33: Mối liên hệ giữa Tuổi và Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng .....	208
Bảng 3.34: Mối liên hệ giữa Tuổi và Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán.....	209
Bảng 3.35: Mối liên hệ giữa Tuổi và khả năng dự báo Vn-Index .....	210
Bảng 3.36: Mối liên hệ giữa Giới tính và Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK ..	211
Bảng 3.36- Kết quả kiểm định và phân tích mối quan hệ giữa sinh lợi, tuổi và học vấn.....	212
Bảng 3.37: Kiểm định thang đo hành vi - thái độ nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán .....	213
Bảng 3.38: Nhận diện các nhóm hành vi thái độ nhà đầu tư chứng khoán_ thông qua phân tích nhân tố .....	214

Bảng 3.39: Ma trận nhân tố xoay .....	215
Bảng 3.40: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm hành vi thái độ nhà đầu tư qua phân tích nhân tố khám phá lần 2 .....	216
Bảng 3.41: Kiểm định thang đo các yếu tố thuộc về TTCK thông qua hệ số Cronbach's Alpha.....	217
Bảng 3.42: Nhận diện các nhóm yếu tố tâm lý thuộc về nhà đầu tư thông qua phân tích nhân tố khám phá .....	218
Bảng 3.43: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "Nhìn nhận về thị trường" thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2 .....	220
Bảng 3.44: Kiểm định thang đo thông qua hệ số Cronbach's Alpha.....	221
Bảng 3.45: Nhận diện các nhóm các nhân tố liên quan đến bản thân_chứng khoán thông qua phân tích nhân tố khám phá .....	222
Bảng 3.46: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "bản thân chứng khoán" thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2 .....	224
Bảng 3.47: Kiểm định thang đo thông qua hệ số Cronbach's Alpha.....	225
Bảng 3.48: Nhận diện các nhóm các nhân tố liên quan đến bản thân nhà đầu tư thông qua phân tích nhân tố khám phá .....	226
Bảng 3.49: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "bản thân nhà đầu tư" thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2 .....	228
Bảng 3.50: Đánh giá tác động của nhóm hành vi thái độ lên các nhóm tâm lý	229
Bảng 3.51: Bảng kết quả kiểm định về suất sinh lợi .....	230
Bảng 3.52: Mô hình logistic lượng hóa mức độ mắc phải hiện tượng_phân bổ tài khoản.....	230
Bảng 3.53: Mức sinh lời và mức vượt sinh lời của cổ phiếu trong 5 ngày_và 1 tháng trước thời điểm giao dịch.....	231

Bảng 3.54: Kết quả kiểm định PGR – PLR.....	231
Bảng 3.55. Mô hình logistic lượng hóa mức độ mắc phải hiện tượng phân bổ tài khoản.....	232
Bảng 3.56: Bảng thống kê số liệu tâm lý bầy đàn.....	232
Bảng 3.57: Bảng kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn chung.....	232
Bảng 3.58: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn khi thị trường tăng điểm.....	233
Bảng 3.59: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn_khi thị trường giảm điểm.....	233
Bảng 3.60: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn 2004-2006 .....	234
Bảng 3.61: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn 2006-2007 .....	234
Bảng 3.62: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn_phân chia theo từng giai đoạn 2007-2008 .....	235
Bảng 3.63: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn 2009-2011 .....	236
Bảng 3.64 : Bảng kết quả kiểm định nhóm cổ phiếu có vốn hoá TT lớn.....	236
Bảng 3.65: Bảng kết quả kiểm định nhóm cổ phiếu có vốn hoá TT nhỏ.....	237

## **DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT**

TTCK	Thị trường chứng khoán
VNĐ	Việt Nam đồng
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TP. HCM	Thành phố Hồ Chí Minh
HSX	Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM
HNX	Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã chính thức đi vào hoạt động được 12 năm. Trong khoảng thời gian đó, thị trường đã trải qua những thăng trầm thể hiện qua sự biến động của chỉ số VNIndex.

Những biến động trên thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua cho thấy việc nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư là hết sức cần thiết. Các bằng chứng về dấu hiệu thị trường “bong bóng” hoặc sụt giảm giá quá mức trong thời gian qua đã cho thấy các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động một cách sáng suốt và khôn ngoan như mong đợi. Việc áp dụng các lý thuyết tài chính chuẩn (standard finance) không thể giải thích được sự biến động thất thường của Thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua.

Bên cạnh đó, việc nghiên cứu về hành vi của nhà đầu tư trên cơ sở các lý thuyết của tài chính hành vi cũng sẽ giúp các cơ quan quản lý và điều tiết thị trường chứng khoán có các chính sách quản lý hợp lý và thực thi đúng thời điểm để đảm bảo sự phát triển bền vững của thị trường.

Tài chính hành vi (behavioral finance) là sự phát triển kết hợp tâm lý học vào tài chính. Từ những năm 1980, kể từ khi nhà tâm lý học người Pháp Gabriel Tarde bắt đầu nghiên cứu về ứng dụng tâm lý học vào khoa học kinh tế thì phải mất gần 100 năm sau, các ứng dụng tâm lý vào tài chính mới có những bước phát triển đáng kể [4]. Trong số các nghiên cứu tiêu biểu, tạo bước ngoặt cho sự phát triển của tài chính hành vi phải kể đến nghiên cứu nền tảng của Amos Tversky và Daniel Kahneman (1979) [69] – người đã đạt giải Nobel Kinh tế năm 2002 [102], sau đó là Richard H. Thaler (2005) [93], đặc biệt là Robert Shiller với quyển sách nổi tiếng “Irrational Exuberance” (2000) [95] đã dự báo chính xác sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu toàn cầu không lâu sau đó.

Tuy mới phát triển trong hơn hai thập kỷ gần đây nhưng lý thuyết tài chính hành vi đã có những đóng góp quan trọng trong lý giải các hành vi “khác với kỳ vọng hợp lý”, các lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư và các hành vi “đầu tư theo tâm lý bầy đàn” trên các loại thị trường như thị trường hàng hóa, thị trường chứng khoán hoặc thị trường tiền tệ. Từ đó, tài chính hành vi góp phần giải thích hiện tượng “bong bóng” trên các thị trường này, đặc biệt tại các thị trường “mới nổi” (emerging market) như Thị trường chứng khoán Việt Nam. Đi xa hơn, kết quả nghiên cứu của nhiều công trình, điển hình như của Hersh Shefrin (2005)[61] còn cho thấy, lý thuyết về tài chính hành vi có thể đưa ra các cơ sở khoa học để điều chỉnh các mô hình định giá (bao gồm định giá chứng khoán, sản phẩm phái sinh...) hay ứng dụng trong lý thuyết quản trị công ty hoặc giải thích sự tương tác giữa các thị trường khác nhau [4].

## **2. Tổng quan các nghiên cứu**

Các nghiên cứu chung về thị trường chứng khoán Việt Nam và các nhà đầu tư, trong đó có nhà đầu tư cá nhân là khá nhiều. Tuy nhiên, có rất ít các nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam tiếp cận theo tài chính hành vi. Điều này được lý giải là do tài chính hành vi là một lĩnh vực nghiên cứu rất mới ở Việt Nam. Hiện nay, tài chính hành vi chưa được giảng dạy và phổ biến ở Việt Nam.

Một số nghiên cứu ban đầu về tài chính hành vi và hành vi nhà đầu tư tiếp cận theo tài chính hành vi ở Việt Nam phải kể đến các công trình như:

- Luận văn Thạc sỹ “*Nghiên cứu lý thuyết tài chính hành vi trên Thị trường chứng khoán Việt Nam*” năm 2009 [9] của tác giả Lê Thị Ngọc Lan, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh. Tác giả Đề tài đã bước đầu làm rõ một số nội dung cơ bản của tài chính hành vi và tổ chức điều tra, khảo sát hành vi nhà đầu tư thông qua bảng hỏi. Tuy nhiên, nội dung phần lý thuyết của tác giả còn sơ sài và chưa có tính hệ thống, chưa làm rõ

được nội dung nền tảng các lý thuyết của tài chính hành vi. Phần điều tra bảng hỏi mới chỉ dừng lại ở việc thống kê mô tả, chưa xây dựng được mô hình đo lường các yếu tố tâm lý cấu thành hành vi của nhà đầu tư; các thang đo yếu tố tâm lý chưa được kiểm định mối quan hệ. Do đó, xét về tổng thể, kết quả nghiên cứu chưa làm rõ được hành vi của nhà đầu tư.

- Đề tài cấp cơ sở “*Tác động của các yếu tố tâm lý đến hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam*” năm 2011 [26] của TS. Trần Thị Hải Lý, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM. Đề tài đã bước đầu tiếp cận khá thành công trong xây dựng mô hình đo lường các yếu tố cấu thành hành vi nhà đầu tư. Tuy nhiên, đề tài chưa làm rõ các nhân tố tác động đến hành vi nhà đầu tư. Ngoài ra, đề tài chưa làm rõ hành vi nhà đầu tư thông qua khám phá và kiểm định kết quả giao dịch của nhà đầu tư.
- Luận văn Thạc sỹ “*Đo lường hành vi bầy đàn trên Thị trường chứng khoán Việt Nam*” năm 2009 [10] của Nguyễn Cao Vệ. Thành công của đề tài là dùng phương pháp lọc của Kalman để giải quyết mô hình không gian trạng thái theo đề xuất của Hwang & Salmon (2004) [65] – mô hình HS từ đó tìm ra các dấu hiệu bầy đàn trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, hạn chế của đề tài là không tính đến yếu tố nhân tố tỷ trọng theo quy mô của các công ty niêm yết. Theo quan điểm của tác giả Luận án, mô hình HS dựa trên cách tiếp cận xem xét sự biến động của hệ số beta chứng khoán khỏi beta cân bằng theo mô hình CAPM là không thực sự phù hợp đối với TTCK Việt Nam.
- Luận văn Thạc sỹ “*Phân tích tác động của các nhân tố hành vi đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Hồ Chí Minh*” của tác giả Trần Nam Trung, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM [24]. Đề tài đã tiến hành điều tra 176 nhà đầu tư và sử dụng phân tích nhân tố (EFA) để khám phá các yếu tố tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, đề tài mới chỉ dừng lại ở khám phá EFA lần thứ nhất, chưa làm rõ được mô hình các nhóm yếu tố tâm lý do tác giả xây dựng có ý nghĩa không đối với tổng



thể. Đề tài cũng chưa nghiên cứu hành vi nhà đầu tư thông qua phân tích các kết quả giao dịch trên thị trường.

- Luận văn Thạc sỹ (2011) “*Ứng dụng lý thuyết tài chính hành vi để lý giải cho những bất thường trên TTCK Việt Nam*” của tác giả Vũ Đình Kết, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM [28]. Đề tài mới chỉ dừng lại ở các kết quả thống kê mô tả hành vi nhà đầu tư qua điều tra bảng hỏi, không có kiểm định mô hình cũng như mối quan hệ giữa các thuộc tính tâm lý. Kết quả kiểm định tâm lý bày đàn mới chỉ dừng lại ở kiểm định chung, chưa có phân nhóm các cổ phiếu cũng như các thời kỳ của thị trường. Kết quả nghiên cứu chưa làm rõ được mô hình đo lường các yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư.
- Luận văn Thạc sỹ “*Nhận dạng, đo lường hiệu ứng đám đông trên TTCK Việt Nam và phân tích các nhân tố ảnh hưởng*” Trần Chung Thủy, Trường Đại học KTQD (2010) [23]. Đề tài đã đo lường hành vi đám đông trên TTCK Việt Nam trên cơ sở mô hình Hwang và Salmon (2004) [65] và phát triển mô hình của Chang, Cheng và Khorana (2000) [40], mô hình Christie, Chang và Huang (1995) [44].
- Bài báo “*Tài chính hành vi và những bất thường của TTCK Việt Nam*” của ThS. Lê Đạt Chí đăng trên Tạp chí Phát triển Kinh tế, số tháng 7/2007 [7]. Bài báo mới chỉ dừng lại ở việc khái quát các nội dung cơ bản của tài chính hành vi và bình luận về một số sai lầm cơ bản của nhà đầu tư thông qua phân tích các dấu hiệu mà không có các kết quả định lượng minh chứng.
- Bài báo “*Ứng dụng tài chính hành vi vào phân tích thực tiễn*” của nhóm tác giả Trần Ngọc Thơ và Hồ Quốc Tuấn đăng trên Tạp chí Phát triển Kinh tế, số tháng 7/2007 [25]. Bài báo đã tập trung phân tích 2 trường hợp điển hình của TTCK Việt Nam là trường hợp phản ứng thái quá và hiệu ứng ngôi sao đang lên nhìn từ lý thuyết tài chính hành vi. Tuy nhiên, các

phân tích chủ yếu dựa vào hiện tượng, chưa có các minh chứng thuyết phục.

- Bài báo “*Tài chính hành vi: Nghiên cứu ứng dụng tâm lý học vào tài chính*” của tác giả Hồ Quốc Tuấn, Tạp chí Phát triển Kinh tế tháng 7/2007 [4]. Bài viết đã khái quát những nguyên lý cơ bản của tài chính hành vi và đề cập một số ứng dụng của tài chính hành vi trong thực tiễn. Tuy nhiên, tác giả chưa làm rõ các luận cứ để làm rõ các ứng dụng của tài chính hành vi.
- Bài báo “*Phi lý nhưng lại có lý*” của Lâm Minh Chánh đăng trên Báo đầu tư chứng khoán [6]. Trên cơ sở tham khảo các phân tích của Pompian tác giả cuốn sách Behavioral Finance and Wealth Management và của Woody Dorsey tác giả cuốn sách Behavioral Trading, tác giả bài báo đã khái lược các hành vi không hợp lý (irrational) của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.
- Bài báo “*Tài chính học hành vi, tâm lý bầy đàn và TTCK Việt Nam*” do Saga.vn hợp tác viết cho báo Đầu tư chứng khoán đăng ngày 19/4/2007 [22]. Bài báo đã phân tích một số dấu hiệu để chứng minh tâm lý bầy đàn trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, chưa có các kết quả kiểm định và số liệu để chứng minh các nhận định của tác giả bài báo.
- Bài báo “*Một số sai lầm của các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam*” của TS.Vương Quân Hoàng đăng trên trang điện tử saga.vn [30]. Tác giả đã đúc rút 5 sai lầm chủ yếu của các nhà đầu tư chứng khoán song chủ yếu là các kinh nghiệm của cá nhân, không có các luận cứ thuyết phục.

Như vậy, các nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư theo cách tiếp cận của tài chính hành vi ở Việt Nam là không nhiều. Có thể khái quát các kết quả chính và những hạn chế của các nghiên cứu này như sau:

- ***Những hướng nghiên cứu chính đã được thực hiện:***

Các nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam chủ yếu tập trung vào 3 hướng nghiên cứu chính: (1) nghiên cứu về tâm lý bầy đàn; (2) nghiên cứu về các yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư thông qua phân tích kết quả điều tra bảng hỏi; (3) nghiên cứu ứng dụng tài chính hành vi để giải thích một số bất thường trên TTCK Việt Nam.

- ***Những cơ sở lý luận chính đã được áp dụng để nghiên cứu:***

Các nghiên cứu đã bước đầu ứng dụng các nội dung nền tảng của tài chính hành vi để nhận dạng và phân tích hành vi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam.

- ***Những kết quả nghiên cứu chính đã đạt được:***

- ✓ Đã bước đầu làm rõ một số nội dung cơ bản của tài chính hành vi và xây dựng mô hình đo lường yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư thông qua tổ chức điều tra, khảo sát hành vi nhà đầu tư bằng bảng hỏi.
- ✓ Nhận dạng và đo lường được tâm lý đám đông trong hành vi của nhà đầu tư thông qua các phương pháp khác nhau như: phương pháp lọc của Kalman để giải quyết mô hình không gian trạng thái theo đề xuất của Hwang & Salmon (2004) [65]– mô hình HS, mô hình Hwang và Salmon và phát triển mô hình của Chang, Cheng và Khorana (2000) [40], mô hình Christie, Chang và Huang (1995) [44].
- ✓ Phân tích hiện tượng để kết luận về hành vi nhà đầu tư.

- ***Những phương pháp nghiên cứu đã được áp dụng:***

- ✓ Để nhận dạng và đo lường hành vi, phương pháp được các nghiên cứu sử dụng là sử dụng thống kê mô tả và sử dụng phương pháp phân tích khám phá EFA.
- ✓ Để nhận dạng hiệu ứng tâm lý đám đông, phương pháp được các nghiên cứu sử dụng là kiểm định thông qua mô hình Hwang và

Salmon (2004) [65] và phát triển mô hình của Chang, Cheng và Khorana (2000) [40], mô hình Christie, Chang và Huang (1995) [44].

- ***Hạn chế của những nghiên cứu trước và những vấn đề cần được tiếp tục nghiên cứu:***

- ✓ Chưa có nghiên cứu nào nghiên cứu đầy đủ và toàn diện cơ sở lý luận về hành vi nhà đầu tư cá nhân tiếp cận theo tài chính hành vi;
- ✓ Chưa xây dựng được mô hình tổng thể đo lường các yếu tố tâm lý cấu thành hành vi nhà đầu tư cá nhân;
- ✓ Chưa có nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư thông qua phân tích và kiểm định kết quả giao dịch trên thị trường (thông qua các kết quả giao dịch trên tài khoản của nhà đầu tư) để làm rõ các lệch lạc (các lỗi) trong hành vi của nhà đầu tư;
- ✓ Chưa kiểm định và khám phá các yếu tố thuộc về phân tích cơ bản (phân tích vĩ mô, phân tích ngành, phân tích công ty) tác động như thế nào đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân;
- ✓ Chưa xây dựng được mô hình đo lường mối quan hệ giữa hiệu quả đầu tư và các yếu tố thuộc về tâm lý của nhà đầu tư;
- ✓ Việc nhận dạng và khám phá hiệu ứng tâm lý đám đông (tâm lý bầy đàn) chưa thực hiện theo các nhóm cổ phiếu trên toàn thị trường.
- ✓ Chưa làm rõ nhà đầu tư cá nhân có là nhà đầu tư hợp lý (rational) và tuân theo lý thuyết triển vọng không?

### **3. Mục tiêu nghiên cứu**

Mục tiêu tổng thể của Luận án “**Hành vi của nhà đầu tư trên Thị trường chứng khoán Việt Nam**” là nhận diện và khám phá hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam trên cơ sở tiếp cận theo nguyên lý, lý thuyết của tài chính hành vi. Từ đó, Luận án sẽ đề xuất các giải pháp và khuyến nghị phát triển TTCK trong thời gian tới.

### ***Các mục tiêu cụ thể của Luận án:***

- (1) Làm rõ cơ sở lý luận về hành vi nhà đầu tư cá nhân tiếp cận theo lý thuyết tài chính hành vi.
- (2) Khám phá và đo lường các yếu tố cấu thành hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.
- (3) Làm rõ tác động của các nhóm yếu tố tâm lý đến hành vi nhà đầu tư cá nhân
- (4) Làm rõ mối liên hệ giữa trình độ học vấn và quy mô giao dịch với hiệu quả đầu tư
- (5) Làm rõ hiệu ứng quy tắc sẵn có và các lệch lạc trong hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Chứng minh nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là “không hợp lý (irrational)” và hành vi của họ tuân thủ theo lý thuyết triển vọng.
- (6) Khám phá tâm lý bày đàn trên TTCK Việt Nam.

### **4. Câu hỏi nghiên cứu**

- (1) Nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam có phải là nhà đầu tư hợp lý (rational)? Có tuân theo lý thuyết triển vọng không?
- (2) Mô hình đo lường yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư cá nhân được xây dựng bao gồm các yếu tố gì? Ý nghĩa đo lường của mô hình như thế nào?
- (3) Các yếu tố tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân là gì? Mối quan hệ giữa các yếu tố như thế nào?
- (4) Nhà đầu tư cá nhân có lệch lạc trong hành vi không? Đó là các lệch lạc gì?
- (5) Có hiệu ứng tâm lý bày đàn trên TTCK Việt Nam không?
- (6) Giới tính, tuổi và trình độ học vấn có quan hệ như thế nào với các yếu tố tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư.

## **5. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu là hành vi của các nhà đầu tư cá nhân trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Luận án thực hiện điều tra, khảo sát về hành vi nhà đầu tư cá nhân thông qua bảng hỏi đối với 500 nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.

Bên cạnh bảng hỏi, khi nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân, Luận án phân tích và kiểm định trên cơ sở dữ liệu bao gồm các kết quả giao dịch của **1093** tài khoản (chọn lọc trên tổng số 2340 tài khoản) của nhà đầu tư cá nhân với **51.529** lệnh giao dịch thành công (trên tổng số 100 nghìn lệnh giao dịch).

Phạm vi nghiên cứu của Luận án giới hạn ở hành vi của nhà đầu tư cá nhân.

## **6. Khung lý thuyết nền tảng**

Lý thuyết triển vọng (prospect theory) do Kahneman và Tversky (1979,2000) [69,71] xây dựng và giúp cho Kahneman đạt giải Nobel Kinh tế năm 2002 được sử dụng là khung lý thuyết nền tảng của Luận án.

## **7. Giả thuyết nghiên cứu**

*Giả thuyết 1:* Nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là nhà đầu tư không hợp lý (irrational) và hành vi được giải thích theo lý thuyết triển vọng.

*Giả thuyết 2:* Các nhóm yếu tố cấu thành tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam bao gồm: (1) nhóm yếu tố tâm lý quá lạc quan; (2) nhóm yếu tố tâm lý bày đàn; (3) nhóm yếu tố tâm lý quá tự tin; (4) nhóm yếu tố thái độ với rủi ro; (5) nhóm yếu tố tâm lý bi quan.

*Giả thuyết 3:* Trình độ học vấn có mối quan hệ cùng chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý lạc quan và tâm lý tự tin, có mối quan hệ ngược chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn.

*Giả thuyết 4:* Tuổi của nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý lạc quan và tâm lý tự tin, có mối quan hệ ngược chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bầy đàn.

*Giả thuyết 5:* Mối quan hệ giữa trình độ học vấn với các thang đo khác có liên quan đến hành vi nhà đầu tư:

- ✓ *Trình độ học vấn và tỷ suất sinh lời có mối quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Trình độ học vấn và tần suất giao dịch có mối quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Trình độ học vấn và quy mô giao dịch có quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Trình độ học vấn và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán có mối quan hệ ngược chiều*
- ✓ *Trình độ học vấn và khả năng đánh giá tự dự đoán Vnindex có mối quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Trình độ học vấn và kinh nghiệm trong đầu tư có mối quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Các nhà đầu tư có trình độ học vấn thấp có xu hướng đánh giá cao các nhân tố vĩ mô, nhân tố thuộc về phân tích ngành trong đầu tư chứng khoán*

*Giả thuyết 6:* Mối quan hệ giữa độ tuổi của nhà đầu tư và các thang đo khác liên quan đến hành vi nhà đầu tư cá nhân:

- ✓ *Tuổi và tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán của nhà đầu tư cá nhân có quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Tuổi và quy mô trung bình mỗi lần giao dịch của nhà đầu tư có quan hệ cùng chiều*
- ✓ *Tuổi và mức độ mạo hiểm của nhà đầu tư có quan hệ ngược chiều*
- ✓ *Tuổi và mức độ chắc chắn trong đầu tư có quan hệ cùng chiều*

- ✓ Tuổi và số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng có quan hệ ngược chiều
- ✓ Tuổi và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán có quan hệ cùng chiều
- ✓ Tuổi và khả năng tự dự báo diễn biến chỉ số Vn-Index diễn biến theo chu kì có quan hệ cùng chiều

*Giả thuyết 7:* Nhà đầu tư là Nam giới thường tự tin và hiệu quả hơn trong đầu tư chứng khoán so với Nữ giới.

*Giả thuyết 8:* Trình độ học vấn làm tăng tỷ suất sinh lời, ngược lại bình quân tổng mức đầu tư làm giảm tỷ suất sinh lời. Mức độ tác động của yếu tố trình độ học vấn cao hơn mức độ tác động của tổng mức đầu tư.

*Giả thuyết 9:* Các yếu tố của phân tích cơ bản trong đầu tư chứng khoán (phân tích vĩ mô, phân tích ngành, phân tích công ty) có tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân.

*Giả thuyết 10:* Có lệch lạc hiệu ứng quy tắc theo kinh nghiệm (heuristic bias) trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân.

*Giả thuyết 11:* Tồn tại lệch lạc hiệu ứng phân bổ tài khoản (disposition effect bias) trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân.

*Giả thuyết 12:* Tồn tại lệch lạc tâm lý bầy đàn (herding bias) trong hành vi nhà đầu tư cá nhân.

## **8. Những đóng góp mới của Luận án**

Luận án “*Hành vi của nhà đầu tư trên Thị trường chứng khoán Việt Nam*” là đề tài nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK tiếp cận theo tài chính hành vi – một lĩnh vực tài chính mới bổ sung cho tài chính chuẩn với nền



tảng là lý thuyết triển vọng (lý thuyết giúp cho Daniel Kahneman đạt giải Nobel Kinh tế năm 2002).

**\* Những đóng góp mới về mặt học thuật, lý luận**

Trên cơ sở nghiên cứu khoảng 120 tài liệu về tài chính hành vi, Luận án tập trung làm rõ cơ sở lý luận về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán tiếp cận theo tài chính hành vi. Về mặt học thuật, lý luận, đóng góp mới của Luận án thể hiện trên các khía cạnh chính như sau:

1. Xây dựng được các chủ đề chính (nội dung chính) của hành vi nhà đầu tư cá nhân tiếp cận theo tài chính hành vi.
2. Tạo sự liên kết về lý thuyết kiểm định hành vi nhà đầu tư cá nhân thông qua điều tra bảng hỏi với kiểm định thông qua kết quả giao dịch thực trên tài khoản của nhà đầu tư.

**\* Những phát hiện, đề xuất mới rút ra từ kết quả nghiên cứu**

- (1) Luận án tìm ra các bằng chứng định lượng chứng tỏ nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là nhà đầu tư không hợp lý (irrational) và có nhiều lệch lạc về hành vi. Vì vậy, các lý thuyết tài chính chuẩn (standard finance) không thể giải thích được các lệch lạc trong hành vi của các nhà đầu tư. Từ đó, Luận án khuyến nghị cần thay đổi một số chính sách có liên quan đến quản lý và điều hành TTCK như: quy định biên độ giao động giá, quy định cấm bán khống, vấn đề công bố và kiểm soát thông tin.
- (2) Luận án xây dựng mô hình đo lường hành vi nhà đầu tư cá nhân gồm 5 nhóm yếu tố bao gồm 19 thuộc tính: (1) nhóm yếu tố tâm lý quá lạc quan; (2) nhóm yếu tố tâm lý bày đàn; (3) nhóm yếu tố tâm lý quá tự tin; (4) nhóm yếu tố thái độ với rủi ro; (5) nhóm yếu tố tâm lý bi quan. Từ đó, Luận án khuyến nghị Việt Nam cần xây dựng bộ chỉ số đo lường yếu tố cảm tính (Sentiment Index) bên cạnh các chỉ số định lượng như VN30, HNX30, VIR50.
- (3) Từ kết quả nghiên cứu, Luận án đề xuất trong thời gian tới nên sáp nhập 2 Sở

GDCK thành 1 Sở GDCK thống nhất và các giải pháp để hạn chế cơ chế tạo điều kiện cho sự phát tác của các lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư, tránh lãng phí và phù hợp với xu thế hội nhập quốc tế. Luận án cũng đã làm rõ thêm luận cứ của việc cần thiết hình thành và phát triển TTCK phái sinh trong thời gian tới.

- (4) Luận án tìm ra các bằng chứng định lượng về mối quan hệ giữa độ tuổi và trình độ học vấn với nhóm yếu tố tâm lý. Luận án khẳng định để hạn chế các lệch lạc và đảm bảo TTCK phát triển bền vững cần nâng cao trình độ của nhà đầu tư, trang bị các kiến thức về tài chính hành vi.
- (5) Luận án tìm ra bằng chứng định lượng về các lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân như lệch lạc thiên vị ngoại suy (extrapolation bias), lệch lạc do hiệu ứng phân bổ tài khoản (disposition effect), lệch lạc do tâm lý bầy đàn (herding)...
- (6) Từ kết quả nghiên cứu, Luận án khẳng định 4 nhóm nhân tố thuộc về môi trường kinh tế vĩ mô và TTCK (với 18 thuộc tính), 5 nhóm nhân tố thuộc về chứng khoán niêm yết (với 26 thuộc tính) và 4 nhóm yếu tố thuộc về bản thân nhà đầu tư (với 12 thuộc tính) tác động đến việc ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân. Đây là cơ sở để đổi mới các tiêu chí của quy định về công bố thông tin của UBCKNN. Luận án chứng minh yếu tố lạm phát không phải là nhân tố thực sự tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân (trái ngược với các đánh giá hiện nay).

# CHƯƠNG 1

## CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TIẾP CẬN THEO TÀI CHÍNH HÀNH VI

### **1.1. Tổng quan về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán**

#### ***1.1.1. Khái niệm và đặc điểm nhà đầu tư cá nhân***

Nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán có thể phân loại thành nhà đầu tư cá nhân và các tổ chức đầu tư. Trong đó, nhà đầu tư cá nhân là những người có vốn nhàn rỗi tạm thời, thực hiện đầu tư trên tài khoản của chính mình để đạt được mục tiêu tài chính của cá nhân.

Theo Từ điển Farlex Financial Dictionary, tổ chức đầu tư trên thị trường chứng khoán được định nghĩa là một tổ chức kinh doanh nắm giữ và quản lý tài sản cho khách hàng và cho chính mình. Từ điển thuật ngữ tài chính định nghĩa tổ chức đầu tư là các tổ chức mua hoặc bán chứng khoán với khối lượng lớn bằng tài sản của họ hoặc bằng chính tài sản của khách hàng hiện do họ quản lý. Các tổ chức đầu tư là các công ty đầu tư, quỹ đầu tư, các ngân hàng thương mại, công ty tài chính...

Các đặc điểm chính của nhà đầu tư cá nhân:

- Nhà đầu tư cá nhân thường có vốn đầu tư nhỏ nên mức độ đa dạng hóa danh mục đầu tư là thấp, quy mô và khối lượng giao dịch không lớn như các nhà đầu tư tổ chức.

- Nhà đầu tư cá nhân thường không có chiến lược đầu tư dài hạn và theo các triết lý đầu tư cụ thể, dễ bị tác động và bị tổn thương.

- Quá trình ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân thường diễn ra nhanh chóng do bản thân nhà đầu tư tự quyết định trên tài khoản đầu tư của mình.

### ***1.1.2. Khái niệm hành vi nhà đầu tư cá nhân***

Các nhà sinh học cho rằng hành vi là cách sống và hoạt động trong một môi trường nhất định dựa trên sự cần thiết thích nghi tối thiểu của cơ thể với môi trường. Những người theo chủ nghĩa hành vi quan niệm “*hành vi là tổ hợp các phản ứng của cơ thể trả lời các kích thích tác động vào cơ thể*”. Trong khi đó, tâm lý học Mácxít coi con người là một chủ thể tích cực chứ không phải là một cá thể thích nghi thụ động với môi trường, do đó hành vi của con người bao giờ cũng có mục đích để đảm bảo cho con người không chỉ tồn tại mà còn phát triển. Vì vậy, hành vi được hiểu là “*một chuỗi các hành động nối tiếp nhau một cách tương đối nhằm đạt được mục đích để thỏa mãn nhu cầu của con người*”.

Như vậy, hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK có thể được định nghĩa là *chuỗi hành động của nhà đầu tư trước các kích thích của môi trường bên ngoài có liên quan đến thị trường chứng khoán và các yếu tố bên trong thuộc về nhà đầu tư*.

### ***1.1.3. Các nhân tố tác động đến hành vi nhà đầu tư cá nhân***

Các nhân tố tác động đến hành vi nhà đầu tư cá nhân bao gồm các nhóm nhân tố bên trong thuộc về nhà đầu tư và các nhóm nhân tố bên ngoài.

Nhóm nhân tố bên trong thuộc về bản thân nhà đầu tư bao gồm: khả năng nhận thức; giới tính; độ tuổi; cảm xúc cá nhân; tâm trạng.

- *Khả năng nhận thức*: Một số nghiên cứu gần đây đã chứng minh về mức độ ảnh hưởng của khả năng nhận thức đến quyết định tham gia thị trường chứng khoán. Benjamin, Brown và Shapiro (2006) [36] thu thập dữ liệu từ cuộc khảo sát quốc gia về thanh niên năm 1979 và kết hợp với các câu hỏi phỏng vấn đã tìm ra mối tương quan mạnh mẽ giữa khả năng nhận thức và khả năng tích lũy tài sản ròng dương. Các tác giả cũng chỉ ra rằng, những người trả lời thông minh thường có xu hướng tham gia nhiều hơn vào thị trường chứng khoán. Kezdi và Willis (2003) [75] sử dụng kết quả cuộc điều tra Y tế và hưu trí (HRS) giai đoạn 1992-2000 tại Hoa Kỳ để kiểm định mối quan hệ giữa khả năng nhận thức của hộ gia đình (thông qua các chỉ số nhận thức như: chỉ số thông minh – IQ; trí nhớ; tư

duy toán; và sự mất trí nhớ) với quyết định tham gia vào TTCK. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng: các hộ gia đình có chỉ số nhận thức cao tham gia nhiều hơn trên TTCK. Nghiên cứu của Smith và Willis (2009) cũng chỉ ra rằng các hộ gia đình có điểm trí nhớ cao hơn có mức tích lũy tổng tài sản và tài sản tài chính cao hơn. Năm 2008, Christelis, Japelli và Padula [43] đã đưa ra những kết quả tương tự khi sử dụng dữ liệu khảo sát về y tế, tuổi tác và hưu trí ở Châu Âu (SHARE) đối với những người từ 50 tuổi trở lên ở 11 nước Châu Âu. Kết quả nghiên cứu cho thấy có một mức tăng một độ lệch chuẩn trong tư duy tính toán, sự lưu loát và trí nhớ làm tỷ lệ quyết định tham gia thị trường chứng khoán tổng thể tăng lần lượt là 1,8%, 1.7% và 1.3%.

- *Độ tuổi:* các bằng chứng tâm lý học cho thấy người lớn tuổi sẽ phản ứng không thích hợp với thông tin mới bởi họ thường xử lý và tổng hợp thông tin mới chậm và kém hiệu quả hơn. Các nhà đầu tư lớn tuổi thường có hiệu ứng phân bổ tài khoản yếu hơn (Dhar và Zhu, 2006) [48], nắm giữ danh mục ít tập trung hơn (Goetzmann và Kumar, 2008) [57] và có mức độ quá tự tin thấp hơn những nhà đầu tư trẻ tuổi (Barber và Odean, 2001 [35]). Nghiên cứu của Kumar (2009) [57] cũng chỉ ra các nhà đầu tư lớn tuổi cũng ít bị cuốn vào các hoạt động đầu tư mạo hiểm (có tính cờ bạc) trên thị trường chứng khoán. Đồng thời, tác giả cũng làm rõ mối quan hệ giữa tuổi tác, kinh nghiệm đầu tư và kỹ năng đầu tư. Kết quả nghiên cứu cho thấy, kết quả đầu tư ở độ tuổi sau 70 có sự suy giảm, điều này chứng tỏ có những tác động tiêu cực của tuổi tác. Các ước lượng hồi quy cho thấy, kỹ năng đầu tư tăng theo kinh nghiệm do những tác động tích cực của việc học hỏi theo thời gian nhưng lại suy giảm theo tuổi tác do ảnh hưởng bất lợi của việc lão hóa nhận thức. Đồng thời, sự suy giảm diễn ra nhanh hơn ở những nhà đầu tư lớn tuổi có trình độ thấp hơn và nghèo hơn.
- *Giới tính:* Một số nghiên cứu cũng đã làm rõ mối quan hệ của giới tính đến các quyết định đầu tư trên TTCK Việt Nam. Về mối quan hệ giữa giới tính và tâm lý tự tin, nghiên cứu của Odean (2001) [35] và Pulford (1997) [89] đã kết luận nam giới thường có mức độ tự tin hơn nữ giới. Đồng thời, nghiên cứu của Odean

(1998) [88] 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.

- *Cảm xúc cá nhân*: Các nghiên cứu về tài chính cảm xúc (emotional finance) – một lĩnh vực hẹp của tài chính hành vi đã chứng tỏ các cảm xúc của cá nhân có tác động đến quyết định đầu tư. Trước hết, cảm xúc sẽ tạo cho từng cá nhân có những đánh giá khác nhau về rủi ro và sự không chắc chắn. Ricaciardi (2008) [90] cho rằng, trong khi rủi ro có thể nhận biết được, đo lường được nhưng sự không chắc chắn không thể được xác định, không thể đo lường và chưa được biết đến. Nghiên cứu của Shefrin (2002) [100] và Lee (2006) [78] cũng đã chứng tỏ mối quan hệ giữa cảm xúc và quán tính giá (momentum), cảm xúc phần khích trong vô thức bản thân nó có một động lực. Cảm xúc của cá nhân được kích thích bởi các thông tin, ví dụ thông tin tốt kích động những cảm xúc như phấn khích hay vui vẻ trong khi thông tin xấu kích động sự lo lắng và căng thẳng. Thông thường thị trường chậm trễ trong việc phản ứng lại những tác động tạo ra từ thông tin xấu.
- *Tâm trạng*: Lucey và Dowling (2005) [80] nghiên cứu sự kết nối giữa tâm trạng và hành vi kinh tế. Theo đó, con người sử dụng tâm trạng của họ như thông tin trong hầu hết các quyết định. Thông thường một tâm trạng tốt có liên quan đến việc ra quyết định ít cẩn thận hơn. Tâm trạng của nhà đầu tư có tác động đến sự ngại rủi ro (theo Kliger và Levy, 2003) [77].

Nhóm nhân tố bên ngoài bao gồm: nhóm nhân tố thuộc về kinh tế; nhóm nhân tố thuộc về chính trị - văn hóa – xã hội;

- Nhân tố thuộc về kinh tế: bao gồm các nhân tố thuộc về *kinh tế vĩ mô* trên bình diện quốc tế và quốc gia; các nhân tố thuộc về *kinh tế vi mô* (ngành và tổ chức niêm yết); các nhân tố thuộc về *thị trường tài chính* nói chung và *thị trường chứng khoán* nói riêng. Các nhóm nhân tố này cấu thành nội dung cơ bản của phân tích cơ bản trong đầu tư chứng khoán.

+ Các nhân tố tiêu biểu thuộc về kinh tế vĩ mô trên bình diện quốc tế và quốc gia có thể kể đến bao gồm: tăng trưởng GDP, tỷ lệ thất nghiệp, chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, chính sách thương mại, sức chi tiêu, thâm hụt...

+ Các nhân tố thuộc về kinh tế vi mô bao gồm các nhân tố thuộc về ngành/lĩnh vực (các nhân tố như triển vọng, tiềm năng tăng trưởng ngành; mức độ cạnh tranh trong ngành; tỷ suất sinh lời trung bình ngành; rủi ro của ngành...) và các nhân tố thuộc về bản thân tổ chức niêm yết (các chỉ số phân tích tài chính của tổ chức niêm yết; rủi ro; các thông tin phi tài chính khác...).

+ Các nhân tố thuộc về thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng bao gồm: mức độ hoàn thiện về cấu trúc thị trường; hệ thống pháp luật và thực thi pháp luật về tài chính; tính thanh khoản của thị trường; cơ cấu các nhà đầu tư; mức độ đa dạng của các chứng khoán niêm yết...

- Nhóm nhân tố thuộc về chính trị - văn hóa – xã hội bao gồm: sự ổn định của hệ thống chính trị; hệ thống pháp lý; các yếu tố văn hóa – xã hội như giáo dục, tôn giáo... Một số nghiên cứu đã tìm ra bằng chứng về tác động của văn hóa đến các chiến lược giao dịch của nhà đầu tư. Chui, Titman và Wei (2009) [45] đã tìm thấy sự khác biệt về văn hóa ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các chiến lược đầu tư. Nghiên cứu của Hofstede (2001) [63] đã kết luận rằng các nước có mức độ tự do hành động và tự do tín ngưỡng cao làm cho các nhà đầu tư cá nhân có khối lượng giao dịch lớn hơn và độ bất ổn cao hơn và với lợi nhuận cao hơn các nước khác. Nghiên cứu của Chui, Lloyd và Kwok (2002) [46] sử dụng một mẫu có 5591 công ty từ 22 nước khác nhau cho thấy văn hóa đóng vai trò quan trọng trong cấu trúc vốn của công ty.

## **1.2. Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán tiếp cận theo tài chính hành vi**

### ***1.2.1. Lịch sử hình thành và phát triển của tài chính hành vi***

Các trụ cột của lý thuyết tài chính đầu tư chuẩn tắc 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 hợp lý (rational)*. Tuy nhiên, thực tế cho thấy các lý thuyết và mô hình của tài chính chuẩn tắc không thể giải thích được các hiện tượng bong bóng và những cuộc khủng hoảng của TTCK thế giới và TTCK Việt Nam trong thời gian qua. Lý thuyết tài chính hành vi (behavioral finance) với nền tảng cơ bản là *“thị trường không luôn luôn đúng”* và *“nhà đầu tư không là hợp lý (irrational)”* đã đặt ra một đối trọng lớn đối với lý thuyết “thị trường hiệu quả”, cơ sở của các lý thuyết tài chính chuẩn trong suốt gần 5 thập kỷ gần đây.

Lý thuyết tài chính hành vi là sự phát triển kết hợp tâm lý học vào tài chính được hình thành và phát triển khá muộn so với lý thuyết tài chính chuẩn. Kể từ những năm 1880 khi nhà tâm lý học người Pháp Gabriel Tarde bắt đầu nghiên cứu về ứng dụng tâm lý học vào khoa học kinh tế thì phải mất gần 100 năm sau, vào thập kỷ 1980 các ứng dụng tâm lý trong tài chính mới có bước phát triển đáng kể [4]. Với những tác phẩm nền tảng của Amos Tversky và Daniel Kahneman (1979) [69], Richard H. Thaler (1985) [93] và đặc biệt là Robert Shiller với quyển sách nổi tiếng “Irrational Exuberance” (2000) [95] dự báo chính xác sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu toàn cầu không lâu sau đó, đã tạo bước ngoặt lớn cho những nhà nghiên cứu tài chính hành vi liên tục đưa ra các nghiên cứu mới. Trong số các công trình nghiên cứu nền tảng của tài chính hành vi phải kể đến một nghiên cứu quan trọng năm 1993 của Jegadeesh và Titman [66]. Cho đến nay, nghiên cứu này vẫn là một thách thức cho tài chính chuẩn (standard finance) với đại diện là lý thuyết “thị trường hiệu quả” do đã làm rõ sự tồn tại của hiệu ứng xu thế (momentum effect) với ngày càng nhiều phiên bản đề xuất cách tận dụng hiệu ứng này để kiếm lợi nhuận vượt trội mà rủi ro không cao (phiên bản mới nhất là nghiên cứu của Sagi và Seasholes vừa công bố trong năm 2007 [97] với những kết quả không thể giải thích được bằng các mô hình thị trường hiệu quả hay các lý thuyết dựa vào rủi ro và tỷ suất sinh lợi cũng như lý thuyết kinh doanh chênh lệch giá).



Tài chính hành vi là một lĩnh vực tương đối mới nhưng đang phát triển nhanh chóng và ngày càng chứng tỏ những ứng dụng hữu ích và là một bổ sung quan trọng cho tài chính chuẩn. Bằng sự gắn kết lý thuyết về tâm lý với lý thuyết và thực tiễn về tài chính, tài chính hành vi đã giúp giải thích được các vấn đề khó và phức tạp vượt ra khỏi khả năng giải thích bởi các lý thuyết kinh tế cổ điển và lý thuyết tài chính truyền thống (tài chính chuẩn – standard finance). Các nghiên cứu về tài chính hành vi đã chỉ ra rằng, quá trình nghiên cứu về tài chính hành vi trước đây không được tiến hành triệt để do quan niệm cho rằng, nhà đầu tư chỉ cần quan sát những người khác mua bán như thế nào và làm theo. Đây được coi là cơ sở cho mọi quyết định giao dịch. Vì vậy, các nguyên lý và lý thuyết của tài chính hành vi sẽ giúp giải mã cho các hoạt động giao dịch này dựa trên hành vi của nhà đầu tư, dưới hình thức cá nhân hoặc tập thể. Ví dụ, tài chính hành vi giúp lý giải nguyên nhân và biểu hiện của các thị trường hoạt động không hiệu quả. Mặc dù là một lĩnh vực tài chính mới gây nhiều tranh cãi đối với các nhà nghiên cứu tài chính theo quan điểm truyền thống với lý thuyết tài chính chuẩn, nhưng tài chính hành vi đang dần khẳng định vị trí then chốt trong xu hướng tài chính ngày nay.

### ***1.2.2. Lý thuyết nền tảng của tài chính hành vi***

#### ***1.2.2.1. Lý thuyết triển vọng***

Năm 2002, Giáo sư tâm lý học người Mỹ Daniel Kahneman đã nhận được giải Nobel Kinh tế nhờ công trình nghiên cứu về tài chính hành vi và đưa ra “lý thuyết triển vọng” (Prospect Theory), tạo nền tảng vững chắc để xây dựng tài chính hành vi. Lý thuyết triển vọng được phát triển bởi Daniel Kahneman và Tversky (1979)[69], sau đó phiên bản điều chỉnh là Lý thuyết triển vọng tích lũy (Cumulative Prospect Theory) do Tversky và Daniel Kahneman (1992)[112] xây dựng được coi như một bổ sung hoàn hảo cho lý thuyết về độ thỏa dụng kỳ vọng (Expected Utility Theory).

#### ***- Các giả định của Lý thuyết triển vọng***

Lý thuyết về độ thỏa dụng kỳ vọng giả định các cá nhân hành xử hợp lý tức là con người kinh tế là “lý trí” và các hành vi không hợp lý sẽ bị loại bỏ hoặc sẽ không có vai trò quan trọng hay tác động lớn do trong ngắn hạn chúng sẽ bị các áp lực của thị trường loại bỏ. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm của các nhà tài chính hành vi, điển hình như công trình nghiên cứu của Simon (1959,1978,1987)[102,103,104], Kahneman và A.Tversky (1979, 1981, 1982, 1992) [69,115,116,112] đã cho thấy các giả định của lý thuyết tài chính truyền thống nói chung và Lý thuyết về độ thỏa dụng kỳ vọng nói riêng có nhiều khiếm khuyết về thực nghiệm.

Lý thuyết triển vọng tiếp cận theo hướng giả định các cá nhân là không hợp lý (irrational). Theo Thaler (2003)[93], hầu hết các hành vi kinh tế là không hoàn toàn hợp lý, chúng tạo ra các kết quả sai lệch đáng kể so với giá trị cơ bản trên thị trường tài chính.

**- Nội dung Lý thuyết triển vọng:**

Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của mình, Kahneman và A.Tversky đã khái quát các nội dung chính của lý thuyết triển vọng như sau:

- (1) Hành vi của con người có 3 đặc điểm chính mà lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng không thể giải thích được, đó là: (i) *Tùy thuộc vào bản chất của triển vọng là gì, hành vi của con người đôi lúc thể hiện sự không thích rủi ro (lẩn tránh rủi ro) song đôi lúc lại ưa thích rủi ro (tìm kiếm rủi ro). Con người lựa chọn dựa trên lời và lỗ; (ii) Con người đánh giá các khoản lời và lỗ so với một mức tham khảo và thông thường mức tham khảo ứng với tình trạng hiện tại của người đó; (iii) Con người sợ thua lỗ bởi các mất tác động đến cảm xúc của họ mạnh mẽ hơn cái được.*

Các kết luận trên được đúc rút từ các nghiên cứu của Kahneman và A.Tversky (1979, 1981, 1982, 1992) [69,115,116,112] qua các kết quả trả lời các tình huống trong điều tra qua bảng hỏi và được tổng hợp trong nghiên cứu của Ackert và Deaves (2010)[31]. Cụ thể như sau:

**Tình huống 1:** Tưởng tượng rằng bạn phải đối mặt với hai quyết định cùng một lúc như sau. Trước hết, xem xét cả hai quyết định, sau đó chỉ ra lựa chọn mà bạn thích hơn.

*Lựa chọn (i): Chọn giữa P1(\$240) và P2(0,25; \$1000).*

*Lựa chọn (ii): Chọn giữa P3(-\$750) và P4(0,75; -\$1000).*

Lựa chọn (i) là giữa việc chắc chắn nhận được \$240 và 25% cơ hội nhận được \$1000. Lựa chọn (ii) là giữa việc chắc chắn mất \$750 và 75% cơ hội mất \$1000.

Đối với Tình huống 1, theo kết quả nghiên cứu trên quy mô mẫu 150 người của Tversky, A. và D. Kahneman (1981)[115], có 84% số người được hỏi chọn P1 của Lựa chọn (i), điều này thể hiện sự *không thích rủi ro*. Tuy nhiên, 87% số người lại chọn P4 của Lựa chọn (ii), điều này thể hiện sự *ưa thích rủi ro*. Trong trường hợp này, lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng đã không thể giải thích sự thay đổi trong thái độ đối với rủi ro. Tuy vậy, lý thuyết triển vọng lại giải thích những thay đổi đó tùy thuộc vào bản chất của triển vọng. Theo Ackert và Deaves (2010)[31], trong Tình huống 1, người ta nhận thấy sự không thích rủi ro trong cái được và sự ưa thích rủi ro trong cái mất. Điều đó có nghĩa là, tình trạng “được - mất” đã đánh dấu một điểm giới hạn giữa không thích rủi ro và thích rủi ro.

**Tình huống 2:**

*Lựa chọn (i): Giả sử bạn giàu có hơn hiện tại \$300. Chọn giữa P5(\$100) và P6(0,50; \$200).*

*Lựa chọn (ii): Giả sử bạn giàu có hơn hiện tại \$500. Chọn giữa P7(-\$100) và P8(0,50; -\$200)*

Trong tình huống này, hai lựa chọn (i) và (ii) thực chất về kết cục tính toán đều như nhau. Trong cả hai trường hợp đều là lựa chọn giữa việc chắc chắn có được \$400 và một triển vọng với 50% cơ hội có được \$500 và 50% cơ hội có \$300. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Tversky, A. và D. Kahneman (1981)[115] cho thấy 72% số người được hỏi chọn P5 và 64% trong số họ chọn P8. Điều đó cho thấy con người thể hiện sự không thích rủi ro đối với lựa chọn (i) nhưng thích rủi ro ở lựa

*chọn (ii)*. Tình huống này thể hiện sự khác nhau của thái độ đối với rủi ro giữa cái được và cái mất là do sự thay đổi trong thu nhập, chứ không phải mức thu nhập sẽ ảnh hưởng đến lựa chọn của con người. Tức là, như Ackert và Deaves (2010)[31] đã khẳng định, *con người đánh giá một tình huống dựa trên cái được và cái mất so với một mức thu nhập tham khảo, thường là mức thu nhập hiện tại*. Các tác giả cũng lưu ý rằng, trong tình huống này hai quyết định dựa trên mức thu nhập ban đầu khác nhau. Lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng giả định rằng con người đánh giá các kết quả dựa trên mức thu nhập cuối cùng, không quan tâm ban đầu họ có bao nhiêu. Điều này dẫn tới đặc điểm chính thứ hai của việc ra quyết định: con người đánh giá các triển vọng dựa trên cái được và cái mất so với một mức tham khảo. Thông thường mức tham khảo là tình trạng của người đó ở thời điểm hiện tại.

Các nhà nghiên cứu cũng lưu ý rằng *con người dường như cảm nhận cái mất mạnh mẽ hơn cái được với một giá trị tương đương*. Điều này thể hiện qua tình huống thứ 3 được đề cập trong nghiên cứu của Tversky, A. và D. Kahneman (1992)[112]:

**Tình huống 3:** Giá trị nào của  $x$  sẽ khiến bạn cảm thấy hai sự lựa chọn sau là như nhau:  $P_9(0)$  và  $P_{10}(0,50; x; -\$25)$ ?

Trong tình huống này,  $P_9$  là tình trạng của người được hỏi ở hiện tại. Nghiên cứu của Tversky, A. và D. Kahneman (1992)[112] cho kết quả trung bình của các câu trả lời là \$61. Kết quả này hàm ý rằng, khi mất đi \$25, một người sẽ yêu cầu có được \$61 để không cảm thấy khác nhau nếu chấp nhận hoặc loại bỏ cơ may này. Kết quả này cho thấy rõ ràng rằng con người khá sợ rủi ro.

Sự không thích rủi ro, theo Ackert & Deaves (2010)[31] là một khái niệm miêu tả sự quan sát rằng cái mất có ảnh hưởng lớn hơn cái được đối với hầu hết mọi người. Để cân bằng thì  $x = \$25$ , phần được phải lớn hơn giá trị tuyệt đối của phần mất hai lần nhằm giảm thiểu sự khác nhau giữa hai triển vọng. Điều này phản ánh

đặc điểm thứ 3 của hành vi con người, đó là con người sợ thua lỗ bởi cái mất tác động đến cảm xúc của họ mạnh mẽ hơn cái họ có được.

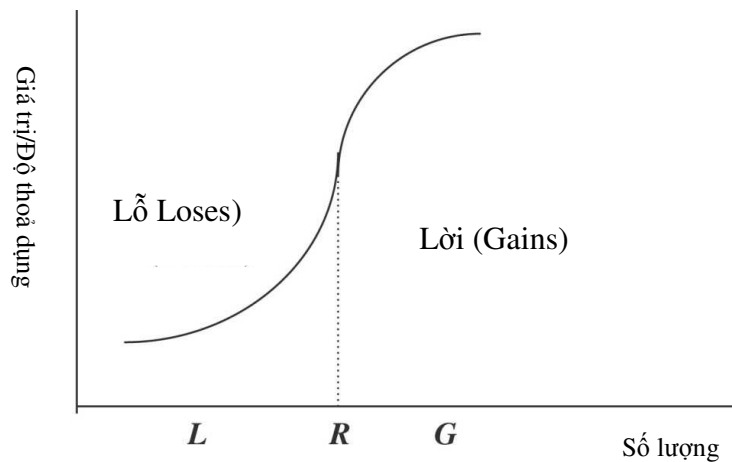
(2) Hàm giá trị của Lý thuyết triển vọng được định nghĩa bởi lời và lỗ so với điểm tham chiếu. Hàm giá trị có các đặc điểm: (1) hàm giá trị lõm trong miền lời và lồi trong miền lỗ; (2) hàm giá trị dốc hơn về phía lỗ (phản ánh tâm lý ngại thua lỗ) so với miền lời.

Ackert & Deaves (2010) [31] cho rằng, ba đặc điểm chính quan sát được của việc ra quyết định của con người được miêu tả ở các kết quả của các tình huống trên đòi hỏi những đặc điểm nhất định của hàm giá trị: *con người thể hiện sự không thích rủi ro ở phần được (phần lời) và sự thích rủi ro ở phần mất (phần lỗ), có nghĩa là hàm giá trị lồi ở phần giá trị dương và lõm ở phần giá trị âm*. Các quyết định được thực hiện bằng cách chú ý vào cái được và cái mất, có nghĩa là luận điểm của hàm giá trị không phải là mức thu nhập, mà là sự thay đổi trong mức thu nhập đó; và con người không thích thua lỗ, do vậy đồ thị hàm giá trị đối với phần mất có độ dốc hơn phần được.

Thay vì sử dụng xác suất đơn giản như trong thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng, lý thuyết triển vọng sử dụng các tỷ trọng quyết định. Các *tỷ trọng quyết định* là hàm số của các xác suất. Ackert và Deaves (2010)[31] đã sử dụng hàm  $v(z)$  ký hiệu cho sự thay đổi trong thu nhập, trong đó  $z$  được sử dụng thay thế  $w$  – kí hiệu cho mức thu nhập. Các tác giả cũng đề cập đến giá trị của các triển vọng  $V(P)$ . Đối với triển vọng  $P(p_r, z_1, z_2)$ , giá trị là:

$$V(p_r, z_1, z_2) = V(P) = \pi(p_r) * v(z_1) + \pi(1 - p_r) * v(z_2)$$

Trong đó  $\pi(p_r)$  là tỷ trọng quyết định tương ứng với xác suất  $p_r$ . Chú ý rằng  $V(P)$  - giá trị của triển vọng, là tương đương với  $U(P)$  - độ thỏa dụng kỳ vọng của một triển vọng.



**Hình 1.1: Hàm giá trị (Tversky & Kahneman, 1974)[114]**

Hình 1.1 mô tả một hàm giá trị tiêu biểu. Thay đổi trong thu nhập từ một điểm tham khảo quyết định giá trị dọc trục tung, chứ không phải giá trị thu nhập cuối cùng. Cũng cần chú ý rằng hàm giá trị có dạng lời ở phần giá trị dương, thể hiện sự không thích rủi ro, và dạng lỗ ở phần giá trị âm, thể hiện sự thích rủi ro. Cuối cùng, mặc cho sự không thích rủi ro ở phần được, và thích rủi ro ở phần mất, cái mất vẫn có tác động lớn hơn cái được. Điều này là rất rõ ràng vì hàm giá trị ở phần mất dốc hơn so với phần được, ngụ ý rằng cái mất tác động đến cảm xúc của con người mạnh mẽ hơn cái được với cùng một giá trị tuyệt đối. Nói một cách khác, con người thể hiện sự không thích thua lỗ.

Từ quan sát giá trị hàm và đồ thị cho thấy, sự khác nhau giữa hàm giá trị trong Lý thuyết triển vọng do Kahneman và Tversky xây dựng khác với hàm lợi ích kỳ vọng (Expected Utility Theory) đó là : hàm giá trị có điểm thắt nút được gọi là điểm tham khảo (referent point). Đây là điểm so sánh của cá nhân được xác định bởi ấn tượng mang tính chủ quan.

Theo lý thuyết lợi ích kỳ vọng thì hàm lợi ích là lõm đi xuống đối với các mức độ giàu có. Ngược lại, hàm giá trị là hàm lõm đối với trường hợp lời (tăng sự giàu có) và là hàm lồi đối với sự thua lỗ (giảm sự giàu có). Độ dốc của hàm giá trị là dốc lên đối với mọi mức độ giàu có bên dưới điểm tham khảo và dốc xuống đối

với mọi mức giàu có bên trên điểm tham khảo. Với mức giàu có bên dưới điểm tham khảo, nhà đầu tư là người tìm kiếm rủi ro (risk seeker), tức là họ đánh cược với mức độ rủi ro cao hơn để có thể đạt được mức giàu có bên trên mức giàu có mục tiêu của họ. Đối với mức giàu có bên trên điểm tham khảo, hàm giá trị dốc xuống giống với lý thuyết lợi ích kỳ vọng, khi đó nhà đầu tư ngại rủi ro. Kahneman và Tversky (1979,1982) [68,69] đánh giá rằng con người thích rủi ro khi đối diện với sự mất mát hay thua lỗ.

Qua rất nhiều các nghiên cứu, tài chính hành vi đã mô hình hóa và giải thích được các hiện tượng không hợp lý (irrational) của các nhà đầu tư cá nhân. Thực tế cho thấy, hầu hết các nhà đầu tư đều chịu chi phối của tâm lý đến một mức độ nào đó, vấn đề là liệu họ có đủ sáng suốt, sự lý trí để nhận ra những hậu quả tiềm tàng mà các tâm lý đó mang lại.

(3) Con người thường đánh giá cao hơn cho các kết quả có xác suất thấp, điều này giải thích cho hành vi con người vừa mua xổ số và bảo hiểm cùng lúc.

Lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng không thể giải thích được tại sao một người vừa mua xổ số vừa mua bảo hiểm vì một người mua xổ số được cho là thích rủi ro. Giá trị kỳ vọng nhận được từ một vé xổ số thì ít hơn rất nhiều so với giá của nó và cơ hội thắng giải là rất thấp đối với người nắm giữ nó. Nhưng cùng người đó có thể mua bảo hiểm để giảm thiểu rủi ro, điều này thể hiện sự không thích rủi ro. *Lý thuyết triển vọng có thể giải thích việc một số người mua xổ số và bảo hiểm cùng một lúc bằng việc đặt tỷ trọng cao hơn cho các kết quả có xác suất xảy ra thấp.* Cụ thể hơn, lý thuyết triển vọng đặt tỷ trọng cao hơn cho các kết quả có xác suất thấp bằng cách sử dụng tỷ trọng quyết định ( $\pi(p)$ ) thay vì xác suất ( $p$ ) để xác định giá trị của một triển vọng. Tình huống sau đây được thể hiện trong nghiên cứu của Kahneman và Tversky (1979,1982) [69], [116].

**Tình huống 4** (Xổ số): Chọn giữa hai triển vọng sau P11(0,001; \$5000) và P12(1,0; \$5).

Kết quả nghiên cứu cho thấy, mặc dù giá trị kỳ vọng của hai triển vọng trên là bằng nhau (\$5) song nhiều người vẫn thích P11 hơn P12, điều này thể hiện sự ưa thích rủi ro. Lựa chọn như vậy thể hiện sự ưa thích rủi ro ở phần được (phần lời).

**Tình huống 5** (Bảo hiểm): Chọn giữa hai triển vọng sau P13(0,001; -\$5.000) và P14(1,0 ; -\$5).

Trong trường hợp này chúng ta thường thấy nhiều người chọn triển vọng P14, điều này phản ánh họ không thích rủi ro. Nhưng nó thể hiện sự không thích rủi ro đối với cái mất. Tóm lại, trong khi chúng ta thường không thích rủi ro ở phần giá trị dương song khi có xác suất thấp của việc nhận được một khoản thu nhập, chúng ta thường sẽ chuyển sang thích rủi ro. Mặt khác, trong khi chúng ta thường thích rủi ro ở phần kết quả âm, song khi xuất hiện một xác suất thấp của sự thua lỗ, chúng ta thường chuyển sang tình trạng không thích rủi ro. Đặc điểm này cho thấy con người thường không thích rủi ro đối với cái được và lại thích rủi ro đối với cái mất khi xác suất xảy ra kết quả đó cao, nhưng thích rủi ro đối với cái được và không thích rủi ro đối với cái mất nếu xác suất xảy ra những kết quả đó thấp. Nghiên cứu của Kahneman và Tversky (1992)[112] đã chỉ ra rằng 92% (22 trên 25) các lĩnh vực thể hiện toàn bộ đặc điểm trên.

Trong bản gốc của lý thuyết triển vọng xuất bản năm 1979, Kahneman và Tversky [69] đã đề cập đến những điều kiện mà một hàm tỷ trọng thích hợp song không đưa ra được công thức của hàm số đó. Năm 1992, hai tác giả trên đã đưa ra phiên bản mới với phân tích toán học cặn kẽ hơn, đó là lý thuyết triển vọng tích lũy

Để xem xét hình dạng của một hàm tỷ trọng thích hợp, trong phần này, Luận án sẽ phân tích thêm 2 đặc điểm không tuân theo lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng được chỉ ra bởi Allais (1953)[53]. Điểm đầu tiên sẽ giúp chúng ta hiểu hơn về sự khác nhau giữa các kết quả có khả năng xảy ra cao và các kết quả xác định. Tình huống 6 yêu cầu đưa ra hai sự lựa chọn:



### **Tình huống 6:**

Lựa chọn (i): Chọn giữa P15(0,80; \$4,000) và P16(1,00; \$3000)

Lựa chọn (ii): Chọn giữa P17(0,20; \$4000) và P18(0,25; \$3000)

Kahneman và Tversky tìm ra rằng có 80% những người được hỏi chọn P16, trong khi đó 65% trong số họ chọn P17. Chú ý rằng Lựa chọn (ii) của Tình huống 6 cũng giống như Lựa chọn (i), ngoại trừ việc các xác suất đều được nhân với 0,25. Có thể thấy rằng việc giảm xác suất từ 100% xuống 25% (P16 và P18) ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn mạnh hơn giảm xác suất từ 80% xuống 20% (P15 và P17). Với những lý do rõ ràng, tình huống này và tình huống 7 tiếp theo, được coi như những ví dụ điển hình của “hiệu ứng tỷ lệ thông dụng”. Kahneman và Tversky tranh luận rằng lý do là vì con người đánh giá những gì chắc chắn xảy ra và những gì chỉ có thể xảy ra khác nhau. Bởi con người thường đánh giá quá cao các kết quả chắc chắn xảy ra so với các kết quả chỉ có thể xảy ra, Kahneman và Tversky gọi hiện tượng này là *hiệu ứng chắc chắn*. Điều này thể hiện rằng hàm tỷ trọng ở khoảng chắc chắn có độ dốc khá lớn (đó là có độ dốc lớn hơn 1).

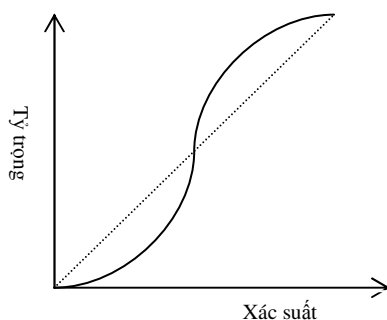
### **Tình huống 7:**

Lựa chọn (i): Chọn giữa P19(0,45; \$6.000) và P20(0,90; \$3.000).

Lựa chọn (ii): Chọn giữa P21(0,001; \$6.000) và P22(0,002; \$3.000).

Chú ý rằng đối với một người không quan tâm đến rủi ro thì P19 ~ P20 và P21 ~ P22, bởi giá trị kỳ vọng của chúng giống nhau. Kahneman và Tversky tìm ra rằng 86% những người được hỏi chọn P20 (không thích rủi ro), nhưng 73% số người được hỏi chọn P21 (thích rủi ro). Trong khi trước đó chúng ta thấy rằng con người đánh giá quá cao các xác suất thấp, cả hai xác suất ở P21 và P22 đều khá thấp, do đó có thể thấy sự đánh giá cao đối với 0,001 lớn hơn 0,002. Điều này thể hiện rằng hàm tỷ trọng khá dốc (có độ dốc lớn hơn 1) ở vùng quanh mốc 0.

Tình huống 6 và 7 cho hàm ý rằng hàm tỷ trọng khá dốc ở xung quanh  $pr = 0$  và  $pr = 1$ . Sử dụng những điều kiện này và đặt  $\pi(0) = 0$  và  $\pi(1) = 1$ , ta có thể thấy rằng đối với những xác suất trung gian, hàm tỷ trọng có độ dốc khá thấp (nhỏ hơn 1). Hình 1.2 biểu diễn một hàm tỷ trọng thỏa mãn tất cả những yêu cầu này.



**Hình 1.2. Hàm tỷ trọng điển hình [31]**

Để xây dựng công thức cho hàm giá trị và hàm tỷ trọng giả thuyết, Kahneman và Tversky sử dụng một thí nghiệm nhằm kiểm tra một cách kỹ lưỡng sự lựa chọn của cá nhân và khai thác thông tin chi tiết về dạng của các hàm giá trị và tỷ trọng. Các đối tượng được hỏi nhằm cung cấp mức tương đương chắc chắn cho một loạt các triển vọng. Một hàm giá trị của triển vọng sẽ có dạng lõm ở phần được và có dạng lõm ở phần mất và phần sợ thua lỗ. Một hàm số thích hợp với những đặc điểm này sẽ có dạng như sau:

$$\begin{aligned}
 v(z) &= z^\alpha & 0 < \alpha < 1 & & \text{nếu } z \geq 0 \\
 & - \lambda(-z)^\beta & \lambda > 1, 0 < \beta < 1 & & \text{nếu } z < 0
 \end{aligned}$$

Dựa trên các số liệu thực nghiệm, Kahneman và Tversky ước lượng  $\alpha$  và  $\beta$  đều xấp xỉ 0,88 và  $\lambda$  xấp xỉ 2,25. Những dự báo này đưa đến một hàm giá trị trong đó phần mất ảnh hưởng đến con người mạnh hơn phần được. Kahneman và Tversky cũng đưa ra một hàm tỷ trọng dựa trên những dự đoán của họ:

$$\begin{aligned}
 \pi(pr) &= \frac{pr^\gamma}{(pr^\gamma + (1-pr)^\gamma)^{\frac{1}{\gamma}}} & \gamma > 0, \text{ nếu } z \geq 0 \\
 \pi(pr) &= \frac{pr^\chi}{(pr^\chi + (1-pr)^\chi)^{\frac{1}{\chi}}} & \chi > 0, \text{ nếu } z < 0
 \end{aligned}$$

Trong ước lượng của các tác giả trên, họ tìm ra rằng  $\gamma = 0,61$  và  $\chi = 0,69$ . Do độ lớn của hai giá trị này gần như nhau, nên để đơn giản chúng ta sẽ sử dụng giá trị trung bình (0,65) trong cả phần được và phần mất.

Do lý thuyết triển vọng có khả năng giải thích rất nhiều hành vi của con người khi đưa ra quyết định trong sự rủi ro nên nó có tầm ảnh hưởng khá lớn và

được nhận định như một đóng góp quan trọng cho lĩnh vực kinh tế, giúp cho Daniel Kahneman đoạt giải Nobel Kinh tế năm 2002.

**- Hàm ý của Lý thuyết triển vọng**

Các hàm ý của Lý thuyết triển vọng đã được Giáo sư Rassoul Yazdipour và Giáo sư James A.Howard đề cập trong cuốn sách “*Behavioral Finance: Investor, Corporations, and Market*” do H.Ken Baker & John R.Nofsinger (2010)[60] chủ biên như sau:

- *Hàm ý về hành vi chấp nhận rủi ro*: các nhà đầu tư cá nhân cùng lúc vừa là những người tìm kiếm rủi ro vừa là những người né tránh rủi ro.

- *Hàm ý đối với hành vi nắm giữ cổ phiếu/danh mục*: cả các nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư chuyên nghiệp đều dễ mắc lỗi bán những tài sản sinh lời quá sớm và nắm giữ các tài sản thua lỗ quá lâu, đây được gọi là hành vi e ngại thua lỗ. Sự thua lỗ gây ra sự mất mát lớn hơn so với niềm vui mang lại từ khoản lợi với cùng một độ lớn. Điều này được biết đến với tên gọi là hiệu ứng phân bổ tài khoản (disposition effect).

- *Hàm ý cho phân bù vốn cổ phần*: sự e ngại thua lỗ được lý thuyết triển vọng đề cập đã giải thích tại sao các cổ phần của Mỹ có tỷ lệ sinh lời cao hơn 7% so với trái phiếu trong một thời gian dài (trong khi theo mô hình truyền thống, tỷ lệ này chỉ khoảng 1-2%)

- *Hàm ý cho cấu trúc vốn*: Theo lý thuyết triển vọng, đối với một số công ty, các khoản thua lỗ tiềm năng do kiệt quỹ tài chính có thể lớn hơn là các lợi ích tiềm tàng có nguồn gốc từ thuế.

**1.2.2.2. Tính toán trí óc (Mental Accounting)**

Để nghiên cứu về những tính toán bất hợp lý, Kahneman và A.Tversky (1979, 1992) [69], [112] đã tổ chức một số phỏng vấn tình huống về vấn đề này trong bối cảnh không có rủi ro. Sau đây là các tình huống và phân tích về tính toán trí óc được thể hiện trong nghiên cứu của Ackert và Deaves (2010)[31]:

**Tình huống 8:** Tưởng tượng rằng bạn vừa quyết định đi xem một vở kịch với vé vào cửa giá \$10. Ngay khi bạn vào trong rạp chiếu, bạn phát hiện ra đã đánh mất một tờ \$10. Vậy bạn có tiếp tục bỏ ra \$10 mua vé xem kịch nữa không?

Ghi nhớ câu trả lời, sau đó trả lời câu hỏi tiếp theo.

**Tình huống 9:** Tưởng tượng rằng bạn vừa quyết định đi xem một vở kịch và đã mua vé với giá \$10. Ngay khi bạn vừa vào rạp, bạn phát hiện ra mình đã đánh mất chiếc vé đó. Ghế ngồi không được đánh dấu và vé không thể được cấp lại. Bạn có trả \$10 cho một chiếc vé khác không?

Rõ ràng, các tình huống trên cho thấy không có sự khác nhau thực sự giữa các câu hỏi. Ackert và Deaves đã phân tích cho rằng, một khoản tiền nhất định (\$10) đã mất đi không thể thu hồi lại và quyết định duy nhất một người có thể đưa ra đó là liệu việc xem kịch có đáng giá \$10 đối với họ hay không. Đánh mất \$10 dưới dạng tiền mặt hay vé xem kịch là thực sự không liên quan. Kết quả nghiên cứu của Kahneman và A.Tversky cho thấy, trong số những người được hỏi câu hỏi thứ nhất, 88% nói rằng họ sẽ mua vé. Tuy nhiên, trong câu hỏi thứ hai, phần lớn số người được hỏi (54%) cho rằng họ sẽ không mua.

Sự khác nhau trong các câu trả lời theo các tác giả là do tính toán trí óc. Tính toán trí óc là một phương pháp mà con người sử dụng để quản lý quá trình ra quyết định dễ dàng hơn. Theo Richard Thaler (1985,2005)[108,93] “*tính toán trí óc là tập hợp các hoạt động nhận thức sử dụng bởi các cá nhân và hộ gia đình để tổ chức, đánh giá, và theo dõi các hoạt động tài chính*”. Các nhân tố quyết định của tính toán trí óc bao gồm phân chia tài khoản, đóng tài khoản, và đánh giá tài khoản.

Ackert và Deaves cho rằng, theo quan điểm truyền thống, các nhà kinh tế thường giả định rằng các nguồn vốn có thể thay thế được, nhưng việc phân chia thành các tài khoản ảo khiến điều này có thể không đúng. Các quyết định thực tế của con người cho thấy rằng tiền không luôn luôn thay thế được. Trong khi những hành vi bị bóp méo hoặc hành vi không bình thường có thể xảy đến, tính toán trí óc cũng có những mặt tốt ở chỗ nó có thể giúp con người thể hiện khả năng tự kiểm

soát, thúc đẩy những nguyên tắc kiểu như “đừng tiêu sài khoản tiết kiệm hưu trí,” và “không trả hàng hóa dịch vụ cao cấp bằng tiền tiết kiệm” Do đó, Ackert & Deaves cho rằng con người được khuyến khích chi tiêu tiết kiệm và kinh tế hơn

Ackert và Deaves tiếp tục giải thích về hành vi mở và đóng các tài khoản của nhà đầu tư bằng việc quay trở lại với tình huống về vé xem kịch như sau: trong lần đầu một người mua vé, một “tài khoản mua vé” vô hình đã được tạo ra. Nếu tất cả đều diễn ra theo kế hoạch, người đó đã có thể xem vở kịch với chiếc vé đó, sự thoải mái khi tận hưởng vở kịch sẽ bù đắp lại khoản tiền đã mất để mua vé, và “tài khoản mua vé” sẽ được đóng lại. Trong Tình huống 9, đánh mất tờ \$10 không liên quan trực tiếp đến chiếc vé, do vậy con người vẫn sẵn sàng mua chiếc vé mới đó. Mặc cho họ không vui về gì với việc mất \$10 song khi không có rào cản về ngân quỹ, không có lý do gì để họ kết hợp sự mất mát đó với quyết định mua vé. Mặt khác, trong Tình huống 10, giá của chiếc vé được mua thêm sẽ được đặt vào “tài khoản mua vé” vẫn đang mở, do vậy giá của chiếc vé giờ đã trở thành \$20 trong tương tượng của họ, và đó là một mức giá quá cao. Trong tình huống này, có một thời điểm tự nhiên mà tài khoản được đóng lại. Khi một mặt hàng tiêu dùng được thanh toán trước, việc đóng tài khoản đó lại khi mặt hàng đó thực sự được mua về (khi vở kịch được xem) là một điều tất nhiên.

Theo nghiên cứu của Ackert & Deaves (2010)[31], lý thuyết triển vọng cho ta biết con người cảm nhận cái mất mạnh mẽ hơn cái được, do đó có thể thấy khi con người tự ý chọn thời điểm đóng một tài khoản lại họ có thể chọn không làm điều đó nếu có thua lỗ xuất hiện. Một ví dụ của điều này được các tác giả chỉ ra trong danh mục đầu tư cổ phiếu. Xét một nhà đầu tư vừa chứng kiến sự sụt giảm giá cổ phiếu mà anh ta nắm giữ. Khi anh ta còn nắm giữ nó, anh ta có thể coi đó là “thua lỗ trên giấy tờ.” Điều đó có nghĩa là tài khoản này vẫn đang mở. Từ góc độ thuế, người ta khuyên rằng nên bán cổ phiếu đó đi và cần thiết phải đóng tài khoản lại. Việc này, đặc biệt là với tâm lý sợ thua lỗ, sẽ mang đến cho nhà đầu tư tổn thất nặng nề. Mặt khác, bán một cổ phiếu đang lên giá cho phép người đó đóng tài khoản lại khi nó

đang lời và tận hưởng phần lãi đó. Khuynh hướng né tránh bán cổ phiếu đang mất giá được gọi là hiệu ứng phân bổ tài khoản (disposition effect).

Theo hàm giá trị triển vọng, sự thua lỗ tác động rất lớn đến cảm xúc của con người, đó là lý do vì sao nhà đầu tư trì hoãn việc bán cổ phiếu mất giá. Trên thực tế, anh ta đã kết hợp quyết định hiện tại và những diễn biến trong quá khứ của cổ phiếu.

### 1.2.2.3. Định nghĩa hẹp (*Narrow Framing*)

Trên cơ sở nghiên cứu của Tversky và Kahneman (1981)[115], Ackert và Deaves (2010)[31] đã tổng hợp và đưa ra khái niệm về định nghĩa hẹp: *đó là một khung được quyết định bởi cách trình bày, nhận thức của con người về câu hỏi đó và tính cách của mỗi người. Các tác giả cho rằng, nếu quyết định của một người thay đổi đơn giản do sự thay đổi trong khung, lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng sẽ không có tác dụng vì nó giả định con người có những lựa chọn kiên định, không phụ thuộc vào cách trình bày vấn đề thế nào.*

Sau đây là các tình huống và nội dung phân tích được đề cập trong nghiên cứu của Ackert và Deaves (2010)[31]:

**Tình huống 10** (*dựa trên con số sống sót*): Tưởng tượng rằng nước Mỹ đang chuẩn bị bùng nổ một dịch bệnh lạ có nguồn gốc từ châu Á, có thể sẽ giết chết 600 người. Hai chương trình được đề xuất nhằm chiến đấu với dịch bệnh. Giả định rằng ước tính khoa học chính xác của hai chương trình này như sau:

*Nếu sử dụng Chương trình A, 200 người sẽ được cứu.*

*Nếu sử dụng Chương trình B, có 1/3 khả năng là 600 người sẽ được cứu, nhưng 2/3 khả năng còn lại là sẽ không người nào được cứu.*

Vậy bạn sẽ lựa chọn Chương trình nào?

Trong số những người được hỏi ở Tình huống 8, 72% chọn Chương trình A. Phần lớn những người này đều không thích rủi ro. Chú ý điều gì sẽ xảy ra nếu vẫn cùng tình huống đó nhưng được trình bày theo một cách khác.

**Tình huống 11** (dựa trên con số thiệt mạng): Tưởng tượng rằng nước Mỹ đang chuẩn bị bùng nổ một dịch bệnh lạ có nguồn gốc từ châu Á, có thể sẽ giết chết 600 người. Hai chương trình được đề xuất nhằm chiến đấu với dịch bệnh. Giả định rằng ước tính khoa học chính xác của hai chương trình này như sau:

*Nếu sử dụng Chương trình A, 400 người sẽ chết.*

*Nếu sử dụng Chương trình B, có 1/3 khả năng là không người bị chết, nhưng 2/3 khả năng còn lại là 600 người chết.*

Vậy bạn sẽ lựa chọn Chương trình nào?

Trong trường hợp này, 78% số người được hỏi chọn Chương trình B. Mặc dù hai tình huống giống hệt nhau về kết cục tính toán, nhưng trong trường hợp này phần lớn những người được hỏi thể hiện sự thích rủi ro. Kahneman và Tversky tìm ra sự thay đổi trong thái độ đối với rủi ro của sinh viên, giảng viên, và các bác sĩ như nhau. Điều này thể hiện một cách rõ ràng ảnh hưởng của khung ra quyết định.

Theo Ackert và Deaves (2010)[31], các kết quả đều tương thích với lý thuyết triển vọng khi chúng ta nhận ra rằng hai cách trình bày một vấn đề cho thấy việc sử dụng các mốc tham khảo khác nhau: cách trình bày theo sự sống sót bắt đầu từ tổng số người thiệt mạng và dần xét đến số người được sống, trong khi cách trình bày theo sự thiệt mạng sẽ bắt đầu từ tổng số người sống sót và dịch chuyển dần đến số người chết. Cứu sống được mạng người (hay cách trình bày theo sự sống sót) là phần được, trong khi việc thừa nhận số người chết (hay cách trình bày theo sự thiệt mạng) là phần mất. Do con người thường sợ thua lỗ, sự mất mát của cách trình bày thứ nhất tác động mạnh hơn khả năng sống sót của cách trình bày thứ hai.

Trong hai tình huống trên, các câu hỏi được đặt ra nhằm tìm ra một mức tham khảo nhất định (người được cứu hay không được cứu). Ackert và Deaves (2010)[31] cho rằng: trong nhiều trường hợp, người ra quyết định lựa chọn mức tham khảo, và mặc dù một kết quả được nhận định là lãi hay lỗ vẫn sẽ phụ thuộc vào mức tham khảo đã chọn. Ví dụ, giả dụ rằng bạn mất \$150 ở cuộc đua ngựa hôm nay. Bạn đang xem xét việc cá cược \$10 khác trong cuộc đua tiếp theo và cuối cùng

trong ngày cho một chú ngựa với tỷ lệ 15:1. Điều đó có nghĩa là nếu ngựa của bạn thắng cuộc, bạn sẽ nhận được \$150, nhưng nếu ngựa của bạn thua cuộc bạn sẽ mất \$10. Nếu anh ta tính đến tổn thất của trong cả ngày đua, cuộc cá cược sẽ dẫn đến hòa vốn nếu thắng cuộc và lỗ \$150 nếu thua cuộc. Nhưng người đặt cược bỏ qua lỗ trước đó và coi mức tham khảo là mức bắt đầu, do đó kết quả của lần cá cược cuối cùng là một khoản lời \$150 nếu thắng và một khoản lỗ \$10 [31].

Lý thuyết triển vọng dự đoán rằng một người ra quyết định mà chia tách kết quả như vậy sẽ ít có chiều hướng chấp nhận rủi ro trong tình huống này hơn, do vụ cá cược có phần được và phần mất nên sự sợ thua lỗ vẫn đe dọa người đó, và do trên khía cạnh đồ thị hàm giá trị, chúng ta đang ở phần được nên đồ thị có dạng lồi. Ngược lại, một người ra quyết định mà sử dụng mức tham khảo bao gồm kết quả của những ván cược trước đó sẽ thích rủi ro hơn do người đó đang thuộc phần mất của hàm giá trị. Đối với người này, lần cá cược cuối cùng là cơ hội hòa vốn.

Sự kết hợp xảy ra khi các tình huống được kết hợp lại, trong khi sự chia tách là khi mỗi tình huống được xét riêng từng lần. Lý thuyết triển vọng hầu hết đều giả định rằng con người chia tách các tình huống, mặc dù Kahneman và Tversky đã nhận ra rằng đôi khi con người cũng sử dụng khung kết hợp. Ví dụ, họ lưu ý rằng nhiều cá cược được đặt một cách mạo hiểm vào cuối ngày đua, cho thấy rằng ít nhất có vài người đánh cược đã kết hợp kết quả của những cuộc đua trước và chấp nhận rủi ro mà bình thường họ không thích nhằm cố gắng đạt điểm hòa vốn. Ackert và Deaves (2010)[31] cho rằng, trong ví dụ về đua ngựa, một số người sẵn sàng chịu nhiều rủi ro hơn nhằm đạt được điểm hòa vốn. Khi rủi ro gia tăng sau thua lỗ, hiện tượng này được gọi là hiệu ứng hòa vốn (break even effect). Tính đối xứng cho thấy sẽ việc chấp nhận rủi ro sẽ giảm đi, nhưng thực tế thì không như vậy. Nếu các quyết định mới (ví dụ như khi nào và bao nhiêu tiền nên đặt cược vào cuộc đua tiếp theo) được kết hợp với các khoản lời trước đó, khi đó do bạn đã dịch chuyển lên trong hàm giá trị và cách giới hạn thua lỗ một khoảng, nên bạn dường như sẵn sàng chấp nhận mức rủi ro lớn hơn. Với ngôn ngữ của sòng bạc thay vì trường đua, Ackert và Deaves (2010)[31] cho rằng, có thể nói bạn đang cá cược với “house money effect”



- hiệu ứng nhà tiền, được cho rằng sẽ có hiệu lực khi sự chấp nhận rủi ro của một người nào đó gia tăng sau khi nhận được những khoản lời. Cả hiệu ứng hòa vốn và hiệu ứng nhà tiền đều khá quan trọng trong quá trình ra quyết định tài chính bởi chúng có thể ảnh hưởng đến các quyết định sau khi danh mục đầu tư gia tăng hay thu hẹp lại.

### ***1.2.3. Hành vi nhà đầu tư cá nhân tiếp cận theo tài chính hành vi***

#### ***1.2.3.1. Quy tắc dựa theo kinh nghiệm (Heuristics)***

Quy tắc dựa theo kinh nghiệm (heuristic) hay còn gọi là quy tắc “ngón tay cái”, là những phương pháp nhà đầu tư sử dụng để làm giảm thiểu sự tìm kiếm thông tin cần thiết để đưa ra giải pháp cho một vấn đề, tức là nhà đầu tư giải quyết vấn đề dựa trên kinh nghiệm.

Quy tắc dựa theo kinh nghiệm cung cấp những cách tiếp cận thuyết phục mang tính chủ quan, đồng thời cũng phản ánh một thực tế là đánh giá của con người về khả năng và rủi ro thường không tuân thủ chính xác lý thuyết về xác suất. Mọi người có xu hướng liên hệ xác suất không phải với sự kiện mà là với những mô tả sự kiện (Tversky and Kochler, 2002) [117]. Mặc dù người ta có thể dùng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm để đơn giản hóa tập hợp dữ liệu, nhưng một cách chính xác hơn, chúng được coi như là công cụ làm đơn giản hóa quá trình lựa chọn. Các quy tắc dựa theo kinh nghiệm đặc biệt quan trọng khi có sự không chắc chắn bởi vì sự không chắc chắn làm giảm đi tính hiệu quả của những tính toán logic phức tạp.

Trong những năm cuối thập niên 1950, Simon và Newell (1982) [103] đã xây dựng các thuật toán chi tiết cho các vấn đề cụ thể, ban đầu là một phương tiện để tối ưu hóa sự ước lượng. Nghiên cứu về những quy tắc dựa theo kinh nghiệm như là những phép tính toán “tắt” ngày càng nhiều sau khi các nhà tâm lý học nhận thức hoàn thành công trình về lý thuyết quyết định hành vi vào cuối thập niên 60 và đầu thập niên 70, đỉnh cao là công trình của Tversky, Kahneman trong tuyển tập được biên tập bởi Kahneman, Slovic, và Tversky (1982) [116]. Công trình đó, cùng với những kết quả trong tuyển tập được biên soạn bởi Kahneman và Tversky

(2000a) [71] và Gilovich, Griffin, và Kahneman (2002) [54] nói chung được coi như là “hệ thống quy tắc dựa theo kinh nghiệm và định kiến”. Những nghiên cứu trên chủ yếu tập trung vào những quy tắc ngón tay cái phổ biến và độ lệch tương ứng so với tính toán chuẩn (hay còn gọi là thiên vị). Ban đầu, trong các nghiên cứu, quy tắc dựa theo kinh nghiệm chỉ đơn thuần gắn với quá trình nhận thức, nhưng dần dần các quy tắc đó kết hợp thêm cả các yếu tố cảm xúc. Thực ra, các yếu tố cảm xúc đã ngầm đề cập từ lâu trong những phân tích của Kahneman và Tversky (2000b) [73]. Điều này được chứng minh bằng việc hai tác giả này chọn tham chiếu là những phán xét trực quan, cái mà họ cho là khác hẳn với mô hình lựa chọn hợp lý chuẩn tắc.

Một mục đích chính của nghiên cứu “hệ thống kinh nghiệm chủ quan và định kiến” là phân loại độ lệch tương ứng so với mô hình lựa chọn hợp lý, và nếu có thể, cải thiện những quy tắc chủ quan để làm giảm sự thiên lệch. Đầu tiên, nghiên cứu tìm cách xác minh một nhóm các quy tắc dựa theo kinh nghiệm chung được coi như là cơ sở cho việc đưa ra quyết định. Các nhà nghiên cứu tiếp tục ủng hộ mô hình phân tích hợp lý nhận ra rằng với mô hình phân tích hợp lý, người ta vẫn có những đánh giá sai. Trong khi đó, nhóm quyết định hành vi lại chứng minh rằng, ngược lại với kỳ vọng, các lỗi mắc phải không xảy ra ngẫu nhiên mà có tính hệ thống và dự đoán trước được. Khi những kết quả về các quy tắc dựa theo kinh nghiệm được quan tâm hơn, Gigerenzer và một số học giả khác đặt nghi vấn cho việc tập trung vào các lệch lạc. Dựa theo nghiên cứu của Simon về tính hợp lý giới hạn Simon (1957,1982,1986) [102,103,104], Gigerenzer và các cộng sự vẫn cho rằng các phán đoán chỉ cần được thỏa mãn và nên được đánh giá dựa trên thực tế là con người có giới hạn trong khả năng tìm kiếm và tính toán (thường được nhấn mạnh bởi sự giới hạn về thời gian). Người ta vẫn thường dùng phương pháp ước lượng để giải quyết hầu hết các vấn đề, phát triển cái họ gọi là những quy tắc nhanh và đơn giản (Gigerenzer và Selten, 2001 [54]; Gigerenzer, Czerlinski, và Martignon, 2002 [53]).

Tversky và Kahneman (1982)[70] đã đưa ra 3 dạng thức của phương pháp kinh nghiệm tổng quát: *dựa vào tình huống điển hình (representativeness), dựa vào*

*tính sẵn có (availability), neo vào điểm tham chiếu và điều chỉnh (anchoring and adjustment).*

Phương pháp kinh nghiệm dựa vào tình huống điển hình là cách con người đưa ra những đánh giá xác suất dựa trên sự tương tự so với các trường hợp mẫu (nhóm sự kiện, hiện tượng khác).

Phương pháp kinh nghiệm dựa vào tính sẵn có là phương pháp dựa nhiều vào thông tin hơn là xác suất. Điều này được cho là do sự dễ dàng trong việc hồi tưởng.

Phương pháp kinh nghiệm được thực hiện bằng việc neo vào một điểm tham chiếu và điều chỉnh có nghĩa là nhà đầu tư dựa vào một điểm tham chiếu nào đó (ví dụ như biên độ, tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng...) để làm điểm xuất phát cho quá trình điều chỉnh trước khi ra quyết định.

***- Lý do cho việc áp dụng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm***

Có rất nhiều lý do cho việc áp dụng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm trong đầu tư. Hugh Schwartz trong nghiên cứu của Nofsinger (2010)[60] đã khái lược các lý do chính như sau:

- ✓ Nhà đầu tư đưa ra quyết định có thể không nhìn ra được cách tối ưu để giải quyết một vấn đề, thậm chí ngay cả khi giải pháp lý tưởng có tồn tại. Hơn nữa, họ có thể không có đủ nguồn lực (hoặc không tiếp cận được nguồn tín dụng) để nhận được hỗ trợ từ người khác, hoặc chi phí để cân nhắc quá cao.
- ✓ Nhà đầu tư phải quyết định không thể có được tất cả thông tin cần thiết cho một giải pháp tối ưu, hoặc không thể làm thế tại thời điểm đưa ra quyết định. Thậm chí nếu có thể có được đầy đủ các thông tin, người ra quyết định lại không thể thực hiện hết các phân tích để đưa ra giải pháp tối ưu một cách kịp thời.
- ✓ Các kỹ thuật để tối ưu hóa có thể khả thi nhưng chúng lại không áp dụng được cho một số loại vấn đề.
- ✓ Khi có nhiều mục tiêu, khó có thể có một giải pháp tối ưu duy nhất.

- ✓ Việc nhà đầu tư đưa ra quyết định có thể sử dụng các quy tắc ngón tay cái một cách nhanh chóng làm cho họ có thể giữ bí mật một số vấn đề nhất định cho đến khi họ quyết định tiết lộ ra.
- ✓ Khó khăn có thể không nằm ở việc thu thập thông tin mà là ở việc nhận thức thông tin một cách chính xác và việc tránh những cố gắng xử lý các biến thể của vấn đề đang xem xét.
- ✓ Khối lượng thông tin quá ồ ạt có thể làm quá tải nhà đầu tư phải đưa ra quyết định. Người quyết định có thể không đủ quen thuộc với những chương trình dùng để xử lý dữ liệu. Bên cạnh đó, người phải quyết định có thể bị ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố cảm xúc. Hoặc là, tại thời điểm cụ thể nào đó trong quá trình đưa ra quyết định, người ra quyết định có thể không ổn định về tình trạng nhận thức.
- ✓ “Công thức chiến thắng” của một số người tham gia thị trường có thể làm cho người ra quyết định (người thường thực hiện những phân tích đầy đủ) thoát ra khỏi thói quen trên, dù chỉ là tạm thời. Nhưng thật không may là những “công thức chiến thắng” đó lại tiềm ẩn thêm rất nhiều rủi ro và sự không chắc chắn vốn không được đảm bảo bởi những phân tích truyền thống.
- ✓ Việc sử dụng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm là cần thiết khi tiến hành việc tính toán lại vướng mắc phải vấn đề chính đang cần xem xét.
- ✓ Áp dụng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm có thể là cách tiếp cận duy nhất khi có sự không chắc chắn đáng kể.
- ✓ Việc sử dụng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm là thích hợp nhất khi chúng cho kết quả gần với kết quả của phân tích theo tối ưu hóa. Những quy tắc dựa theo kinh nghiệm “nhanh và đơn giản lại càng đặc biệt thích hợp khi có “các cực đại ngang”, tức là khi các lựa chọn khác nhau đều dẫn đến những lợi nhuận cực đại giống nhau.

Các trường phái kinh tế học chính thống cung cấp bộ các công cụ để giải quyết những vấn đề có nhóm lựa chọn hẹp và các lựa chọn được xác định rõ ràng. Tuy nhiên, theo Nelson và Winter (1982) [86], người lựa chọn thường gặp phải những nhóm lựa chọn không được xác định rõ ràng, đòi hỏi cách xử lý khác hẳn so với khi các lựa chọn được xác định rõ ràng. Điều đó giúp chỉ ra vai trò của các quy tắc dựa theo kinh nghiệm, những quy tắc liên quan nhiều đến trực giác. Hơn nữa, theo những quan sát của Simon (1982) [104], thử thách chính đầu tiên trong việc ra quyết định có thể phát sinh trong quá trình tìm kiếm tất cả những phương án khả dĩ và quan trọng nhất. Đôi khi người ra quyết định phân biệt được những phương án khác nhau nhưng họ lại không hiểu hết được hệ quả của từng phương án. Trong trường hợp đó, Slovic (2000) [106] đã lý giải rằng, người thực hiện quyết định có thể cần phải xây dựng những đặc điểm ưu tiên để dựa vào đó đưa ra quyết định cuối cùng. Đối với những quyết định dựa trên công nghệ đang phát triển, quy tắc dựa theo kinh nghiệm hỗ trợ về mặt “tìm kiếm theo chiều rộng” (horizon scanning) có thể sẽ có ích hơn bất cứ phân tích tính toán nào. Tuy nhiên, cũng không thể chối cãi rằng đôi lúc những người ra quyết định sử dụng những quy tắc dựa theo kinh nghiệm quá đơn giản hoặc không chính xác. Trên thực tế, người ta đôi lúc vẫn sử dụng những quy tắc dựa theo kinh nghiệm khi mà những tính toán tối ưu hóa truyền thống vừa khả thi vừa thuận lợi hơn. Hơn thế nữa, người ta cũng thường quên tính đến những lệch lạc liên quan đến quy tắc dựa theo kinh nghiệm.

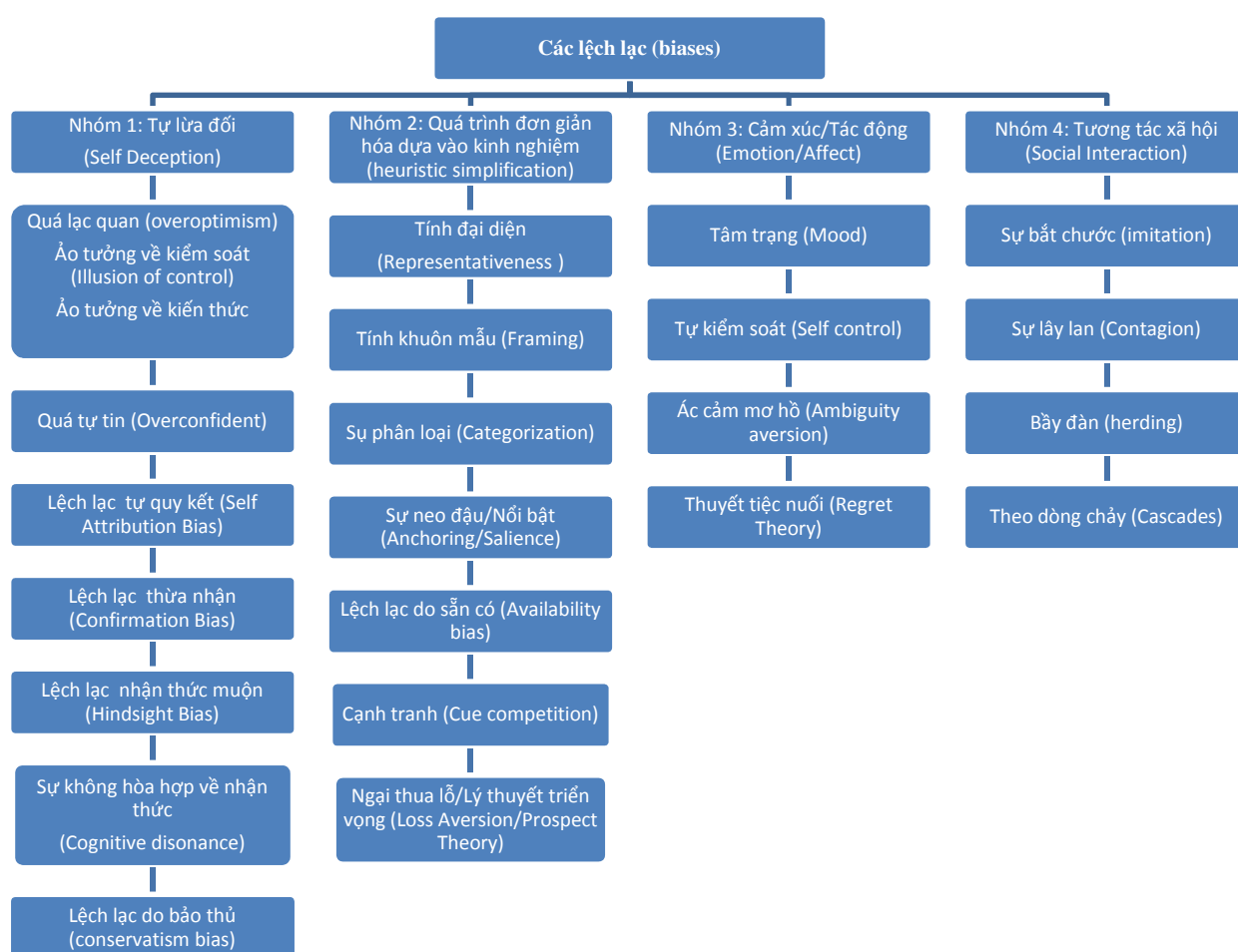
- ***Hướng dẫn sử dụng những quy tắc dựa theo kinh nghiệm***

Trong nghiên cứu của mình, Rieskamp, Hertweg, và Todd (2006) [94] đã chỉ ra rằng muốn áp dụng các quy tắc dựa theo kinh nghiệm nên có hướng dẫn rõ ràng về việc tìm kiếm thông tin, điểm dừng cần thiết của việc tìm kiếm (quy tắc dừng), cách thức đưa ra quyết định với những thông tin có được. Thực tế cho thấy kinh tế học hành vi đã không chú ý nhiều đến các hướng dẫn trên khi giải quyết các quy tắc dựa theo kinh nghiệm chung nhưng đối với các quy tắc dựa theo kinh nghiệm cụ thể trong tài chính hành vi, hướng dẫn trở nên quan trọng hơn.

### 1.2.3.2. Các lệch lạc (lỗi) về hành vi

Hirshleifer (2001) [62] cho rằng phần lớn các lỗi hành vi của nhà đầu tư là do 4 nhóm nguyên nhân chính: tự lừa dối (self – deception); heuristic simplification (quá trình đơn giản hóa dựa vào kinh nghiệm); cảm xúc (emotion); và tương tác xã hội (social interaction).

**Hình 1.3. Phân loại các lỗi (lệch lạc) về hành vi nhà đầu tư**



*Nguồn: Montier(2007, trang 24)[84]*

Khái niệm và hệ quả của các lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư được Michael M. Pompian (2006)[83] mô tả khái quát như sau:

- *Lệch lạc tâm lý do quá tự tin (Overconfident Bias)*

Là trạng thái tâm lý khi một người có niềm tin thiếu cơ sở trong lập luận, đánh giá và khả năng nhận thức mang tính trực giác. Trong ước lượng về khả năng xảy ra của một sự việc nào đó, họ thường đánh giá không chính xác vì họ cho rằng mình thông minh hơn hoặc thông tin mà họ nhận được tốt hơn những nhà đầu tư khác trên thị trường. Lý do gây ra tâm lý này là do xu hướng tìm kiếm thông tin mang tính bổ sung và củng cố thêm cho các thông tin mà các nhà đầu tư sẵn có và mong muốn được được trở nên chuyên nghiệp và thành thạo hơn so với người khác. Tuy vậy, tâm lý này tiềm ẩn rất nhiều rủi ro cho nhà đầu tư. Khi các nhà đầu tư quá tự tin vào quyết định của mình, họ thường làm ngơ trước những thông tin trái chiều. Những người quá tự tin luôn giao dịch với tần suất lớn do muốn nắm bắt và tận dụng các thông tin đặc biệt mà họ nghĩ chỉ họ có được trên thị trường. Điều nguy hiểm hơn và thông thường gây thiệt hại lớn cho nhà đầu tư khi họ tự tin thái quá là họ luôn nắm giữ một danh mục đầu tư thiếu đa dạng và đánh giá không đúng về rủi ro họ đang gánh chịu.

Nhiều công trình đã thực hiện nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ quá tự tin của nhà đầu tư bao gồm: giới tính, văn hóa, tác động của giới chuyên môn, thông tin, và đặc trưng cá nhân cũng như những lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư. Nghiên cứu của Lunderberg, Fox và Puncochar (1994) [81], Pulford và Colman (1997) [89] đã chỉ ra rằng *nam giới có mức độ quá tự tin cao hơn nữ giới*. Ảnh hưởng của giới tính đối với mức độ tự tin phụ thuộc rất nhiều vào tính chất công việc. Pulford và Colman cho rằng nguyên nhân của xu hướng này là do nữ giới phải chịu áp lực lớn hơn so với nam giới, điều này dẫn đến họ thiếu tự tin hơn. Nghiên cứu của Acker và Duck (2008) [31] cho kết luận người Châu Á tự tin thái quá hơn người Anh trong khi đó nghiên cứu của Weber và Hsee (2000) [118] cho thấy người Trung Quốc tự tin hơn người Mỹ. Về yếu tố thông tin tác động lên sự tự tin thái quá, nghiên cứu của Tsai, Klayman và Hastie (2008) [111] khẳng định khi

các đối tượng nhận được nhiều thông tin hơn, sự tự tin quá mức của họ sẽ tăng nhanh hơn mức độ chính xác trong các quyết định của họ. Các nghiên cứu phân tích tác động của lĩnh vực chuyên môn đến sự tự tin cho thấy, các chuyên gia thường tự tin thái quá hơn (nghiên cứu của Russo và Schoemaker năm 1992 [96]; Graham và Havey (2001) [58], Glaser và cộng sự (2007) [56] phát hiện ra rằng những nhà đầu tư chuyên nghiệp chọn một khoảng tin cậy hẹp hơn so với các sinh viên – điều này chứng tỏ họ có mức độ quá tự tin cao. Nghiên cứu của Agnew và Szykman (2005) [32], Elliot, Hodge và Jackson (2008) [50] chỉ ra rằng các kiến thức tài chính có được từ kinh nghiệm giao dịch hay ngoài trường học có thể giúp nhà đầu tư cải thiện hành vi và giảm được các lệch lạc.

- *Lệch lạc tâm lý do sợ thua lỗ (Loss Aversion Bias)*

Là trạng thái tâm lý con người sợ sự thua lỗ, cái mất tác động tâm lý lớn hơn so với tác động của một khoản lời tương đương. Tâm lý sợ thua lỗ cũng dần trở nên phổ biến với các nhà đầu tư trên thị trường. Tâm lý này có thể được giải thích dựa trên lý thuyết triển vọng, được phát triển bởi Tversky và Kahneman năm 1979 [69].

Lệch lạc tâm lý sợ thua lỗ sẽ làm cho các nhà đầu tư gắn chặt với các loại chứng khoán hạ giá bởi họ có tâm lý chờ cho giá tăng trở lại trước khi tiến hành giao dịch. Tuy vậy, vì sự thiếu quyết đoán này sẽ đẩy họ vào sự tổn thất nặng nề hơn. Ngược lại, những nhà đầu tư có lệch lạc tâm lý này thường dễ dàng bán các cổ phiếu với xu hướng tăng điểm do họ lo sợ giá cổ phiếu sẽ nhanh chóng sụt giảm. Khi đó, phần lớn các nhà đầu tư cho rằng họ đã hạn chế thêm rất nhiều rủi ro nhưng trên thực tế rủi ro gia tăng khi danh mục đầu tư trở nên thiếu cân bằng.

Cả sự quá tự tin và sự tự ti đều có thể dẫn đến những quyết định không hợp lý, dù cho những quyết định đó là không hợp lý “một cách dự đoán trước được” hay không. Có nhiều nhà phân tích đã viết về sự quá tự tin, nhưng kết quả nghiên cứu của Benoit và Dubra (2008) [37] đã chỉ ra rằng những tuyên bố và dẫn chứng về sự quá tự tin là không đủ thuyết phục.



- *Lệch lạc tâm lý do quá lạc quan (Overoptimism Bias)*

Là trạng thái tâm lý con người có khuynh hướng đánh giá bản thân họ như là vượt trội hơn so với mức trung bình. Điều này làm cho họ thường đánh giá lạc quan thái quá về thị trường, hệ thống kinh tế và các tiềm năng đầu tư. Nhiều nhà đầu tư lạc quan thái quá tin tưởng rằng đầu tư xấu sẽ không có ảnh hưởng với họ, điều đó làm ảnh hưởng đến các danh mục đầu tư bởi vì con người thất bại việc thừa nhận bất lợi tiềm tàng trong các quyết định đầu tư.

Các hệ quả của lệch lạc do tâm lý quá lạc quan:

- ✓ Tâm lý lạc quan có thể là nguyên nhân khiến cho chính nhà đầu tư luôn quá chú trọng vào công ty họ hiện đầu tư bởi vì lạc quan có thể mang đến cho họ những suy nghĩ là các công ty khác có yếu thế hơn trong cuộc đua với công ty của họ.
- ✓ Tâm lý lạc quan có thể là nguyên nhân làm cho người đầu tư tin tưởng họ đang thu lợi ròng từ thị trường, khi trong thực tế họ phải đối mặt với lạm phát, phí, và các loại thuế.
- ✓ Tâm lý lạc quan có thể là nguyên nhân khiến người đầu tư xem nhiều bản báo cáo màu hồng về triển vọng công ty từ các nhà phân tích hoặc chính tổ chức niêm yết. Ngoài ra, những người đầu tư quá lạc quan thường ít coi trọng các tin xấu về các khoản đầu tư của mình. Đồng thời, tâm lý lạc quan có thể là nguyên nhân khiến nhà đầu tư có xu hướng đầu tư vào các công ty gần với khu vực địa lý của họ (tâm lý địa phương) bởi vì họ có thể lạc quan quá mức về toàn cảnh vùng địa phương.

- *Lệch lạc tâm lý do ảo giác về kiểm soát (Illusion of control Bias)*

Lệch lạc do ảo giác về khả năng kiểm soát trạng thái tâm lý nhà đầu tư có thể dùng lý trí và cảm xúc để điều khiển hay ít nhất là làm ảnh hưởng đến kết quả đầu tư song trên thực tế thì họ không thể. Ví dụ như tại Las Vegas nơi mà các sòng bạc chứng kiến rất nhiều hình thức khác nhau của tâm lý ảo tưởng. Một số khách quen của sòng bạc cho rằng họ có thể có tác động đến kết quả của trò chơi súc sắc thông qua việc tập trung suy nghĩ. Khi gieo hạt súc sắc, nhiều nghiên cứu đã chứng minh

rằng con người ném súc sắc rất mạnh khi họ cố gắng giành được điểm cao. Số khác ngẫu nhiên thành công trong việc dự đoán kết quả của những đồng tiền sấp ngửa tin rằng họ là những người có thể dùng suy nghĩ để tiên liệu kết quả, và nếu như có một ngoại cảnh làm mất tập trung tinh thần sẽ ngay lập tức làm mất đi khả năng đó và điều này không lấy lại được.

Các hệ quả của lệch lạc do tâm lý ảo giác về kiểm soát:

- ✓ Ảo giác về khả năng kiểm soát có thể dẫn dắt các nhà đầu tư mua bán cổ phiếu nhiều hơn thường lệ. Các nghiên cứu đã tìm ra rằng những người giao dịch, đặc biệt là người giao dịch trực tuyến tin rằng họ có quyền năng kiểm soát kết quả đầu tư hơn là thực tế. Việc liên tục giao dịch cuối cùng sẽ làm giảm doanh thu.
- ✓ Ảo giác về khả năng kiểm soát làm cho mức độ đa dạng hóa trong danh mục của đầu tư giảm xuống. Các nhà nghiên cứu đã tìm ra rằng các nhà đầu tư giữ một lượng cổ phiếu lớn của vài công ty vì họ bị hấp dẫn bởi định mệnh sẽ giúp họ kiểm soát được giá cả. Tuy chỉ là ảo giác, nhưng điều này gây ra ít nhiều nguy hiểm đến danh mục đầu tư.
- ✓ Ảo giác về khả năng kiểm soát làm các nhà đầu tư thường sử dụng lệnh giới hạn để kiểm nghiệm khả năng kiểm soát trong một vụ đầu tư. Thực tế, sử dụng các phương pháp này thường dẫn đến tâm lý quá kỳ vọng, tệ hơn nữa là việc không cần thiết mua bán các cổ phiếu dựa trên giá ảo tưởng.
- ✓ Ảo giác về khả năng kiểm soát góp phần tạo lên tâm lý quá tự tin của các nhà đầu tư.

- *Lệch lạc tâm lý tự quy kết (Self Attribution Bias)*

Tâm lý tự quy kết hay tâm lý tự huyễn hoặc là trạng thái tâm lý con người coi thành công của mình là do bẩm sinh, do tài năng hay khả năng nhạy cảm trước diễn biến trong tương lai, nhưng khi thất bại lại đổ lỗi cho sự thiếu may mắn.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý tự quy kết:

- ✓ Các nhà đầu tư có lệch lạc tâm lý tự quy kết và tâm lý tự huyễn hoặc sau giai đoạn đầu tư thành công (ví dụ một quý hay một năm) thường tin rằng sự thành công của họ là do sự nhạy cảm nhiều hơn là các yếu tố bên ngoài sự quản lý của họ. Hành vi này có thể đem đến nhiều rủi ro khi nhà đầu tư có tâm lý quá tự tin.
- ✓ Tính huyễn hoặc làm các nhà đầu tư giao dịch nhiều hơn. Các nhà đầu tư tin rằng thành công trong đầu tư của họ là do kỹ năng kết hợp với may mắn, họ bắt đầu giao dịch nhiều hơn trước và mạo hiểm với của cải của họ.
- ✓ Tính huyễn hoặc làm các nhà đầu tư chỉ muốn nghe những gì họ thích. Khi các nhà đầu tư nhận được thông tin tốt về khoản đầu tư, họ tự coi mình là một tài năng xuất chúng. Điều đó làm cho các nhà đầu tư sai lầm trong quyết định bán hay giữ lại cổ phiếu.
- ✓ Tính huyễn hoặc là nguyên nhân khiến danh mục đầu tư không còn đa dạng, đặc biệt với các nhà đầu tư cho rằng thành công của công ty là đóng góp của riêng mình. Thông thường thì giá cả cổ phiếu không do kỹ năng một cá nhân nào quyết định mà do nhiều yếu tố bao gồm cơ hội, vì thế nên tránh việc nắm giữ một lượng giá trị cổ phiếu chiếm đa số trong danh mục đầu tư.

- *Lệch lạc tâm lý thừa nhận (Confirmation Bias)*

Lệch lạc tâm lý thừa nhận hay tâm lý thích thông tin ủng hộ là trạng thái tâm lý nhà đầu tư coi trọng các thông tin ủng hộ và không coi trọng các thông tin mâu thuẫn với dự đoán của nhà đầu tư.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý thừa nhận:

- ✓ Lệch lạc tâm lý thừa nhận có thể gây ra các nhà đầu tư chỉ mong muốn tìm kiếm thông tin kiểm chứng về phi vụ đầu tư mà họ đã thực hiện và không tìm kiếm thông tin có thể mâu thuẫn, không ủng hộ. Hành vi này

có thể làm cho các nhà đầu tư rơi vào thảm kịch khi cổ phiếu sắp xảy ra suy giảm.

- ✓ Khi nhà đầu tư tin tưởng mạnh mẽ vào các kịch bản định sẵn. Nhà đầu tư chỉ sử dụng thông tin khẳng định niềm tin của họ.
- ✓ Tâm lý thích thông tin ủng hộ có thể làm cho các nhân viên quá chú trọng vào chứng khoán của công ty nơi họ đang công tác. Con người có xu hướng nhấn mạnh quá mức vào các bằng chứng cho thấy rằng các công ty của họ đang hoạt động hiệu quả.
- ✓ Tâm lý thích thông tin ủng hộ có thể gây cho các nhà đầu tư tiếp tục nắm giữ danh mục kém đa dạng. Nhiều nhà môi giới đã nhìn thấy khách hàng mê muội với một số mã cổ phiếu, từ đó tạo ra một danh mục đầu tư không cân xứng. Những khách hàng không muốn nghe bất cứ điều gì tiêu cực về khoản đầu tư thì càng không muốn tìm kiếm và lưu tâm rằng mình sẽ phải trả giá.

- *Lệch lạc tâm lý do nhận thức muộn (Hindsight Bias)*

Là trạng thái tâm lý nhà đầu tư cho rằng bản thân có thể biết trước sự việc. Một khi một sự kiện đã trôi qua, những người bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng tâm lý này có xu hướng nhận thức rằng họ có thể dự đoán sự kiện, ngay cả nếu nó không thể đoán được.

Hành vi dự đoán sớm này được rút ra từ thực tế là kết quả cuối cùng dễ nắm bắt hơn là những ý niệm ban đầu. Vì vậy, con người có xu hướng đánh giá quá cao tính chính xác của dự đoán. Hiển nhiên, cũng không thể phủ nhận rằng người ta không thể dự đoán chính xác trước được, chỉ đơn thuần là những người đó đã thực hiện một dự đoán chính xác trong nhận thức muộn màng. Tâm lý nhận thức muộn màng đã được chứng minh trong thực tế liên quan đến các quyết định đầu tư cũng như trong các hành vi có liên quan từ chính trị đến y học.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý do nhận thức muộn:

- ✓ Khi một vụ đầu tư được đánh giá cao, nhà đầu tư có lệch lạc tâm lý do nhận thức muộn có xu hướng gọi nhớ lại những phát triển tích cực như thể họ đã dự đoán. Theo thời gian, lý do này gây rủi ro quá mức, bởi vì các nhà đầu tư tin rằng họ có quyền hạn tối cao khi dự đoán, mà thực tế thì họ không có. Sự bùng nổ của bong bóng cổ phiếu “dotcom” tại Mỹ giai đoạn 1998-2000 là một ví dụ về lệch lạc trong tâm lý này.
- ✓ Tâm lý nhận thức muộn màng cũng làm con người nghĩ sai khi kết quả không rõ ràng và ngăn chặn gọi nhớ ký ức trước đó về những dự báo không chính xác để giảm bớt sự xấu hổ. Điều này giống với sự mâu thuẫn trong tâm lý, ngăn cản nhà đầu tư học hỏi từ những sai lầm. Một ví dụ rõ ràng của sự lệch lạc này đã diễn ra trong đầu những năm 1980, khi cổ phiếu năng lượng tạo ra hơn 20% giá trị của Standard & Poor (S&P) 500, và rất nhiều nhà đầu tư đã bị chạy theo sự bùng nổ này. Đến năm 1990, mặc dù, bong bóng vỡ làm cho nhiều người bị mất tiền. Bây giờ mọi người mới cho rằng, trong nhận thức muộn màng của họ, không nhận ra cơn sốt đầu cơ đã che mờ phán đoán của họ.
- ✓ Tâm lý nhận thức muộn màng khiến nhà đầu tư mắc sai lầm lớn khi các quỹ của họ hoạt động kém. Nhìn lại những gì đã xảy ra tại các thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư tiếp nhận sự tăng trưởng như những thứ hiển nhiên. Trong thực tế, thậm chí những quản lý trong các công ty lớn thực hiện chiến lược của họ một cách chính xác có thể không thành công trong mỗi chu kỳ thị trường. Còn những nhà quản lý tại các quỹ nhỏ vào cuối những năm 1990 lại nhận được nhiều lời chỉ trích. Tuy nhiên, những người này không phải là quản lý kém, chỉ là vì họ không hợp thời.
- ✓ Tâm lý nhận thức muộn màng có thể làm cho các nhà đầu tư ca ngợi một cách thái quá các nhà quản lý của họ khi quỹ hoạt động tốt. Sự rõ nét của sự nhận thức muộn làm lu mờ khả năng chiến lược của nhà quản lý khi họ gặp may mắn hoặc thị trường đang lên.

- *Lệch lạc tâm lý do sự không hòa hợp (mâu thuẫn) về nhận thức (Cognitive Disonance Bias)*

Là tâm lý con người cảm thấy khó chịu về tinh thần - hiện tượng tâm lý được biết đến như sự mâu thuẫn trong nhận thức khi họ tiếp nhận những thông tin mới đối lập với những sự hiểu biết trước đây. Trong tâm lý học, nhận thức thể hiện thái độ, cảm xúc, lòng tin hoặc giá trị, và mâu thuẫn trong nhận thức là trạng thái của sự mất cân bằng, xuất hiện khi mâu thuẫn các yếu tố trên giao thoa với nhau. Thuật ngữ mâu thuẫn về nhận thức chứa đựng phản ứng xuất hiện khi con người cố gắng làm hài hoà nhận thức và an ủi những lo lắng tinh thần của họ.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý do sự không hòa hợp (mâu thuẫn) về nhận thức:

- ✓ Sự mâu thuẫn trong nhận thức có thể là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư khăng khăng nắm giữ chứng khoán mất giá vì nếu bán đi tức là họ buộc phải thừa nhận cảm giác thất bại khi đưa ra một quyết định sai lầm.
- ✓ Sự mâu thuẫn trong nhận thức có thể là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư tiếp tục đầu tư vào chứng khoán mà họ đã sở hữu sau khi giá cả đi xuống để xác nhận quyết định ban đầu khi đầu tư vào chứng khoán mà không quan tâm đến yếu tố khách quan và sự hợp lý.
- ✓ Sự mâu thuẫn trong nhận thức có thể là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư hành động theo bầy đàn. Con người thường không để ý đến vài thông tin đối lập với quyết định đầu tư trước đây cho đến khi rất nhiều thông tin đưa ra chứng minh điều ngược lại, lúc đó các nhà đầu tư đua nhau hành động đi ngược lại các quyết định trước.
- ✓ Sự mâu thuẫn trong nhận thức có thể là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư tin tưởng “nó khác tại thời điểm hiện nay”.

- *Lệch lạc tâm lý do bảo thủ (Conservatism Bias)*

Là tâm lý coi trọng các dự đoán quá khứ mà thiếu đi tiếp cận thông tin mới. Sự bảo thủ là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư thụ động trong việc phản ứng lại các thông tin mới, duy trì định kiến từ dự đoán trong tháng trước. Tâm lý bảo thủ đối

lập với tâm lý lựa chọn kiểu mẫu, trong tâm lý lựa chọn kiểu mẫu con người phản ứng quá mạnh mẽ với những thông tin mới. Thực tế con người có thể biểu hiện cả 2 luồng tâm lý khi tiếp cận với cùng thông tin được diễn giải khác nhau. Nếu các số liệu mới xuất hiện phù hợp với một kiểu mẫu, con người có thể quá coi trọng dữ liệu ấy, nhưng nếu thông tin được trình bày lại không liên quan gì đến các kiểu mẫu cũ, họ lại thường coi nó như một thông tin tham khảo.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý do bảo thủ:

- ✓ Lệch lạc tâm lý do bảo thủ là nguyên nhân khiến nhà đầu tư coi trọng dự báo cũ mà cứng nhắc khi tiếp cận thông tin mới. Ví dụ, giả sử một nhà đầu tư mua một cổ phiếu dựa trên sự hiểu biết về sản phẩm mới của công ty. Công ty thông báo rằng có vài vấn đề trong việc đưa sản phẩm đến với thị trường, nhà đầu tư ấn tượng về triển vọng công ty có thể thụ động với những thông tin xấu này.
- ✓ Khi các nhà đầu tư bảo thủ phản ứng lại từ những thông tin mới, họ thường không dứt khoát. Ví dụ, khi một thông báo về việc giảm lợi nhuận một cổ phiếu mà nhà đầu tư đang giữ, họ chần chừ trong việc bán chứng khoán. Nếu trước đây công ty có triển vọng tốt, tồn tại lâu dài khiến nhà đầu tư tỏ ra bảo thủ trong việc từ bỏ nắm giữ cổ phiếu và chỉ tháo chạy sau khi mất nhiều hơn mức cần thiết.
- ✓ Lệch lạc do tâm lý bảo thủ là rào cản trong việc xử lý thông tin mới. Khi con người phải tính toán những thông tin phức tạp, họ thường từ bỏ và lựa chọn niềm tin vào phân tích trước đó. Ví dụ, khi một nhà đầu tư mua chứng khoán với hi vọng rằng công ty đang tăng trưởng bền vững và sau đó được thông báo rằng công ty đang gặp phải khó khăn trong việc giải trình các báo cáo tài chính, nhà đầu tư phải coi nhẹ thông tin này hơn là cố gắng lý giải nó. Do vậy, dễ dàng hơn đối với nhà đầu tư là cho rằng công ty vẫn có triển vọng phát triển tốt.

- *Lệch lạc tâm lý do tính đại diện (Representativeness Bias)*

Lệch lạc này thường được diễn tả một cách đơn giản là xu hướng không quan tâm nhiều đến những nhân tố dài hạn mà thường đặt nhiều quan tâm đến những tình huống điển hình ngắn hạn. Tversky và Kahneman (1974) [114] đưa ra một định nghĩa hàn lâm hơn cho tình huống này là người ta đánh giá xác suất xảy ra của những sự kiện trong tương lai dựa vào mức độ “tương tự” với một tình huống điển hình nào đó. Điểm quan trọng là người ta thường chỉ quan tâm đến một tình huống điển hình của một giai đoạn ngắn hạn thay vì quan tâm đến một mẫu hình điển hình trong một giai đoạn dài hạn (điều này gọi là luật số quan sát nhỏ, “law of small numbers”).

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý đại diện:

- ✓ Nhà đầu tư gây ra những sai lầm nghiêm trọng khi họ kiểm tra bản ghi kết quả giao dịch của người quản lý vốn. Họ chỉ chăm chăm vào các báo cáo trong vài quý hoặc 1 năm rồi đưa ra những kết luận dựa trên những dữ liệu không đầy đủ về những hoạt động của quỹ là kết quả của phân bổ vốn hoặc lựa chọn chứng khoán đầu tư.
- ✓ Các nhà đầu tư cũng gây ra các sai lầm tương tự khi nghiên cứu các thành tích trong quá khứ của các nhà phân tích chứng khoán. Ví dụ, họ nhìn vào vài gợi ý hữu ích của các nhà phân tích trong quá khứ, đánh giá sai lầm năng lực của các nhà phân tích dựa trên các mẫu dữ liệu giới hạn.

- *Lệch lạc tâm lý do tính khuôn mẫu (Framing Bias)*

Lệch lạc tâm lý do tính khuôn mẫu là tâm lý nhà đầu tư cô lập một khái niệm hay phân tích một vấn đề trong một khuôn khổ hạn hẹp, tách biệt, và cố gắng đưa ra quyết định tối ưu cho khuôn khổ hạn hẹp ấy thay vì cho toàn cục.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý do tính khuôn mẫu:

- ✓ Tùy thuộc vào câu hỏi được diễn giải như thế nào, lệch lạc tâm lý do tính khuôn mẫu có thể gây ra các nhà đầu tư trả lời câu hỏi về khả năng chấp nhận rủi ro có thể là quá mức bảo thủ hoặc quá mức tích cực. Ví dụ, khi câu



hỏi được diễn đạt trong tình trạng "được", con người thường chọn các hành vi có rủi ro thấp nhất. Khi câu hỏi được diễn đạt trong tình trạng "mất", con người thường chọn các hành vi có rủi ro cao hơn.

- ✓ Cách diễn giải lạc quan hay bi quan về phân bổ tài sản đầu tư có thể ảnh hưởng đến sự sẵn sàng hoặc không sẵn sàng để đầu tư.
- ✓ Giới hạn được mất có thể gây ra cho các nhà đầu tư dài hạn ám ảnh đối với biến động giá ngắn hạn trong một ngành công nghiệp hoặc một công ty. Hành vi này có liên quan đến tâm lý sợ mất, chỉ tập trung vào biến động thị trường ngắn hạn, giao dịch quá nhiều có thể thua lỗ
- ✓ Tâm lý này có thể giải thích sự lo ngại rủi ro quá mức. Một nhà đầu tư đã phát sinh lỗ ròng càng đưa ra quyết định rủi ro hơn, trong khi một người lãi ròng lựa chọn hành vi ít rủi ro hơn.

- *Lệch lạc tâm lý do sự neo đậu/Nổi bật (Anchoring/Saliience Bias)*

Là tâm lý khi cần để ước lượng một giá trị với một độ lớn không biết, con người bắt đầu bằng hình dung một vài số ước lượng ban đầu và ngầm định - một “nguồn tin tưởng” - mà sau đó họ điều chỉnh lên hoặc xuống theo các thông tin và sự phân tích. Ước lượng, sau điều chỉnh và đánh giá lại, được hoàn thiện thành ước lượng cuối cùng. Rất nhiều các nghiên cứu chứng tỏ rằng bất chấp giá trị ban đầu được chọn như thế nào, nhà đầu tư luôn có xu hướng điều chỉnh nó một cách không hợp lý để đưa ra sự xấp xỉ cuối cùng.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý do sự neo đậu:

- ✓ Các nhà đầu tư có xu hướng đưa ra dự báo chung cho thị trường dựa trên mức độ hiện tại.
- ✓ Các nhà đầu tư và các nhà phân tích chứng khoán có xu hướng tham chiếu đến giá trị ước lượng ban đầu khi có thêm các thông tin mới về công ty.
- ✓ Các nhà đầu tư có xu hướng đưa ra một sự dự đoán về phần trăm tăng hay giảm của một loại tài sản cụ thể dựa vào mức độ lợi nhuận hiện tại.

- ✓ Các nhà đầu tư có thể trở nên tin tưởng vào tình hình kinh tế khởi sắc của một nước hay một công ty nào đó.

- *Lệch lạc tâm lý do sẵn có (Availability Bias)*

Là một dạng lệch lạc do hiệu ứng quy tắc sẵn có (heuristic). Đó là tâm lý nhớ lại những quy tắc có sẵn trong trí nhớ. Sai lệch do các quy tắc có sẵn có thể dẫn đến việc đánh giá quá cao xác suất của những biến cố công khai hoặc biến cố nghiêm trọng, đặc biệt là những biến cố mới xảy ra.

Các hệ quả của lệch lạc do tâm lý sẵn có:

- ✓ Tính triệu hồi thông tin: Nhà đầu tư sẽ chọn sự đầu tư dựa trên thông tin có sẵn (quảng cáo, sự đề xuất từ người tư vấn, bạn bè...) và không kiểm tra lại quyết định đầu tư của mình.
- ✓ Tính phân loại thông tin: Nhà đầu tư quyết định đầu tư dựa trên danh sách các thông tin có sẵn trong trí nhớ. Trong tâm trí họ, các thông tin khác ngoài danh sách khác không dễ dàng được khơi gợi và bị lu mờ đi.
- ✓ Kinh nghiệm giới hạn: nhà đầu tư sẽ chọn đầu tư vào lĩnh vực giới hạn trong tầm hiểu biết của họ như trong ngành công nghiệp họ làm việc, nơi sống và bạn bè. Ví dụ, nhà đầu tư làm việc trong ngành kĩ thuật cao có thể tin tưởng rằng chỉ có đầu tư vào kĩ thuật cao mới đem lại hiệu quả.
- ✓ Danh vọng: nhà đầu tư lựa chọn đầu tư vào những thứ có liên quan đến các đặc điểm về tính cách và hành vi. Ngược lại, nhà đầu tư thường không để ý đến những dự án đầu tư tiềm năng bởi vì họ không thấy đặc điểm liên hệ gì với việc đầu tư đó.

- *Lệch lạc do cảm xúc/Tác động (Emotion/Affect)*

Xuất phát từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm, các nhà khoa học đã cho rằng cảm xúc và các nhu cầu vô thức của con người, trí tượng tượng hay sự sợ hãi đều điều khiển nhiều hành vi ra quyết định của nhà đầu tư. Vì vậy, tài chính cảm xúc là một lĩnh vực nghiên cứu mới trong tài chính hành vi được phát triển bởi Sigmund Freud (và sau này được phát triển bởi nhà phân tâm học Melanie Klein và

Wilfred Bion). Tài chính cảm xúc được xây dựng trên nền tảng của phân tâm học (psycho-analytic) trong suy nghĩ của con người và các trạng thái tinh thần được Freud nghiên cứu đầu tiên, sau này là các phát triển của Melanie Klein và Wilfred Bion. Tài chính cảm xúc nhìn nhận thị trường tài chính dưới góc nhìn của vô thức, dựa trên những hiểu biết sâu sắc trong lĩnh vực phân tâm học về suy nghĩa của con người để làm sáng tỏ vấn đề làm thế nào mà những cảm xúc và cảm nhận của con người ảnh hưởng và tác động đến các hoạt động đầu tư.

Các hiệu ứng chính được các nhà nghiên cứu về phân tâm học phân tích bao gồm:

- ✓ Hội chứng hoang tưởng (paranoid personality disorder)
- ✓ Quá chú ý đến bản thân (narcissistic personality disorder)
- ✓ Hội chứng phiền muộn, bi quan (depressed personality disorder)
- *Lệch lạc tâm lý tự kiểm soát (Self control)*

Lệch lạc tự kiểm soát là một đặc điểm trong hành vi của con người miêu tả sự tiêu dùng của ngày hôm nay dựa trên chi phí có thể tiết kiệm sau này. Xu hướng tự kiểm soát cũng có thể được mô tả như là một sự mâu thuẫn giữa mong muốn và khả năng của họ. Điều này bắt nguồn từ sự thiếu kỷ luật và những hành động đồng nhất khi theo đuổi các mục tiêu.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý tự kiểm soát:

- ✓ Tâm lý muốn tự kiểm soát có thể là nguyên nhân dẫn đến con người tiết kiệm nhiều hơn trong ngày hôm nay so với mức cần thiết của ngày mai.
- ✓ Tâm lý muốn tự kiểm soát là nguyên nhân gây ra cho các nhà đầu tư thất bại trong kế hoạch nghỉ hưu. Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng con người không lên kế hoạch nghỉ hưu ít có khả năng rút lui an toàn hơn những người đã chuẩn bị kế hoạch. Người không lên kế hoạch cho việc nghỉ hưu cũng ít có khả năng tham gia đầu tư chứng khoán vốn.
- ✓ Tâm lý muốn tự kiểm soát có thể gây ra vấn đề thiếu cân bằng trong việc phân phối tài sản.

- ✓ Tâm lý muốn tự kiểm soát có thể là nguyên nhân làm cho các nhà đầu tư mất đi sự nhạy cảm với các nguyên tắc cơ bản tài chính: như lãi phức hợp, chuỗi tiền tệ và tương tự như kỷ luật hành vi đó, có thể giúp tạo ra sự đảm bảo về tài chính trong thời gian dài.

- *Lệch lạc tâm lý ác cảm mơ hồ hay tâm lý ngại sự không chắc chắn (Ambiguity Aversion)*

Là tâm lý con người thích đánh cược khi không biết xác suất các khả năng có thể xảy ra. Nhìn chung, con người lưỡng lự trong trường hợp mơ hồ, một trạng thái e ngại sự không chắc chắn.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý ác cảm mơ hồ:

- ✓ Sự không chắc chắn có thể là nguyên nhân khiến nhà đầu tư yêu cầu sự đền bù cao hơn về những rủi ro của việc đầu tư vào những tài sản chắc chắn. Do đó, các nhà đầu tư chỉ giữ các tài sản có lợi suất cố định, đây là vô hiệu giá trị tài sản, làm giảm khả năng mua bán và các hệ lụy khác.
- ✓ Sự không chắc chắn có thể hạn chế các nhà đầu tư mua bán theo chỉ số của chính quốc gia mình.
- ✓ Sự không chắc chắn có thể là nguyên nhân các người làm thuê tin tưởng rằng cổ phiếu của công ty mình an toàn hơn cổ phiếu của công ty khác bởi vì họ không hiểu rõ công ty ấy. Các vụ đổ vỡ như của Enron, WorldCom và những cuộc khủng hoảng khác chứng minh sự nguy hiểm của việc đầu tư quá nhiều tiền vào cổ phiếu của một công ty đơn lẻ.
- ✓ Một khía cạnh đáng quan tâm của sự không chắc chắn là hiệu ứng cạnh tranh. Các nhà đầu tư chấp nhận sự không chắc chắn có thể biểu thị tâm lý e dè, thận trọng. Tuy nhiên, đánh đổi với việc đầu tư vào các vùng thích hợp (ví dụ cổ phiếu nước ngoài, cổ phiếu của công ty nhỏ,..), các nhà đầu tư này thực sự chấp nhận rủi ro để được lợi nhuận lớn hơn.

- *Lệch lạc do thuyết tiếc nuối hay tâm lý ngại hối tiếc (Regret Theory)*

Là tâm lý con người luôn tránh các hành động có tính chất quyết định vì họ sợ rằng, trong nhận thức muộn màng, bất cứ điều gì họ chọn sẽ ít tối ưu.

Về cơ bản, tâm lý này cốt là để ngăn chặn sự hối tiếc liên quan với việc ra quyết định tồi tệ. Nó là một dấu hiệu nhận thức phát sinh trong các nhà đầu tư, khiến họ giữ lại vị thế lỗ quá lâu để tránh thừa nhận sai sót và thiệt hại. Tâm lý ngại hối tiếc cũng làm cho con người e ngại về việc gia nhập vào các thị trường tài chính gần đây đã đi xuống. Khi họ trải nghiệm các kết quả đầu tư tiêu cực, họ cảm thấy bản năng thúc đẩy phải bảo toàn, rút lui, chữa lành vết thương của họ. Tuy nhiên, trong lúc khó khăn lại ẩn chứa cơ hội đầu tư tốt. Những người ngại hối tiếc ngần ngại trong khi đáng lẽ ra họ nên thực sự nắm bắt lấy cơ hội. Tâm lý ngại hối tiếc ngăn cản nhà đầu tư tham gia cuộc chơi sau một mất mát, nó cũng có thể ảnh hưởng đến thái độ con người đối với các món đầu tư tiềm năng. Những người biểu hiện tâm lý ngại hối tiếc có thể ngại ngần, ví dụ, trong việc bán một cổ phiếu đang tăng giá gần đây, ngay cả khi chỉ báo xác minh đã đến lúc nên bán. Thay vào đó, nhà đầu tư ngại hối tiếc, luôn nghĩ mình ở trong tình trạng buộc phải bán và đau khổ khi nghĩ đến chuyện cổ phiếu có thể tăng cao hơn sau đó.

Các hệ quả của lệch lạc tâm lý ngại hối tiếc:

- ✓ Tâm lý ngại hối tiếc có thể gây ra các nhà đầu tư là quá bảo thủ trong sự lựa chọn đầu tư. Sau khi bị thiệt hại trong quá khứ (tức là, khi cảm thấy đau đớn về một quyết định tồi tệ đầu tư mạo hiểm), nhiều người né tránh đưa ra các quyết định đầu tư táo bạo mới và chấp nhận vị thế rủi ro thấp. Hành vi này có thể dẫn đến thu nhập thấp trong dài hạn và gây nguy hiểm đến các mục tiêu đầu tư.
- ✓ Tâm lý ngại hối tiếc có thể gây cho các nhà đầu tư né tránh quá mức khi thị trường đi xuống. Họ lo ngại rằng nếu đầu tư tiếp, thị trường sau đó có thể tiếp tục xu hướng giảm. Tuy nhiên, những người biết cách khai thác thị trường giá rẻ có thể hưởng lợi từ những khoản đầu tư được định giá thấp.
- ✓ Tâm lý ngại hối tiếc có thể gây ra các nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán lỗ quá lâu. Mọi người không muốn thừa nhận khi họ sai, họ chờ rất lâu để

tránh bán ra một khoản đầu tư thua lỗ. Hành vi này tương tự tâm lý ngại mất mát.

- ✓ Tâm lý ngại hối tiếc có thể gây tâm lý bầy đàn bởi vì mua vào một khối lượng cổ phiếu rõ ràng có thể hạn chế tiềm năng tài chính cho các khoản đầu tư trong tương lai. Sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán Internet tại Mỹ đã chứng minh rằng ngay cả bầy đàn lớn nhất vẫn có thể lạc lối.
- ✓ Tâm lý ngại hối tiếc dẫn các nhà đầu tư vào các cổ phiếu có tiếng, bỏ qua các cổ phiếu khác có lợi nhuận bằng hoặc cao hơn. Người ngại hối tiếc có thể cảm thấy rằng các công ty rủi ro yêu cầu phân tích sâu sắc hơn. Do đó, nếu đầu tư không thành công sẽ gây hậu quả lớn đối với cá nhân hơn làm đầu tư theo thói quen vào các cổ phiếu "thường xuyên," "an toàn," hoặc "đáng tin cậy". Đầu tư vào các công ty tốt không làm cho các nhà đầu tư nhận được ít hay nhiều hơn là vào các công ty được họ đánh giá là rủi ro.
- ✓ Tâm lý ngại hối tiếc làm các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu lâu quá lâu. Mọi người lo ngại rằng nếu bán một cổ phiếu tốt, họ có thể bỏ lỡ lợi nhuận tiềm năng.

#### *1.2.3.3. Tâm lý bầy đàn (herding)*

Theo Bikhchandani, S và Sharma, S (2001)[38], hành vi bầy đàn hay tâm lý bầy đàn là hành vi của một nhà đầu tư bắt chước hành động của các nhà đầu tư khác hoặc tuân theo các chuyển động của thị trường thay vì dựa trên nguồn thông tin và chiến lược của chính nhà đầu tư. Theo nghĩa rộng, Nguyễn Đức Hiền và các tác giả (2012)[14] cho rằng, *hành vi bầy đàn trên TTCK có thể được hiểu là một sự hội tụ của hành vi khi các cá nhân đưa ra quyết định đầu tư cùng một chiều hướng trong một thời điểm nhất định*. Hành vi bầy đàn có thể xuất hiện đối với cả nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân và là nguyên nhân chính gây ra những “bong bóng” hoặc khủng hoảng của thị trường chứng khoán.

Các học thuyết kinh tế cổ điển cho rằng: nhà đầu tư suy nghĩ và hành động một cách hợp lý (rational) khi mua hoặc bán cổ phiếu. Theo đó, những nhà đầu tư cụ thể được cho là sẽ vận dụng tất cả những thông tin hiện hữu trên mọi cấp độ (vĩ mô và TTCK, thông tin ngành, thông tin từ tổ chức niêm yết) để đưa ra những dự đoán hợp lý về tương lai và từ đó xác định giá trị của công ty hay sức khỏe chung của cả nền kinh tế. Tuy nhiên, các bằng chứng về “bong bóng” chứng khoán thế giới trong những năm 90 và các đợt khủng hoảng trong lịch sử phát triển của TTCK trên thế giới đã chứng minh rằng các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động một cách sáng suốt, hợp lý và khôn ngoan như mong đợi. Thay vào đó, hành động của họ được dẫn dắt bởi cảm xúc cũng như tâm lý của đám đông các nhà đầu tư khác. Khi đó, lý thuyết thị trường hiệu quả (lý thuyết cốt lõi của tài chính chuẩn) không còn ý nghĩa và hậu quả là giá của chứng khoán lệch pha hơn nhiều so với giá trị thực của chứng khoán đó.

Theo Bikhchandani, S và Sharma, S (2001)[38], 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 hay còn gọi là hành vi bầy đàn giả (spurious herding), Christie and Hwang (1995) [44] 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) [40], 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. Ngược lại, hành vi bầy đàn có chủ ý là khi các cá nhân tin tưởng rằng nên sao chép các hành vi của nhà đầu tư khác, đồng thời không quan tâm các thông tin khác cũng như các đánh giá của bản thân về quyết định của mình.

Có nhiều công trình nghiên cứu về hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân trong hơn 20 năm qua. Trong số các công trình nghiên cứu về hành vi bầy đàn của nhà đầu tư tổ chức, tiêu biểu phải kể đến nghiên cứu của

Grinblatt, Titman và Wermers (1997) [120] về giao dịch của các quỹ tương hỗ trong 10 năm cho thấy thước đo tính bày đàn LSV là 2,5; nghiên cứu của Wermers (1999) [121] tìm thấy các mức độ bày đàn cao trong các chứng khoán nhỏ và giao dịch của các quỹ định hướng tăng trưởng trong mẫu nghiên cứu từ năm 1975 đến năm 1994; nghiên cứu của Nofsinger và Sias (1999) [87] về các giao dịch theo quán tính và tính bày đàn đã phát hiện hành vi bày đàn tồn tại trên thị trường chứng khoán của Mỹ; Sias (2004) [101] nỗ lực giải quyết những ảnh hưởng của giao dịch theo quán tính và hành vi bày đàn thông qua việc phân tích tỷ lệ mua của tổ chức qua các quý liên kế.

Về các công trình nghiên cứu về hành vi bày đàn cá nhân có thể kể đến các công trình tiêu biểu của Choe, Kho và Stulz (1999) [42], Kim và Wei (2002) [75] nghiên cứu về hành vi bày đàn trong thời kỳ khủng hoảng Châu Á cho phát hiện về tâm lý bày đàn rất mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài trước khủng hoảng; Feng và Seacholes (2004) [51] nghiên cứu về giao dịch có tương quan của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường Trung Quốc; Kumar và Lee (2006) [78] nghiên cứu về hành vi bày đàn của 62,387 hộ gia đình ở Mỹ; Kaniel, Saar và Titman (2008) [45] không nghiên cứu về hành vi tự bày đàn mà nghiên cứu các giao dịch cá nhân trên Sở Giao dịch chứng khoán New York (NYSE), kết quả họ tìm thấy các nhà đầu tư cá nhân thường mua hoặc bán cùng nhau (tính bày đàn).

Theo Nguyễn Đức Hiên và các tác giả (2012)[14], nguyên nhân dẫn đến tâm lý bày đàn được các nghiên cứu đúc kết do 3 nhóm chính: (i) *yếu tố thông tin*; (ii) *đanh tiếng*; (iii) *thù lao*. Theo Bikhchandani, Hirshleifer và Welch (1992)[39], Scharfstein và Stein (1990)[98], do tính không chắc chắn của thông tin thị trường (nhà đầu tư không biết các thông tin là đúng hay sai, có bị chi phối, bóp méo không?) đẩy các nhà đầu tư đánh giá thông tin nhận được dựa vào quan sát hành động của các nhà đầu tư khác để giảm chi phí kiểm tra, đánh giá thông tin, loại bỏ bớt các khó khăn. Về nguyên nhân bày đàn theo danh tiếng, Trueman (1994) cho rằng một nhà phân tích kém thường đưa ra dự báo tương tự như những dự báo mà



những nhà phân tích trước đã thực hiện vì nó sẽ tốt hơn những gì họ có thể làm với các thông tin đã có, từ đó tạo ra hành vi bày đàn với mục đích nhận được đánh giá tốt của các nhà đầu tư khác. Bầy đàn do thù lao thường xảy ra đối với các nhà quản lý quỹ đầu tư vì mức thù lao cho họ thường được trả theo tỉ suất sinh lợi của danh mục so với một tiêu chuẩn tham chiếu. Tiêu chuẩn này có thể chỉ là dựa vào chỉ số hoặc tỷ suất lợi nhuận của các nhà quản lý quỹ khác. Do đó, họ thường quan sát các nhà đầu tư khác hoặc các tiêu chuẩn tham chiếu. Từ đó dẫn đến họ sẽ quan sát và làm theo những người khác hoặc theo các tiêu chuẩn để bắt chước, dẫn tới hành vi bầy đàn xuất hiện./.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã tập trung làm rõ cơ sở lý luận về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK tiếp cận theo tài chính hành vi. Hành vi nhà đầu tư cá nhân chịu sự tác động của các nhóm nhân tố bên trong thuộc về bản thân nhà đầu tư (nhân tố chủ quan), bao gồm: *khả năng nhận thức; giới tính; độ tuổi; cảm xúc cá nhân; tâm trạng* và các nhóm nhân tố bên ngoài nhà đầu tư (nhân tố khách quan), bao gồm: *nhóm nhân tố thuộc về kinh tế; nhóm nhân tố thuộc về chính trị - văn hóa – xã hội.*

Lý thuyết nền tảng của tài chính hành vi là lý thuyết triển vọng do Kahneman và Tversky xây dựng và đạt giải Nobel năm 2002. Lý thuyết này được coi như một bổ sung hoàn hảo cho lý thuyết về độ thỏa dụng kỳ vọng – lý thuyết nền tảng của tài chính chuẩn.

Trong Chương 1, tác giả Luận án đã khái quát các vấn đề lý luận về hành vi nhà đầu tư tiếp cận theo tài chính hành vi theo 3 nhóm:

Nhóm 1: *Quy tắc dựa theo kinh nghiệm (heuristic)* với 3 dạng thức chính, đó là dựa vào tình huống điển hình (representativeness), dựa vào tính sẵn có (availability), neo vào điểm tham chiếu và điều chỉnh (anchoring and adjustment);

Nhóm 2: *Các lệch lạc (bias)* trong hành vi nhà đầu tư được sắp xếp theo 4 nhóm nguyên nhân chính: tự lừa dối (self – deception); heuristic simplification (quá trình đơn giản hóa dựa vào kinh nghiệm); cảm xúc (emotion); và tương tác xã hội (social interaction). Các lệch lạc được mô tả đầy đủ và phân tích rõ các hệ quả có thể xảy ra khi nhà đầu tư có các lệch lạc trong hành vi của mình;

Nhóm 3: *Tâm lý bầy đàn (herding).*

## CHƯƠNG 2

### PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

#### 2.1. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân dựa trên bảng hỏi tiếp cận theo lý thuyết tài chính hành vi

##### 2.1.1. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả Luận án 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. Bảng hỏi được xây dựng trên cơ sở tham khảo các nghiên cứu về tài chính hành vi, tiêu biểu là các nghiên cứu của Kahneman và A. Tversky (1972,1973,1979,1992,2000) [67,68,69,112,71], Vandana Singhvi (2001) để làm rõ các vấn đề sau về hành vi nhà đầu tư cá nhân:

*Thứ nhất: nhận diện, đo lường các yếu tố tâm lý cấu thành hành vi nhà đầu tư cá nhân và đánh giá tác động của các yếu tố tâm lý tác động lên hành vi của nhà đầu tư cá nhân.*

Bên cạnh sử dụng các kết quả thông qua thống kê mô tả, Luận án sử dụng các phương pháp phân tích định lượng bao gồm: phân tích nhân tố khám phá (Exploratory Factor Analysis - 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. Phương pháp này được sử dụng phổ biến trong nghiên cứu để đánh giá các thang đo lường. Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008)[5] đã khái quát nội dung phương pháp EFA như sau:

Về mặt tính toán, phân tích nhân tố gần giống với phân tích hồi quy bội ở chỗ mỗi biến được biểu diễn như là một kết hợp tuyến tính của các nhân tố cơ bản. Lượng biến thiên của một biến được giải thích bởi những nhân tố chung trong phân tích được gọi là communality. Biến thiên chung của các biến được mô tả bằng một số ít các nhân tố chung (common factor) cộng với nhân tố đặc trưng (unique factor)

cho mỗi biến. Những nhân tố này không bộc lộ rõ ràng. Nếu các biến được chuẩn hóa thì mô hình nhân tố được thể hiện bằng phương trình:

$$X_i = A_{i1}F_1 + A_{i2}F_2 + A_{i3}F_3 + \dots + A_{im}F_m + V_iU_i$$

trong đó:

$X_i$ : biến thứ  $i$  chuẩn hóa

$A_{ij}$ : hệ số hồi quy bội chuẩn hóa của nhân tố  $j$  đối với biến số  $i$

$F_j$ : các nhân tố chung

$V_i$ : hệ số hồi quy chuẩn hóa của nhân tố đặc trưng  $i$  đối với biến  $i$

$U_i$ : nhân tố đặc trưng của biến số  $i$

$m$ : số nhân tố chung

Các nhân tố đặc trưng có tương quan với nhau và tương quan với các nhân tố chung. Đồng thời, bản thân các nhân tố chung cũng có thể được diễn tả như những kết hợp tuyến tính của các biến quan sát:

$$F_i = W_{i1}X_1 + W_{i2}X_2 + W_{i3}X_3 + \dots + W_{ik}X_k$$

trong đó:

$F_i$ : ước lượng trị số của nhân tố thứ  $i$

$W_i$ : quyền số hay trọng số nhân tố (weights or factors score coefficient)

$k$ : biến số

Người ta có thể chọn các quyền số hay trọng số nhân tố sao cho nhân tố thứ nhất giải thích được phần biến thiên nhiều nhất trong toàn bộ biến thiên. Sau đó, sẽ chọn một tập hợp các quyền số thứ hai sao cho nhân tố thứ hai giải thích được phần lớn biến thiên còn lại, và không có tương quan với nhân tố thứ nhất.

Theo Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008)[5], các tham số thống kê trong phân tích nhân tố (EFA) được giải thích như sau:

- ✓ **Barlett's test of sphericity**: đại lượng Barlett là một đại lượng thống kê dùng để xem xét giả thuyết các biến không có tương quan trong tổng thể. Nói cách khác, ma trận tương quan tổng thể là một ma trận đồng nhất, mỗi biến tương quan hoàn toàn với chính nó ( $r=1$ ) nhưng không có tương quan với những biến khác ( $r=0$ ). Điều kiện cần để áp dụng phân tích nhân tố là các biến phải

có tương quan với nhau (các biến đo lường phản ánh những khía cạnh khác nhau của cùng một yếu tố chung). Do đó nếu kiểm định cho thấy không có ý nghĩa thống kê thì không nên áp dụng phân tích nhân tố cho các biến đang xem xét. Lúc đó biến đo lường có thể được xem là các nhân tố thực sự.

- ✓ **Correlation matrix**: cho biết hệ số tương quan giữa tất cả các cặp biến trong phân tích.
- ✓ **Communality**: là lượng biến thiên của một biến được giải thích chung với các biến khác được xem xét trong phân tích. Đây cũng là phần biến thiên được giải thích bởi các nhân tố chung.
- ✓ **Eigenvalue**: đại diện cho phần biến thiên được giải thích bởi mỗi nhân tố.
- ✓ **Factor loadings** (hệ số tải nhân tố): là những hệ số tương quan đơn giữa các biến và các nhân tố.
- ✓ **Factor matrix** (ma trận nhân tố); chứa các hệ số tải nhân tố của tất cả các biến đối với các nhân tố được rút ra.
- ✓ **Factor scores**: là các điểm số nhân tố tổng hợp được ước lượng cho từng quan sát trên các nhân tố được rút ra. Còn được gọi là nhân số.
- ✓ **Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)**: là một chỉ số dùng để xem xét sự thích hợp của phân tích nhân tố. Trị số của KMO lớn (giữa 0,5 và 1) là điều kiện đủ để phân tích nhân tố là thích hợp, còn nếu như trị số này nhỏ hơn 0,5 thì phân tích nhân tố có khả năng không thích hợp với các dữ liệu.
- ✓ **Percentage of variance**: phần trăm phương sai toàn bộ được giải thích bởi từng nhân tố. Nghĩa là coi biến thiên là 100% thì giá trị này cho biết phân tích nhân tố cô đọng được bao nhiêu % và bị thất thoát bao nhiêu %.
- ✓ **Residuals**: là các chênh lệch giữa các hệ số tương quan trong ma trận tương quan đầu vào (input correclation matrix) và các hệ số tương quan sau khi phân tích (reproduced correlations) được ước lượng từ ma trận nhân tố (factor matrix).

Sử dụng phân tích EFA, tác giả Luận án kỳ vọng khám phá, nhận diện và đo lường các nhóm yếu tố cấu thành hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam như sau:

*Nhóm 1: Tâm lý lạc quan được giải thích qua các thuộc tính sau của nhà đầu tư:*

- ✓ Nhà đầu tư cho rằng trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới (c35\_2);
- ✓ Tại thời điểm khảo sát (tháng 10-11/2011), nhà đầu tư cho rằng sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCK Việt Nam (c35\_3);
- ✓ Nhà đầu tư cho rằng nếu như chỉ số VNIndex giảm 5% vào ngày mai thì trong 1 vài ngày tới, chỉ số này sẽ được phục hồi phần lớn những sụt giảm trên (c35\_5)
- ✓ Nhà đầu tư có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới (c35\_4)

*Nhóm 2: Tâm lý bầy đàn được giải thích qua các thuộc tính sau của nhà đầu tư:*

- ✓ Nhà đầu tư tin tưởng về lời giới thiệu của người khác (c28)
- ✓ Nhà đầu tư tin tưởng vào thông tin giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài (c32\_5)
- ✓ Nhà đầu tư tin tưởng về các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK (c30\_8)
- ✓ Nhà đầu tư dựa chủ yếu vào các khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường (c31\_4)
- ✓ Nhà đầu tư dựa chủ yếu khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán (c31\_5)

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

- ✓ Nhà đầu tư cho rằng dễ dàng trong tự định giá chứng khoán (c18)
- ✓ Nhà đầu tư cho rằng hiểu biết đầy đủ về các chứng khoán đầu tư trong danh mục (c19)
- ✓ Nhà đầu tư tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán (c33\_1)
- ✓ Nhà đầu tư tự tin trong việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường (c33\_6)
- ✓ Nhà đầu tư cho rằng chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng (c33\_4).

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

- ✓ Nhà đầu tư tự nhận định là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro (c33\_9)
- ✓ Nhà đầu tư không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ (c33\_2)

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

- ✓ Nhà đầu tư cho rằng 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\_6)
- ✓ Nhà đầu tư cho rằng trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá (c35\_1).

***Thứ hai, nhận diện xem nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam có “hợp lý (rational)” không? Có tuân theo lý thuyết triển vọng không?***

Để kết luận xem nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam có là các nhà đầu tư hợp lý (rational) hay không và có tuân theo lý thuyết triển vọng không, tác giả Luận án sẽ phân tích kết quả trả lời các câu hỏi của nhà đầu tư tiếp cận theo tài chính hành vi. Các câu hỏi được xây dựng trên cơ sở tham khảo các nghiên cứu của Kahneman và A.Tversky (1979, 1981, 1982, 1992) [69,115,116,112] đã được đề cập trong mục 1.2.2 Chương 1 của Luận án.

***Thứ ba, làm rõ cơ sở ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam***

Thông qua kiểm định EFA, tác giả Luận án sẽ khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến hành vi ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Các nhân tố được khám phá sẽ chia thành các nhóm theo quy trình của phân tích cơ bản trong đầu tư chứng khoán, bao gồm:

- Nhóm nhân tố thuộc về vĩ mô và TTCK
- Nhóm nhân tố thuộc về chứng khoán niêm yết
- Nhóm nhân tố thuộc về bản thân nhà đầu tư chứng khoán.

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

Luận án sử dụng phương pháp hồi quy để đo lường mối quan hệ giữa các biến liên quan đến hành vi nhà đầu tư, cụ thể:

- *Làm rõ mối quan hệ giữa học vấn với các nhóm yếu tố tâm lý*
- *Làm rõ mối liên hệ giữa tuổi và các nhóm yếu tố tâm lý*
- *Làm rõ mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các thang đo có liên quan*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và tỷ suất sinh lời*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và tần suất giao dịch*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và quy mô giao dịch*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và dự đoán Vnindex*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và kinh nghiệm trong đầu tư*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các nhóm yếu tố thuộc phân tích các nhân tố vĩ mô*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các nhóm yếu tố thuộc phân tích ngành và công ty niêm yết*
- *Làm rõ mối liên hệ giữa độ tuổi của các nhà đầu tư và các thang đo có liên quan*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và quy mô trung bình mỗi lần giao dịch*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và mức độ mạo hiểm của nhà đầu tư*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và mức độ chắc chắn trong đầu tư*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán*
  - ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và khả năng tự dự báo diễn biến chỉ số Vn-Index diễn biến theo chu kỳ*
- *Mối liên hệ giữa giới tính và hiệu quả trong đầu tư chứng khoán*

Khi kiểm định mối liên hệ giữa 2 yếu tố nghiên cứu đều là biến định danh hay một biến định danh và một biến thứ bậc, Luận án sử dụng kiểm định Chi-bình phương. Trong trường hợp hai yếu tố nghiên cứu là hai biến thứ bậc, Luận án sử dụng 2 đại lượng đo lường là hệ số Gamma và hệ số Kendall tau.



### ***Thứ năm, 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)***

Luận án 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 lượng 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).

Phần mềm sử dụng trong phân tích và kiểm định là phần mềm SPSS, phiên bản 20.

#### ***2.1.2. Dữ liệu nghiên cứu***

Luận án tổ chức điều tra và phỏng vấn 525 nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam theo bảng hỏi (phụ lục 1) có mở tài khoản tại 15 công ty chứng khoán. Sau khi kiểm tra lại các phiếu trả lời, có 25 phiếu không có đủ độ tin cậy về thông tin nên không được đưa vào mẫu. Quy mô mẫu là 500 nhà đầu tư cá nhân.

## **2.2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân dựa trên kết quả giao dịch tiếp cận theo tài chính hành vi<sup>1</sup>**

### ***2.2.1. Phương pháp nghiên cứu***

*2.2.1.1. Phương pháp nghiên cứu về hiệu ứng quy tắc kinh nghiệm hay còn gọi là quy tắc sẵn có (heuristic bias) và những lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân*

#### ***a) Thiên vị ngoại suy***

Nguyen Duc Hien, Ngo Duy và các tác giả (2012)[17] đã tổng hợp ba lệch lạc điển hình của hiệu ứng quy tắc kinh nghiệm: *lệch lạc do sự quen thuộc, lệch lạc do sự neo đậu và lệch lạc do tình huống điển hình*. Theo các tác giả, lệch lạc do sự

---

<sup>1</sup> Nội dung của phần này kế thừa từ đề tài của tác giả Luận án (tài liệu tham khảo số [6]) và bài báo “*Empirical Research of Disposition Effect in Vietnam Stock Market*”, Journal of Economics & Development, ISSN 1859-0012, Oct, 2012 do tác giả Luận án và cộng sự thực hiện.

quen thuộc (familiarity) là do xu hướng chuộng hơn những gì quen thuộc với mình. Nói cách khác, họ thoái thác việc thực hiện sáng kiến mới, trung thành với những phương án quen thuộc hơn là thử xem xét các phương án khác. Lệch lạc thứ hai, lệch lạc do sự neo đậu (anchoring) là xu hướng cố định vào duy nhất một kết quả, nhà đầu tư có một kết quả ban đầu và luôn cố điều chỉnh kết quả cuối cùng hướng về kết quả ban đầu đó. Kiểu lệch lạc cuối cùng, lệch lạc do tình huống điển hình (representativeness) xuất hiện khi người ta đánh giá xác suất xảy ra của những sự kiện trong tương lai dựa vào mức độ “tương tự” với một tình huống điển hình nào đó. Lệch lạc theo tình huống điển hình này là dạng lệch lạc nhận thức được nghiên cứu nhiều nhất trong ba dạng. Luận án tìm cách kiểm chứng mắc phải “thiên vị ngoại suy” – một hành vi hệ quả của lệch lạc do tình huống điển hình.

Thiên vị ngoại suy là lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư khi họ phụ thuộc nhiều vào các diễn biến trong quá khứ để dự đoán tình hình cổ phiếu trong tương lai. Các nghiên cứu điển hình về thiên vị ngoại suy trong hành vi nhà đầu tư chứng khoán phải kể đến công trình nghiên cứu của Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman (1993) [66]. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng, quy tắc đầu tư “mua vào các cổ phiếu lãi và bán đi các cổ phiếu lỗ” sinh ra lợi nhuận bất thường trong giai đoạn 1965 – 1989 trên thị trường Mỹ. Sau đó, hai nhà nghiên cứu này, vào năm 2001 cũng đã công bố một kết quả thực nghiệm là: mua cổ phiếu sinh lời nhiều trong quá khứ (3-12 tháng) và bán những cổ phiếu sinh lời ít trong quá khứ là một chiến lược đầu tư tạo ra lợi nhuận cao (positive abnormal return) trong 3-12 tháng trong tương lai.

Joseph Kang, Ming-Hua Liu and Xiaoyan Ni khi nghiên cứu về các chiến lược đầu tư trên thị trường chứng khoán Trung quốc từ năm 1993 đến năm 2000 đã kết luận rằng: *xu hướng chọn những cổ phiếu tăng giá nhiều trong quá khứ có tồn tại trong tâm lý các nhà đầu tư Trung Quốc*. Một nghiên cứu khác Chui, Titman, and Wei (2000) [45] đã tìm thấy thói quen thiên vị ngoại biên trong hành vi của các nhà đầu tư ở 8 nước châu Á (Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Hồng Kông, Singapore, Đài Loan, Indonesia, và Nhật Bản). Nghiên cứu này cũng khẳng định rằng mức độ hiệu quả của phương án đầu tư thiên vị ngoại biên ở các nước này khác nhau rõ rệt.

Trong giới hạn phạm vi và số liệu nghiên cứu, Luận án chỉ tập trung vào một biểu hiện của phép thiên vị ngoại suy: **thói quen mua vào những cổ phiếu đã tăng giá trong quá khứ**. Trong đó, Luận án quan tâm ba đặc điểm của nhà đầu tư: *tần suất giao dịch* (tên biến là *FREQ*), *giá trị tài khoản* (tên biến là *AV*), và *mức độ đa dạng hóa tài khoản của các nhà đầu tư* (tên biến là *DIV\_LEV*) ảnh hưởng như thế nào đến các lệch lạc tâm lí mắc phải của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Cách tính các biến này như sau:

*Tần suất giao dịch (FREQ)*: là số ngày trung bình của một nhà đầu tư có một lệnh giao dịch, được tính bằng lấy tổng tất cả các giao dịch do nhà đầu tư đã thực hiện trong thời gian xem xét chia cho số ngày giao dịch của nhà đầu tư đó (tính từ ngày đầu tiên xuất hiện giao dịch đến ngày cuối cùng xuất hiện giao dịch). Đơn vị của biến tần suất giao dịch là ngày/một giao dịch. Ý nghĩa của giá trị tần số là, một nhà đầu tư càng giao dịch nhiều thì khoảng cách thời gian giữa 2 giao dịch liên tiếp càng ngắn, và ngược lại

Công thức tính FREQ:

$$\text{tần suất} = \frac{NWD - Dx}{\sum_{D_0}^{D_1} Or}$$

*NWD*: khoảng cách thời gian (đơn vị ngày) từ khi nhà đầu tư có lệnh mua/bán đầu tiên đến ngày cuối cùng nhà đầu tư có lệnh mua/bán cuối cùng quan sát được (trừ ngày nghỉ cuối tuần và ngày lễ)

*Dx*: số ngày nhà đầu tư không nắm giữ cổ phiếu trong danh mục đầu tư

$\sum_{D_0}^{D_1} Or$ : tổng số giao dịch trong khoảng thời gian quan sát được

*Mức độ đa dạng hóa danh mục đầu tư (DIV\_LEV)*: đo lường bằng số lượng trung bình của các cổ phiếu khác nhau nắm giữ trong danh mục đầu tư của nhà đầu tư theo thời gian. Công thức tính:

$$\text{mức độ đa dạng hóa danh mục} = \frac{\sum_1^n Di * Ti}{NWD - Dx}$$

Trong đó:

$D_i$ : biến giả cho chứng khoán  $i$ . Biến nhận giá trị là 1 nếu nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu  $i$  tại thời điểm đó, nhận giá trị 0 khi nhà đầu tư không nắm giữ cổ phiếu  $i$  tại thời điểm đó.

$N$ : tổng số cổ phiếu khác nhau nắm giữ trong tài khoản của nhà đầu tư

$\sum_1^n D_i * T_i$ : tổng thời gian mà nhà đầu tư tổ chức từng loại khác nhau của chứng khoán trong việc xem xét thời gian

$NWD$ : số ngày giao dịch (trừ ngày cuối tuần và ngày lễ)

$D_x$ : số ngày nhà đầu tư không nắm giữ cổ phiếu.

Để tính các cổ phiếu nắm giữ trong tài khoản của nhà đầu tư sau mỗi lệnh mua và bán. Nếu lệnh là mua chứng khoán, ta cộng số lượng mua thêm vào tài khoản, và ngược lại. Sau đó, ta gán một biến giả số lượng: nhận giá trị 1 đối với cổ phiếu nếu có số dư dương, có nghĩa là: một nhà đầu tư đang nắm giữ các cổ phiếu đó trong danh mục đầu tư và 0 khi số dư bằng không, tức không nắm giữ cổ phiếu.

Khoảng thời gian mà nhà đầu tư đang nắm giữ một cổ phiếu cụ thể được xác định bằng cách nhân biến giả số lượng với khoảng thời gian mà nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu đó tương ứng. Sau đó, cộng tổng thời gian nhà đầu tư đang nắm giữ với mỗi cổ phiếu với nhau. Sau đó, chia tổng cho số ngày giao dịch tính từ quan sát đầu tiên và giao dịch cuối cùng xảy ra.

*Giá trị tài khoản giao dịch (AV)*: Giá trị giao dịch của nhà đầu tư tính bằng giá trị bằng tiền và giá trị bằng cổ phiếu nắm giữ.

Vì vậy, Luận án thực hiện các phân tích và kiểm định sau:

*Thứ nhất*, Luận án kiểm tra suất sinh lời của các cổ phiếu sau khi bán và mua vào sau một khoảng thời gian để phát hiện ra hành vi không hợp lý của nhà đầu tư. *Trong trường hợp, những cổ phiếu bán ra có suất sinh lời lớn hơn suất sinh lời của các cổ phiếu mua vào, nhà đầu tư đã không hợp lý, mắc sai lầm khi đưa ra các quyết định đầu tư.* Khi đó, nhà đầu tư là nhà đầu tư không hợp lý (irrational).

*Thứ hai*, Luận án sử dụng mô hình hồi quy Binary Logistic để ước lượng tỉ lệ đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lý theo các đặc điểm nhà đầu tư.

*Thứ ba*, Luận án kiểm định lỗi tâm lý “thiên vị ngoại suy” (extrapolation bias): *hành vi nhà đầu tư đã đơn giản hóa (heuristic simplification) xu hướng quá*

*khứ để dự đoán triển vọng tương lai*, đây là một dạng cơ bản của lệch lạc “thiên vị đại diện” (representative bias). Khi đó nhà đầu tư dựa vào mức sinh lời quá khứ của cổ phiếu để đưa ra quyết định mua bán. Nếu kiểm định chỉ ra rằng suất sinh lời của cổ phiếu trước khi mua lớn hơn 0 hoặc lớn hơn suất sinh lời của thị trường (Vnindex) ta có thể kết luận rằng nhà đầu tư chọn mua các cổ phiếu tăng giá trong thời gian trước khi thực hiện lệnh mua. Nói cách khác, khi đó nhà đầu tư mắc vào lỗi “thiên vị ngoại suy”.

### ***b) Hiệu ứng phân bổ tài khoản***

Phương pháp nghiên cứu về hiệu ứng phân bổ đã được tác giả Luận án thực hiện và công bố trong 2 nghiên cứu năm 2012, đó là các công trình của Nguyễn Đức Hiền (2012)[14], Nguyen Duc Hien và Ngo Duy (2012)[17]. Nội dung phần này trong Luận án được tổng hợp từ 2 bài nghiên cứu trên.

Trên cơ sở nền tảng của lý thuyết triển vọng, Shefrin và Statman (1985)[98] là những người đầu tiên đưa ra một phân tích chính thức về hiệu ứng phân bổ. Theo các tác giả này, một nhà đầu tư đã mua cổ phiếu vì những thông tin có triển vọng sẽ nhanh chóng bán cổ phiếu đó khi giá cổ phiếu tăng bởi họ tin vào thông tin của họ và cho rằng, giá cổ phiếu hiện đã phản ánh đầy đủ thông tin này. Khi cảm thấy đã đạt được lợi nhuận mong muốn thì sẽ bán cổ phiếu đi để kiếm lời mà không phân tích khả năng tăng thêm lợi nhuận. Ví dụ: Cho ai đó một lựa chọn: hoặc là sẽ có chắc chắn 50.000 đồng hoặc là sẽ chơi trò đồng xu xấp ngửa, nếu thắng sẽ nhận được 100.000 đồng, và ngược lại sẽ không nhận được gì cả. Có vẻ như trò chơi này đầy may rủi, do đó người ta thường chọn việc bỏ túi chắc chắn 50.000 đồng. Ngược lại, nếu phải lựa chọn giữa việc mất chắc chắn 50.000 đồng hoặc cũng chơi trò đồng xu xấp ngửa và mất 100.000 đồng hoặc không mất gì cả. Họ có thể sẽ chọn chơi xấp ngửa. Sự may rủi trong việc tung đồng xu xấp ngửa trong cả hai trường hợp là tương đương nhau, nhưng con người lại thường chọn cách tham gia trò chơi để tiết kiệm những khoản lỗ, dù trò chơi này có thể sẽ mang đến một khoản lỗ lớn hơn. Điều này cho thấy khuynh hướng con người coi khả năng bù đắp một khoản lỗ còn quan trọng hơn khả năng kiếm được một khoản lời lớn. Chính điều này đã dẫn dắt các nhà đầu tư “chốt lời quá sớm và lại không chịu cắt lỗ” mà lẽ ra cái mà họ nhận

được phải nhiều hơn. Đây chính là “hiệu ứng phân bổ tài khoản” (disposition effect)[14,17].

Hiệu ứng phân bổ tài khoản được coi là ứng dụng của thuyết kỳ vọng vào lĩnh vực đầu tư nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Dựa trên nền tảng của thuyết kỳ vọng, Shefrin and Statman (1985) [99] đã đưa ra khái niệm “hiệu ứng phân bổ tài khoản”. Các tác giả cho rằng, con người thường tránh những hành động tạo ra sự nuối tiếc và thực hiện những hành động mang lại sự tự hào. Xu hướng tâm lý này làm cho các nhà đầu tư sẵn sàng bán đi những cổ phiếu lãi (để ghi nhận một sự chiến thắng) hơn những cổ phiếu lỗ (nếu sau khi bán đi giá cổ phiếu tăng thì lại tạo ra một sự nuối tiếc). Tuy nhiên, đây cũng chưa phải là một lời giải thích hoàn hảo cho hiệu ứng phân bổ tài khoản bởi vì sự nuối tiếc vẫn xuất hiện ngay cả trong khi đang có lãi. Việc bán đi cổ phiếu lãi cũng có thể mang lại sự hối tiếc nếu như giá cổ phiếu tăng sau khi bán; nếu mức độ nuối tiếc trầm trọng hơn mức độ mức độ thích tự hào của nhà đầu tư, anh ta sẽ không bán ra cổ phiếu lãi đó. Như vậy, động lực tìm kiếm sự tự hào và tránh sự nuối tiếc chỉ có thể giải thích một phần nguyên nhân của hiệu ứng phân bổ tài khoản.

Trong nghiên cứu của mình, Shefrin và Statman cũng đưa ra những nguyên nhân khác giải thích cho hiệu ứng phân bổ tài khoản, đó là: ngại rủi ro, tính toán bất hợp lý, và tự chủ. Nguyên nhân thứ nhất, ngại rủi ro, cũng là một ứng dụng của thuyết kỳ vọng. Shefrin and Statmen cho rằng, tồn tại một điểm tham chiếu mà tại đó nhà đầu tư thể hiện sự ghét rủi ro không đối xứng: trên điểm tham chiếu, nhà đầu tư bán đi những cổ phiếu lãi bởi vì họ ghét rủi ro khi ở vùng đang lãi và giữ những cổ phiếu lỗ bởi vì họ thích rủi ro khi ở vùng đang lỗ. Mặt khác, sự tính toán bất hợp lý lại giải thích rằng người ta thường chia đặt các kỳ vọng vào các tài khoản riêng biệt, thực hiện thuyết kỳ vọng một cách độc lập giữa các tài khoản. Nguyên nhân thứ ba, theo Shefrin and Statmen, là sự tự chủ trong kinh tế học (Thaler, 1981 [107]). Hành vi của con người là tổng hợp của hai bộ phận: phần lý trí (hay là phần lên kế hoạch), và phần cảm xúc (hay là phần thực hiện). Phần cảm xúc có xu hướng tìm kiếm sự tự hào và tránh xa sự nuối tiếc; điều này lại ngược lại với phần lên kế hoạch. Kết quả là, sự thiếu kiểm soát giữa phần lên kế hoạch và phần thực hiện sẽ cản trở nhà đầu tư có những quyết định hợp lý. Hiệu ứng phân bổ tài khoản sẽ xảy

ra khi sự tự chủ xảy ra: phân thực hiện có sức ảnh hưởng mạnh mẽ hơn phần lên kế hoạch. Để tránh sự nuối tiếc, phân thực hiện sẽ giữ những cổ phiếu lỗ lâu hơn.

Tiếp sau đó, Lakonishok và Smidt (1989)[79] cũng đã đóng góp thêm một nghiên cứu về hiệu ứng phân bổ tài khoản và còn xem xét đến cả sự ảnh hưởng của thuế. Các tác giả cho rằng, trên hầu hết các thị trường, vốn ngắn hạn thì bị đánh thuế cao hơn vốn dài hạn. Do đó, các nhà đầu tư có xu hướng bán cổ phiếu lỗ trong ngắn hạn để được nhận phần bù của thuế nhiều hơn. Tương tự như thế, họ sẽ trì hoãn việc bán cổ phiếu lãi, chờ đến dài hạn để được hưởng mức thuế suất thấp hơn. Nếu hành vi của nhà đầu tư là dựa trên mục đích giảm thuế thì nó hoàn toàn có thể dự đoán được. Tuy nhiên, theo Lakonishok và Smidt, kết quả dự đoán hành vi của hiệu ứng phân bổ tài khoản không tương ứng với dự đoán của thuế. Họ tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch: cổ phiếu lãi có khối lượng giao dịch nhiều hơn cổ phiếu lỗ. Sau đó, hai nhà nghiên cứu này đưa ra hai lý do cho hiệu ứng phân bổ tài khoản. *Thứ nhất*, là sự cân bằng danh mục. Một danh mục tài sản sẽ thay đổi liên tục bởi vì có tài sản tăng giá, có tài sản giảm giá. Tài sản tăng giá sẽ tăng tỉ trọng, còn tài sản giảm giá sẽ giảm tỉ trọng. Muốn giữ được tỉ trọng ban đầu, danh mục đầu tư cần phải được cân bằng lại thường xuyên bằng cách bán đi những tài sản tăng giá và giữ lại những tài sản giảm giá. *Thứ hai*, là mua bán dựa trên thông tin tích cực. Nhà đầu tư bán cổ phiếu khi giá tăng, cho rằng sự tăng lên đó đã phản ánh thông tin tích cực mà họ có. Họ tiếp tục giữ cổ phiếu nếu như giá giảm với niềm tin rằng thông tin đó chưa được phản ánh vào giá cả.

Ferris và cộng sự (1998) [52] đề xuất một lý do khác để giải thích hiệu ứng phân bổ tài khoản: chi phí giao dịch. Trong nghiên cứu này, tác giả so sánh hai mô hình: mô hình bán lỗ, và mô hình hiệu ứng phân bổ. Điều này cũng tương tự với sự dự đoán dựa vào thuế và hiệu ứng phân bổ của Lakonishok và Smidt. Tuy nhiên, Ferris lại kết luận một kết quả ngược lại với dự đoán thuế và kết quả tương ứng với hiệu ứng phân bổ.

Hiệu ứng phân bổ tài khoản lần đầu tiên được chứng minh chính thức bằng số liệu của thị trường vào năm 1990 bởi nhà phân tích tài chính hành vi Odean. Trong nghiên cứu của mình, Odean (1998)[88] đã dùng 10,000 tài khoản giao dịch, chứng minh rằng nhà đầu tư cá nhân có xu hướng bán cổ phiếu lãi, và giữ các cổ phiếu thua lỗ, trừ dịp cuối năm (tháng 12), khi có tác động của thuế. Odean cũng

phân tích kết quả sau đó của các danh mục đầu tư và đưa ra kết luận là việc các nhà đầu tư tuân theo hiệu ứng phân bổ là không có cơ sở. Hơn nữa, hệ quả của hiệu ứng phân bổ lên sự dịch chuyển giá phụ thuộc vào hoạt động giao dịch của những nhà đầu tư lớn như các chuyên gia và các tổ chức. Cũng như Lakonishok & Smidt (1986) [79], Ferris và cộng sự (1998) [51], Odean đã kết luận rằng: khi hiệu ứng phân bổ xảy ra có tính hệ thống, sẽ xảy ra mối quan hệ cùng chiều giữa sự thay đổi giá cả và khối lượng giao dịch.

Phương pháp xác định hiệu ứng phân bổ trong số liệu thị trường của Odean có một bất cập, đó là: phương pháp này không tính đến kì vọng của nhà đầu tư và các quyết định mang tính cá nhân. Kết quả tìm thấy trong số liệu giao dịch có thể xuất phát từ các yếu tố thống kê chứ không phải các yếu tố hành vi.

Weber và Camerer (1998) [115] đã khắc phục bất cập này bằng cách xem xét quyết định đầu tư của các cá nhân trong thực nghiệm, tìm kiếm hiệu ứng phân bổ tài khoản một cách trực tiếp. Kết quả như sau: các nhà đầu tư dùng giá mua cổ phiếu làm giá tham chiếu; họ sẵn sàng bán ra những cổ phiếu lãi (giá lớn hơn giá mua) và giữ những cổ phiếu lỗ (giá thấp hơn giá mua). Công trình của Weber và Camerer cũng dùng thuyết kỳ vọng để giải thích cho hiệu ứng phân bổ: nhà đầu tư chần chừ ghi nhận lỗ bởi vì họ thích rủi ro trong vùng lỗ và ghét rủi ro trong vùng lãi của đồ thị giá trị hình chữ S.

Trong thực nghiệm thứ hai, Weber và Camerer để cho các đối tượng tham gia bán tất cả cổ phiếu trong tài khoản của họ vào cuối kì đầu tư. Tuy nhiên, các đối tượng có thể mua lại những cổ phiếu này trong kì đầu tư tiếp theo mà không mất chi phí giao dịch. Kết quả là đối tượng tham gia ngay lập tức thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản: họ đã không mua lại những cổ phiếu lỗ. Thực nghiệm này cho rằng sự tự chủ (self control) là nguyên nhân của hiệu ứng phân bổ.

Hiện nay, đã có rất nhiều nghiên cứu ứng dụng những nền tảng nói trên để xác định hiệu ứng phân bổ tài khoản ở các thị trường khác nhau. Zur Shapira và Itzhak Venezia (2000) [122] đã nghiên cứu về hiệu ứng này ở thị trường chứng khoán Israel. Họ tìm ra kết quả là: hiệu ứng phân bổ không chỉ thể hiện ở các cá nhân mà còn thể hiện ở các nhà đầu tư tổ chức. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tổ chức, do thường chuyên nghiệp hơn và có nhiều kinh nghiệm hơn, thường biểu hiện ít hiệu ứng phân bổ hơn. Ở thị trường chứng khoán Phần Lan, Grinblatt và Keloharju



(2006) [59] đã khám phá ra hiệu ứng phân bổ tài khoản ở cả các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức. Hiệu ứng này cũng được tìm thấy ở thị trường bất động sản dân cư Mỹ bởi Genesove và Mayer (2001) [47]. Nghiên cứu của Dhar và Zhu (2002) [31] về các nhà đầu tư cá nhân cũng cho kết quả tương tự. Các đặc điểm cá nhân như trình độ, giá trị tài khoản, và kinh nghiệm giao dịch đóng vai trò rất quan trọng quyết định mức độ thể hiện hiệu ứng phân bổ. Phân tích hiệu ứng phân bổ tài khoản ở mức độ cá nhân, nghiên cứu này đã xác định được chính xác các yếu tố tạo nên hiệu ứng, giúp các nhà đầu tư có các quyết định tốt hơn.

Điều đáng chú ý ở các nghiên cứu trên đó là chúng đều được tiến hành tại các nước phương Tây. Tuy nhiên, có rất nhiều sự khác nhau yếu tố về tâm lý giữa văn hóa phương Đông và phương Tây. Theo nghiên cứu của Hofstede (1980) [64], khác biệt văn hóa thường xuyên được thể hiện trong các nghiên cứu nhận thức như một chuỗi biến hóa liên tục từ tính cá nhân đến tính tập thể (individualism-colectivism continuum). Sự khác biệt về tính tập thể ở văn hóa phương Đông với tính cá nhân ở văn hóa phương Tây dẫn đến sự khác biệt trong nhận thức về rủi ro ở hai nền văn hóa. Ở các nước châu Á, sự tổn thất của một thành viên được chia sẻ bởi các thành viên khác trong gia đình thường không thường xuyên xảy ra ở các nước phương Tây. Hơn thế nữa, nền giáo dục ở các nước châu Á thường khuyến khích sinh viên học theo chứ không phải để phản bác ý kiến. Điều đó khiến cho các nhà đầu tư trở nên quá tự tin. Vì vậy, những khác biệt về văn hoá có ảnh hưởng đến tài chính hành vi nói chung và hiệu ứng phân bổ tài khoản nói riêng.

Gần đây, trong nghiên cứu của G.Chen năm 2007 [41], nhóm tác giả đã sử dụng dữ liệu giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư để nghiên cứu các quyết định đầu tư ở một thị trường mới nổi như Trung Quốc. Nhóm tác giả đã tìm ra rằng cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức ở Trung Quốc mắc những lỗi về tâm lý, nhưng mức độ của nhà đầu tư cá nhân có phần nghiêm trọng hơn các nhà đầu tư tổ chức.

Luận án này thực hiện nghiên cứu theo phương pháp của Odean (1998) [88] trong việc phát hiện “hiệu ứng phân bổ tài khoản”, tính toán tỉ lệ lỗ/lãi được hiện thực hóa. Nếu tỉ lệ cổ phiếu lãi được hiện thực hóa cao hơn so với tỉ lệ cổ phiếu lỗ được hiện thực hóa, có thể kết luận rằng nhà đầu tư đã mắc phải hiện tượng “hiệu ứng phân bổ tài khoản”, một lỗi tâm lý của hiện tượng “sợ lỗ”. Sau đó, Luận án sử

dụng mô hình hồi quy logistic để ước lượng mối tương quan của “hiệu ứng phân bổ tài khoản” với đặc điểm nhà đầu tư. Ngoài ra, Luận án sử dụng phương pháp của Shapira & Venezia (2001) [121] để ước lượng thời gian nắm giữ cổ phiếu trung bình của nhà đầu tư với các chu kỳ đầu tư (roundtrip) của cổ phiếu lỗ và lãi. Nếu thời gian nắm giữ cổ phiếu trung bình của các chu kỳ đầu tư lỗ lớn hơn lãi, nhà đầu tư thể hiện “hiệu ứng phân bổ tài khoản”.

#### 2.2.1.2. Phương pháp nghiên cứu về hành vi bầy đàn

Trên thế giới đã có nhiều phương pháp nghiên cứu về hành vi bầy đàn. Những phương pháp tiếp cận chính đã được sử dụng trong việc kiểm định hành vi bầy đàn trên thị trường tài chính bao gồm:

- Lakonishok, Shleifer và Vishny (1992) –LSV[39] xây dựng cách thức tiếp cận hành vi bầy đàn dựa trên những tiêu chí từ những giao dịch được tiến hành bởi một tập hợp con của người tham gia thị trường trong một khoảng thời gian.
- Wermers (1995) [120] đề xuất một phương pháp tiếp cận dựa trên thay đổi trong danh mục đầu tư (PCM) được thiết kế để nắm bắt cả định hướng và cường độ giao dịch của nhà đầu tư.
- Christie and Huang (CH) (1995) [44] đề xuất phương pháp sai số chéo giữa lợi suất của các chứng khoán cá thể trong giai đoạn thị trường có những biến động mạnh về giá.
- Chang, Cheng và Khorana (1999) - CCK [40] gần đây đã đề xuất một biến thể của phương pháp CH, cho thấy rằng dựa theo các giả định CAPM, mô hình định giá tài sản hợp lý cho thấy độ phân tán của tỉ suất sinh lời, được đo bằng độ lệch tuyệt đối của sai số chuẩn chéo lợi nhuận, phải là một hàm tuyến tính với suất sinh lời của thị trường
- Nofsinger and Sias (1999)[87] sử dụng phương pháp tiếp cận riêng khi nghiên cứu về hành vi bầy đàn và thông tin giao dịch phản hồi từ các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư có tổ chức, đã phát hiện hành vi bầy đàn tồn tại trên thị trường Mỹ

Ngoài ra, Caparrelli, et al, (2004) sử dụng một phương pháp khác để kiểm định hành vi bầy đàn phổ biến ở thị trường Italia. Để phân biệt thành vi bầy đàn có chủ ý và hành vi bầy đàn giả tạo, họ áp dụng một cách tiếp cận đã được đề xuất bởi

Hwang và Salmon (2004)[65]. Cách tiếp cận này cho thấy rằng sẽ tồn tại hành vi bày đàn có chủ định nếu quan sát được các biến thể không đáng kể trong sai số chéo của beta của các cổ phiếu riêng lẻ và beta của thị trường

Mô hình sử dụng trong Luận án là dạng cải tiến của CCK- mô hình phát triển bởi Chang, Cheng và Khorana. Một mô hình khác dùng để kiểm nghiệm hành vi bày đàn chéo giữa hai sàn sẽ được phát triển từ mô hình CCK.

**\* Mô hình CCK:**

$$CSAD = \alpha + \beta_1 * \text{abs}(r_m) + \beta_2 (r_m)^2 + \xi$$

Trong đó:  $CSAD = \text{Averageabs}(r_i - r_m)$ ,

CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation) là độ phân tán trung bình, được tính bằng trung bình độ lệch tuyệt đối của các tỷ suất sinh lời theo ngày của các cổ phiếu trong danh mục so với tỷ suất sinh lời theo ngày của thị trường (chỉ số chứng khoán)

$\beta_1$ : Hệ số của biến  $\text{abs}(r_m)$ - mức sinh lời tuyệt đối của thị trường.

$\beta_2$ : Hệ số của biến  $(r_m)^2$ , bình phương của mức sinh lời của thị trường.

$r_i$ : Tỷ suất sinh lời của cổ phiếu  $i$

$r_m$ : Tỷ suất sinh lời của thị trường, thể hiện qua tỷ suất sinh lời theo ngày của các chỉ số HNX Index và VN Index.

$\xi$ : Lỗi ngẫu nhiên.

Trong Luận án, với mục đích là kiểm nghiệm hành vi bày đàn, tác giả chỉ quan tâm đến hệ số  $\beta_2$ . Theo như Chang, Cheng, và Khorana đã giải thích trong bài nghiên cứu của mình, khi thị trường biến động mạnh (thị trường đi lên hoặc đi xuống), nếu tồn tại hành vi bày đàn giữa các nhà đầu tư (những người có xu hướng hành động và ra quyết định đầu tư dựa trên sự biến động và xu hướng của thị trường), độ phân tán của tỷ suất sinh lời, đo lường bởi CSAD sẽ giảm hoặc tăng với tốc độ giảm dần. Do đó, khi  $\beta_2$  âm, nghĩa là tồn tại hành vi bày đàn.

## ***2.2.2. Dữ liệu nghiên cứu***

### ***2.2.2.1. Dữ liệu nghiên cứu về hiệu ứng quy tắc sẵn có và các lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân***

Để làm rõ các đặc điểm lệch lạc và hiệu ứng quy tắc sẵn có trong hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam, Luận án đã sử dụng số liệu giao dịch thực từ tài khoản của các nhà đầu tư. Bộ số liệu được cung cấp bởi Công ty cổ phần chứng khoán Hà Nội. Tổng số **2.340** tài khoản được lựa chọn ngẫu nhiên từ tất cả các tài khoản đầu tư chứng khoán từ 23 tháng 04 năm 2007 đến 15 tháng 03 năm 2011 (969 ngày giao dịch) với hơn **100 nghìn lệnh giao dịch** của các nhà đầu tư. Sau khi loại bỏ những giao dịch không khớp lệnh, 923 tài khoản chỉ có lệnh bán và 87 tài khoản chỉ có lệnh mua. Sau đó, loại bỏ tiếp tài khoản có số dư số lượng chứng khoán nắm giữ âm, được hiểu là những chứng khoán được nhà đầu tư lưu ký hay chuyển từ công ty chứng khoán khác mà không phải qua giao dịch mua trên lệnh tài khoản. Những tài khoản này không có ý nghĩa trong nghiên cứu vì không biết được giá mua ban đầu làm điểm tham chiếu cho các kiểm nghiệm sau này. Mẫu cuối cùng được sử dụng là **1093** tài khoản với **51.529** lệnh giao dịch thành công. Luận án nghiên cứu được tiến hành trên mẫu tài khoản lớn với nhiều lệnh giao dịch giúp tăng tính chính xác và độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

### ***2.2.2.2. Dữ liệu nghiên cứu về hành vi bầy đàn***

Dữ liệu sử dụng trong Luận án bao gồm gồm có giá và khối lượng giao dịch của tất cả các cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh từ ngày giao dịch đầu tiên của từng cổ phiếu đến 21/3/2012 và các chỉ số chứng khoán VN Index và Large Cap Index (chỉ số các cổ phiếu có vốn hóa lớn), Small Cap Index (chỉ số đại diện cho các cổ phiếu có vốn hóa nhỏ). Với mục đích tính mức sinh lời theo ngày của từng cổ phiếu, Luận án chỉ sử dụng giá đóng cửa của mỗi ngày giao dịch.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Để nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam, tác giả Luận án sử dụng đồng thời 2 cách tiếp cận: dựa vào phân tích kết quả điều tra theo bảng hỏi và dựa vào phân tích kết quả giao dịch thực trên tài khoản của các nhà đầu tư.

Trong Luận án, Bảng hỏi nhà đầu tư gồm 35 câu hỏi được thiết kế theo các nội dung của tài chính hành vi với mục đích nhận dạng và đo lường được hành vi của nhà đầu tư cá nhân. Quy mô mẫu: 500 nhà đầu tư cá nhân. Về phương pháp phân tích, bên cạnh sử dụng các kết quả thông qua thống kê mô tả, Luận án sử dụng các phương pháp phân tích định lượng bao gồm: phân tích nhân tố khám phá (Exploratory Factor Analysis - EFA), phân tích hồi quy và phân tích nhân tố khẳng định thông qua sử dụng phương pháp phân tích khám phá lần 2. Thông qua kiểm định EFA, tác giả Luận án sẽ khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến hành vi ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Các nhân tố được khám phá sẽ chia thành các nhóm theo quy trình của phân tích cơ bản trong đầu tư chứng khoán, bao gồm:

- Nhóm nhân tố thuộc về vĩ mô và TTCK
- Nhóm nhân tố thuộc về chứng khoán niêm yết
- Nhóm nhân tố thuộc về bản thân nhà đầu tư chứng khoán.

Luận án sử dụng phương pháp hồi quy để đo lường mối quan hệ giữa các biến liên quan đến hành vi nhà đầu tư. Khi kiểm định mối liên hệ giữa 2 yếu tố nghiên cứu đều là biến định danh hay một định danh và một thứ bậc, Luận án sử dụng kiểm định Chi-bình phương. Trong trường hợp hai yếu tố nghiên cứu là hai biến thứ bậc, Luận án sử dụng 2 đại lượng đo lường được sử dụng là hệ số Gamma và Kendall tau. Luận án 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).

Dựa vào kết quả giao dịch với mẫu của **1093** tài khoản với **51.529** lệnh giao dịch thành công, để phân tích hành vi nhà đầu tư, tác giả Luận án sử dụng mô hình kinh tế lượng để làm rõ lệch lạc thiên vị ngoại suy trong hành vi của nhà đầu tư. Luận án thực hiện nghiên cứu theo phương pháp của Odean (1998) [88] trong việc phát hiện “hiệu ứng phân bổ tài khoản”, tính toán tỉ lệ lỗ/ lãi được hiện thực hóa. Nếu tỉ lệ cổ phiếu lãi được hiện thực hóa cao hơn so với tỉ lệ cổ phiếu lỗ được hiện thực hóa, có thể kết luận rằng nhà đầu tư đã mắc phải hiện tượng “hiệu ứng phân bổ tài khoản”, một lỗi tâm lí của hiện tượng “sợ lỗ”. Sau đó, Luận án sử dụng mô hình hồi quy Logistic để ước lượng mối tương quan của “hiệu ứng phân bổ tài khoản” với đặc điểm nhà đầu tư. Để kiểm định về hành vi bày đàn, Luận án sử dụng mô hình CCK- mô hình phát triển bởi Chang, Cheng và Khorana./.

## CHƯƠNG 3

### HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

#### **3.1. Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam thông qua phân tích kết quả điều tra bảng hỏi**

##### ***3.1.1. Đặc điểm chính của mẫu***

Để nhận dạng và phân tích hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam, tác giả Luận án đã tổ chức khảo sát, điều tra và phỏng vấn 525 nhà đầu tư cá nhân. Sau khi kiểm tra lại các phiếu trả lời, có 25 phiếu không có đủ độ tin cậy về thông tin nên không được đưa vào mẫu. Kết quả xử lý số liệu điều tra được thể hiện tại Phụ lục 2.

Bảng 3.1 phản ánh các thông tin về nhân khẩu học của mẫu điều tra. Xét về tuổi, các nhà đầu tư cá nhân chủ yếu là trẻ tuổi, độ tuổi dưới 25 chiếm 3%, từ 25-35 tuổi chiếm 33% và từ 36-55 tuổi chiếm 56%, độ tuổi trên 55 chỉ chiếm 8%. Trong số các nhà đầu tư được phỏng vấn, tỷ lệ Nam giới chiếm chủ yếu (65%) so với nữ giới (35%). Các nhà đầu tư cá nhân có trình độ học vấn chủ yếu là tốt nghiệp đại học và cao đẳng (chiếm 76%) và chủ yếu làm việc trong lĩnh vực ngân hàng – tài chính.

Bảng 3.2 cho biết thông tin chung về hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân. Qua bảng này cho thấy, phần lớn các nhà đầu tư có kinh nghiệm từ 1-5 năm (chiếm 66%), số các nhà đầu tư có kinh nghiệm trên 5 năm chiếm khoảng 23%. Quy mô tài khoản trung bình chủ yếu từ 200-500 triệu đồng và từ 50-200 triệu đồng với mức giao dịch trung bình từ 3-10 lần trung bình trong tháng là chủ yếu (chiếm khoảng 62%). Phần lớn các nhà đầu tư đều đã tham gia các khóa học cơ bản và nâng cao về đầu tư chứng khoán.

Về động lực tham gia đầu tư trên TTCK, qua Bảng 3.3 cho thấy phần lớn các nhà đầu tư cá nhân cho rằng là do lợi nhuận cao (67%). Tuy nhiên trong năm 2011,

các nhà đầu tư cá nhân đều tự đánh giá hiệu quả đầu tư chủ yếu là lỗ (35%) hoặc hòa vốn (38%).

### **3.1.2. Nhận diện chung về hành vi nhà đầu tư cá nhân**

a) *Thái độ đối với rủi ro và sinh lời*

**Giả thuyết 1: Nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là nhà đầu tư phi hợp lý (rational) và hành vi được giải thích theo lý thuyết triển vọng.**

Kết quả thể hiện tại Bảng 3.4 phản ánh thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro và sinh lời qua các kết quả điều tra từ câu hỏi 8 đến câu hỏi 15 trong bảng hỏi. Kết quả điều tra cho thấy các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam không phải là các nhà đầu tư hợp lý (rational investors) và hành vi của các nhà đầu tư được giải thích theo lý thuyết triển vọng như đã đề cập trong Chương 1 của Luận án. Cụ thể như sau:

Đối với câu hỏi 8: Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định. *Hãy cân nhắc các quyết định và đánh dấu √ vào phương án lựa chọn:*

*Quyết định 8. 1: lựa chọn giữa*

Tình huống 1: chắc chắn (100%) có 240.000VND

Tình huống 2: khả năng 25% có một khoản tiền 1.000.000VND

*Quyết định 8. 2: lựa chọn giữa:*

Tình huống 3: chắc chắn (100%) mất 750.000 VND

Tình huống 4: Có 75% khả năng mất 1.000.000 VND

Kết quả cho thấy, đối với quyết định 8.1, có 62% nhà đầu tư chọn phương án 1 (chắc chắn có 240,000 VNĐ), điều này ***phản ánh tâm lý ngại rủi ro*** song đối với quyết định 8.2, có tới 62% chọn phương án 4, điều này ***phản ánh tâm lý ưa thích rủi ro***. Như vậy, qua câu hỏi này 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.

Đối với câu hỏi 9: Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định. Hãy cân nhắc các quyết định và khoanh tròn vào các quyết định lựa chọn:

**Quyết định 9.1:**

Giả định ông (bà) đã mua 1 chứng khoán 1 tháng trước đây với giá 50.000 đồng. Hôm nay, giá chứng khoán đó là 40.000 đồng. Ông (Bà) đang cân nhắc xem có nên bán chứng khoán đó và chịu lỗ 10.000 đồng hay tiếp tục nắm giữ trong 1 tháng với giả định vào cuối tháng tới, có tình huống sau:

- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán giảm xuống còn 30.000 đồng
- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán tăng lên, đạt mức 50.000 đồng

Giả sử không có các chi phí về giao dịch hay thuế. Với các thông tin trên, Ông (Bà) sẽ lựa chọn phương án đầu tư nào trong 2 phương án:

Tình huống 1: Bán chứng khoán ngay và chịu lỗ 10.000 đồng

Tình huống 2: Nắm giữ chứng khoán trong 1 tháng tới

**Quyết định 9.2:**

Giả định ông (bà) đã mua 1 chứng khoán 1 tháng trước đây với giá 50.000 đồng. Hôm nay, giá chứng khoán đó là 60.000 đồng. Ông (Bà) đang cân nhắc xem có nên bán chứng khoán đó hay tiếp tục nắm giữ trong 1 tháng với giả định vào cuối tháng tới, có tình huống sau:

- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán giảm xuống còn 50.000 đồng
- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán tăng lên, đạt mức 70.000 đồng

Giả sử không có các chi phí về giao dịch hay thuế. Với các thông tin trên, Ông (Bà) sẽ lựa chọn phương án đầu tư nào trong 2 phương án sau:

Tình huống 1: Bán chứng khoán và thu lời 10.000 đồng

Tình huống 2: Nắm giữ chứng khoán trong 1 tháng tới

Kết quả điều tra cho thấy: đối với quyết định 9.1, có 52% nhà đầu tư chọn tình huống 2 và 48% chọn tình huống 1 trong khi đó đối với quyết định 9.2, có 55% nhà đầu tư chọn tình huống 1 và 45% chọn tình huống 2. Như vậy, **bản thân các nhà đầu tư cá nhân là không hợp lý (rational)** 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.

Đối với câu hỏi 10: Hãy chọn các tình huống phù hợp trong từng quyết định:

**Quyết định 10.1:**

Giả sử bạn sẽ có một khoản tiền 3.000.000 VND trong tương lai. Hãy chọn các tình huống phù hợp:

Tình huống 1: chắc chắn 100% có một khoản 1.000.000 VND

Tình huống 2: 50% có được 2.000.000 VND

**Quyết định 10.2:**

Giả sử bạn có một khoản tiền 5.000.000 VND. Hãy chọn các tình huống phù hợp:

Tình huống 1: chắc chắn (100%) mất 1.000.000 VND

Tình huống 2: 50% mất 2.000.000 VND

Kết quả điều tra cho thấy, đối với quyết định 10.1, có 70% nhà đầu tư chọn tình huống 1 và 30% chọn tình huống 2 song đối với quyết định 10.2, có 40% nhà đầu tư chọn tình huống 1 và 60% nhà đầu tư chọn tình huống 2. Như vậy, nhà đầu tư ngại rủi ro trong quyết định 10.1 song lại ưa thích rủi ro trong quyết định 10.2. Tuy nhiên 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)**. Trong câu hỏi này, điểm tham chiếu là 4.000.000 đồng.

Đối với câu hỏi 11: Hãy cho biết giá trị x mà tại đó bạn sẽ cảm thấy 2 sự lựa chọn sau là như nhau”

Tình huống 1: không có gì

Tình huống 2: xác suất 50% thu được “X” và xác suất 50% còn lại sẽ mất 25 USD

Vậy x là:

a: 0

b: 1 USD - 25 USD <sup>(1)</sup>

c: 26 USD -50 USD <sup>(2)</sup>

d: 50 USD -100 USD <sup>(3)</sup>

e. Trên 100 USD <sup>(4)</sup>

Về logic, đối với câu hỏi trên giá trị X sẽ là 25USD song kết quả phỏng vấn cho thấy, có đến 68% nhà đầu tư trả lời X ở mức trên 26USD, thậm chí có đến 9% cho rằng X phải có giá trị trên 100USD. Điều này cho thấy nhà đầu tư cá nhân có tâm lý ngại thua lỗ bởi vì các khoản lỗ thường có tác động lớn hơn so với khoản lãi.

Câu hỏi 12 và 13 cho kết quả phản ánh tâm lý nhà đầu tư cá nhân ***có tâm lý trái ngược nhau*** khi vừa có tâm lý sẵn sàng mua số xô (thể hiện qua việc 60% nhà đầu tư lựa chọn tình huống 1 của câu hỏi 12) nhưng đồng thời cũng có tâm lý sẵn sàng mua bảo hiểm (thể hiện qua việc 58% nhà đầu tư lựa chọn phương án 2 của câu hỏi 13).

Kết quả trả lời câu hỏi 14 và 15 cho thấy đặc điểm về hàm giá trị và hàm tỷ trọng của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam ***hoàn toàn tuân thủ theo lý thuyết triển vọng***.

#### *b) Tâm lý lạc quan*

Thời điểm tác giả Luận án thực hiện điều tra khảo sát là từ tháng 11/2011 đến tháng 01/2012. Tại thời điểm đó thị trường chứng khoán Việt Nam đang ở giai đoạn suy giảm. Tuy nhiên, qua khảo sát cho thấy, nhiều nhà đầu tư vẫn khá lạc quan về thị trường. Sơ đồ 3.1 phản ánh kết quả trả lời một số câu hỏi để đánh giá về tâm lý lạc quan của nhà đầu tư cá nhân về thị trường chứng khoán Việt Nam: mức độ đồng ý với nhận định TTCK Việt Nam là 1 kênh đầu tư hấp dẫn là 5,76/7 và hầu hết các nhà đầu tư đều nhận định trên TTCK Việt Nam giá cổ phiếu có xu hướng tăng trong

vòng 12 tháng tới (5,59/7). Như vậy, có thể khẳng định nhà đầu tư đều có chung nhận định giai đoạn điều tra là giai đoạn TTCK Việt Nam bắt đầu vượt đáy để tạo đà tăng trưởng mới.

Tâm lý lạc quan có phần thái quá của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam còn được thể hiện qua kết quả trả lời về mức độ đồng ý với nhận định: *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* với kết quả 5,86/7. Trong đó, có 30% đồng ý ở mức độ 7 (hoàn toàn đồng ý), 39,2% đồng ý ở mức độ 6 và 24,8% đồng ý ở mức độ 5. Kết quả điều tra ở câu hỏi này là phù hợp với nhận định phần lớn các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam không có tư tưởng đầu tư dài hạn mà chủ yếu là đầu tư ngắn hạn với kỳ vọng về sinh lời khá cao. Tại thời điểm điều tra phần lớn các nhà đầu tư cá nhân đều có xu hướng tăng vốn đầu tư trong vòng 1 năm tới với 32% đồng ý ở mức độ 7 (hoàn toàn đồng ý) và 39,4% đồng ý ở mức độ 6.

### *c) Tâm lý quá tự tin*

Sơ đồ 3.2 phản ánh một số kết quả khảo sát chủ yếu về tâm lý tự tin của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư đều cho rằng rất tự tin trong việc lựa chọn các chứng khoán cao hơn mức chung của thị trường (5,84/7) với 29,8% trả lời ở mức độ 7 (hoàn toàn đồng ý), 39,4% trả lời ở mức độ 6 và 23,8% trả lời ở mức độ 5. Các nhà đầu tư cá nhân cho rằng chưa bao giờ thực hiện các giao dịch mang tính bốc đồng (5,93/7) với 31,8% trả lời ở mức độ 7 và 40,8% trả lời ở mức độ 6.

Trong phân tích và đầu tư chứng khoán, định giá chính xác giá trị nội tại (giá trị thực) của một chứng khoán là điều không dễ dàng song có đến 9,6% nhà đầu tư trả lời ở mức độ 7 (hoàn toàn dễ dàng), 38,4% trả lời ở mức độ 6 và 46,8% trả lời ở mức độ 5. Trung bình về việc tự nhà đầu tư cá nhân đánh giá về mức độ dễ dàng trong định giá chứng khoán là 5,47/7. Kết quả này củng cố thêm kết luận nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam có tâm lý tự tin thái quá.

Bảng 3.5 cho thấy, ngoài tâm lý quá tự tin, nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam còn có *tâm lý sai lệch trong nhìn nhận quá khứ (hindsight bias)*. Mức độ nhà đầu tư đánh giá về khả năng dự đoán bong bóng TTCK Việt Nam vào tháng 3/2007 là khá cao (3,89/7). Việc nhà đầu tư cho rằng dễ dàng dự báo những gì quá khứ đã xảy ra cộng thêm với tâm lý quá tự tin sẽ làm cho nhà đầu tư cho rằng sẽ dễ dàng dự báo tương lai.

#### *d) Tâm lý bày đàn*

Tâm lý bày đàn của nhà đầu tư cá nhân ngoài việc khẳng định qua kiểm định theo mô hình CCK của Luận án còn được thể hiện qua các kết quả trả lời phỏng vấn như trên Sơ đồ 3.3.

Kết quả cho thấy nhà đầu tư cá nhân phụ thuộc khá nhiều lời giới thiệu của người khác (4,92/7), khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường (5,03/7), khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán (4,88/7). Tâm lý bày đàn còn được thể hiện gián tiếp qua kết quả điều tra, khảo sát tại Bảng 3.6 khi nhà đầu tư đánh giá yếu tố làm tăng khả năng sinh lợi của cá nhân là do may mắn (4,2460) cao hơn so với yếu tố khác: do sử dụng các phương pháp định giá (3,850), do sử dụng phân tích kỹ thuật (4,1620).

#### *e) Tâm lý bi quan*

Bên cạnh tâm lý lạc quan, kết quả điều tra cũng cho thấy nhà đầu tư cá nhân có một số đánh giá bi quan. Sơ đồ 3.4 cho thấy, mức độ nhà đầu tư cho rằng có thể có những sụt giảm trên TTCK là khá cao.

### ***3.1.3. Khám phá và đo lường các nhóm yếu tố tâm lý cấu thành hành vi của nhà đầu tư cá nhân***

***Giả thuyết 2: Các nhóm yếu tố cấu thành tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam bao gồm: (1) nhóm yếu tố tâm lý quá lạc quan; (2) nhóm yếu tố tâm lý bày đàn; (3) nhóm yếu tố tâm lý quá tự tin; (4) nhóm yếu tố thái độ với rủi ro; (5) nhóm yếu tố tâm lý bi quan.***

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.14 cho chỉ số KMO =0.779 là khá cao. Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Bartlett 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 (EFA) được sử dụng là phù hợp.

Bảng 3.14 cho thấy, với 19 khía cạnh đo lường cho tâm lý nhà đầu tư, có 5 nhóm nhân tố cơ bản được rút ra theo tiêu chí dựa vào giá trị Eigen đạt giá trị nhỏ nhất =1. Kết quả giá trị Eigenvalue=1.232 lớn hơn 1 và có 5 nhân tố được rút ra. Tổng phương sai giải thích được khi 5 nhân tố được rút ra xấp xỉ bằng 77,5 %.

Từ bảng kết quả ma trận xoay (Bảng 3.15), ta xác định được 5 nhóm nhân tố tâm lý cơ bản của hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam:

*Nhóm nhân tố 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 nhân tố 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 nhân tố 3: 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 nhân tố 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 nhân tố 5: 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, Luận án sẽ thực hiện kiểm định các thang đo để 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 lý được gọi là tốt khi hệ số Cronbach Alpha từ 0.8 trở lên. Cột hệ số Cronbach Alpha nếu một mục hỏi nào đó bị loại, kèm theo hệ số tương quan của từng mục hỏi với biến tổng cho biến, mục hỏi nào đó nên giữ lại hay bỏ đi 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.

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.16 cho thấy 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 câu 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, Luận án thực hiện thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2. Kết quả phân tích thể hiện qua Bảng 3.17.

Bảng 3.17 trên cho thấy, qua phân tích khám phá nhân tố lần 2, các nhóm nhân tố về hành vi nhà đầu tư đều được giải thích khá tốt thông qua các kết quả kiểm định: hệ số KMO đều lớn hơn 0,5, Bartlett'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 Luận án xây dựng là phù hợp, cho kết quả giải thích tốt.



### **3.1.4. Kết quả kiểm định tác động của nhóm yếu tố tâm lý đến hành vi nhà đầu tư cá nhân**

#### 3.1.4.1. Mối quan hệ giữa học vấn với các nhóm yếu tố tâm lý

***Giả thuyết 3: Trình độ học vấn có mối quan hệ cùng chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý lạc quan, tâm lý tự tin; có mối quan hệ ngược chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn.***

Trình độ học vấn có mối quan hệ chặt chẽ với các nhóm tâm lý của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Kết quả kiểm định tại Bảng 3.18 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 bày 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 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%.

#### 3.1.4.2. Mối liên hệ giữa tuổi và các nhóm yếu tố tâm lý

***Giả thuyết 4: Tuổi của nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý lạc quan và tâm lý tự tin, có mối quan hệ ngược chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn.***

Bảng 3.19 thể hiện kết quả kiểm định 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 bày 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.

#### 3.1.4.3. Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các thang đo có liên quan

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và tỷ suất sinh lời:*

Bảng 3.20 và Sơ đồ 3.5 thể hiện mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời và trình độ học vấn. Theo đó, có 35% các nhà đầu tư tự đánh giá tỷ suất sinh lời là lỗ trong năm 2011, trong đó phân chia theo trình độ học vấn cụ thể như sau: phổ thông (65%), cao đẳng (52%), đại học (32%), sau đại học (21,2%). Có 37,6% nhà đầu tư có tỷ suất sinh lời ở mức hoàn vốn, phân chia theo trình độ học vấn có kết quả như sau: đối với trình độ học vấn phổ thông (20%), cao đẳng (31,6%), đại học (47,5%), sau đại học (20,2%). Có 23% nhà đầu tư có tỷ lệ sinh lời từ 1-50%, phân tổ chia theo trình độ học vấn cụ thể như sau; phổ thông (15%), cao đẳng (11,2%), đại học (16,5%), sau đại học (52,9%).

Bảng 3.20 cho kết quả kiểm định mối quan hệ giữa 2 biến: học vấn và tỷ lệ sinh lời trong đầu tư chứng khoán năm 2011 có hệ số Kendall's tau-b = 0,276 và hệ số Gamma = 0,413. Với p-value = 0% chứng tỏ kết quả kiểm định có ý nghĩa 100%. Do đó, có thể kết luận 2 biến trình độ học vấn và tỷ lệ sinh lời trong đầu tư chứng khoán có quan hệ chặt chẽ và tỷ lệ thuận: ***nhà đầu tư có trình độ học vấn càng cao thì tỷ lệ sinh lời trong đầu tư càng cao.***

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và mức độ hiệu quả trong đầu tư*

Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và mức độ hiệu quả trong đầu tư được thể hiện qua Bảng 3.21 và Sơ đồ 3.6. Bảng 3.21 cho kết quả hệ số Kendall's tau-b=0.324 (xác suất bác bỏ 0%) và hệ số Gamma=0.483 (xác suất bác bỏ 0%). Do đó, quan hệ giữa trình độ học vấn và hiệu quả đầu tư là quan hệ tỷ lệ thuận: học vấn càng cao thì hiệu quả trong đầu tư càng cao.

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và tần suất giao dịch*

Sơ đồ 3.7 cho thấy, các nhà đầu tư có học vấn càng thấp thì tần suất giao dịch càng nhiều: đối với các nhà đầu tư có trình độ học vấn phổ thông, tần suất giao dịch trên 10 lần trong 1 tháng chiếm đến 50%, con số này đối với các nhà đầu tư có trình độ cao đẳng là 13,3%, đại học là 3,6% và sau đại học là 9,6%. Bảng 3.22 cho kết quả kiểm định mối quan hệ giữa trình độ học vấn và tần suất giao dịch có hệ số Kendall's tau-b = -0,45, hệ số Gamma = -0,620 với xác suất bác bỏ p-value = 0

chúng tỏ quan hệ giữa trình độ học vấn và tần suất giao dịch là quan hệ ngược chiều.

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và quy mô giao dịch*

Mối quan hệ giữa trình độ học vấn và quy mô giao dịch trung bình là mối quan hệ cùng chiều và có quan hệ chặt chẽ với nhau: ***nhà đầu tư có học vấn càng cao thì quy mô mỗi lần giao dịch càng lớn và ngược lại***. Điều này được khẳng định qua kết quả kiểm định tại Bảng 3.23 với Hệ số kendall's tau-c=0,118, Gamma=0,188 và p-value = 0,001.

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán*

Bảng 3.24 và sơ đồ 3.9 phản ánh mối quan hệ giữa trình độ học vấn và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán của nhà đầu tư cá nhân là mối quan hệ cùng chiều với độ tin cậy 90%. Kết quả cho thấy, tỷ lệ các nhà đầu tư bán ngay chứng khoán khi chứng khoán về tài khoản (T+2) chiếm đến 45,2%, nắm giữ từ 1-4 tuần chiếm 35%, nắm giữ từ 1-2 tháng chiếm 12,8% và nhiều hơn 2 tháng là 7%.

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và dự đoán Vnindex*

Bảng 3.25 cho thấy mối liên hệ giữa trình độ học vấn và tự đánh giá về dự đoán diễn biến Vnindex của nhà đầu tư cá nhân là chặt chẽ: nhà đầu tư càng có trình độ học vấn thấp lại càng tỏ ra tự tin trong dự đoán diễn biến của Vnindex (trong khi dự đoán diễn biến của chỉ số thị trường chứng khoán là điều không dễ dàng đối với tất cả các nhà đầu tư, kể cả đối với nhà đầu tư chuyên nghiệp). Điều này cũng phù hợp với kết quả kiểm định cho thấy, các nhà đầu tư có trình độ học vấn thấp thì hiệu quả đầu tư càng thấp.

✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và kinh nghiệm trong đầu tư*

Bảng 3.26 và Sơ đồ 3.11 cho thấy, với độ tin cậy 95%, các nhà đầu tư càng có trình độ học vấn thấp càng phụ thuộc hay nói cách khác đánh giá cao vai trò của kinh nghiệm (thay cho kiến thức và kỹ năng) trong đầu tư chứng khoán.

- ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các nhóm yếu tố thuộc phân tích các nhân tố vĩ mô.*

Bảng 3.27 và sơ đồ 3.12 cho thấy, trong số 22 nhân tố thuộc phân tích vĩ mô đề cập trong Bảng hỏi (câu hỏi 30), với độ tin cậy 95%, trình độ học vấn có mối quan hệ với các yếu tố: *lãi suất, tỷ giá, tốc độ tăng trưởng GDP, các thông tin của Ủy ban chứng khoán Nhà nước, các chính sách liên quan đến chi tiêu của chính phủ và diễn biến lãi suất tiền gửi*. Các nhà đầu tư càng có trình độ học vấn thấp có xu hướng đánh giá cao vai trò quan trọng của các yếu tố thuộc kinh tế vĩ mô trong việc ra quyết định đầu tư chứng khoán của cá nhân.

- ✓ *Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các nhóm yếu tố thuộc phân tích ngành và công ty niêm yết*

Bảng 3.28 thể hiện mối quan hệ giữa trình độ học vấn và các nhân tố thuộc về phân tích ngành và công ty niêm yết. Trong số 30 nhân tố của Phiếu điều tra, kết quả kiểm định cho thấy trình độ học vấn có mối quan hệ với các nhân tố: *khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường; Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán; Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư; Thông tin mua bán nội gián; Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó; Trực giác, khả năng cảm nhận; Tin đồn*. Trình độ học vấn càng thấp thì tác động của các yếu tố này càng mạnh và ngược lại.

3.1.4.4. Mối liên hệ giữa độ tuổi của các nhà đầu tư và các thang đo có liên quan

- ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán*

Bảng 3.29 phản ánh mối quan hệ cùng chiều giữa độ tuổi của nhà đầu tư với tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán với hệ số Kendall's tau-c = 0,470, hệ số Gamma = 0,738 với p-value=0,000: *nhà đầu tư có độ tuổi càng cao thì tổng tiền đầu tư vào chứng khoán càng nhiều và ngược lại*.

- ✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và quy mô trung bình mỗi lần giao dịch*

Kiểm định mối quan hệ giữa biến tuổi và biến quy mô trung bình mỗi lần giao dịch cho kết quả tại Bảng 3.30 với hệ số Kendall's tau-c=0,450, hệ số Gamma = 0,672 với p-value=0.000. Như vậy, nhà đầu tư có độ tuổi càng cao thì quy mô trung bình mỗi lần giao dịch càng lớn.

✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và mức độ mạo hiểm của nhà đầu tư*

Bảng 3.31 cho kết quả kiểm định giữa tuổi với thái độ đối với rủi ro và sinh lời của nhà đầu tư. Kết quả cho thấy, nhà đầu tư càng có tuổi thì tâm lý đầu tư càng ít mạo hiểm, ngại rủi ro.

✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và mức độ chắc chắn trong đầu tư*

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.32 phản ánh, nhà đầu tư có độ tuổi càng cao càng có tâm lý chắc chắn trong đầu tư, ngại rủi ro và mạo hiểm trong bất cứ vị thế đầu tư nào.

✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng*

Số lần giao dịch và tuổi nhà đầu tư có quan hệ cùng chiều qua kết quả kiểm định tại Bảng 3.33 với hệ số Kendall's tau b=0,552, Gamma = 0,811 và p-value=0.000. Kết quả này trái ngược với kết quả kiểm định mối quan hệ giữa trình độ học vấn và số lần giao dịch.

✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán*

Bảng 3.34 cho thấy, nhà đầu tư có độ tuổi càng cao thì thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán càng lâu và ngược lại (hệ số Kendall's tau b=0,238, hệ số Gamma = 0,381 với độ tin cậy 100%). Kết hợp với kết quả kiểm định về mối quan hệ giữa học vấn và thời gian nắm giữ chứng khoán và hiệu quả đầu tư chúng ta có thể kết luận: *các nhà đầu tư có độ tuổi ít hơn và trình độ học vấn ít hơn chính là những người giao dịch nhiều hơn và bị thua lỗ nhiều hơn các nhà đầu tư có độ tuổi nhiều hơn và trình độ học vấn cao hơn.*

✓ *Mối liên hệ giữa tuổi và khả năng tự dự báo diễn biến chỉ số Vn-Index diễn biến theo chu kì*

Bảng 3.35 cho kết quả: nhà đầu tư có độ tuổi càng cao thì càng tự tin trong việc dự đoán diễn biến của Vnindex. Kết quả này trái ngược với mối quan hệ của trình độ học vấn với khả năng dự đoán diễn biến Vnindex. Như vậy, có 2 nhóm nhà đầu tư dễ mắc phải hiệu ứng lệch lạc nhìn nhận quá khứ (hindsight bias) là các nhà đầu tư có trình độ học vấn thấp và các nhà đầu tư có độ tuổi cao.

✓ *Mối liên hệ giữa giới tính và hiệu quả đầu tư*

***Giả thuyết 7: Nhà đầu tư là Nam giới thường tự tin và hiệu quả hơn trong đầu tư chứng khoán so với Nữ giới.***

Sơ đồ 3.13 dưới đây phản ánh mức độ hiệu quả trong đầu tư chứng khoán chia theo giới tính. Kết quả cho thấy, đối với Nam giới mức độ hiệu quả thường cao hơn so với Nữ giới. Thực hiện kiểm định mối quan hệ giữa 2 biến: giới tính và mức độ hiệu quả trong đầu tư cho kết quả tại Bảng 3.36 với hệ số Pearson Chi-Square = 19.983 và p-value = 0.000. Vì vậy, có thể kết luận: nhà đầu tư là Nam giới thường có mức độ hiệu quả trong đầu tư chứng khoán cao hơn so với Nữ giới.

***Giả thuyết 8: Trình độ học vấn làm tăng tỷ suất sinh lời, ngược lại bình quân tổng mức đầu tư làm giảm tỷ suất sinh lời. Mức độ tác động của yếu tố trình độ học vấn cao hơn mức độ tác động của tổng mức đầu tư.***

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.

Bảng 3.36a 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  $H_0: \beta_{c1} = \beta_{c5} = 0$ . Bảng 4.6.2 cho thấy kết quả giá trị của  $-2 \text{ Log likelihood} = 439.4$  không cao lắm thể hiện mức độ phù hợp khá tốt của mô hình tổng thể.

Bảng 3.36b cho biết kết quả kiểm định 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 3.36c 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:

$$H_0: \beta_{c1} = 0$$

$$H_0: \beta_{c5} = 0.$$

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:

$$\log_e (P(\text{re\_c7}=1)/P(\text{re\_c7}=0)) = -3,679 + 1.968c1 - 0,27c5$$

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 của yếu tố trình độ học vấn cao hơn mức độ tác động của tổng mức đầu tư.

### ***3.1.5. Kiểm định về các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân***

***Giả thuyết 9: Các yếu tố của phân tích cơ bản trong đầu tư chứng khoán (phân tích vĩ mô, phân tích ngành, phân tích công ty) có tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân.***

#### ***a) Các yếu tố thuộc về phân tích vĩ mô và TTCK***

Bảng 3.8 cho biết nhận định của các nhà đầu tư về mức độ quan trọng (ảnh hưởng) của 22 nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư chứng khoán. Kết quả điều tra cho thấy, nhân tố có ảnh hưởng lớn nhất là ***tình hình đầu tư trên thị trường vàng*** (6,422/7), sau đó là ***sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam*** (6,366/7),

*sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam* (6,336/7)...Nhân tố có vai trò kém quan trọng nhất là *sự tiếp thị của các quỹ đầu tư* (3,466/7).

Bảng 3.37 cho biết kết quả kiểm định thang đo các nhân tố vĩ mô và TTCK ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư thông qua hệ số Cronbach's Alpha. Kết quả cho thấy: 22 khái niệm đơn hướng được đưa vào để đo lường cho hành vi thái độ nhà đầu tư.

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.38 cho thấy hệ số Cronbach's Alpha=0.837 hơn 0.8. Như vậy, các khái niệm đo lường về hành vi thái độ nhà đầu tư có tương quan tốt với nhau. Hay nói cách khác, các thang đo sử dụng trong Luận án đang đo lường đúng hướng. Có 3 thuộc tính: *Tỷ lệ lạm phát, Sự tiếp thị của các quỹ đầu tư, Sự nói lỏng về cơ chế kinh doanh cho các doanh nghiệp* bị loại khỏi thang đo vì chúng tương quan rất kém với tổng (hệ số "Corrected Item-Total Correlation" bé hơn 0.3) và khi loại những thuộc tính này, hệ số Cronbach's Alpha sẽ tăng lên. Yếu tố "Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK" cũng được xem xét loại khỏi thang đo nghiên cứu vì hệ số tương quan với tổng thể của yếu tố này khá thấp (0.2659).

Như vậy, thang đo còn lại 18 thuộc tính. Cụ thể các nhân tố sau thuộc về phân tích vĩ mô và TTCK có ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư: *Lãi suất; Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ; Các thông tin của UBCKNN; Tỷ lệ thất nghiệp; Diễn biến lãi suất tiền gửi; Giá xăng dầu; Tỷ giá; Các thông tin từ Internet; Tốc độ tăng trưởng GDP; Hiệu quả hoạt động của TTCK; Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức; Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư; Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam; Lợi nhuận từ các công ty niêm yết; Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán; Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam; Tình hình đầu tư trên thị trường vàng; Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản.*

Bảng 3.38 cho thấy, 18 khía cạnh phản ánh hành vi thái độ nhà đầu tư được đưa vào phân tích nhân tố nhằm xác định những nhóm hành vi thái độ nhà đầu tư cơ



bản. Kết quả phân tích nhân tố cho thấy chỉ số KMO = 0.880 > 0.8. Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Bartlett 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, có ý nghĩa.

Bảng 3.38 cho biết, có 4 nhóm nhân tố cơ bản được rút ra theo tiêu chí dựa vào giá trị Eigen đạt giá trị nhỏ nhất = 1. Kết quả cho biết Eigenvalue = 1.131 lớn hơn 1 và có 4 nhóm nhân tố được rút ra. Tổng phương sai giải thích được khi 4 nhân tố được rút ra xấp xỉ bằng 69,1 %.

Sử dụng kết quả ma trận xoay tại Bảng 3.39 chúng ta xác định được 4 nhóm nhân tố thuộc các phân tích vĩ mô và TTCK ảnh hưởng đến việc ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư chứng khoán cá nhân, bao gồm:

*Nhóm nhân tố 1: "Thái độ đối với các nhân tố do nhà nước kiểm soát" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_9 Tỷ giá
- c30\_2 Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ
- c30\_3 Các thông tin của UBCKNN
- c30\_6 Diễn biến lãi suất tiền gửi
- c30\_1 Lãi suất

*Nhóm nhân tố 2: "Thái độ đối với các nhân tố ở các thị trường khác" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_19 Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam
- c30\_21 Tình hình đầu tư trên thị trường vàng
- c30\_22 Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản
- c30\_16 Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam

*Nhóm nhân tố 3: Nhân tố về thuộc về đặc điểm của thị trường chứng khoán" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_14 Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức
- c30\_15 Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư
- c30\_18 Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán
- c30\_13 Hiệu quả hoạt động của TTCK
- c30\_17 Lợi nhuận từ các công ty niêm yết

*Nhóm nhân tố 4: "Nhân tố xuất phát từ biến động của thị trường" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_5 Tỷ lệ thất nghiệp
- c30\_7 Giá xăng dầu
- c30\_12 Tốc độ tăng trưởng GDP

c30\_10 Các thông tin từ Internet

Tiếp theo, chúng ta sẽ xác định khả năng giải thích hay chính là mức độ ảnh hưởng của từng thuộc tính thông qua phân tích khám phá lần 2. Kết quả ma trận thành phần thể hiện qua Bảng 3.40. Kết quả cho thấy các nhóm nhân tố được khám phá có ý nghĩa giải thích khá tốt (thấp nhất là 57,37% và cao nhất là 77,48%).

*b) Các yếu tố thuộc về TTCK qua nhận định của nhà đầu tư*

Trả lời câu hỏi số 35 trong phiếu điều tra về quan điểm nhìn nhận của nhà đầu tư cá nhân về Thị trường chứng khoán Việt Nam, kết quả Bảng 3.41 cho thấy hệ số Cronbach's Alpha=0.8784 >0.8. Như vậy các thang đo có mối tương quan khá tốt, hay nói cách khác thang sử dụng đang được đo lường khá tốt.

Bảng 3.42 cho kết quả kiểm định chỉ số KMO =0.857 là khá tốt. Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Bartlett Test cho thấy các khía cạnh phản ánh nhận định của nhà đầu tư về TTCK Việt Nam 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 khá phù hợp.

Sử dụng kết quả ma trận nhân tố xoay chúng ta có thể chia các nhà đầu tư

thành 2 nhóm: *nhóm các nhà đầu tư bi quan* và *nhóm các nhà đầu tư lạc quan* với khả năng giải thích tốt (76,6% và 89,34%).

c) *Các yếu tố thuộc về ngành và công ty niêm yết (phân tích công ty niêm yết)*

Câu hỏi 31 được thiết kế để xem xét mức độ ảnh hưởng của 30 nhân tố thuộc về tổ chức niêm yết đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân. Bảng 3.9 cho biết kết quả đánh giá mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố. Kết quả điều tra cho thấy nhà đầu tư lựa chọn chứng khoán có phần phụ thuộc nhiều vào yếu tố cảm tính như thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết (6,474/7,0) hay tình hình của ngành (6,230/7,0), kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu (6,244/7,0), Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó (6,106/7)... Trong khi đó các yếu tố thuộc về chỉ tiêu tài chính của tổ chức niêm yết có mức độ quan trọng thấp hơn.

Sử dụng kiểm định thang đo thông qua hệ số Cronbach's Alpha cho kết quả tại Bảng 3.44 với hệ số Cronbach's Alpha=0.899>0.8. Do đó các thang đo có mối tương quan khá tốt. Kết quả kiểm định tại Bảng 3.44 loại bỏ 4 nhân tố có hệ số tương quan quá thấp, đó là các nhân tố: *các thông tin về chủ sở hữu, khách hàng và đối thủ cạnh tranh (c31\_14), (c31\_15) chỉ số vòng quay hàng hoá, (c31\_16) vị trí địa lí của công ty, (c31\_28) tỷ lệ sở hữu của các tổ chức*. Như vậy, thang đo các yếu tố thuộc về tổ chức niêm yết còn lại bao gồm 26 thuộc tính, đó là: *Chỉ số giá trên thu nhập (P/E); Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết; Giá trị sổ sách; Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường; Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán; Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư; Cổ tức; Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu; Dòng tiền trên cổ phiếu; Thông tin mua bán nội gián; 11 Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó; Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó; Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn; Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu); Tình hình của ngành; Khả năng thanh toán lãi; Trực giác, khả năng cảm nhận; 21 Quy mô của công ty; Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA); Khả năng bị thâm tóm; Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ; Suất sinh lời của các khoản đầu*

*tu ( ROI); Tin đồn; Thương hiệu; Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp; Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).*

Bảng 3.45 cho kết quả kiểm định với hệ số KMO =0.892 là khá tốt. Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Bartlett test cho thấy các khía cạnh phản ánh yếu tố thuộc về ngành và công ty niêm yết 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 khá phù hợp.

Sử dụng ma trận xoay nhân tố tại Bảng 3.45 ta có kết quả xác định được 5 nhóm về bản thân chứng khoán: (1) thông tin từ trực giác và bên ngoài, (2) thông tin chung về tổ chức niêm yết, (3) tình hình khả năng thanh toán của công ty niêm yết, (4) thông tin về cổ tức và thu nhập, (5) các chỉ số đặc thù của. Cụ thể như sau:

*Nhóm 1: Thông tin từ trực giác và bên ngoài*

- c31\_12 Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó
- c31\_23 Khả năng bị thâm tóm
- c31\_26 Tin đồn
- c31\_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán
- c31\_10 Thông tin mua bán nội gián
- c31\_20 Trực giác, khả năng cảm nhận
- c31\_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường
- c31\_6 Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư

*Nhóm 2: Thông tin chung về tổ chức niêm yết*

- c31\_27 Thương hiệu
- c31\_21 Quy mô của công ty
- c31\_18 Tình hình của ngành
- c31\_29 Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp
- c31\_2 Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết

*Nhóm 3: Thông tin về khả năng thanh toán*

- c31\_13 Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn

- c31\_3 Giá trị sổ sách
- c31\_19 Khả năng thanh toán lãi
- c31\_17 Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)

*Nhóm 4: Thông tin về cổ tức và thu nhập*

- c31\_7 Cổ tức
- c31\_24 Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ
- c31\_8 Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu
- c31\_11 Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó
- c31\_9 Dòng tiền trên cổ phiếu

*Nhóm 5: Các chỉ số đặc thù*

- c31\_25 Suất sinh lời của các khoản đầu tư (ROI)
- c31\_1 Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)
- c31\_30 Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)
- c31\_22 Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)

Để xây dựng điểm số cho nhân tố chung và để xác định mức độ quan trọng của mỗi mục hỏi trong việc giải thích cho các nhân tố, phân tích nhân tố khám phá được sử dụng lần 2. Tại Bảng 3.46, cột Component là hệ số tương quan hệ từng mục hỏi với biến tổng. Từ bảng Component, sẽ biến đổi về tổng 100% để xem xét khả năng giải thích của từng mục hỏi cho từng nhân tố và nó cũng là hệ số gia trọng cho từng thuộc tính trong việc tính điểm cho nhân tố chung khi các nhân tố chung được dùng cho những phân tích sâu hơn. Kết quả Bảng 3.46 cho thấy, các nhóm nhân tố có khả năng giải thích tốt hay nói cách khác các thang đo khám phá của mô hình là phù hợp.

*d) Các yếu tố thuộc về bản thân nhà đầu tư chứng khoán (phân tích nhà đầu tư)*

Để xây dựng các thang đo yếu tố đánh giá thuộc về bản thân nhà đầu tư, chúng ta sẽ dùng kiểm định thang đo qua hệ số Cronbach's Alpha. Kết quả Bảng 3.47 cho hệ số Cronbach's Alpha = 0.842 > 0.8. Như vậy, các thang đo có tương quan khá tốt.

Sử dụng phân tích khám phá (EFA) cho kết quả kiểm định tại Bảng 3.48 với hệ số KMO = 0,793 và kết quả kiểm định Bartlett test cho thấy các khía cạnh phản ánh yếu tố thuộc về ngành và công ty niêm yết có tương quan với nhau có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 0.05 (Sig.=0.000 < 0.05). Vì vậy, kỹ thuật phân tích nhân tố được sử dụng để khám phá là phù hợp yêu cầu. Từ kết quả Bảng 3.48 ta trích rút được 4 nhóm nhân tố thuộc về nhà đầu tư ảnh hưởng đến hành vi của nhà đầu tư. Cụ thể như sau:

*Nhóm 1: Mức độ tự tin*, được giải thích bởi các thuộc tính:

- 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
- 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\_11 Ông (Bà) luôn luôn cân nhắc thật cẩn thận trước khi thực hiện giao dịch

*Nhóm 2: Mức độ năng động và mạo hiểm*, được giải thích bởi 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
- c33\_3 Ông (Bà) nắm giữ danh mục có thể đa dạng hoá dễ dàng
- c33\_10 Ông (Bà) là một nhà đầu tư năng động

*Nhóm 3: Mức độ chi phối bởi cảm xúc và hiệu ứng phân bổ* được giải thích bởi các thuộc tính sau:

- c33\_7 Ông (Bà) vội vàng bán đi các chứng khoán đang có lời
- c33\_5 Mức độ ảnh hưởng của cảm xúc tới hoạt động đầu tư của ông (bà)

*Nhóm 4: Mức độ hiểu biết về triết lý và chiến lược đầu tư* được giải thích bởi các thuộc tính sau:

- c33\_12 Ông (Bà) luôn có một triết lý đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ triết lý đó
- c33\_13 Ông (Bà) luôn có một chiến lược đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ chiến lược đó

Để xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "bản thân nhà đầu tư", Luận án sử dụng phân tích nhân tố lần 2. Kết quả tại Bảng 3.49 cho thấy, các nhóm nhân tố có khả năng giải thích tốt.

### **3.2. Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam thông qua phân tích kết quả giao dịch**

#### ***3.2.1. Hiệu ứng quy tắc kinh nghiệm (heuristic) trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân<sup>2</sup>***

**Giả thuyết 10: Có lệch lạc do hiệu ứng quy tắc kinh nghiệm (heuristic bias) trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân.**

**Giả thuyết 10.1: Nhà đầu tư cá nhân là không hợp lý (irrational)**

Trong phần này, Luận án kiểm định xem liệu nhà đầu tư có đưa ra các quyết định đầu tư sáng suốt hay không bằng cách kiểm tra suất sinh lời của các cổ phiếu mua và các cổ phiếu đã bán sau một khoảng thời gian năm ngày, một tháng và bốn tháng sau thời điểm giao dịch. Giả sử xem xét một nhà đầu tư bán một cổ phiếu và mua một cổ phiếu, nếu cổ phiếu đã bán ra cho suất sinh lời cao hơn suất sinh lời của

---

<sup>2</sup> Một số nội dung phần này thuộc đề tài cấp nghiên cứu cấp Bộ mã số B2009.133.06 của tác giả Luận án [14] và đã được tác giả Luận án (là tác giả số 1) cùng cộng sự công bố trên Tạp chí KT&PT số 180(II) năm 2012[16], số tiếng Anh (Volume 14, Number 2, August 2012)[17].

cổ phiếu mua vào, nhà đầu tư đã đưa ra quyết định đầu tư sai lầm. Để kiểm định liệu suất sinh lời của cổ phiếu bán có thực sự cao hơn suất sinh lời của cổ phiếu mua hay không, tác giả Luận án đã sử dụng phương pháp kiểm định giả thuyết cho hai mẫu độc lập và có phương sai thuần nhất. Giả thuyết hai mẫu là độc lập với nhau sử dụng trong kiểm định trên là có căn cứ và hợp lí khi các quyết định mua cổ phiếu và bán cổ phiếu tương đối độc lập với nhau đối với các nhà đầu tư cá nhân. Nhà đầu tư đưa ra các quyết định mua bán dựa vào thông tin của cổ phiếu, mà thông tin của cổ phiếu niêm yết là một quá trình tương đối độc lập với nhau và là quá trình ngẫu nhiên (stochastic process).

Giả thuyết:

$$H_0: \mu_{\text{bán}} - \mu_{\text{mua}} = 0$$

$$H_1: \mu_{\text{bán}} - \mu_{\text{mua}} > 0$$

Bảng 3.51 cho thấy cho thấy rằng suất sinh lời của cổ phiếu mua nhỏ hơn suất sinh lời của cổ phiếu bán. Kiểm định t cho kết quả lần lượt bằng 12,407; 42.889 và 12,83 cho khoảng thời gian 5 ngày, 1 tháng và 4 tháng sau thời điểm giao dịch. P-value của kiểm định rất nhỏ, điều đó chỉ ra rằng  $H_0$  được bác bỏ tại mức 1% ý nghĩa. Từ đó chúng ta có thể kết luận: ***nhà đầu tư Việt Nam đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lí khi các cổ phiếu mua về lại có suất sinh lời thấp hơn suất sinh lời của các cổ phiếu bán ra.*** Điều đó có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả đầu tư của họ.

Tiếp theo, Luận án sẽ kiểm định mối quan hệ và mức độ tác động của các đặc điểm của nhà đầu tư: *giá trị tài khoản (biến AV)*, *tần suất giao dịch (biến FREQ)* và *mức độ đa dạng hóa danh mục (biến DIV\_LEV)* đến lệch lạc trong hành vi không hợp lí của nhà đầu tư. Luận án sử dụng mô hình Binary Logistic để ước lượng xác suất, khả năng mà nhà đầu tư đưa ra quyết định không hợp lí ứng với mỗi đặc điểm đã nêu. Để kiểm định, ta đặt một biến giả, biến nhận giá trị bằng 1 nếu nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư hợp lí (suất sinh lời cổ phiếu mua lớn hơn suất sinh



lời cổ phiếu bán) và nhận giá trị bằng 0 nếu quyết định đó là sai lầm (suất sinh lời cổ phiếu mua nhỏ hơn cổ phiếu bán).

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.52 cho thấy: giá trị AV không có ý nghĩa tại mức 5% với thời gian 1 tháng, 4 tháng. Điều đó là các nhà đầu tư có giá trị tài khoản lớn không có cải thiện gì trong việc đưa ra các quyết định đầu tư trong ngắn hạn. Tuy nhiên, biến AV có ý nghĩa trong thời gian 1 năm, tức về dài hạn, những nhà đầu tư lớn thường đưa ra các quyết định tốt hơn những nhà đầu tư nhỏ. Biến AV có giá trị dương điều đó chứng tỏ là các nhà đầu tư có giá trị tài khoản lớn (mặc định là các nhà đầu tư lớn) thường ít đưa ra các quyết định sai lầm hơn các nhà đầu tư khác.

Hệ số âm ở biến tần suất giao dịch có nghĩa các nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng dễ đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lý.

Hệ số âm ở biến tần suất giao dịch có nghĩa, nếu giá trị biến tăng thì tỉ số khả năng (odd ratio) có lợi cho nhà đầu tư có quyết định đầu tư hợp lý giảm đi. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng dễ mắc các quyết định đầu tư không hợp lý. Dấu dương ở giá trị giao dịch tài khoản chỉ ra rằng, khi giá trị tài khoản tăng lên, tỉ số khả năng mà nhà đầu tư đưa ra quyết định hợp lý cũng tăng lên. Điều đó có nghĩa rằng, nhà đầu tư lớn ít đưa ra các quyết định đầu tư phi hợp lý hơn các nhà đầu tư nhỏ. Tuy nhiên, hệ số của biến số này lại không có ý nghĩa tại thời điểm một tháng và bốn tháng sau ngày giao dịch. Điều đó chỉ ra rằng trong dài hạn, không có sự khác biệt về khả năng đưa ra quyết định đầu tư giữa các nhà đầu tư lớn và nhỏ. Dấu âm ở hệ số mức độ đa dạng hóa sản phẩm chỉ ra rằng, nhà đầu tư mà đa dạng hóa nhiều ít có khả năng đưa ra các quyết định không tốt so với các nhà đầu tư khác.

*Giả thuyết 10.2: Có lệch lạc thiên vị ngoại suy trong hành vi nhà đầu tư*

$H_0: \mu=0$

$H_1: \mu>0$

Bảng 3.53 cho ta biết suất sinh lời của cổ phiếu và mức sinh lời vượt so với thị trường trong thời gian 5 ngày, 1 tháng trước khi mua. Cổ phiếu luôn có mức sinh lời dương bằng 0.6255% và 6.2195% tương ứng với 5 ngày và 1 tháng trước khi mua. Điều đó chỉ ra rằng nhà đầu tư có xu hướng đầu tư theo các cổ phiếu tăng giá. Ngoài ra, bảng này còn cho ta thấy rằng, các cổ phiếu được chọn thường có mức sinh lời cao hơn toàn thị trường là 0.5268% và 3.7969% trong khoảng thời gian tương ứng là 5 ngày và 1 tháng. Luận án đã kiểm định kết quả trên để xem liệu kết quả trên có ý nghĩa hay không. Các kiểm định đều cho giá trị p-value rất bé, nghĩa là chúng ta có thể bác bỏ  $H_0$  một cách chắc chắn. Điều đó có nghĩa rằng, các kiểm định đã xác minh một lần nữa rằng nhà đầu tư có xu hướng mua các cổ phiếu tăng giá hoặc mua theo các cổ phiếu có mức sinh lời cao hơn thị trường trong khoảng thời gian 5 ngày và 1 tháng trước khi mua. Hay nói cách khác, nhà đầu tư đã mắc vào lỗi “thiên vị ngoại suy” trong tâm lý.

Trong kiểm định trên, Luận án đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư có xu hướng mắc vào lỗi thiên vị ngoại suy khi chạy theo xu hướng tăng giá của cổ phiếu trong thời gian trước khi mua. Tuy nhiên, chúng ta không biết liệu chiến thuật mua cổ phiếu theo đà tăng như vậy (momentum strategy) có hợp lý không, hay nói cách khác, những cổ phiếu đó sẽ tiếp tục tăng để đạt mức lợi nhuận mà các nhà đầu tư kì vọng hay không. Vì vậy, tác giả sẽ tiến hành kiểm định cho tính hợp lý của cách chọn cổ phiếu này bằng cách so sánh suất sinh lời của cổ phiếu đó trước khi và sau khi mua.

Để tiến hành kiểm định, Luận án đã đặt ra giả thuyết cho sự chênh lệch của suất sinh lời cổ phiếu trước khi và sau khi mua. Khi đó chúng ta sẽ biết được rằng những kì vọng của nhà đầu tư cho cổ phiếu tăng giá sẽ tiếp tục tăng sau khi mua nữa hay không là đúng hay sai. Chúng ta gọi đó là dấu hiệu tăng giá liên tục (contituation signal).

Giả thuyết:

$$H_0: \mu_{\text{trước}} - \mu_{\text{sau}} = 0$$

$$H_1: \mu_{\text{trước}} - \mu_{\text{sau}} > 0$$

Kết quả kiểm định:

0.000000	hypothesized value (giá trị giả thuyết)	
0.055226	mean after – before (trung bình suất sinh lời sau – trước khi mua)	
0.370369	std. dev.	
0.002263	std. error	
26781	n	
26780	df	
-24.40	t	
2.17E-130	p-value (one-tailed, lower)	

Qua kết quả trên, ta có thể nhận thấy rằng, nhà đầu tư đã chạy theo cổ phiếu tăng giá tại thời điểm trước không đảm bảo cho suất sinh lời của cổ phiếu sau khi mua. Sau thời điểm 5 ngày, suất sinh lời của cổ phiếu sau khi mua và suất sinh lời của cổ phiếu trước khi mua là 5.52%. Điều đó nói lên các cổ phiếu đã tăng trước đó không đảm bảo cho suất sinh lời sau này của cổ phiếu. Nhà đầu tư sẽ chịu rủi ro khi chạy theo các cổ phiếu tăng giá trong khoảng thời gian trước khi mua.

**Giả thuyết 11: Tồn tại hiệu ứng phân bổ tài khoản trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân**

Luận án thực hiện kiểm định giả thuyết "các nhà đầu tư có xu hướng bán ra cổ phiếu lời hơn là bán ra cổ phiếu lỗ".

*H<sub>0</sub>: PGR = PLR (nhà đầu tư không phân biệt cổ phiếu lỗ và cổ phiếu lãi); không có hiện tượng phân bổ tài khoản*

*H<sub>1</sub>: PGR > PLR (nhà đầu tư bán cổ phiếu lãi nhanh hơn cổ phiếu lỗ, hiện tượng phân bổ tài khoản).*

Phương sai cho tỉ lệ PGR và PLR được tính bằng:

$$se = \sqrt{\frac{PGR(1 - PGR)}{RG + PG} + \frac{PLR(1 - PLR)}{RL + PL}}$$

Trong đó: RG,, PG, RL, PL lần lượt là số lãi được thực hiện, lãi sổ sách, lỗ được thực hiện, lỗ sổ sách.

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.54 cho thấy PGR lớn hơn PLR và sự chênh lệch có mức ý nghĩa 1%. Giả thuyết Ho được bác bỏ với t-stat = 48.7. Qua đó, nhà đầu tư chứng khoán tại thị trường Việt Nam có thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản tức nhà đầu tư có xu hướng giữ cổ phiếu lỗ quá lâu và bán đi quá nhanh các cổ phiếu lãi.

Để kiểm định nhà đầu tư nào trên thị trường chứng khoán Việt Nam mắc phải hiện tượng phân bổ tài khoản nặng hơn, Luận án sử dụng mô hình Binary Logistic để lượng hóa mức độ mắc phải của lỗi tâm lý này của các nhà đầu tư cá nhân.

Phương trình hồi quy như sau:

$$PGR - PLR = \alpha + \beta_1 (\text{Tần suất giao dịch}) + \beta_2 (\text{Mức độ đa dạng hóa}) + \beta_3 (\text{Giá trị tài khoản}) \quad (1)$$

$$\text{Logit}(Y_N) = \alpha + \beta_1 (\text{Tần suất giao dịch}) + \beta_2 (\text{Mức độ đa dạng hóa}) + \beta_3 (\text{Giá trị tài khoản}) \quad (2)$$

Tỉ lệ PGR và PLR được tính cho mỗi tài khoản trong mẫu. Biến  $Y_N$  là một biến giả nhận giá 1 cho những tài khoản mà PGR lớn hơn PLR (PGR-PLR dương) và nhận giá trị bằng 0 cho tài khoản mà PGR nhỏ hơn PLR (PGR-PLR âm). Nói cách khác giá trị 1 thể hiện cho tài khoản thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản và 0 nếu không có.

Luận án sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) để ước lượng mô hình (1). Ở mô hình hồi quy thứ 2, Luận án sử dụng phương pháp tối đa hóa khả năng (maximum likelihood method) để ước lượng mô hình.

Bảng 3.55 cho thấy, dấu âm ở hệ số của biến tần số giao dịch nghĩa là khả năng mà nhà đầu tư thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản tăng lên khi nhà đầu tư giao dịch càng nhiều và thường xuyên. Biến đặc điểm thứ hai của nhà đầu tư, mức độ đa dạng hóa danh mục, cho ta kết quả z-stat bằng 4.747697, cũng có ý nghĩa tại mức 1%. Hệ

số ước lượng được là 0.307368, cho ta biết mối tương quan thuận giữa khả năng nhà đầu tư thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản và mức độ đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình. Nói cách khác, khi nhà đầu tư tăng thêm 1 cổ phiếu trong tài khoản, nhà đầu tư có xu hướng mắc vào hiệu ứng phân bổ tài khoản tăng (cụ thể là  $e^{0.3073} = 1.36$  lần). Mặt khác, giá trị tài khoản có quan hệ nghịch với khả năng nhà đầu tư mắc hiệu ứng phân bổ tài khoản khi đầu của hệ số ước lượng được là âm. Điều đó nghĩa là nhà đầu tư lớn ít có xu hướng mắc vào hiệu ứng phân bổ tài khoản hơn nhà đầu tư nhỏ.

### ***3.2.2. Tâm lý bầy đàn trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân***

#### **Giả thuyết 12: Tồn tại tâm lý bầy đàn trong hành vi nhà đầu tư cá nhân**

- ***Kết quả kiểm định chung cho cả thời kỳ***

Bảng 3.57 cho kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn chung như sau:

$$CSAD = 0.011795 + 0.759738 * \text{abs}(rm) + (-17.45644) (rm)^2.$$

Từ kết quả này, ta có thể rút ra các kết luận:

- Mô hình kiểm định tâm lý bầy đàn – CCK có ý nghĩa thống kê ở mức 1% do  $F \text{ stat} \approx 0$ ;
- Hệ số  $\beta_2 = -17.45$  là mức âm khá mạnh, điều này chứng tỏ có bằng chứng cho sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên Sở GDCK Hồ Chí Minh (HSX) giai đoạn 5/1/2004 tới 21/3/2012.

- ***Kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn tồn tại khi thị trường tăng điểm***

Khi thị trường tăng điểm, Luận án thực hiện kiểm định mô hình CCK với điều kiện tỷ lệ sinh lợi (RVNI) là dương. Kết quả kiểm định thể hiện qua Bảng 3.58:

$$CSAD = 0.012467 + 0.694477 * \text{abs}(rm) + -15.96867 (rm)^2$$

Kết quả kiểm định cho thấy khi thị trường tăng điểm, trên sàn HSX tồn tại tâm lý bầy đàn khá mạnh với  $\beta_2 = -15.96$ .

- ***Kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn tồn tại khi thị trường giảm điểm***

Kiểm định mô hình CCK để kiểm định trong điều kiện tỷ lệ sinh lời của thị trường (RVNI) là âm cho kết quả như Bảng 3.59 với kết quả ước lượng CSAD như sau:

$$CSAD = 0.011081 + 0.833711 * \text{abs}(rm) + -19.23051 (rm)^2$$

Qua kết quả ước lượng CSAD ta thấy  $\beta_2 = -19,23$ , điều này chứng tỏ tâm lý bầy đàn xuất hiện trong điều kiện thị trường giảm điểm.

So sánh mức độ mạnh yếu của hành vi bầy đàn trong trường hợp thị trường tăng điểm và giảm điểm:

$$H_0: \beta_{1_{rhsx < 0}} = \beta_{1_{rhsx > 0}}, \beta_{2_{rhsx < 0}} = \beta_{2_{rhsx > 0}}$$

$$H_1: \beta_{2_{rhsx < 0}} \neq \beta_{2_{rhsx > 0}}, \beta_{1_{rhsx < 0}} \neq \beta_{1_{rhsx > 0}}$$

Để kiểm định giả thuyết này, chúng ta dùng kiểm định F:

$$F = \frac{(RSS_R - RSS_1 - RSS_2) / k}{(RSS_1 + RSS_2) / N - 2k}$$

k: số tham số sử dụng trong mô hình, k=3.

N=2046

- $RSS_R$ : Tổng bình phương các phần dư trong mô hình tổng thể,  $RSS_R = 0.103304$
- $RSS_1$ : Tổng bình phương các phần dư khi thị trường giảm điểm,  $RSS_1 = 0.055717$
- $RSS_2$ : Tổng bình phương các phần dư khi thị trường tăng điểm,  $RSS_2 = 0.047269$

Tìm được F-stat = 2.099 > 2.08 = F(0.01, 3, 2040)

Do đó, chúng ta có thể loại bỏ  $H_0$  với mức ý nghĩa 1%.

Vì vậy, có bằng chứng để kết luận hành vi bầy đàn là khác nhau trong trường hợp thị trường tăng điểm và giảm điểm. Bằng quan sát hệ số  $\beta_2$ , ta có thể kết luận, hành vi bầy đàn xuất hiện với mức độ mạnh hơn khi thị trường giảm điểm. Hay nói cách khác, các nhà đầu tư theo tâm lý đám đông rõ rệt hơn khi thị trường có xu hướng giảm điểm.

- ***Kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn phát triển của TTCK***

- *Giai đoạn 2004-2006:*

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.60:

$$CSAD = 0.008062 + 0.945097 * \text{abs}(\text{rm}) - 18.08382 (\text{rm})^2$$

$\beta_2$  có giá trị âm tương đối mạnh và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% chứng tỏ có sự xuất hiện của hành vi bầy đàn khá mạnh khi thị trường tăng trưởng giai đoạn 2004-2006.

*Giai đoạn từ 11/6/2006- 11/7/2007.*

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.61:

$$CSAD = 0.012323 + 0.856905 * \text{abs}(\text{rm}) - 18.49251 (\text{rm})^2$$

Qua đó, ta thấy  $\beta_2$  có giá trị âm tương đối mạnh và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% chứng tỏ có sự xuất hiện của hành vi bầy đàn khá mạnh khi thị trường tăng trưởng đột biến giai đoạn 2006-2007.

- *Giai đoạn 11/2007- 7/2008:*

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.62:

$$CSAD = 0.016795 + 0.097172 * \text{abs}(\text{rm}) - 5.612666 (\text{rm})^2$$

Trong giai đoạn này của thị trường,  $\beta_2$  âm nhưng âm không lớn và không có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên, ở mức 5% thì  $\beta_2$  lại có ý nghĩa thống kê. Điều đó có nghĩa là khi thị trường lao dốc, hành vi bầy đàn của nhà đầu tư xuất hiện không rõ nét lắm, và không mạnh. Khác so với khi thị trường bùng nổ ở giai đoạn trước, giai đoạn này nhà đầu tư có vẻ thận trọng khi xem xét quyết định rút khỏi thị trường.

- *Giai đoạn từ 2009-2011:*

Kết quả kiểm định tại Bảng 3.63:

$$CSAD = 0.017161 + 0.473873 * \text{abs}(\text{rm}) - 14.46652 (\text{rm})^2$$

Hệ số  $\beta_2$  lúc này âm tương đối và có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ trong giai đoạn này, hành vi bầy đàn có xuất hiện nhưng có phần yếu hơn so với các giai đoạn khác của thị trường.

- ***Kết quả kiểm định tâm lý bày đàn theo nhóm nhóm cổ phiếu***

Mục đích phân nghiên cứu này nhằm kiểm định mức độ của hành vi bày đàn đối với nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và nhỏ trên HSX.

- ✓ Nhóm cổ phiếu có vốn hóa lớn: Bao gồm 17 cổ phiếu trên sàn HSX đã được đưa vào nhóm tính Large Cap Index trên website: <http://www.cophieu68.com/>

CTG DPM EIB FPT KBC KDC MSN OGC PVF SSI STB  
VCB VIC VPL VNM HAG BVH

- ✓ Nhóm cổ phiếu có vốn hóa nhỏ: Bao gồm 21 cổ phiếu với mức vốn hóa từ 100 tỷ -1000 tỷ VNĐ và có thanh khoản cao trên thị trường, đã được đưa vào nhóm tính Smal Cap Index trên <http://www.cophieu68.com/>

DIC DQC GTT HLA IJC KSA KSS LAF MCG  
MCV NTB NVT SBT SRC TCM TDC TS4 VHG  
VIS VMD VNE

Dữ liệu được lựa chọn trong phần này: Từ 2/1/2009 tới 21/3/2012.

- *Kết quả kiểm định đối với nhóm cổ phiếu có vốn hóa thị trường lớn (Bảng 3.64):*

$$CSAD_{LC} = 0.012878 + 0.488196 * \text{abs}(rm) - 13.03908 (rm)^2$$

- *Kết quả kiểm định đối với nhóm cổ phiếu có vốn hóa thị trường nhỏ (Bảng 3.65):*

$$CSAD_{SM} = 0.020897 + 0.322028 * \text{abs}(rm) + -13.38792 (rm)^2$$

Qua Bảng 3.64 và 3.65, ta có thể kết luận:

- Hành vi bày đàn xuất hiện với cả hai nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ;
- Bằng trực quan quan sát hệ số  $\beta_2$ , ta có thể nhận xét rằng độ mạnh của hành vi bày đàn đối với hai nhóm cổ phiếu này là tương đối giống nhau. Hành vi bày đàn của nhà đầu tư có vẻ không phụ thuộc nhiều vào mức vốn hóa của thị trường. Hay nói cách khác, hành vi bày đàn có thể xuất hiện trên bất kỳ cổ phiếu nào./.



### KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Qua kết quả điều tra bảng hỏi với quy mô mẫu 500 nhà đầu tư cá nhân và kết quả phân tích, kiểm định kết quả giao dịch thực trên tài khoản của 1093 nhà đầu tư, Chương 3 của Luận án có các kết luận chủ yếu như sau:

- (1) Nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là nhà đầu tư không hợp lý (irrational) do đó các lý thuyết tài chính chuẩn tắc không thể giải thích được các lệch lạc trong hành vi của các nhà đầu tư.
- (2) Hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam tuân thủ các nội dung chủ yếu của lý thuyết triển vọng do Kahneman và Tversky xây dựng.
- (3) Mô hình đo lường hành vi nhà đầu tư cá nhân được cấu thành bởi 5 nhóm yếu tố bao gồm 19 thuộc tính: (1) nhóm yếu tố tâm lý quá lạc quan; (2) nhóm yếu tố tâm lý bày đàn; (3) nhóm yếu tố tâm lý quá tự tin; (4) nhóm yếu tố thái độ với rủi ro; (5) nhóm yếu tố tâm lý bi quan.
- (4) Trình độ học vấn có mối quan hệ cùng chiều với nhóm yếu tố tâm lý lạc quan và tâm lý tự tin, có mối quan hệ ngược chiều với nhóm yếu tố tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn
- (5) Tuổi của nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều với nhóm yếu tố tâm lý lạc quan và tâm lý tự tin, có mối quan hệ ngược chiều với nhóm yếu tố tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn
- (6) Học vấn và tuổi của nhà đầu tư có quan hệ chặt chẽ với các thang đo cấu thành hành vi nhà đầu tư cá nhân. Trình độ học vấn làm tăng tỷ suất sinh lời, ngược lại bình quân tổng mức đầu tư làm giảm tỷ suất sinh lời. Mức độ tác động của yếu tố trình độ học vấn cao hơn mức độ tác động của tổng mức đầu tư
- (7) Nhà đầu tư là Nam giới thường tự tin và hiệu quả hơn trong đầu tư chứng khoán so với Nữ giới.
- (8) Có 4 nhóm nhân tố thuộc về phân tích vĩ mô và TTCK (với 18 thuộc tính), 5 nhóm nhân tố thuộc về chứng khoán niêm yết (với 26 thuộc tính) và 4 nhóm

yếu tố thuộc về bản thân nhà đầu tư (với 12 thuộc tính) tác động lên việc ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân.

- (9) Nhà đầu tư cá nhân có nhiều lỗi (lệch lạc) trong hành vi như: lệch lạc thiên vị ngoại suy; hiệu ứng phân bổ tài khoản (nhà đầu tư có xu hướng giữ cổ phiếu lỗ quá lâu và bán đi quá nhanh các cổ phiếu lãi); lệch lạc tự quy kết.
- (10) Nhà đầu tư Việt Nam đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lí khi các cổ phiếu mua về lại có suất sinh lời thấp hơn suất sinh lời của các cổ phiếu bán đi; đồng thời, nhà đầu tư có giá trị tài khoản lớn không có cải thiện gì trong việc đưa ra các quyết định đầu tư trong ngắn hạn song xét về dài hạn, những nhà đầu tư lớn thường đưa ra các quyết định tốt hơn những nhà đầu tư nhỏ.
- (11) Các nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng dễ đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lý. Trong dài hạn, không có sự khác biệt về khả năng đưa ra quyết định đầu tư giữa các nhà đầu tư lớn và nhỏ.
- (12) Nhà đầu tư lớn ít có xu hướng mắc vào hiệu ứng phân bổ tài khoản hơn nhà đầu tư nhỏ; hiệu ứng phân bổ tài khoản tăng lên khi nhà đầu tư giao dịch càng nhiều và thường xuyên và giảm đi khi mức độ đa dạng hóa danh mục của nhà đầu tư tăng lên;
- (13) Nhà đầu tư có xu hướng mua các cổ phiếu tăng giá hoặc mua theo các cổ phiếu có mức sinh lời cao hơn thị trường trong khoảng thời gian 5 ngày và 1 tháng trước khi mua. Hay nói cách khác, nhà đầu tư đã mắc vào lỗi “thiên vị ngoại suy” trong tâm lí.
- (14) Hành vi bầy đàn xuất hiện trên TTCK Việt Nam với cả hai nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ và trong cả 2 thời kỳ thị trường tăng giá và thị trường giảm giá.
- (15) Hành vi bầy đàn trong thời kỳ thị trường giảm điểm có mức độ mạnh hơn so với thời kỳ thị trường tăng điểm./.

## CHƯƠNG 4

### ĐỀ XUẤT GIẢI PHÁP VÀ KHUYẾN NGHỊ TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

#### 4.1. Các hàm ý và hệ quả từ kết quả nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

##### 4.1.1. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là không hợp lý

Thông qua kết quả kiểm định và phân tích qua bảng hỏi cũng như qua kết quả giao dịch trên tài khoản của nhà đầu tư cá nhân, Chương 3 đã tìm ra các bằng chứng định lượng để khẳng định nhà đầu tư cá nhân trên Thị trường chứng khoán Việt Nam là *không hợp lý (irrational investors)*. Điều này hàm ý rằng, việc giải thích các hành vi của nhà đầu tư cá nhân không thể dựa vào các lý thuyết tài chính chuẩn mà phải căn cứ vào lý thuyết của tài chính hành vi. Đồng thời, bằng chứng này đã bác bỏ cơ sở quan trọng nhất của giả thuyết thị trường chứng khoán Việt Nam là hiệu quả. Các hệ quả chính như sau:

- Hành vi nhà đầu tư chịu tác động của nhiều yếu tố tâm lý và cảm xúc. Nhà đầu tư cá nhân dễ bị tổn thương và có tâm lý thường xuyên thay đổi tùy thuộc vào trạng thái và vị thế của cá nhân.
- Nhà đầu tư không thể dựa vào phân tích kỹ thuật để dự báo thị trường do giả định của phân tích kỹ thuật là thị trường phải hiệu quả.
- Các lý thuyết của phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản không thể đủ thuyết phục để giải thích các hành vi của Thị trường chứng khoán Việt Nam, thay vào đó, lý thuyết cốt lõi cần được sử dụng đó là tài chính hành vi.
- Yếu tố tâm lý và cảm xúc đóng vai trò quan trọng khi xây dựng các chính sách điều tiết và quản lý TTCK.

#### ***4.1.2. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân có nhiều lệch lạc về hành vi***

Chương 3 đã làm rõ nhà đầu tư cá nhân có các nhóm lệch lạc về hành vi chủ yếu như: (1) nhóm lệch lạc do dựa vào kinh nghiệm (heuristic) với các lệch lạc chính như: lệch lạc do sự neo đậu (anchoring bias), lệch lạc do ngại thua lỗ (loss aversion), lệch lạc do thiên vị ngoại suy (extrapolation bias); (2) nhóm lệch lạc do tự lừa dối (self deception) với các lệch lạc chính như: lệch lạc do quá tự tin (overconfident), lệch lạc do nhận thức muộn (hindsight bias), lệch lạc do ảo tưởng về kiến thức; (3) nhóm lệch lạc do tương tác xã hội với đại diện là lệch lạc do tâm lý bầy đàn; (4) nhóm lệch lạc do cảm xúc.

Yếu tố tâm lý và những lệch lạc trong tâm lý hành vi của nhà đầu tư cá nhân sẽ làm giảm đáng kể tính đúng đắn trong quyết định đầu tư, qua đó ảnh hưởng đến lợi nhuận của các nhà đầu tư cũng như hiệu quả của thị trường chứng khoán. Các hệ quả của các lệch lạc hành vi này như sau:

- Lệch lạc do sự neo đậu là một trong các nguyên nhân dẫn đến những sai lầm trong định giá do các nhà đầu tư thường quá phụ thuộc vào một điểm neo về giá.
- Lệch lạc do hiệu ứng phân bổ tồn tại trên Thị trường chứng khoán có thể tác động đến nguồn cung cổ phiếu, từ đó ảnh hưởng đến giá và giao dịch của cổ phiếu đó. Theo kết quả nghiên cứu của Lakonishok và Smidt năm 1989[79] và nghiên cứu của nhóm tác giả Ferris năm 1988[52], nếu hiệu ứng phân bổ thể hiện một cách mạnh mẽ trên thị trường, nó có thể tạo ra ảnh hưởng cùng chiều giữa giá và khối lượng giao dịch của chứng khoán. Ngoài ra, theo kết quả nghiên cứu của Odean (1998a), hiệu ứng phân bổ tài khoản còn đóng vai trò như sự cản trở sự vận hành của giá cổ phiếu, ức chế khả năng tăng và giảm giá chứng khoán. Ví dụ, khi nhiều nhà đầu tư mua cổ phiếu tại một giá cụ thể, giá đó sẽ trở thành một điểm tham chiếu. Nếu giá cổ phiếu giảm dưới điểm tham chiếu của nhà đầu tư, nhờ hiệu ứng phân bổ tài khoản mà nhà đầu

tư chưa sẵn lòng bán đi cổ phiếu đó, làm giảm cung, dẫn đến làm chậm tốc độ giảm giá. Ngược lại, nếu cổ phiếu tăng giá, hiệu ứng phân bổ tài khoản khiến nhà đầu tư nhanh chóng bán ra, làm tăng cung, dẫn đến tốc độ tăng giá bị chậm lại. Ngoài ra, theo Nguyen Duc Hien và các tác giả (2012)[14,17], việc tìm ra bằng chứng về sự tồn tại của hiệu ứng phân bổ tài khoản cũng góp phần bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả. Theo giả thuyết thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu sẽ nhanh chóng được điều chỉnh theo thông tin, gây ra sự sai giá có tính hệ thống. Tuy nhiên, khi có một thông tin xấu, nếu giá cổ phiếu vẫn cao hơn điểm tham chiếu, nhà đầu tư sẽ không sẵn lòng bán ra cổ phiếu đó. Do đó, giá thị trường sẽ không thể nhanh chóng phản ánh các thông tin mới như giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Lệnh lạc do thiên vị ngoại suy là một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn tới sự phát triển nóng (bong bóng chứng khoán) trên thị trường Việt Nam. Điều này được lý giải trong nghiên cứu của Nguyễn Đức Hiền và các tác giả (2012)[14] như sau: khi nhà đầu tư mắc phải lỗi “thiên vị ngoại suy”, họ có xu hướng kỳ vọng vào những cổ phiếu đã tăng giá. Những nhà đầu tư này cho rằng những cổ phiếu đã tăng giá này sẽ tiếp tục tăng trong tương lai và chọn mua những cổ phiếu này. Trong tình trạng mà thị trường có nhiều cổ phiếu tăng giá, và có những cổ phiếu tăng nóng, thì lỗi này càng làm nhà đầu tư tự tin vào kỳ vọng của mình, mua vào và tiếp tục đẩy giá cổ phiếu lên cao. Những hành vi này rất dễ làm cho thị trường tăng nóng và thiếu bền vững. Điều này rất nguy hiểm, đặc biệt là trong một môi trường tài chính mà “kỳ vọng” và “niềm tin của nhà đầu tư” luôn ở trạng thái rất dễ bị tổn thương như trên TTCK Việt Nam.

#### ***4.1.3. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân có tâm lý bày đàn***

Kết quả kiểm định tại Chương 3 cho thấy hành vi bày đàn xuất hiện trên TTCK Việt Nam với cả hai nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ và trong cả 2 thời kỳ thị trường tăng giá và thị trường giảm giá. Về

mức độ, hành vi bầy đàn trong thời kỳ thị trường giảm điểm có mức độ mạnh hơn so với thời kỳ thị trường tăng điểm.

Tâm lý bầy đàn cho hàm ý thị trường đang không hiệu quả, bị bóp méo. Hệ quả là, nếu như tâm lý bầy đàn nếu kéo dài và có hệ thống sẽ làm cho thị trường bất ổn, thậm chí dẫn đến sự sụp đổ. Theo nghiên cứu của Nguyễn Đức Hiền và các tác giả (2012)[14], tâm lý bầy đàn cũng là một trong các nguyên nhân chính làm cho TTCK phát triển quá nóng giai đoạn 2006-2007 và quá lạnh trong những năm 2009-2011. Nghiên cứu của Bikchadani và Sharma (2001)[38] đã chỉ ra rằng, khi có nhiều người bắt chước nhau từ các thông tin sai lệch (điều này phổ biến trên các thị trường chứng khoán mới nổi như Việt Nam) và tạo thành đám đông, một khi bất cứ ai nhận ra thông tin đó là sai, hành vi bắt chước đó sẽ khiến cho tất cả các nhà đầu tư cùng phản ứng ngược trở lại, điều này làm cho thị trường bất ổn và đẩy thị trường vào cơn khủng hoảng. Kết quả nghiên cứu của Nakagawa, Oiwa và Takeda (2010)[85] cho thấy hành vi bầy đàn mạnh mẽ của các tổ chức tài chính trong những năm 1980 có thể là nguyên nhân góp phần vào sự hình thành bong bóng của giá tài sản và sau sự sụp đổ của các bong bóng giá – tài sản.

Tâm lý bầy đàn nhìn chung tạo ra hệ lụy xấu cho nhà đầu tư vì họ luôn phụ thuộc vào các quyết định đầu tư của người khác, bỏ qua các nhận định và phân tích của cá nhân. Điều này dần theo thời gian làm họ bị mất đi lý trí cũng như khả năng nhanh nhạy, phản ứng trước những thay đổi của thị trường. Trong điều kiện của thị trường chứng khoán Việt Nam, hệ lụy này càng nguy hiểm hơn khi có sự dẫn dắt, làm giá của các nhà đầu tư lớn, có ý định lũng đoạn thị trường.

#### ***4.1.4. Hàm ý và các hệ quả từ kết quả xác định mô hình đo lường yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư cá nhân***

Chương 3 của Luận án đã khám phá mô hình đo lường hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam được cấu thành bởi 5 nhóm yếu tố bao gồm 19 thuộc tính: (1) nhóm yếu tố tâm lý lạc quan; (2) nhóm yếu tố tâm lý bầy đàn; (3) nhóm yếu tố tâm lý tự tin; (4) nhóm yếu tố thái độ với rủi ro; (5) nhóm yếu tố tâm lý bi quan. Kết quả

này cho hàm ý yếu tố tâm lý chi phối hành vi nhà đầu tư, tức là nhà đầu tư không là hợp lý như giả định của tài chính chuẩn. Đồng thời, việc khám phá ra mô hình cũng bác bỏ tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này cho hàm ý về xây dựng chỉ số đo lường tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

#### ***4.1.5. Hàm ý và các hệ quả từ mối quan hệ giữa trình độ học vấn và độ tuổi với các nhóm yếu tố tâm lý cấu thành hành vi nhà đầu tư***

Chương 3 đã tìm ra bằng chứng định lượng kết luận trình độ học vấn có mối quan hệ cùng chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý lạc quan, tâm lý tự tin; có mối quan hệ ngược chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn. Trong khi đó, độ tuổi của nhà đầu tư có mối quan hệ cùng chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý lạc quan và tâm lý tự tin, có mối quan hệ ngược chiều với các nhóm yếu tố: tâm lý bi quan, nhóm yếu tố thái độ đối với rủi ro và nhóm yếu tố bày đàn. Ngoài ra, Luận án cũng đã làm rõ nhà đầu tư có trình độ học vấn cao hơn thì hiệu quả đầu tư tốt hơn, giao dịch ít hơn và thường tỏ ra tự tin trong dự báo diễn biến của chỉ số Vnindex hơn (hindsight bias). Trình độ học vấn có quan hệ với 6 nhân tố thuộc phân tích vĩ mô, 8 nhân tố thuộc phân tích ngành và chứng khoán niêm yết. Các kết luận này có các hàm ý và hệ quả như sau:

- Trình độ học vấn giúp nhà đầu tư cải thiện hiệu quả đầu tư; trình độ học vấn càng thấp càng bị dẫn dắt bởi các yếu tố có tính bày đàn và cảm tính. Từ đó vai trò của đào tạo các kiến thức về chứng khoán ngày càng quan trọng trong phát triển TTCK.

- Có 2 nhóm nhà đầu tư dễ mắc phải hiệu ứng lệch lạc nhìn nhận quá khứ (hindsight bias) là các nhà đầu tư có trình độ học vấn thấp và các nhà đầu tư có độ tuổi cao.

- Nhà đầu tư có độ tuổi càng trẻ thì càng mạo hiểm và chấp nhận rủi ro và

thường là hiệu quả đầu tư không cao. Điều này hàm ý về việc cần thiết trang bị các kiến thức về tài chính hành vi để giúp các nhà đầu tư cá nhân, đặc biệt là các nhà đầu tư có độ tuổi trẻ kiểm soát các cảm xúc và hạn chế các lệch lạc về hành vi trong đầu tư.

#### ***4.1.6. Hàm ý và các hệ quả từ tác động của các nhóm yếu tố thuộc phân tích cơ bản đến việc ra quyết định của nhà đầu tư***

Chương 3 đã khám phá, làm rõ 4 nhóm nhân tố thuộc về phân tích vĩ mô và TTCK (với 18 thuộc tính), 5 nhóm nhân tố thuộc về chứng khoán niêm yết (với 26 thuộc tính) và 4 nhóm yếu tố thuộc về bản thân nhà đầu tư (với 12 thuộc tính) tác động lên việc ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân. Điều này cho hàm ý rằng, phân tích cơ bản có tác động đến việc ra quyết định của nhà đầu tư bên cạnh các nhóm yếu tố về cảm xúc và tâm lý.

Một phát hiện đáng lưu ý là *yếu tố lạm phát* bị loại ra khỏi thang đo nhân tố vĩ mô và TTCK tác động đến hành vi nhà đầu tư cá nhân. Điều này trái ngược với các quan niệm hiện nay cho rằng nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam chịu tác động mạnh bởi yếu tố lạm phát trong việc ra quyết định đầu tư. Kết quả khám phá thú vị này có thể được giải thích là vì hiện nay lạm phát thực ở Việt Nam luôn gần như bằng với lạm phát dự tính và được phản ánh trong dự tính hợp lí của nhà đầu tư. Do vậy, dường như nhà đầu tư tương đối bàng quang khi kết quả về lạm phát được công bố định kỳ.

## **4.2. Quan điểm điều chỉnh hành vi nhà đầu tư cá nhân nhằm phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam**

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam của Chương 3 và nền tảng lý thuyết của Chương 1, để phát triển bền vững và có hiệu quả Thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới, tác giả Luận án đề xuất các quan điểm điều chỉnh hành vi nhà đầu tư cá nhân như sau:



**Quan điểm 1:** Hành vi nhà đầu tư cá nhân cần được điều chỉnh theo hướng giảm thiểu các hành vi không hợp lý, phi lý trí và các lệch lạc (bias) trong hành vi của nhà đầu tư. Đồng thời, tạo rào cản không cho các lệch lạc về hành vi phát triển một cách có hệ thống.

Các hệ quả của hành vi không hợp lý, phi lý trí và các lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân đã được phân tích tại mục 4.1. Các lệch lạc về hành vi này không chỉ gây ra các tổn thất cho nhà đầu tư mà còn gây ra những bất ổn, thậm chí nguy cơ sụp đổ đối với thị trường chứng khoán nếu các hành vi đó phát triển một cách có hệ thống. Do đó, để phát triển bền vững TTCK Việt Nam, chúng tôi cho rằng cần phải có các giải pháp giúp giảm thiểu các hành vi không hợp lý, phi lý trí và các lệch lạc hoặc có các biện pháp kỹ thuật để ngăn cản các lệch lạc hành vi này không phát tác một cách có hệ thống.

**Quan điểm 2:** Hành vi nhà đầu tư cá nhân cần được điều chỉnh đồng bộ bằng các biện pháp xây dựng trên cơ sở tiếp cận theo các lý thuyết của tài chính chuẩn và tài chính hành vi, trong đó tài chính hành vi đóng vai trò cốt lõi, tài chính chuẩn là nền tảng.

Với các đặc điểm nhà đầu tư cá nhân là không hợp lý và tuân thủ theo Lý thuyết triển vọng, để điều chỉnh các hành vi nhà đầu tư đòi hỏi phải tiếp cận trên cơ sở nền tảng của tài chính hành vi. Tuy vậy, với những hạn chế và các thách thức của tài chính hành vi nói chung, đặc biệt là trong điều kiện thị trường chứng khoán đang phát triển như của Việt Nam, để điều chỉnh hành vi nhà đầu tư một cách hợp lý và đạt được mục tiêu phát triển bền vững và có hiệu quả TTCK Việt Nam, chúng tôi cho rằng cần thiết phải tiếp cận cả trên cơ sở của tài chính chuẩn và tài chính hành vi.

**Quan điểm 3:** Giải pháp điều chỉnh hành vi nhà đầu tư để phát triển TTCK Việt Nam phải trên cơ sở tôn trọng nguyên tắc thị trường, giảm thiểu các biện pháp can thiệp mang tính hành chính và duy lý.

TTCK là thị trường bậc cao trong nền kinh tế. Trong điều kiện Việt Nam đang thực hiện nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và hiện nay đang hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng, chúng tôi cho rằng hành vi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam cần được điều chỉnh bằng các giải pháp trên cơ sở tôn trọng thị trường, giảm thiểu các biện pháp mang tính hành chính và duy lý trí từ các cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK. Vai trò của các cơ quan quản lý trong lĩnh vực thị trường chứng khoán cần được tập trung vào việc xây dựng mô hình tổ chức và quản lý, giám sát và điều tiết TTCK không nên can thiệp mang tính hành chính vào thị trường.

***Quan điểm 4:*** *Kết hợp các biện pháp điều chỉnh hành vi nhà đầu tư cá nhân từ tác động bên ngoài (các cơ quan quản lý TTCK, các CTCK) với biện pháp tự điều chỉnh hành vi của nhà đầu tư trên cơ sở tạo dựng niềm tin trên TTCK.*

Để điều chỉnh hành vi không hợp lý của các nhà đầu tư cũng như hạn chế các lệch lạc trong hành vi, bản thân nhà đầu tư đóng vai trò quan trọng. Để nhà đầu tư tham gia sâu hơn vào quá trình tự hoàn thiện hành vi, vấn đề quan trọng nhất là phải tạo được niềm tin của nhà đầu tư vào TTCK vì niềm tin là nền tảng cốt yếu để phát triển TTCK.

Kết quả nghiên cứu của tài chính hành vi đã bác bỏ giả thuyết của tài chính chuẩn cho rằng phần lớn các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK là nhà đầu tư có kỳ vọng hợp lý và khẳng định nhà đầu tư là những người dễ tin và TTCK hoạt động dựa vào hành vi đầu tư trên niềm tin hơn là hành vi đầu tư dựa trên kỳ vọng hợp lý.

### **4.3. Giải pháp và khuyến nghị phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam qua kết quả nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân**

#### ***4.3.1. Giải pháp và khuyến nghị đối với Bộ Tài chính và Ủy ban chứng khoán Nhà nước***

##### **4.3.1.1. Tái cấu trúc Sở Giao dịch chứng khoán**

Nghiên cứu của Chương 3 đã khẳng định các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là không hợp lý (irrational), dễ bị tổn thương, có tâm lý đầu tư ngắn hạn và bầy đàn là chủ yếu. Ngoài ra, nhà đầu tư có nhiều lệch lạc về hành vi như: lệch lạc do hiệu ứng phân bổ; lệch lạc do thiên vị ngoại suy.

Với đặc điểm về hành vi của nhà đầu tư như trên, theo cách tiếp cận của tài chính hành vi, để phát triển bền vững TTCK không nên tạo môi trường cho các lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư bằng việc tách biệt giữa 2 Sở GDCK như Việt Nam đang duy trì như hiện nay.

Ngày 1/3/2012, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 252/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020, trong đó có khẳng định thực hiện “tái cấu trúc mô hình tổ chức thị trường chứng khoán theo hướng cả nước chỉ có 1 Sở Giao dịch chứng khoán”.

Vì vậy, kết quả nghiên cứu của Luận án cung cấp thêm luận cứ cho đề xuất sáp nhập 2 Sở Giao dịch chứng khoán 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 của Sở Giao dịch. Việc sáp nhập 2 Sở Giao dịch chứng khoán là phù hợp với xu hướng chung đang diễn ra tại nhiều quốc gia để tiết kiệm chi phí, nâng cao sức cạnh tranh và hiệu quả của thị trường.

##### **4.3.1.2. Hình thành thị trường chứng khoán phái sinh**

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã hình thành và phát triển được hơn 12 năm. Hiện nay, về cơ bản chúng ta đã có đủ các điều kiện để hình thành thị trường

chứng khoán phái sinh. Kết quả nghiên cứu của Chương 3 đã chỉ ra những lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân, điển hình là tâm lý bầy đàn. Vì vậy, để hạn chế tâm lý bầy đàn, ngoài việc minh bạch hóa thông tin và kiểm soát thông tin, cần cải thiện cơ chế hoạt động của giá cổ phiếu thông qua việc tăng cường sự liên thông và điều tiết từ TTCK với các thị trường khác. Điều này củng cố thêm luận cứ cho đề xuất phát triển thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam vì việc phát triển thị trường chứng khoán phái sinh sẽ tạo điều kiện cho nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro và hạn chế các lệch lạc trong hành vi nhà đầu tư. Đồng thời, thông qua thị trường chứng khoán phái sinh cũng sẽ giúp cho các cơ quan quản lý Nhà nước điều tiết và quản lý thị trường cổ phiếu và trái phiếu tốt hơn. Tuy nhiên, mặt trái của thị trường chứng khoán phái sinh là nếu không có sự kiểm soát tốt sẽ dễ dẫn đến sự đầu cơ, lũng đoạn thị trường, thậm chí dẫn đến những khủng hoảng của thị trường chứng khoán. Vì vậy, Nhà nước cần xây dựng các chính sách nhằm đảm bảo việc triển khai các công cụ phái sinh được bền vững. Một số chính sách cần lưu ý như: quy định về giới hạn số lượng và giá mua; các yêu cầu về vốn và thế chấp khi giao dịch các chứng khoán phái sinh.

Chúng tôi khuyến nghị cần thành lập cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán phái sinh và trước mắt tập trung phát triển các chứng khoán phái sinh trên TTCK tập trung sau đó là các chứng khoán phái sinh trên thị trường OTC. Luận án không đưa ra các giải pháp phát triển TTCK phái sinh mà từ kết quả nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư Luận án bổ sung thêm luận cứ cần thiết phải hình thành thị trường này ở Việt Nam.

#### 4.3.1.3. Phát triển các nhà đầu tư tổ chức

Kết quả nghiên cứu của Chương 3 đã khẳng định nhà đầu tư cá nhân là không hợp lý (irrational). Vì vậy, để đảm bảo phát triển bền vững TTCK Việt Nam, chúng tôi cho rằng cần phải tập trung phát triển các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức trong nước vì các nhà đầu tư có tổ chức có kinh nghiệm

và chiến lược đầu tư cũng như triết lý đầu tư rõ ràng sẽ giúp cho thị trường ổn định, hạn chế các cú sốc.

Chúng tôi đề xuất các giải pháp cụ thể để phát triển các nhà đầu tư tổ chức trên TTCK Việt Nam như sau:

- (1) Khuyến khích các doanh nghiệp bảo hiểm, tổ chức tín dụng thành lập, tham gia góp vốn, mua cổ phần tại các công ty quản lý quỹ và khuyến khích các công ty quản lý quỹ trong nước lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài để huy động vốn. Phát triển mô hình quỹ mạo hiểm ở Việt Nam. Xây dựng cơ chế kết nối giữa thị trường chứng khoán với thị trường bảo hiểm thông qua việc khuyến khích các doanh nghiệp bảo hiểm chào bán các sản phẩm liên kết đầu tư; khuyến khích việc thành lập các quỹ hưu trí cộng đồng trong các khối các doanh nghiệp tư nhân, trọng tâm là các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài.
- (2) Thực hiện ưu đãi về thuế trên cổ tức để khuyến khích sự phát triển của nhà đầu tư tổ chức.
- (3) Khuyến khích và thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài thông qua các chính sách ưu đãi; từng bước nâng tỷ lệ hạn chế sở hữu áp dụng đối với nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp Việt Nam, tiến tới gỡ bỏ hoàn toàn tỷ lệ hạn chế này (ngoại trừ đối với các lĩnh vực chiến lược Nhà nước cần nắm giữ cổ phần chi phối).
- (4) Thực hiện nâng vốn pháp định theo lộ trình đối với các CTCK. Khuyến khích việc thâm tóm và sáp nhập các CTCK và từng bước chuyển mô hình tổ chức kinh doanh chứng khoán từ mô hình CTCK đơn năng sang mô hình CTCK đa năng.
- (5) Cho phép các CTCK được vay vốn theo giới hạn an toàn để phục vụ hoạt động kinh doanh. Phát triển các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư.
- (6) Cho phép các tổ chức tài chính nước ngoài, các tập đoàn đầu tư nước ngoài thành lập các công ty quản lý quỹ tại Việt Nam theo mô hình công ty liên doanh.

- (7) Điều chỉnh, cho phép số thành viên tối đa của quỹ thành viên từ 30 thành viên lên 99 thành viên, trong đó bao gồm cả các cá nhân có tiềm lực tài chính. Điều chỉnh nói lỏng giới hạn các doanh nghiệp Nhà nước tham gia góp vốn vào quỹ; Ban hành các quy định cho phép thành lập các quỹ hưu trí, tự nguyện, quỹ hưu trí của khối doanh nghiệp tư nhân và các cá nhân khác.
- (8) Xây dựng cơ chế kết nối, thúc đẩy sự tham gia của các ngân hàng thương mại vào thị trường vốn thông qua việc cho phép các công ty quản lý quỹ kết hợp với các ngân hàng thương mại để thiết kết và chào bán các sản phẩm tài chính cho phép nhà đầu tư.
- (9) Phát triển các quỹ ETF (Exchange Traded Fund) ở Việt Nam. ETF (Exchange-traded fund) ra đời ở Mỹ từ năm 1993, bắt đầu biết tới ở châu Âu những năm 1999. ETF là một loại sản phẩm mô phỏng giá trị một chỉ số chứng khoán, chỉ số hàng hóa hoặc một rổ các loại tài sản hỗn hợp, và chứng chỉ của ETF được giao dịch trên sàn giao dịch như một loại hàng hóa. Năm 2011, theo Trung tâm lưu ký S&P, tổng giá trị tài sản của ETF là 1,07 nghìn tỷ USD và có khoảng 1163 quỹ ETF. Để phát triển ETF, bên cạnh việc ban hành Thông tư 183/2011/TT-BTC ngày 16/12/2011 hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ mở, chúng tôi khuyến nghị cần thực hiện chính sách ưu đãi về thuế cho các quỹ mở và đầu tư công nghệ để có thể giao dịch chứng chỉ quỹ mở hàng ngày.

#### 4.3.1.4. Thành lập cơ quan bảo vệ nhà đầu tư cá nhân và tăng cường tính minh bạch của TTCK Việt Nam

Chương 3 đã làm rõ tâm lý bất an của nhà đầu tư thông qua kết quả điều tra bảng hỏi cũng như phân tích kết quả giao dịch. Đồng thời, các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam cũng không phải là các nhà đầu tư duy lý, có những lệch lạc, sai lầm khi đưa ra các quyết định đầu tư. Vì vậy, cần thiết phải thành lập một cơ quan bảo vệ nhà đầu tư cá nhân trực thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Cơ

quan này chịu trách nhiệm soạn thảo các quy định bảo vệ nhà đầu tư, giúp thiết lập hệ thống dịch vụ và hỗ trợ kiến thức cho nhà đầu tư cá nhân. Hiện nay,

Để bảo vệ các nhà đầu tư cá nhân, cần tăng tính minh bạch của TTCK Việt Nam. Các giải pháp như sau:

- (1) Tách bạch giám sát trực tiếp thực hiện qua giám sát tuân thủ các quy định của pháp luật và giám sát gián tiếp thực hiện qua giám sát các giao dịch không công bằng.
- (2) Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần có bộ phận chuyên trách để thẩm định thông tin của các tổ chức niêm yết, thông tin trong các bản tin của các CTCK và trên các diễn đàn quan trọng để sớm có chân chính các sai lệch về thông tin cũng như phát hiện và xử lý các hành vi có tính chất cố ý nhằm trục lợi trên TTCK.
- (3) Phân cấp hoạt động giám sát giao dịch cho các Sở GDCK, Ủy ban CKNN chỉ thực hiện giám sát các thành viên giao dịch.
- (4) Nghiên cứu thành lập cơ quan giám sát dịch vụ tài chính độc lập (FSA) để thực hiện các nhiệm vụ như: *hoạch định chính sách và các tiêu chí giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính; cấp, thu hồi giấy phép hoạt động của các đối tượng quản lý; thanh tra, giám sát và xử lý các vi phạm trong lĩnh vực dịch vụ tài chính; cung cấp các thông tin về phân tích dự báo đối với hoạt động của thị trường dịch vụ tài chính.*
- (5) Công khai các thông tin về tình hình kinh tế vĩ mô và các thông tin liên quan đến TTCK Việt Nam.

Chương 3 của Luận án đã khám phá các nhân tố chính thuộc phân tích kinh tế vĩ mô có tác động đến hành vi nhà đầu tư. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, chúng tôi khuyến nghị các thông tin liên quan đến các nhân tố sau cần được Ủy ban chứng khoán yêu cầu Sở GDCK tập trung công bố đầy đủ cho nhà đầu tư:

- Tỷ giá
- Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ

- Lãi suất
- Tỷ lệ thất nghiệp
- Giá xăng dầu
- Tốc độ tăng trưởng GDP
- Tình hình đầu tư trên thị trường vàng
- Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản
- Lợi nhuận từ các công ty niêm yết

Với đặc điểm tâm lý của nhà đầu tư như đã phân tích tại Chương 3, chúng tôi khuyến nghị *cần thay đổi các biện pháp công bố thông tin khi thị trường có dấu hiệu suy giảm* như trong thời gian vừa qua khi Chính phủ, Bộ Tài chính đưa ra các thông điệp vực dậy TTCK (ví dụ như việc ban hành Chỉ thị 08/CT-TTg ngày 02/03/2012 hay thông điệp của Bộ trưởng Bộ tài chính “chứng khoán đang quá rẻ, nếu tôi có tiền, tôi cũng sẽ đầu tư chứng khoán...” vào năm 2008). Thực tế sau các thông điệp này, thị trường lại tiếp tục suy giảm mạnh hơn. Nguyên nhân là do đặc điểm nhà đầu tư cá nhân Việt Nam là không hợp lý (irrational) (qua kết quả kiểm định tại Chương 3 của Luận án). Vì vậy, khi thị trường chứng khoán suy giảm không nên có những phát biểu mang tính chủ quan của những người đứng đầu các cơ quan quản lý, thay vào đó cần tăng cường vào công tác công bố các thông tin của tổ chức niêm yết và chi tiết tình hình giao dịch cũng như các phân tích về kinh tế vĩ mô.

#### 4.3.1.5. Đổi mới chính sách quy định biên độ giao động giá và chính sách cấm bán khống

Chương 3 đã làm rõ các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là không hợp lý (irrational). Vì vậy, việc đưa ra biên độ sẽ tạo ra 1 mỏ neo (anchor) về giá để tạo điểm tham chiếu cho nhà đầu tư, từ đó càng khuyến khích những lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư. Vì vậy, *về dài hạn chúng tôi khuyến nghị bỏ biên độ dao động giá và thực hiện biện pháp ngắt mạch thị trường nếu có biến động mạnh*. Giải



pháp này sẽ giúp hạn chế những lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư, buộc họ phải cân nhắc, phân tích thận trọng trước khi ra quyết định. Kết quả nghiên cứu định lượng trong Chương 3 của Luận án cũng đã kết luận rằng trong giai đoạn thị trường giảm giá, xu hướng bầy đàn mạnh hơn do đó chúng tôi khuyến nghị Việt Nam có thể áp dụng biên độ ngắt mạch khác nhau cho từng giai đoạn thị trường (thắt chặt hơn chiều giảm giá của thị trường).

Đồng thời, để tạo cơ chế tự điều chỉnh đối với các hành vi tâm lý 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.

#### 4.3.1.6. Lưu ý các yếu tố tâm lý và cảm xúc trong xây dựng các văn bản pháp lý và chính sách trong lĩnh vực chứng khoán

Nhiều nghiên cứu nước ngoài đã làm rõ về tác động của những lệch lạc tâm lý đến những cân nhắc và quyết định trong hệ thống pháp lý về tài chính và kế toán. Các lệch lạc tâm lý được các nghiên cứu đề cập bao gồm: *sự chú ý hạn chế, lệch lạc do bỏ sót, lệch lạc trong nhóm, những quy tắc về tính công bằng, tâm lý có qua có lại, sự quá tự tin, hiệu ứng tính cách và lan truyền sự chú ý, sự phát triển của hệ tư tưởng*. Theo thuyết sự thu hút trong tâm lý học, luật lệ là kết quả của những lệch lạc tâm lý của những nhà làm luật và những nhà chính trị gia. Vì vậy, nếu hiểu rõ hành vi của những nhà đầu tư, các nhà làm luật và làm chính sách có thể bảo vệ cho họ khỏi những lệch lạc tâm lý của chính mình. Chương 3 của Luận án đã khẳng định nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là những người không hợp lý (irrational) (irrational) và có nhiều lệch lạc về hành vi. Do đó, chúng tôi khuyến nghị trong xây dựng và ban hành các văn bản pháp lý và chính sách phát triển TTCK Việt Nam, các cơ quan quản lý Nhà nước, trực tiếp là Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần lưu ý các tác động của yếu tố tâm lý và cảm xúc, cụ thể là:

- Lưu ý về lệch lạc tâm lý “*sự chú ý hạn chế của nhà đầu tư*” trong xây dựng chính sách. Theo David Hirshleifer và Siew Hong Teoh trong H.Ken Baker & John R.Nofsinger (2010)[60], nhà đầu tư có sự chú ý hạn chế do đó sự thu

hút của những chính sách kinh tế nói chung và các chính sách phát triển TTCK không chỉ phụ thuộc vào chi phí và lợi ích mang lại mà còn phụ thuộc vào sự rõ ràng của những hiệu ứng chính sách; nhà đầu tư thông thường dễ chấp nhận các khoản thuế ẩn hơn là những khoản thuế có thể dễ dàng nhận thấy ngay lập tức. Do đó, khi xây dựng chính sách thuế đối với TTCK Việt Nam cần lưu ý rằng, *thuế lợi tức hay thuế cổ tức có thể khiến nhà đầu tư chấp nhận những mức cao hơn bằng cách giảm mức thuế thu nhập*. Bên cạnh đó, do tâm lý nhà đầu tư là không thích thua lỗ và mức lãi, lỗ thường được tính tương đối theo một điểm tham chiếu tùy ý (Kahneman và Tversky, 1979 [69]). Nhà đầu tư thường quan tâm, chú ý nhiều đến khoản lỗ của người khác hơn những khoản lời. Do đó, *trong các yêu cầu về công bố thông tin liên quan đến khoản lỗ, UBCKNN cần quy định cụ thể và chi tiết hơn việc giải trình của các tổ chức niêm yết*.

- Lưu ý lệch lạc tâm lý “*lệch lạc do bỏ sót*” trong xây dựng chính sách. Lệch lạc do bỏ sót được Ritov và Baron định nghĩa như một sự bỏ qua hơn là những hành vi tương đương khác. Tác giả lấy ví dụ như một số người vẫn từ chối tiêm chủng cho trẻ em ngay cả khi xác suất trẻ em thoát chết nhờ tiêm chủng lớn hơn rất nhiều tỷ lệ trẻ em chết do tiêm chủng. Lệch lạc tâm lý này cho một số hàm ý khuyến nghị chính sách cho TTCK Việt Nam như: *UBCKNN cần quy định các tổ chức niêm yết hoặc các CTCK tư vấn định giá cần cập nhật việc định giá thường xuyên; cần có các quy định về nguyên tắc hạn chế đa dạng hóa đầu tư vào một số tài sản của các quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm xã hội như hạn chế mua cổ phiếu chưa niêm yết, mua chứng chỉ các quỹ phòng ngừa...*
- Lưu ý “*lệch lạc trong nhóm*” – hiện tượng con người có xu hướng ưa thích những thành viên trong nhóm của họ hơn những người ngoài.

#### 4.3.1.7. Hạn chế cơ chế thúc đẩy hành vi bày đàn và các lệch lạc do kinh nghiệm (heuristic bias)

Về dài hạn, để đảm bảo phát triển bền vững Thị trường chứng khoán Việt Nam cần hạn chế tạo ra môi trường cho hành vi định giá không hợp lý xuất hiện và phát triển, từ đó hạn chế và triệt tiêu cơ chế thúc đẩy hành vi bày đàn và các lệch lạc do kinh nghiệm. Chúng tôi khuyến nghị các chính sách vĩ mô để phát triển thị trường cần đảm bảo sự minh bạch thông tin, giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin. Các khuyến nghị cụ thể:

(1) Hạn chế các chính sách ưu đãi đầu tư đối với các doanh nghiệp Nhà nước cũng như ưu đãi đối với các doanh nghiệp Nhà nước khi cổ phần hóa. Tái cấu trúc lại các tập đoàn kinh tế và các doanh nghiệp Nhà nước.

(2) Thực hiện kiểm soát việc cung cấp thông tin khi thực hiện cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước; đánh giá và kiểm soát quá trình IPO (đặc biệt là việc định giá) các doanh nghiệp Nhà nước;

(3) Hoàn thiện chế tài xử lý vi phạm trên TTCK. Hiện nay, vi phạm trên TTCK Việt Nam ngày càng nhiều và tinh vi hơn. Một trong các nguyên nhân chính là do các chế tài xử lý còn chưa nghiêm, khung xử phạt còn nhẹ nên không có tác dụng răn đe. Chúng tôi khuyến nghị UBCKNN cần sửa đổi các quy định về xử phạt vi phạm trong chứng khoán. Ngoài ra, để việc thanh tra và xử lý vi phạm trên TTCK được nhanh chóng và hiệu quả, chúng tôi khuyến nghị Bộ Tài chính cần phân cấp và giao quyền nhiều hơn cho UBCKNN.

(4) Thiết lập hệ thống công bố thông tin tự động nối mạng trực tiếp từ Sở GDCK đến các CTCK, các tổ chức niêm yết.

### ***4.3.2. Giải pháp và khuyến nghị đối với Sở Giao dịch chứng khoán và các công ty chứng khoán***

#### **4.3.2.1. Xây dựng hệ thống các chỉ số đo lường yếu tố tâm lý trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam**

Kết quả nghiên cứu của Chương 3 đã khẳng định hành vi nhà đầu tư cá nhân chịu tác động của 5 nhóm yếu tố tâm lý: *lạc quan quá mức; bầy đàn; tự tin quá mức; thái độ đối với rủi ro; bi quan*. Các yếu tố này có thể được đo lường thông qua 19 thuộc tính đã được khám phá và kiểm định. Dựa trên các kết quả nghiên cứu này, chúng tôi khuyến nghị, bên cạnh các chỉ số định lượng do các Sở Giao dịch chứng khoán xây dựng hiện nay như chỉ số HNX30 (do Sở GDCK Hà Nội xây dựng), VN30 (do Sở GDCK Thành phố HCM xây dựng), VIR50 (do Báo Đầu tư chứng khoán xây dựng), chúng tôi khuyến nghị các Sở Giao dịch chứng khoán cần xây dựng hệ thống các chỉ số đo lường hành vi nhà đầu tư cá nhân thông qua bảng hỏi (các chỉ số đo lường hành vi cảm tính của nhà đầu tư) như một số chỉ số tham khảo quan trọng trên thế giới như: chỉ số cảm tính xây dựng bởi Đại học Michigan (ICS – The Michigan Index of Consumer Sentiment), chỉ số giao dịch nội gián Sabrient trên Sở Giao dịch chứng khoán Mỹ - AMEX (Sabrient Insider Sentiment Index – SBRIN), chỉ số S&P 200...

Tác giả Luận án khuyến nghị Sở Giao dịch chứng khoán có thể tổ chức điều tra online và trên cơ sở kết quả điều tra sẽ tiến hành phân tích hành vi nhà đầu tư để từ đó có các điều chỉnh về chính sách điều tiết thị trường.

Chúng tôi khuyến nghị các câu hỏi để xây dựng bộ chỉ số đo lường hành vi cảm tính của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam nên phân chia theo các nhóm yếu tố tâm lý đã được khám phá qua kết quả kiểm định của Chương 3 của Luận án như sau:

*Nhóm nhân tố 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 nhân tố 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 nhân tố 3: 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 nhân tố 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 nhân tố 5: 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.

Chúng tôi khuyến nghị xây dựng các bảng hỏi để thường xuyên phân tích và đánh giá về hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam, đặc biệt là các hành vi cảm tính. Các công ty chứng khoán có thể sử dụng mẫu bảng hỏi điều tra trực tuyến của Luận án tại địa chỉ: <http://tccb.neu.edu.vn/survey/>.

Để đảm bảo thông tin thu thập có độ tin cậy cao, chúng tôi khuyến nghị sử dụng phương thức chọn mẫu quay vòng (rotating panel sample design) thay cho chọn mẫu ngẫu nhiên.

#### 4.3.2.2. Xây dựng hệ thống các thang đo của phân tích cơ bản làm cơ sở tham khảo cho nhà đầu tư và các công ty chứng khoán

Về lý thuyết, trong phân tích cơ bản, nhà đầu tư phải quan tâm đến rất nhiều các nhân tố và chỉ tiêu khác nhau. Tuy nhiên, từ kết quả nghiên cứu của Chương 3, tác giả Luận án khuyến nghị các CTCK cần tập trung xây dựng hệ thống các thang đo phân tích cơ bản làm cơ sở tham khảo cho nhà đầu tư. Hệ thống các thang đo này được tác giả Luận án khuyến nghị bao gồm 4 nhóm nhân tố thuộc về phân tích vĩ mô và TTCK và 5 nhóm nhân tố thuộc về chứng khoán niêm yết. Trong đó 4 nhóm nhân tố thuộc các nhân tố vĩ mô và TTCK ảnh hưởng đến việc ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư chứng khoán cá nhân bao gồm:

*Nhóm nhân tố 1: “Thái độ đối với các nhân tố do nhà nước kiểm soát”, được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_9 Tỷ giá

- c30\_2 Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ
- c30\_3 Các thông tin của UBCKNN
- c30\_6 Diễn biến lãi suất tiền gửi
- c30\_1 Lãi suất

*Nhóm nhân tố 2: Thái độ đối với tác động từ hoạt động ở các thị trường khác" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_19 Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam
- c30\_21 Tình hình đầu tư trên thị trường vàng
- c30\_22 Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản
- c30\_16 Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam

*Nhóm nhân tố 3: Nhân tố về thuộc về đặc điểm của thị trường chứng khoán" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_14 Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức
- c30\_15 Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư
- c30\_18 Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán
- c30\_13 Hiệu quả hoạt động của TTCK
- c30\_17 Lợi nhuận từ các công ty niêm yết

*Nhóm nhân tố 4: "Nhân tố xuất phát từ biến động của thị trường" được giải thích qua các thuộc tính sau:*

- c30\_5 Tỷ lệ thất nghiệp
- c30\_7 Giá xăng dầu
- c30\_12 Tốc độ tăng trưởng GDP

c30\_10 Các thông tin từ Internet

5 nhóm về bản thân chứng khoán: các thông tin cho quyết định mua, đặc điểm của thông tin niêm yết, tình hình tài chính của công ty niêm yết, lợi nhuận kỳ vọng từ cổ phiếu, các chỉ số đặc thù của công ty niêm yết. Cụ thể như sau:

*Nhóm 1: Thông tin từ trực giác và bên ngoài*

- c31\_12 Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó
- c31\_23 Khả năng bị thâm tóm
- c31\_26 Tin đồn
- c31\_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán
- c31\_10 Thông tin mua bán nội gián
- c31\_20 Trực giác, khả năng cảm nhận
- c31\_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường
- c31\_6 Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư

*Nhóm 2: Thông tin chung về tổ chức niêm yết*

- c31\_27 Thương hiệu
- c31\_21 Quy mô của công ty
- c31\_18 Tình hình của ngành
- c31\_29 Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp
- c31\_2 Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết

*Nhóm 3: Thông tin về khả năng thanh toán*

- c31\_13 Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn
- c31\_3 Giá trị sổ sách
- c31\_19 Khả năng thanh toán lãi
- c31\_17 Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)

*Nhóm 4: Thông tin về cổ tức và thu nhập*

- c31\_7 Cổ tức
- c31\_24 Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ
- c31\_8 Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu
- c31\_11 Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó
- c31\_9 Dòng tiền trên cổ phiếu

*Nhóm 5: Các chỉ số đặc thù*

- c31\_25 Suất sinh lời của các khoản đầu tư (ROI)
- c31\_1 Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)
- c31\_30 Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)
- c31\_22 Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)



#### 4.3.2.3. Tăng cường kiến thức cho nhà đầu tư chứng khoán

Kết quả nghiên cứu của Chương 3 đã chỉ ra rằng, các nhà đầu tư có trình độ học vấn càng cao thì mức độ thua lỗ càng ít. Nhà đầu tư càng có trình độ học vấn thấp thì giao dịch càng nhiều và kết quả càng thu lỗ. Đồng thời, các nhà đầu tư cá nhân có học vấn thấp thường có mức độ lệch lạc về hành vi nhiều hơn các nhà đầu tư có trình độ học vấn cao.

Vì vậy, để đảm bảo phát triển TTCK Việt Nam bền vững, vấn đề đặt ra là cần tăng cường công tác đào tạo, phổ biến kiến thức và kỹ năng đầu tư cho các nhà đầu tư chứng khoán nói chung, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân. Chúng tôi kiến nghị cần tăng cường vai trò của Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán và Sở Giao dịch chứng khoán trong công tác đào tạo và nghiên cứu khoa học về chứng khoán.

Đối với các nhà đầu tư chứng khoán, ngoài trang bị các kiến thức về phân tích chứng khoán, chúng tôi khuyến nghị cần tổ chức đào tạo các khóa học về tài chính hành vi để giúp các nhà đầu tư tự đánh giá và phân tích các đặc điểm hành vi của bản thân và từ đó đề xuất các chiến lược và triết lý đầu tư cụ thể, tránh tâm lý đầu tư ngắn hạn như hiện nay cũng như tránh các bẫy tâm lý liên quan đến nhận thức và cảm xúc của con người. Khi các nhà đầu tư cá nhân nhận thức được các yếu tố tâm lý nào có thể tác động và chi phối hành động của họ sẽ giúp các nhà đầu tư cá nhân cách ly các yếu tố tâm lý này và hạn chế các lệch lạc trong việc ra quyết định đầu tư. Về chương trình đào tạo về tài chính hành vi cho nhà đầu tư, tham khảo chương trình đào tạo của Giáo sư Rassoul Yadipour và James Howard trong nghiên cứu của H.Kent Baker và John R.Nofsinger (2010)[60] chúng tôi khuyến nghị chương trình đào tạo như sau:

- (1) Tài chính chuẩn: Lý thuyết và các thách thức
- (2) Cơ sở nền tảng của tài chính hành vi
- (3) Các khía cạnh tâm lý của sinh lợi và rủi ro
- (4) Định giá doanh nghiệp
- (5) Ngân sách vốn
- (6) Đầu tư và định giá cổ phiếu: Tiếp cận theo tài chính hành vi
- (7) Cấu trúc vốn

- (8) Chính sách chi trả cổ tức
- (9) Các mâu thuẫn và minh bạch thông tin
- (10) Thâu tóm và sáp nhập
- (11) Phê phán và hạn chế của tài chính hành vi

### **4.3.3. Giải pháp và khuyến nghị đối với nhà đầu tư chứng khoán cá nhân**

#### **4.3.3.1. Xây dựng phương pháp định giá hợp lý**

Một trong các kết quả đáng lưu ý trong Chương 3 là các nhà đầu tư cá nhân Việt Nam tự tin thái quá về sự hiểu biết các phương pháp định giá cũng như dự báo xu hướng của thị trường. Trong khi đó, kết quả của định giá chỉ là giá trị ước tính hợp lý của người định giá. Khái niệm “giá trị thực” trong định giá của các công ty chứng khoán hay tổ chức tư vấn đường như làm cho các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam lệ thuộc vào mỏ neo này. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cần quan tâm đến các khía cạnh hành vi của việc định giá tài sản. Các nhà đầu tư cá nhân cần lưu ý tác động của các lệch lạc sau sau đến hành vi định giá:

- Lệch lạc do neo đậu: Nhà đầu tư tiến hành các ước lượng trong định giá xuất phát và lệ thuộc vào một giá trị ban đầu (neo giá trị), giá trị này được điều chỉnh để cho kết quả định giá cuối cùng. Lệch lạc xảy ra khi quá trình điều chỉnh của nhà đầu tư không đầy đủ hoặc quá bảo thủ.

- Lệch lạc do nhà đầu tư quá tự tin do xác định khoảng tin cậy quá hẹp. Nhà đầu tư có lệch lạc do quá tự tin sẽ dẫn đến việc định giá thấp các khía cạnh rủi ro.

- Lệch lạc do quá lạc quan xảy ra khi niềm tin của nhà đầu tư bị lệch lạc theo hướng tích cực, các nhà đầu tư ảo tưởng về khả năng kiểm soát của mình trong định giá.

- Lệch lạc do sử dụng phương pháp kinh nghiệm: nhà đầu tư khi định giá quá dựa vào các kinh nghiệm sẵn có, dựa vào các tình huống điển hình cục bộ.

#### **4.3.3.2. Kiểm soát các yếu tố cảm xúc trong đầu tư**

Chương 3 của Luận án đã khám phá và xây dựng mô hình đo lường hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, hành vi nhà đầu tư chứng khoán chịu tác động của các yếu tố cảm xúc. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị để thành công trên TTCK, bên cạnh các kiến thức tài chính chuẩn tắc, nhà đầu tư cần có các hiểu biết về tài chính cảm xúc (emotional finance) để kiểm

soát các cảm xúc trong quá trình ra quyết định đầu tư của mình. Nhà đầu tư cá nhân cần tránh các lệch lạc tâm lý như sau:

- Tránh *“tâm trạng căng thẳng trong đầu tư”*. Quá trình đầu tư chứng khoán là quá trình dẫn nhà đầu tư vào một chuỗi các mâu thuẫn về mặt cảm xúc, dù là nhận thức hay vô thức. Các kết quả nghiên cứu của tài chính hành vi cho thấy, nếu nhà đầu tư nhận thức nhiều hơn về những nghi ngờ và các yếu tố vô thức họ có thể đối phó hiệu quả hơn với những lo lắng cũng như trạng thái căng thẳng.

- Tránh *“sự tự tin thái quá”*. Các nhà đầu tư tự tin quá mức thường đánh giá thấp rủi ro của các chứng khoán và thường nắm giữ danh mục đầu tư có mức độ đa dạng hóa thấp. Sự tự tin thái quá trong hành vi nhà đầu tư cũng là nguyên nhân chính gây nên những bong bóng của thị trường chứng khoán. Sự kết hợp của quá tự tin và bi quan làm cho nhà đầu tư đánh giá thái quá mức độ tin cậy về kiến thức của họ, đánh giá quá thấp rủi ro và đánh giá quá cao khả năng điều chỉnh những sự kiện dẫn tới khối lượng giao dịch lớn và gây ra đầu cơ bong bóng. Sự cả tin thái quá mà một nhà đầu tư có càng lớn, rủi ro phải gánh chịu sẽ càng cao.

- Tránh *“hiệu ứng phân bố”*: Nhà đầu tư thường có xu hướng tâm lý không thích các khoản lỗ, dẫn đến thường bán các cổ phiếu tăng giá hơn là bán các cổ phiếu giảm giá.

- Tránh *“lệch lạc do tình huống điển hình”*. Trong nhiều trường hợp, dựa vào tình huống điển hình giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư nhanh chóng, tuy nhiên khi dựa vào tình huống điển hình có thể tạo ra một số lệch lạc như dự báo hay phán đoán xu hướng thị trường trong tương lai dựa vào một giai đoạn ngắn gần đó trong khi xu hướng này không phải là quy luật chung.

- Tránh *“lệch lạc do phụ thuộc vào giá tham khảo”*. Việc nhà đầu tư quá phụ thuộc vào một số mức giá tham khảo hoặc khi dự báo về xu hướng thị trường quá chú trọng vào các diễn biến trong lịch sử sẽ dễ dẫn đến những sai lầm trong việc ra quyết định đầu tư.

#### 4.3.3.3. Nâng cao năng lực của nhà đầu tư cá nhân

Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020 ban hành kèm theo Quyết định số 252/QĐ-TTG ngày 01/03/2012 của Thủ tướng Chính phủ đã đề ra giải pháp *“Phát triển nhà đầu tư cá nhân gắn với đào tạo, tập huấn phổ cập kiến thức và thông tin tuyên truyền”*. Tuy nhiên, để phát triển nhà đầu tư cá nhân vẫn đề

cốt lõi là phải nhận dạng được đặc điểm và hành vi của nhà đầu tư cá nhân. Kết quả nghiên cứu Chương 3 của Luận án đã khẳng định nhà đầu tư cá nhân là không hợp lý (irrational), do đó giải pháp quan trọng nhất để phát triển nhà đầu tư cá nhân theo chúng tôi là phải *chuẩn hóa và chuyên nghiệp hóa quy trình phân tích cho các nhà đầu tư cá nhân* thông qua các chương trình đào tạo hoặc cung cấp các báo cáo phân tích điển hình trên website của các CTCK và Sở GDCK. Các buổi hội thảo và tập huấn phương pháp và kỹ năng đầu tư do các CTCK tổ chức cần được tăng cường và nâng cao về chất lượng. Các nhà đầu tư cá nhân cần xây dựng triết lý đầu tư để tránh hiện tượng đầu tư theo đám đông./.

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Từ các kết luận nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân của Chương 3, trong Chương 4, tác giả Luận án đã đề xuất các giải pháp và khuyến nghị đối với các cơ quan quản lý Nhà nước về thị trường chứng khoán, đối với Sở GDCK và các CTCK, và đối với các nhà đầu tư chứng khoán.

Tác giả Luận án cho rằng, trong thời gian tới nên sáp nhập 2 Sở GDCK thành 1 Sở GDCK thống nhất để hạn chế cơ chế cho sự phát tác của các lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư, tránh lãng phí và phù hợp với xu thế hội nhập quốc tế. Luận án cũng đã làm rõ luận cứ của việc cần thiết hình thành và phát triển TTCK phái sinh trong thời gian tới cũng như cần tiến đến việc bỏ biên độ giao động giá để hạn chế lệch lạc do neo vào mức giá tham chiếu như hiện nay. Đồng thời, Luận án cũng đề xuất 9 giải pháp phát triển nhà đầu tư có tổ chức để đảm bảo sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu của Chương 3, tác giả Luận án khuyến nghị 9 nhóm thông tin quan trọng cần tập trung công bố cho nhà đầu tư. Ngoài ra, tác giả Luận án cũng khuyến nghị lưu ý các yếu tố tâm lý và cảm xúc trong xây dựng các văn bản quản lý và phát triển TTCK và đề xuất các giải pháp hạn chế cơ chế thúc đẩy hành vi bầy đàn và các lệch lạc do kinh nghiệm.

Đối với các Sở GDCK, từ kết quả nghiên cứu của Chương 3, tác giả Luận án khuyến nghị xây dựng bộ chỉ số đo lường yếu tố cảm tính (yếu tố tâm lý) trong hành vi của nhà đầu tư thông qua bảng hỏi với 5 nhóm yếu tố với 19 thuộc tính tâm lý là các kết quả nghiên cứu của Luận án bên cạnh các chỉ số định lượng như VN30, HNX30, VIR50. Đồng thời, tác giả Luận án cũng đưa ra các khuyến nghị cho các CTCK về thang đo các yếu tố thuộc phân tích cơ bản cần cung cấp cho nhà đầu tư. Để đảm bảo phát triển bền vững TTCK Việt Nam, Luận án khuyến nghị về chương trình đào tạo về tài chính hành vi cho các nhà đầu tư. Đối với các nhà đầu tư cá nhân, qua kết quả nghiên cứu của Chương 3, tác giả Luận án đã khuyến nghị các lệch lạc cần lưu ý khi thực hiện định giá và khuyến nghị cần kiểm soát các yếu tố cảm xúc trong đầu tư cũng như cần xây dựng một triết lý đầu tư cụ thể./.

## Danh mục các công trình công bố kết quả nghiên cứu của đề tài Luận án

---

1. Nguyễn Đức Hiền, *Khám phá và Xây dựng mô hình đo lường yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam tiếp cận theo tài chính hành vi*, Tạp chí KT&PT, số 180 tháng 6/2012
2. Nguyễn Đức Hiền, Đàm Văn Huệ, Ngô Duy, Nguyễn Ngọc Trâm, *Ứng dụng tài chính hành vi để khám phá những lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua kiểm định kết quả giao dịch*, Tạp chí KT&PT, số 180 (II) tháng 6/2012
3. Nguyễn Đức Hiền, *Một số khuyến nghị về chính sách phát triển bền vững Thị trường chứng khoán Việt Nam và Lào tiếp cận theo tài chính hành vi*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc tế “Hợp tác kinh tế Việt Nam – Lào: Phát triển một số ngành kinh tế mũi nhọn tới năm 2020” do Trường Đại học KTQD phối hợp với Bộ KH&ĐT Lào tổ chức tại Viêng Chăn (Lào), tháng 10/2012.
4. Nguyen Duc Hien, Ngo Duy, Le Vu, Nguyen Ngoc Tram, “*Empirical Research of Disposition Effect in Vietnam Stock Market*”, Journal of Economics & Development, ISSN 1859-0012, Oct, 2012.
5. Nguyễn Đức Hiền, Vũ Thị Hồng Lê, *Tài chính hành vi: Lý thuyết và ứng dụng*, Tạp chí KT&PT, số 162 (tháng 12/2010).
6. Nguyễn Đức Hiền, Đề tài NCKH cấp Bộ “*Nghiên cứu hành vi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam*” Mã số 2009.133.06.
7. Nguyễn Đức Hiền, *Nhận dạng và phân tích hành vi của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí KT&PT số 106 (4/2006)
8. Nguyễn Đức Hiền, *Yếu tố cảm tính trong hành vi của nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam*, Tạp chí Chứng khoán số tháng 5/2006.
9. Nguyễn Đức Hiền, Nguyễn Văn Nam, *Khủng hoảng tài chính kinh tế toàn cầu hiện nay và bài học kinh nghiệm trong ngăn chặn suy giảm, kích thích kinh tế của một số nước đối với Việt Nam*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia 2009 do Trường Đại học KTQD và Ủy ban Kinh tế của Quốc hội tổ chức.
10. Nguyễn Đức Hiền, Nguyễn Văn Nam, *Mô hình kinh tế tổng quát của Việt Nam đến năm 2020*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia 2010 do Trường Đại học KTQD và Hội đồng LLTW tổ chức.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- **Tiếng Việt**

1. Chánh Tài (2012), *Trung Quốc bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán nhỏ lẻ*, Thời báo kinh tế Sài Gòn, <http://www.baomoi.com/Home/ChungKhoan/www.thesaigontimes.vn/Tung-Quoc-bao-ve-nha-dau-tu-chung-khoan-nho-le/7716516.epi> [truy cập ngày 13/01/2012]
2. Chính phủ (2012), *Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020*
3. Đỗ Đức Minh (2010), *Đề tài KX01.17/06-10 “Chính sách và giải pháp phát triển bền vững Thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2020”*.
4. 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 tháng 7/2007).
5. Hoàng Trọng, Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2010), *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, Nhà xuất bản Hồng Đức.
6. Lâm Minh Chánh, *Phi lý nhưng lại có lý*, Đầu tư chứng khoán, (số).
7. Lê Đạt Chí (2007), "Tài chính hành vi và những bất thường của TTCK Việt Nam", *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, (số tháng 7/2007).
8. Lê Hoàng Nga (2010), "Bảo vệ nhà đầu tư nhỏ trên Thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Ngân hàng*, (số 20/2010)
9. Lê Thị Ngọc Lan (2009), *Luận văn Thạc sỹ “Nghiên cứu lý thuyết tài chính hành vi trên Thị trường chứng khoán Việt Nam”*, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
10. Nguyễn Cao Vệ (2009), *Luận văn Thạc sỹ “Đo lường hành vi bầy đàn trên Thị trường chứng khoán Việt Nam”*, Trường ??.
11. Nguyễn Đức Hiền (2006), "Nhận dạng và phân tích hành vi của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí KT&PT*, (số 106 tháng 4/2006) .
12. Nguyễn Đức Hiền (2006), *"Yếu tố cảm tính trong hành vi của nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam"*, *Tạp chí Chứng khoán*, (số tháng 5/2006).
13. Nguyễn Đức Hiền (2012), *"Khám phá và Xây dựng mô hình đo lường yếu tố tâm lý của hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam tiếp cận theo tài chính hành vi"*, *Tạp chí KT&PT*, (số 180).
14. Nguyễn Đức Hiền (2012), *Đề tài NCKH cấp Bộ “Nghiên cứu hành vi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam” Mã số 2009.133.06*.
15. Nguyễn Đức Hiền (2012), *Đề xuất chính sách phát triển bền vững TTCK Việt Nam và Lao tiếp cận theo tài chính hành vi*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc tế năm 2012
16. Nguyễn Đức Hiền, Đàm Văn Huệ, Ngô Duy, Nguyễn Ngọc Trâm (2012), *"Ứng dụng tài chính hành vi để khám phá những lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam qua kiểm định kết quả giao dịch"*, *Tạp chí KT&PT*, (số 180 (II)).
17. Nguyen Duc Hien, Ngo Duy, Le Vu, Nguyen Ngoc Tram (2012), "Empirical Research of Disposition Effect in Vietnam Stock Market", *Journal of Economics & Development*, (ISSN 1859-0012).

18. Nguyễn Đức Hiền, Nguyễn Văn Nam (2009), *Khủng hoảng tài chính kinh tế toàn cầu hiện nay và bài học kinh nghiệm trong ngăn chặn suy giảm, kích thích kinh tế của một số nước đối với Việt Nam*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia 2009 do Trường Đại học KTQD và Ủy ban Kinh tế của Quốc hội tổ chức.
19. Nguyễn Đức Hiền, Nguyễn Văn Nam (2010), *Mô hình kinh tế tổng quát của Việt Nam đến năm 2020*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia 2010 do Trường Đại học KTQD và Hội đồng LLTW tổ chức.
20. Nguyễn Đức Hiền, Phạm Quang Trung (2010), *Đánh giá hiệu quả hoạt động của các tập đoàn kinh tế ở Việt Nam*, Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia năm 2010.
21. Nguyễn Đức Hiền, Vũ Thị Hồng Lê (2010), "Tài chính hành vi: Lý thuyết và ứng dụng", *Tạp chí KT&PT*, (số 162 - tháng 12/2010).
22. Saga.vn, *Tài chính học hành vi, tâm lý bầy đàn và TTCK Việt Nam*, Đầu tư chứng khoán, <http://www.saga.vn/view.aspx?id=2953> [truy cập ngày 19/4/2007].
23. Trần Chung Thủy (2010), Luận văn Thạc sỹ "Nhận dạng, đo lường hiệu ứng đám đông trên TTCK Việt Nam và phân tích các nhân tố ảnh hưởng", Đại học Kinh tế quốc dân.
24. Trần Nam Trung, Luận văn Thạc sỹ "Phân tích tác động của các nhân tố hành vi đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Hồ Chí Minh", Trường Đại học Kinh tế TP.HCM, 2011.
25. Trần Ngọc Thơ, Hồ Quốc Tuấn (2007), "Ứng dụng tài chính hành vi vào phân tích thực tiễn", *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, (số tháng 7/2007).
26. Trần Thị Hải Lý (2011), *Đề tài cấp cơ sở "Tác động của các yếu tố tâm lý đến hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam"*, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM.
27. Trần Thị Hải Lý (2010), "Hành vi bầy đàn trên Thị trường chứng khoán Việt Nam: Nguyên nhân và một số giải pháp", *Tạp chí Tài chính & Phát triển*, (Số 6 – tháng 6/2010).
28. Vũ Đình Kết (2011), *Luận văn Thạc sỹ "Ứng dụng lý thuyết tài chính hành vi để lý giải cho những bất thường trên TTCK Việt Nam"*, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM.
29. Vũ Thị Kim Liên (2011), Phát triển và hoàn thiện Thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh tái cấu trúc hệ thống tài chính, Kỷ yếu hội thảo
30. Vương Quân Hoàng (2006), *Một số sai lầm của các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam*, <http://saga.vn/view.aspx?id=572> [truy cập 21/12/2006].

- **Tiếng Anh**

31. Ackert & Deaves (2010), *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making and Markets*, South-Western.
32. Agnew, Julie R., and Lisa R. Szykman (2005), "Asset allocation and information overload: The influence of information display, asset choice, and investor experience". *Journal of Behavioral Finance*, (6:2), 57–70.
33. Allais, M., (1953), "L'extention des théories de l'équilibre économique général et du rendement social au cas du risque", *Econometrica*, (21-2), 269-290



34. Andrei Shleifer (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.
35. Barber, BradM., and Terrance Odean (2001), "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", *Quarterly Journal of Economics*, (116:1), 261–292.
36. Benjamin, Daniel J., Sebastian A. Brown, and Jesse M. Shapiro (2006). *Who is "behavioral"? Cognitive ability and anomalous preferences*. Working Paper, University of Chicago and Harvard University.
37. Benoît, J.-P. and Dubra, J. (2008). "Overconfidence ?", *MPRA Paper - University Library of Munich, Germany*, (8879).
38. Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2001), "Herd Behavior in Financial Markets", *IMF Staff Papers*, International Monetary Fund, (Vol 47), 279–310
39. Bikhchandani, Sushil; Hirshleifer, David; Welch, Ivo (1992), "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades", *Journal of Political Economy* , (100 -5): 992–1026.
40. Chang, E.C., Cheng, J.C. & Khorana, A. (1999), "An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective", *Journal of Banking and Finance*, (vol.24), 1651-1679.
41. Chen, GM, Kim, KA, Nofsinger, JR & Rui, OM (2007), "Trading performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors", *Journal of Behavioural Decision Making*, (vol. 20), 425-451.
42. Choe, H., Kho, B.-C., Stulz, R. (1999), "Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997", *Journal of Financial Economics*, (54), 227-264.
43. Christelis, Dimitris, Tullio Jappelli, and Mario Padula (2010), "Cognitive abilities and portfolio choice", *European Economic Review*, (54), 19–39
44. Christie, W.G. & Hwang, R.D. (1995), "Following the pied piper: do individual returns herd around the market?", *Financial Analysts Journal*, (vol. 51, no.4), 31-37.
45. Chui, Andy C.W, Sheridan Titman, and K.C. JohnWei (2009), "Individualism and momentum around the world", *Journal of Finance*, forthcoming.
46. Chui, Andy, Allison Lloyd, and Chuck Kwok (2002). "The determination capital structure: Is national culture a missing piece to the puzzle?", *Journal of International Business Studies*, (33:1), 99–127.
47. David Genesove & Christopher Mayer (2001). "Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market", *NBER Working Papers - National Bureau of Economic Research. Inc*, (8143).
48. Dhar, R., & Zhu, N. (2006), "Up close and personal: A cross-sectional study of the disposition effect", *Management Science*, (52), 726–740.
49. Dhar, Ravi, and Ning Zhu (2002). "Up close and personal: An individual level analysis of the disposition effect", *Management Science*, (52:5), 726–40.
50. Elliott, W. , Hodge, F., Jackson, K. (2008), "The Association Between Non-professional Investors" Information Choices and Their Portfolio Returns: The

- Importance of Investing Experience", *Contemporary Accounting Research*, (25), 473-498.
51. Feng và Seacholes (2004), "Correlated Trading and Location", *Journal of Finance*, LIX, (5, Oct.), 2117-2144 Nominated for Smith-Breeden Prize.
  52. Ferris, S. P., R. Haugen, and A. Makhija (1988). "Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: evidence supporting the disposition effect", *Journal of Finance* 43 (3), 677-697.
  53. Gigerenzer, G., J. Czerlinski, and L. Martignon (2002), "How good are fast and frugal heuristics?" in T. Gilovich, D. Griffin, and D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases, The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
  54. Gigerenzer, Gerd, and Reinhard Selten, eds. (2001), *Bounded rationality: The adaptive toolbox*, Cambridge, MA, MIT Press.
  55. Gilovich, T., D. Griffin, and D. Kahneman (2002), "Heuristics and biases: Then and now in T. Gilovich, D. Griffin, and D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases*", *The Psychology of Intuitive Judgment* , Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
  56. Glaser, M., & Weber, M. (2007), "Overconfidence and trading volume", *Geneva Risk and Insurance Review*, (vol. 32, no. 1, June, 2007), 1-36.
  57. Goetzmann, William N., and Alok Kumar (2008). "Equity portfolio diversification", *Review of Finance* ,(12:3), 433-63
  58. Graham, John R., and Campbell R. Harvey (2001), "Expectations of equity risk premia, volatility, and asymmetry", *NBER Working Paper* ,(No. 8678).
  59. Grinblatt, M., and M. Keloharju, (2006), "Sensation seeking, overconfidence and trading activity," Working paper.
  60. H.Ken Baker & John R.Nofsinger (2010), *Behavioral Finance: Investor, Corporations, and Market*, John Wiley & Sons, Inc
  61. Hersh Shefrin (2005), *A Behavioral Approach to Asset Pricing*, Elsevier Inc.
  62. Hirshleifer, D., (2001), "Investor psychology and asset pricing", *Journal of Finance*, (56), 1533-1597
  63. Hofstede, Geert (2001), *Culture's consequence*, 2nd ed. New York: Sage Publications.
  64. Hofstede, Geert. (1980), *Culture's consequence*, New York: Sage Publications.
  65. Hwang, S., and Salmon, M., (2004), "Market stress and herding", *Journal of Empirical Finance*, (Vol. 11), 585-616
  66. Jegadeesh, N., and S. Titman (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, (48).
  67. Kahneman, D., and A. Tversky (1972), "Subjective probability: A judgment of representativeness", *Cognitive Psychology*, (3), 430-454.
  68. Kahneman, D., and A. Tversky, (1973), "On the psychology of prediction", *Psychological Review*, (80), 237-251.
  69. Kahneman, D., and A. Tversky, (1979), "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*, (47-2), 263-291.
  70. Kahneman, D., P. Slovic, and A. Tversky, eds., (1982), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* , Cambridge University Press, Cambridge,

- U.K.). The introductory chapter is reproduced from Tversky, A., and D. Kahneman, 1974, "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases", *Science*,(185), 1124-1131.
71. Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, eds. (2000a). *Choices, values, and frames*. New York and Cambridge, England: Cambridge University Press.
  72. Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. (1982a), *Subjective probability: A judgment of representativeness*. In *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, ed. Daniel Kahneman, Paul Slovic, and Amos Tversky, New York and Cambridge, England: Cambridge University Press,32–47.
  73. Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. (2000b), *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. In *Choices, values, and frames*, ed. Daniel Kahneman and Amos Tversky, 17–43. New York and Cambridge, England: Cambridge University Press.
  74. Kalmeman, D., J. L. Knetsch, and R. H. Thaler (1991), "The endowment effect, loss aversion, and status quo bias", *Journal of Economic Perspectives* 5 (no. 1), 193-206.
  75. Kezdi, Gabor, and Robert Willis (2003), "Who becomes a stockholder? Expectations, subjective uncertainty, and asset allocation". *Working Paper University of Michigan Retirement Research Center*, 2003-039.
  76. Kim, Woochan & Wei, Shang-Jin (2002). "Foreign portfolio investors before and during a crisis", *Journal of International Economics*, Elsevier, (vol. 56-1), pages 77-96.
  77. Kliger, Doron, and Ori Levy (2003), "Mood-induced variation in risk preferences". *Journal of Economic Behavior and Organization*,(52: 4), 573–84.
  78. Kumar & Charles M.C. Lee (2006). "Retail Investor Sentiment and Return Comovements", *Journal of Finance, American Finance Association*, (vol. 61-5), pages 2451-2486.
  79. Lakonishok, J. and S. Smidt (1989), "Past price changes and trading volume", *The Journal of Portfo Management*, (15), 18-24.
  80. Lucey, Brian M., and Michael Dowling (2005), "The role of feelings in investor decision- making", *Journal of Economic Surveys*, (19: 2), 211–37.
  81. Lundeberg, Mary A., Paul W. Fox, and Judith Puncochar (1994). "Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments", *Journal of Educational Psychology*, (86:1), 114–121.
  82. Mark Schindler (2007), *Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance*, John Wiley & Sons
  83. Michael M. Pompian (2006), *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, John Wiley & Sons, Inc.
  84. Montier J. (2002), *Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley & Sons, Inc.
  85. Nakagawa, H. Oiwa and F. Takeda (2010), "The Economic Impact of Herd Behavior in the Japanese Loan Market", (45 - Issue 2), 175-199,

86. Nelson, Richard R., and Sidney G. Winter (1982), *An evolutionary theory of economic change*, Cambridge, MA and London: Belknap Press of Harvard University Press.
87. Nofsinger, J., and R. W. Sias (1999), "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors", *Journal of Finance*, (54), 2263-2295.
88. Odean T. (1998), "Are investors reluctant to realize their losses?", *The Journal of Finance*, (53-5): 1775-1798
89. Pulford, Briony D., and Andrew M. Colman, (1997), "Overconfidence: Feedback and item difficulty effects", *Personality and Individual Differences*,(23:1), 125–133.
90. Ricciardi, Victor (2008), *Risk: Traditional finance versus behavioral finance*. In *Handbook of finance, 3: Valuation, financial modeling and quantitative tools*, ed. Frank J. Fabozzi, 11–38. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
91. Ricciardi, Victor. (2008a), *Risk: Traditional finance versus behavioral finance*. In *The hand-book of finance*, Volume 3: Valuation, financial modeling, and quantitative tools,ed.Frank J. Fabozzi, 11–38. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
92. Ricciardi, Victor. (2008b), *The psychology of risk: The behavioral finance perspective*. In *The handbook of finance*, Volume 2: Investment management and financial management,ed. Frank J. Fabozzi, 85–111. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
93. Richard H. Thaler, (2005), *Advances in Behavioral Finance Volume II*, Princeton University Press
94. Rieskamp, Jörg, Ralph Hertweg, and Peter M. Todd. (2006), "Bounded rationality: Two views from psychology", *Handbook of contemporary behavioral economics*, ed. Morris Altman, 218–237. Armonk, NY: M.E. Sharpe.
95. Robert J. Shiller (2005), *Irrational Exuberance: (Second Edition)*, Princeton University Press
96. Russo, J. Edward, and Paul J. H. Schoemaker (1992), "Managing overconfidence", *Sloan Management Review* ,(33:2), 7–17.
97. Sagi, Jacob, and Mark Seasholes (2007), "Firm-specific attributes and the cross-section of momentum", *Journal of Financial Economics*,(84), 389–434.
98. Scharfstein, David S. và Stein, Jeremy C. (1990), "Herd Behavior and Investment", *The American Economic Review (AER)*, (80-3), 465 - 79.
99. Shefrin, H.,&Statman,M. (1985), "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence", *Journal of Finance*, (40), 777–790.
100. Shefrin, Hersh (2002), "Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing", Oxford University Press, New York.
101. Sias, R. W., 2004. Institutional herding, *Review of Financial Studies* 17: 165-206.
102. Simon, Herbert A. (1957), *A behavioral model of rational choice*. In *Models of man: Social and rational*, ed. Herbert A. Simon, 24–60. New York: JohnWiley & Sons, Inc.

103. Simon, Herbert, and Allen Newell (1982), "Heuristic problem solving: The next advance in operations research. In Models of bounded rationality", *Economic analysis - Cambridge, MA: MIT Press*, (Vol. 1), 380–389.
104. Simon, Herbert. (1982), "Models of bounded rationality: Behavioral economics and business organization", *Cambridge, MA: MIT Press*, (Vol. 2), 84–121, 408–494.
105. Simon, Herbert. (1986), "Rationality in psychology and economics. In Rational choice: The contrast between economics and psychology, ed. Robin M. Hogarth and Melvin W. Reder, Chicago: University of Chicago Press, 25–40.
106. Slovic, Paul (2000), *The construction of preference*. In *Choices, values, and frames*, ed. Daniel Kahneman and Amos Tversky, 489–502. New York and Cambridge, England: Cambridge University Press.
107. Thaler, Richard H & Shefrin, H M, (1981), "An Economic Theory of Self-Control", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, (vol. 89:2), pages 392-406.
108. Thaler, Richard H. (1985), "Mental Accounting and Consumer Choice", *Marketing Science*, (4:3), 199-214.
109. The Nobel Foundation (2002), *The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2002*, [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/2002](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002) [accessed on June 30, 2008]
110. Trueman, B. (1994), "Analyst forecasts and herding behavior", *Review of Financial Studies*, (7-1), 97-124.
111. Tsai, Claire I., Joshua Klayman, and Reid Hastie. 2008. Effects of amount of information on judgment accuracy and confidence. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 107:2, 97–105.
112. Tversky, A., and D. Kahneman (1992), "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, (5), 297-323
113. Tversky, A., and D. Kahneman (1973), "Availability: A heuristic for judging frequency and probability," *Cognitive Psychology*, (4), 207-132.
114. Tversky, A., and D. Kahneman (1974), "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases", *Science*, (185), 1124-1131.
115. Tversky, A., and D. Kahneman (1981), "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science*, (211), 453-458.
116. Tversky, A., and D. Kahneman (1982), "Judgments of and by representativeness in D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky, eds", *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
117. Tversky, Amos, and Derek J. Koehler, (2002), "Support theory: A nonextensional representation of subjective probability", *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*, ed. Thomas Gilovich, Dale Griffin, and Daniel Kahneman, New York and Cambridge, England: Cambridge University Press, 441–473.

118. Weber, Elke, and Christopher K. Hsee. 2000. Culture and individual judgment and decision making. *Applied Psychology: An International Review* 49:1, 32–61.
  119. Weber, M. and C.F. Camerer (1998), "The disposition effect in securities trading: an experimental analysis", *Journal of Economic Behavior and Organization*.
  120. Wermers, R., (1997), "Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence, and survivorship bias", *Working paper, University of Colorado*.
  121. Wermers, R., (1999), " Mutual fund herding and the impact on stock prices", *The journal of finance, LIV*, 581- 622
  122. Zur Shapira and Itzhak Venezia (2001), "Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors", *Journal of Banking and Finance*, (25:8), 1573-1587.
-

## **BẢNG CÂU HỎI**

Với mục đích đề xuất các chính sách phát triển bền vững TTCK Việt Nam trong thời gian tới cũng như đưa ra các khuyến nghị đối với nhà đầu tư, Trường Đại học KTQD tổ chức nghiên cứu về “**Hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam**”.

Xin ông/bà vui lòng dành thời gian để trả lời các câu hỏi dưới đây. Tất cả các thông tin của quý vị sẽ được bảo mật và chỉ phục vụ cho việc nghiên cứu. Những người tham gia trả lời phỏng vấn sẽ được chúng tôi mời tham dự khóa đào tạo miễn phí về **Ứng dụng tài chính hành vi trong đầu tư trên TTCK Việt Nam** tổ chức vào tháng 01/2012.

Các vấn đề liên quan xin liên hệ ông Nguyễn Đức Hiển, Trường Đại học KTQD, email: [hiennnd@neu.edu.vn](mailto:hiennnd@neu.edu.vn); ĐD: 0912 722 202. Các quý vị có thể trả lời trực tiếp trên bảng điều tra trực tuyến tại địa chỉ: <http://tccb.neu.edu.vn/survey/>

Bảng câu hỏi này gồm 35 câu hỏi, được thiết kế dựa trên cơ sở tham khảo các nghiên cứu về tài chính hành vi, tiêu biểu là các nghiên cứu của Kahneman và A. Tversky (1972,1973,1979,1992,2000), Shiller’s (1999), Luận án Tiến sỹ của Vandana Singhvi (2001)<sup>1</sup>.

### **Phần 1: Thông tin chung về nhà đầu tư cá nhân**

Họ tên người phỏng vấn		Họ tên người được phỏng vấn	
Thời gian phỏng vấn		Năm sinh:	
Địa điểm phỏng vấn		Giới tính: <input type="checkbox"/> Nam:(1); <input type="checkbox"/> Nữ (2)	
<b>Mã phiếu</b> ( <i>Thư ký nhập phiếu ghi</i> )		Email liên hệ	
		Điện thoại	
		CTCK nơi mở Tài khoản	

**1. Ông/ bà hãy cho biết trình độ học vấn của bản thân (bằng cấp cao nhất đã được đào tạo)?** (*Xin khoanh tròn câu trả lời*)

- a. Phổ thông (1)      b. Cao đẳng (2)      c. Đại học (3)      d. Sau đại học (4)

**2. Ông/ bà có tham gia học các khóa đào tạo về chứng khoán không?**

- a. Có (1)      b. Không (2)

Nếu Có, đó là các chương trình đào tạo nào? (*có thể khoanh nhiều lựa chọn*)

- <sub>1</sub> Cơ bản về chứng khoán  
<sub>2</sub> Phân tích và đầu tư chứng khoán  
<sub>3</sub> Chuyên sâu về phân tích kỹ thuật  
<sub>4</sub> Chuyên sâu về chiến lược giao dịch  
<sub>5</sub> Chương trình CFA  
<sub>6</sub> Các chương trình đào tạo khác (vui lòng ghi rõ):.....

**3. Hiện tại ông / bà đang làm trong lĩnh vực nào?** (*Xin khoanh tròn câu trả lời*):

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

- a. Lĩnh vực Ngân hàng – Tài chính <sup>(1)</sup>      b. Cơ quan quản lý Nhà nước (Bộ, các Sở...) <sup>(2)</sup>  
c. Công ty Chứng khoán <sup>(3)</sup>      d. Lĩnh vực khoa học kỹ thuật <sup>(4)</sup>  
e. Lĩnh vực khác (xin ghi rõ): <sup>5)</sup>.....

**4. Ông/ bà hãy cho biết số năm kinh nghiệm tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam? (Xin khoanh tròn câu trả lời)**

- a. Dưới 1 năm<sup>(1)</sup>      b. Từ 1 – 3 năm<sup>(2)</sup>      c. Từ 3 – 5 năm <sup>(3)</sup>      d. Từ 5 năm trở lên<sup>(4)</sup>

**5. Hiện tại, trên tài khoản giao dịch, bình quân tổng mức tiền đầu tư của ông/bà là bao nhiêu:**

- a. Dưới 50 triệu VNĐ <sup>(1)</sup>      b. Từ 50- 200 triệu VNĐ <sup>(2)</sup>  
c. Từ 200 triệu – 500 triệu VNĐ<sup>(3)</sup>      d. Từ 500 triệu – 1 tỷ VNĐ <sup>(4)</sup>  
e. Trên 1 tỷ VNĐ <sup>(5)</sup>

**6. Động lực nào khuyến khích ông / bà tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Xin khoanh tròn câu trả lời)**

- a. Lợi nhuận lớn <sup>(1)</sup>      b. Thị trường có tính rủi ro thấp <sup>(2)</sup>  
c. Thanh khoản cao      d. Khác <sup>(4)</sup> (xin ghi rõ):  
.....

**7. Tỷ suất sinh lời (Lợi nhuận) từ đầu tư chứng khoán của ông/ bà trong năm 2010 là bao nhiêu?**

- a.<sup>(1)</sup> Chịu lỗ ; b.<sup>(2)</sup> Hòa vốn;      c.<sup>(3)</sup> từ 0 - 50%      ;      d.<sup>(4)</sup> Lớn hơn 50%

**8. Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định. Hãy cân nhắc các quyết định và đánh dấu √ vào phương án lựa chọn: Quyết định 8. 1: lựa chọn giữa**

<sup>(1)</sup> Tình huống 1: chắc chắn (100%) có 240.000VND

<sup>(2)</sup> Tình huống 2: khả năng 25% có một khoản tiền 1.000.000VND

**Quyết định 8. 2: lựa chọn giữa:**

<sup>(3)</sup> Tình huống 3: chắc chắn (100%) mất 750.000 VND

<sup>(4)</sup> Tình huống 4: Có 75% khả năng mất 1.000.000 VND

**9. Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định. Hãy cân nhắc các quyết định và khoanh tròn vào các quyết định lựa chọn:**

**Quyết định 9.1:**

Giả định ông (bà) đã mua 1 chứng khoán 1 tháng trước đây với giá 50.000 đồng. Hôm nay, giá chứng khoán đó là 40.000 đồng. Ông (Bà) đang cân nhắc xem có nên bán chứng khoán đó và chịu lỗ 10.000 đồng hay tiếp tục nắm giữ trong 1 tháng với giá định vào cuối tháng tới, có tình huống sau:



## TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán giảm xuống còn 30.000 đồng
- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán tăng lên, đạt mức 50.000 đồng

Giả sử không có các chi phí về giao dịch hay thuế. Với các thông tin trên, Ông (Bà) sẽ lựa chọn phương án đầu tư nào trong 2 phương án sau (*đánh dấu √ vào phương án lựa chọn*):

- <sub>(1)</sub> Tình huống 1: Bán chứng khoán ngay và chịu lỗ 10.000 đồng
- <sub>(2)</sub> Tình huống 2: Nắm giữ chứng khoán trong 1 tháng tới

### **Quyết định 9.2:**

Giả định ông (bà) đã mua 1 chứng khoán 1 tháng trước đây với giá 50.000 đồng. Hôm nay, giá chứng khoán đó là 60.000 đồng. Ông (Bà) đang cân nhắc xem có nên bán chứng khoán đó hay tiếp tục nắm giữ trong 1 tháng với giả định vào cuối tháng tới, có tình huống sau:

- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán giảm xuống còn 50.000 đồng
- 50% xác suất xảy ra với giá chứng khoán tăng lên, đạt mức 70.000 đồng

Giả sử không có các chi phí về giao dịch hay thuế. Với các thông tin trên, Ông (Bà) sẽ lựa chọn phương án đầu tư nào trong 2 phương án sau (*đánh dấu √ vào phương án lựa chọn*):

- <sub>(1)</sub> Tình huống 1: Bán chứng khoán và thu lời 10.000 đồng
- <sub>(2)</sub> Tình huống 2: Nắm giữ chứng khoán trong 1 tháng tới

### **10. Hãy chọn các tình huống phù hợp trong từng quyết định:**

*Quyết định 10.1:* Giả sử bạn sẽ có một khoản tiền 3.000.000 VND trong tương lai. Hãy chọn các tình huống phù hợp:

- <sub>(1)</sub> Tình huống 1: chắc chắn 100% có một khoản 1.000.000 VND
- <sub>(2)</sub> Tình huống 2: 50% có được 2.000.000 VND

*Quyết định 10.2:* Giả sử bạn có một khoản tiền 5.000.000 VND. Hãy chọn các tình huống phù hợp:

- <sub>(1)</sub> Tình huống 1: chắc chắn (100%) mất 1.000.000 VND
- <sub>(2)</sub> Tình huống 2: 50% mất 2.000.000 VND

**11. Hãy cho biết giá trị x mà tại đó bạn sẽ cảm thấy 2 sự lựa chọn sau là như nhau”**

Tình huống 1: không có gì

Tình huống 2: xác suất 50% thu được “X” và xác suất 50% còn lại sẽ mất 25 USD

Vậy x là:

a: 0<sub>(0)</sub>

b: 1 USD - 25 USD <sub>(1)</sub>

c: 26 USD -50 USD

<sub>(2)</sub>

d: 50 USD -100 USD <sub>(3)</sub>

e. Trên 100 USD <sub>(4)</sub>

**12. Lựa chọn tình huống phù hợp**

<sub>(1)</sub> Tình huống 1: 0,1% (một phần nghìn) sẽ thu được 5000 USD

<sub>(2)</sub> Tình huống 2: chắc chắn 100% thu được 5 USD

**13. Lựa chọn tình huống phù hợp**

<sub>(1)</sub> Tình huống 1: 0,1% sẽ mất 5000 USD

<sub>(2)</sub> Tình huống 2: chắc chắn sẽ mất 5 USD

**14. Lựa chọn tình huống trong các quyết định song hành**

*Quyết định 14.1:*

<sub>(1)</sub> Tình huống 1: 80% thu được 4000 USD

<sub>(2)</sub> Tình huống 2: chắc chắn (100%) thu được 3000USD

*Quyết định 14.2:*

<sub>(1)</sub> Tình huống 1: 20% thu được 4000 USD

<sub>(2)</sub> Tình huống 2: 25% thu được 3000 USD

**15. Lựa chọn tình huống trong các quyết định song hành**

*Quyết định 1:*

<sub>(1)</sub> Tình huống 1: 45% thu được 6000 USD

<sub>(2)</sub> Tình huống 2: 90% thu được 3000 USD

*Quyết định 2:*

<sub>(1)</sub> Tình huống 1: 0,1% (một phần nghìn) thu được 6000 USD

<sub>(2)</sub> Tình huống 2: 0,2% (hai phần nghìn) thu được 3000 USD

16. Đánh giá về mức độ dễ dàng trong dự đoán diễn biến của VNIndex của Ông (Bà) theo mức độ tăng dần từ 1 đến 7? Trong đó: 1 (hoàn toàn không dễ dàng); 2 (rất không dễ dàng); 3 (không dễ dàng); 4 (bình thường); 5 (dễ dàng); 6 (rất dễ dàng); 7 (hoàn toàn dễ dàng)

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

17. Đánh giá về mức độ dễ dàng trong nhận biết được *hiện tượng bong bóng* của TTCK Việt Nam vào tháng 3/2007 khi VNIndex đạt đỉnh điểm gần 1200 điểm của Ông (Bà) theo mức độ tăng dần từ 1 đến 7? Trong đó: 1 (hoàn toàn không dễ dàng); 2 (rất không dễ dàng); 3 (không dễ dàng); 4 (bình thường); 5 (dễ dàng); 6 (rất dễ dàng); 7 (hoàn toàn dễ dàng)

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

18. Đánh giá về mức độ dễ dàng trong việc tự định giá (xác định giá trị nội tại) của các chứng khoán trong danh mục đầu tư của Ông (Bà) theo mức độ tăng dần từ 1 đến 7? Trong đó: 1 (hoàn toàn không dễ dàng); 2 (rất không dễ dàng); 3 (không dễ dàng); 4 (bình thường); 5 (dễ dàng); 6 (rất dễ dàng); 7 (hoàn toàn dễ dàng)

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

19. Sự hiểu biết đầy đủ các thông tin của Ông (Bà) về các chứng khoán đầu tư trong danh mục theo mức độ tăng dần từ 1 đến 7? Trong đó: 1 (hoàn toàn không hiểu biết đầy đủ); 2 (rất không hiểu biết đầy đủ); 3 (không hiểu biết đầy đủ); 4 (bình thường); 5 (hiểu biết đầy đủ); 6 (rất hiểu biết đầy đủ); 7 (hoàn toàn hiểu biết đầy đủ)

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

20. So sánh với các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường, mức độ hiệu quả trong đầu tư chứng khoán của Ông (Bà) là:

- a. Thấp hơn mức trung bình<sub>(1)</sub>
- b. Trung bình<sub>(2)</sub>
- c. Cao hơn trung bình một chút<sub>(3)</sub>
- d. Vượt xa mức trung bình<sub>(4)</sub>

21. Ông (Bà) cho biết số lần trung bình giao dịch (đặt lệnh mua bán) trong 1 tháng:

- a. 1-2 lần<sub>(1)</sub>
- b. 3-5 lần<sub>(2)</sub>
- c. 6-10 lần<sub>(3)</sub>
- d. trên 10 lần<sub>(4)</sub>

22. Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch

- a. Dưới 50 triệu đồng<sub>(1)</sub>
- b. Từ 50-100 triệu đồng<sub>(2)</sub>
- c. 100-200 triệu đồng<sub>(3)</sub>
- d. 200-500 triệu đồng<sub>(4)</sub>
- e. trên 500 triệu đồng<sub>(5)</sub>

23. Bình quân Ông/bà thường nắm giữ chứng khoán sau bao nhiêu lâu thì bán?

- a. Bán ngay sau khi chứng khoán về tài khoản<sub>(1)</sub>
- b. 1 tuần – 4 tuần<sub>(2)</sub>
- c. 1 -2 tháng<sub>(3)</sub>
- d. Nhiều hơn 2 tháng<sub>(4)</sub>



**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**29. Mức độ Ông (Bà) tin tưởng rằng Vnindex hàng năm có diễn biến theo chu kỳ và có thể dự đoán được? Trong đó : 1 (hoàn toàn không tin tưởng); 2 (rất không tin tưởng); 3 (không tin tưởng); 4 (bình thường); 5 (tin tưởng); 6 (rất tin tưởng); 7 (hoàn toàn tin tưởng)**

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

**30. Theo Ông (Bà), các nhân tố vĩ mô nào ở trong nước ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của Ông (Bà). Xin vui lòng khoanh tròn số thích hợp tương ứng: 1 (hoàn toàn không quan trọng); 2 (rất không quan trọng); 3 (không quan trọng); 4 (bình thường); 5 (quan trọng); 6 (rất quan trọng); 7 (hoàn toàn quan trọng)**

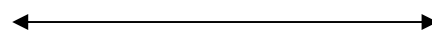
Hoàn toàn không quan trọng      Hoàn toàn quan trọng

Mã	Thái độ và hành vi của ông (bà) trên TTCK bị tác động bởi	Xếp hạng tác động						
		1	2	3	4	5	6	7
B1	Lãi suất	1	2	3	4	5	6	7
B2	Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	1	2	3	4	5	6	7
B3	Các thông tin của UBCKNN	1	2	3	4	5	6	7
B4	Tỷ lệ lạm phát	1	2	3	4	5	6	7
B5	Tỷ lệ thất nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
B6	Diễn biến lãi suất tiền gửi	1	2	3	4	5	6	7
B7	Giá xăng dầu	1	2	3	4	5	6	7
B8	Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	1	2	3	4	5	6	7
B9	Tỷ giá	1	2	3	4	5	6	7
B10	Các thông tin từ Internet	1	2	3	4	5	6	7
B11	Sự tiếp thị của các quỹ đầu tư	1	2	3	4	5	6	7
B12	Tốc độ tăng trưởng GDP	1	2	3	4	5	6	7
B13	Hiệu quả hoạt động của TTCK	1	2	3	4	5	6	7
B14	Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	1	2	3	4	5	6	7
B15	Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	1	2	3	4	5	6	7
B16	Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	1	2	3	4	5	6	7
B17	Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	1	2	3	4	5	6	7
B18	Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	1	2	3	4	5	6	7
B19	Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	1	2	3	4	5	6	7
B20	Sự nói lỏng về cơ chế kinh doanh cho các doanh nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
B21	Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	1	2	3	4	5	6	7
B22	Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	1	2	3	4	5	6	7

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**31. Quyết định đầu tư của Ông (Bà) phụ thuộc vào mức độ ảnh hưởng của các nhân tố liên quan đến bản thân chứng khoán định đầu tư như thế nào? Xin khoanh tròn vào số thích hợp: 1 ( hoàn toàn không quan trọng); 2 (rất không quan trọng); 3 (không quan trọng); 4 (bình thường); 5 ( quan trọng); 6 (rất quan trọng); 7 (hoàn toàn quan trọng)**

Hoàn toàn không quan trọng      Hoàn toàn quan trọng



Mã	Các yếu tố	Mức độ tác động						
		1	2	3	4	5	6	7
C1	Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)							
C2	Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết							
C3	Giá trị sổ sách							
C4	Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường							
C5	Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán							
C6	Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư							
C7	Cổ tức							
C8	Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu							
C9	Dòng tiền trên cổ phiếu							
C10	Thông tin mua bán nội gián							
C11	Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó							
C12	Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó							
C13	Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn							
C14	Các thông tin về chủ sở hữu, khách hàng và đối thủ cạnh tranh của công ty							
C15	Chỉ số vòng quay hàng hoá							
C16	Vị trí địa lí của công ty							
C17	Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)							
C18	Tình hình của ngành							
C19	Khả năng thanh toán lãi							
C20	Trực giác, khả năng cảm nhận							
C21	Quy mô của công ty							
C22	Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)							
C23	Khả năng bị thâm tóm							
C24	Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ							
C25	Suất sinh lời của các khoản đầu tư ( ROI)							
C26	Tin đồn							
C27	Thương hiệu							
C28	Tỷ lệ sở hữu của các tổ chức							
C29	Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp							
C30	Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)							

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**32. Đánh giá của ông/bà về mức độ tin cậy các nguồn thông tin sau trong quá trình ra quyết định đầu tư?( 1 (hoàn toàn không tin tưởng); 2 (rất không tin tưởng); 3 (không tin tưởng); 4 (bình thường); 5 (tin tưởng); 6 (rất tin tưởng); 7 (hoàn toàn tin tưởng))** Xin khoanh tròn vào số thích hợp

Các nguồn thông tin	Mức độ tin cậy						
Các báo cáo tài chính	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin giao dịch trong quá khứ	1	2	3	4	5	6	7
Các báo cáo nhận định thị trường của các CTCK	1	2	3	4	5	6	7
Tư vấn đầu tư của CTCK và của các chuyên gia phân tích đầu tư chứng khoán	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin bất thường từ doanh nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin nội gián nghe được	1	2	3	4	5	6	7
Tin đồn	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin tích cực về triển vọng tăng trưởng kinh tế	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin từ “những người làm giá” chứng khoán	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin các dự án mới của doanh nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin tiêu cực về khủng hoảng kinh tế	1	2	3	4	5	6	7

**33. Trong phần này, chúng tôi muốn biết về sự tự đánh giá về bản thân của Ông (Bà) khi đầu tư chứng khoán. Xin khoanh tròn con số thích hợp ứng với các mức độ từ 1 (Hoàn toàn không đồng ý); 2 (rất không đồng ý); 3 (không đồng ý); 4 (bình thường); 5 (6 đồng ý); 6 (rất đồng ý); 7 (Hoàn toàn đồng ý)**

Mã	Các nhận xét	Mức độ tác động						
D1	Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	1	2	3	4	5	6	7
D2	Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	1	2	3	4	5	6	7
D3	Ông (Bà) nắm giữ danh mục có thể đa dạng hoá dễ dàng	1	2	3	4	5	6	7
D4	Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	1	2	3	4	5	6	7
D5	Mức độ ảnh hưởng của cảm xúc tới hoạt động đầu tư của ông (bà)	1	2	3	4	5	6	7
D6	Mức độ tự tin của ông (bà) với việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường	1	2	3	4	5	6	7
D7	Ông (Bà) vội vàng bán đi các chứng khoán đang có lời	1	2	3	4	5	6	7
D8	Ông (Bà) cân nhắc các thông tin trước khi thực hiện các giao dịch	1	2	3	4	5	6	7
D9	Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	1	2	3	4	5	6	7
D10	Ông (Bà) là một nhà đầu tư năng động	1	2	3	4	5	6	7
D11	Ông (Bà) luôn luôn cân nhắc thật cẩn thận trước khi thực hiện giao dịch	1	2	3	4	5	6	7
D12	Ông (Bà) luôn có một triết lý đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ triết lý đó	1	2	3	4	5	6	7
D13	Ông (Bà) luôn có một chiến lược đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ chiến lược đó	1	2	3	4	5	6	7

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**34. Đánh giá của ông/bà về khả năng tiếp cận thông tin trên TTCK? Xin khoanh tròn vào số thích hợp (1 (hoàn toàn không dễ dàng); 2 (rất không dễ dàng); 3 (không dễ dàng); 4 (bình thường); 5 (dễ dàng); 6 (rất dễ dàng); 7 (hoàn toàn dễ dàng))**

Nguồn thông tin	Mức độ tiếp cận						
	1	2	3	4	5	6	7
Các báo cáo tài chính của doanh nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin bất thường từ doanh nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin về các dự án mới của doanh nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
Các báo cáo phân tích và nhận định thị trường	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin từ “những người làm giá” chứng khoán	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin từ cơ quan quản lý thị trường (UBCKNN, Sở GDCK...)	1	2	3	4	5	6	7
Thông tin chính thống về kinh tế Việt Nam							
Tin đồn	1	2	3	4	5	6	7

**35. Chúng tôi muốn biết quan điểm, nhìn nhận của Ông (Bà) về thị trường chứng khoán Việt Nam. Xin Ông (Bà) cho biết ý kiến của ông Bà đối với các nhận xét dưới đây bằng cách khoanh tròn vào số tương ứng với mức độ từ 1 (Hoàn toàn không đồng ý); 2 (rất không đồng ý); 3 (không đồng ý); 4 (bình thường); 5 (6 đồng ý); 6 (rất đồng ý); 7 (Hoàn toàn đồng ý)**

Mã	Nội dung nhận xét	Các mức độ						
		1	2	3	4	5	6	7
A1	Trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá	1	2	3	4	5	6	7
A2	Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	1	2	3	4	5	6	7
A3	Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	1	2	3	4	5	6	7
A4	Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	1	2	3	4	5	6	7
A5	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	1	2	3	4	5	6	7
A6	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	1	2	3	4	5	6	7
A7	Trên TTCK Việt Nam phần lớn nhà đầu tư là nghiệp dư và đầu tư theo phong trào	1	2	3	4	5	6	7
A8	Nguyên nhân chính làm nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam thua lỗ là do tâm lý đầu tư theo bầy đàn	1	2	3	4	5	6	7
A9	TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	1	2	3	4	5	6	7

**XIN CHÂN THÀNH CẢM ƠN!**

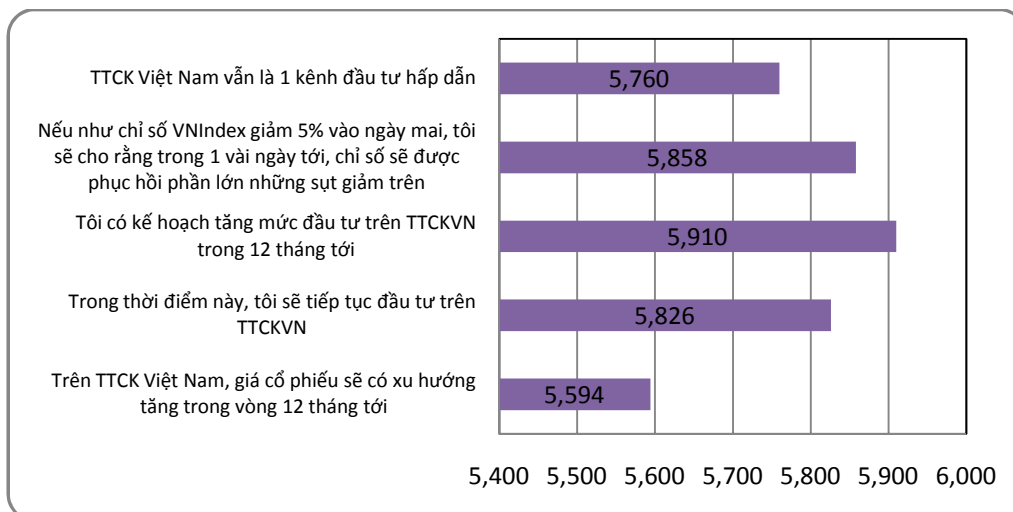
<sup>1</sup> Vandana Singhvi (2001), *Investor Sentiment: Its Measurement and Dimensions*, ProQuest Information and Learning Company, UMI 3061293



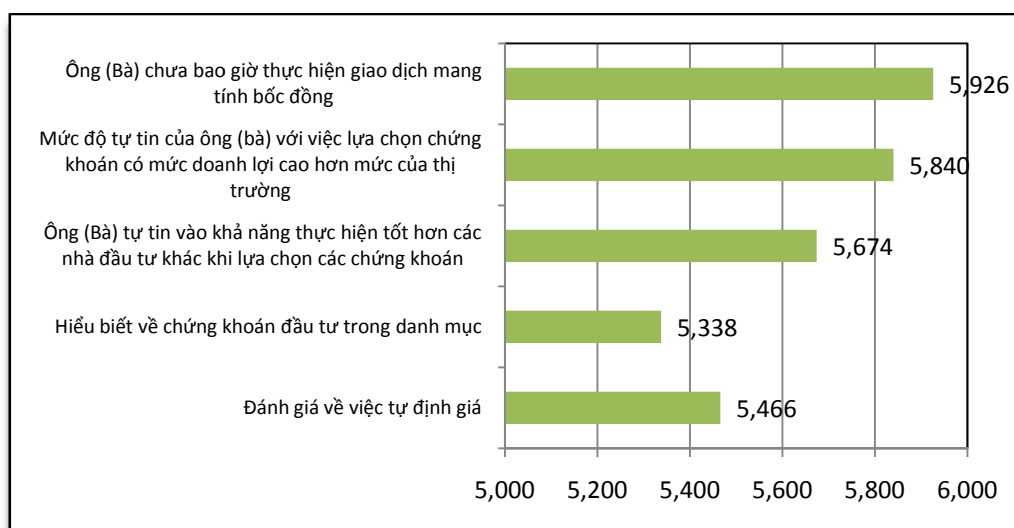
## PHỤ LỤC 2

### KẾT QUẢ XỬ LÝ SỐ LIỆU VÀ KIỂM ĐỊNH VỀ HÀNH VI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM DỰA TRÊN BẢNG HỎI VÀ KẾT QUẢ GIAO DỊCH

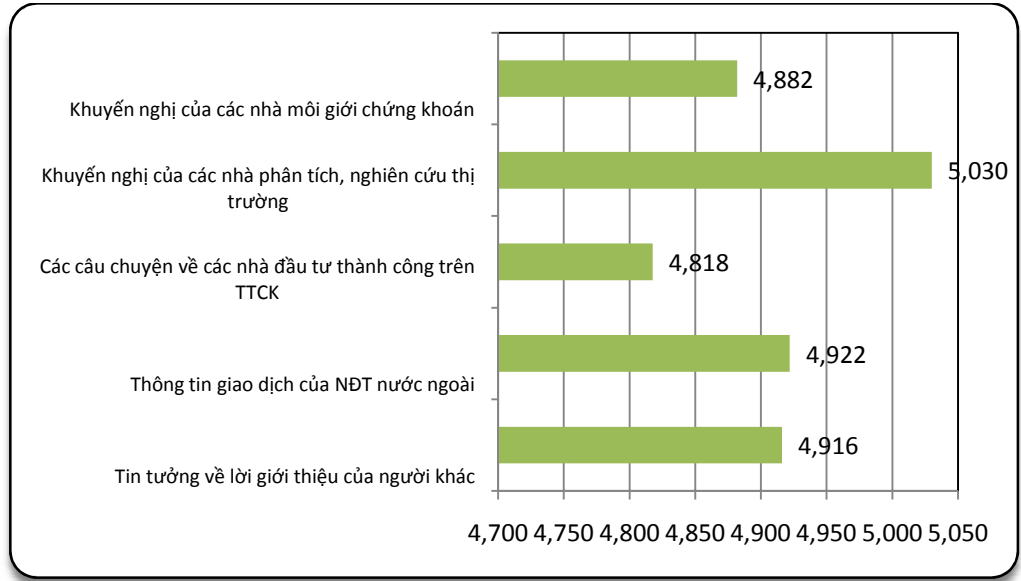
**Sơ đồ 3.1: Kết quả khảo sát về tâm lý lạc quan của nhà đầu tư**



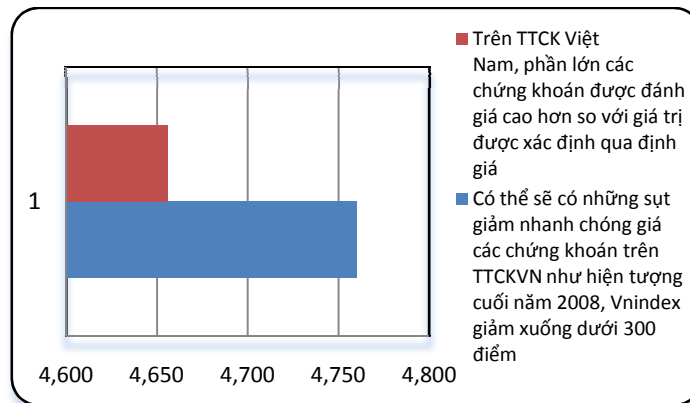
**Sơ đồ 3.2: Kết quả khảo sát về tâm lý tự tin của nhà đầu tư**



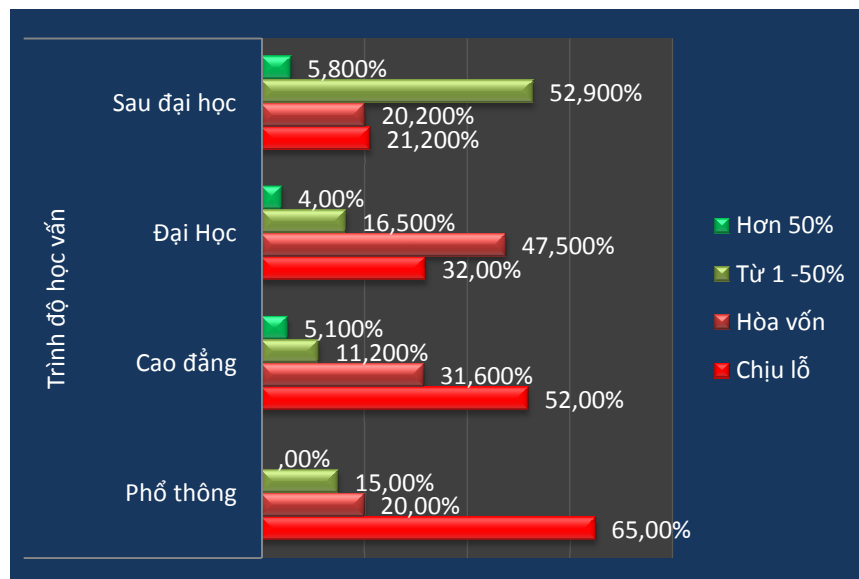
**Sơ đồ 3.3: Kết quả khảo sát tâm lý bày đàn của nhà đầu tư**



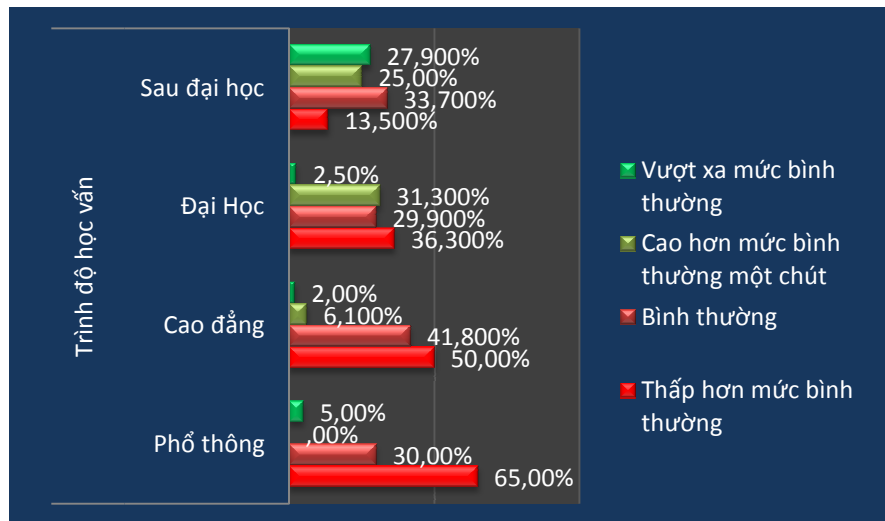
**Sơ đồ 3.4: Kết quả khảo sát tâm lý bi quan của nhà đầu tư cá nhân**



**Sơ đồ 3.5: Tỷ suất sinh lời phân theo trình độ học vấn**



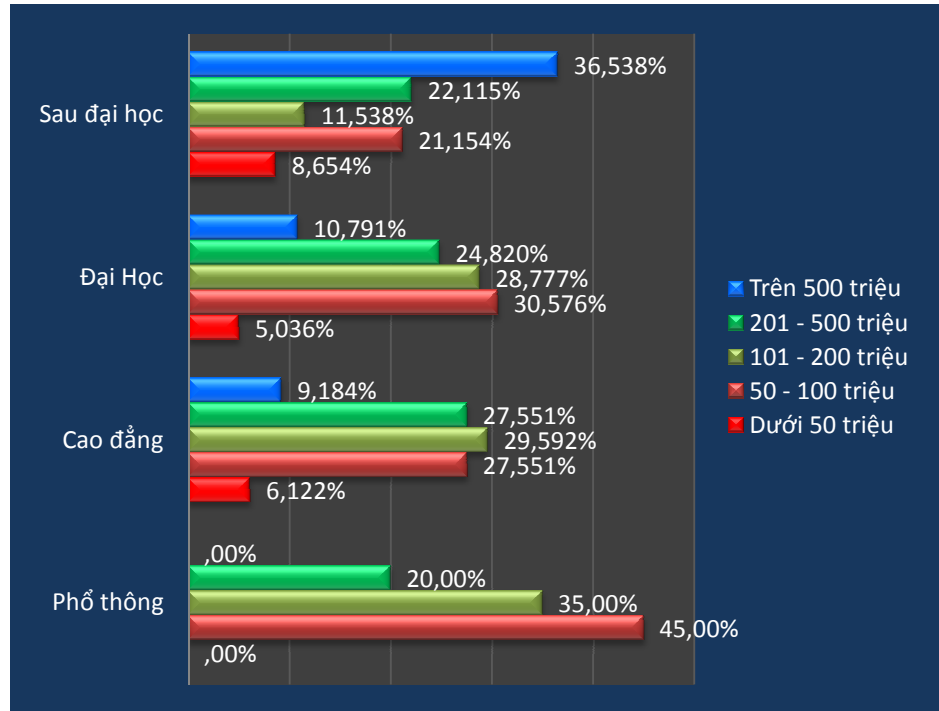
**Sơ đồ 3.6: Hiệu quả trong đầu tư chứng khoán phân theo trình độ học vấn**



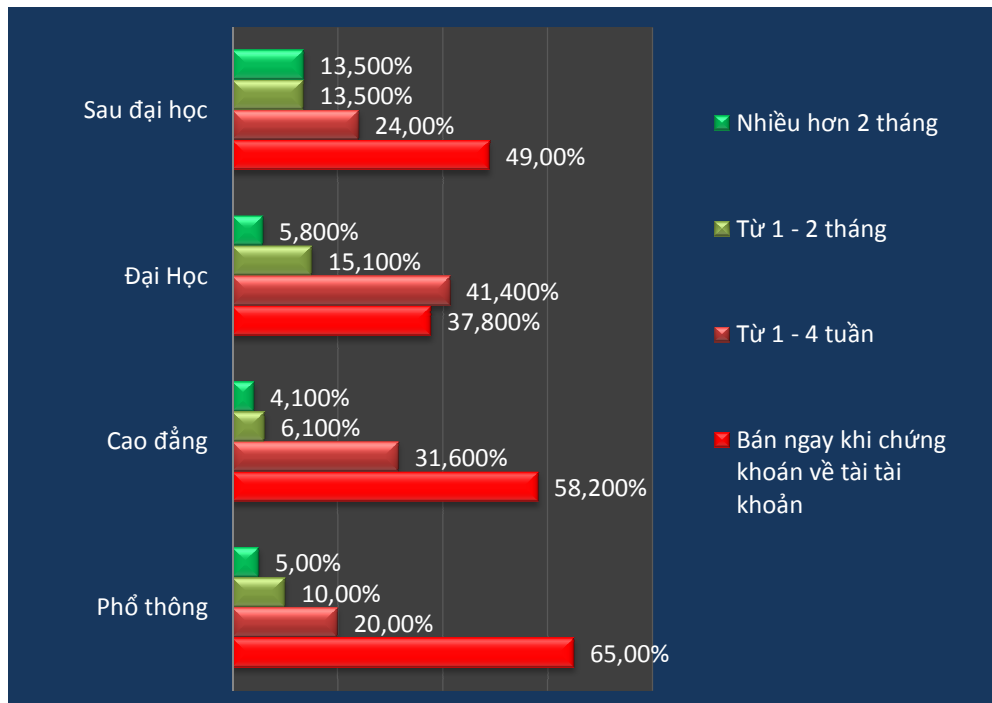
**Sơ đồ 3.7: Tần suất giao dịch phân theo trình độ học vấn**



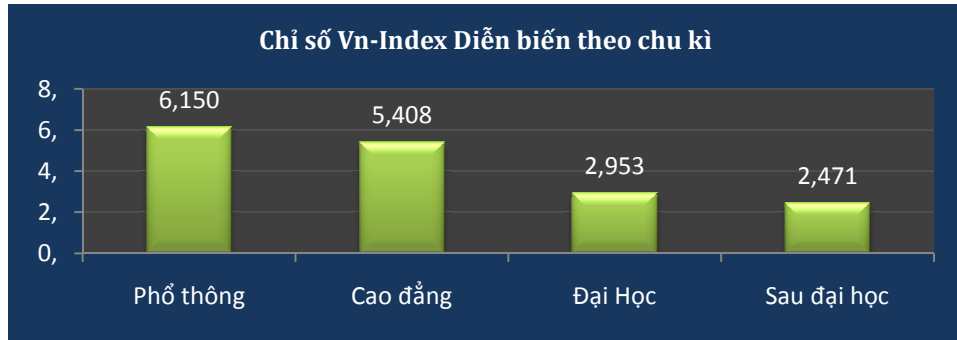
**Sơ đồ 3.8: Quy mô giao dịch phân theo trình độ học vấn**



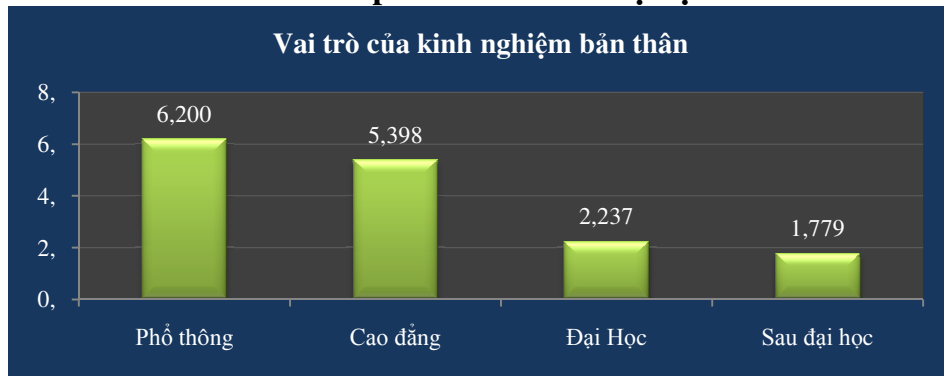
**Sơ đồ 3.9: Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán phân theo trình độ học vấn**



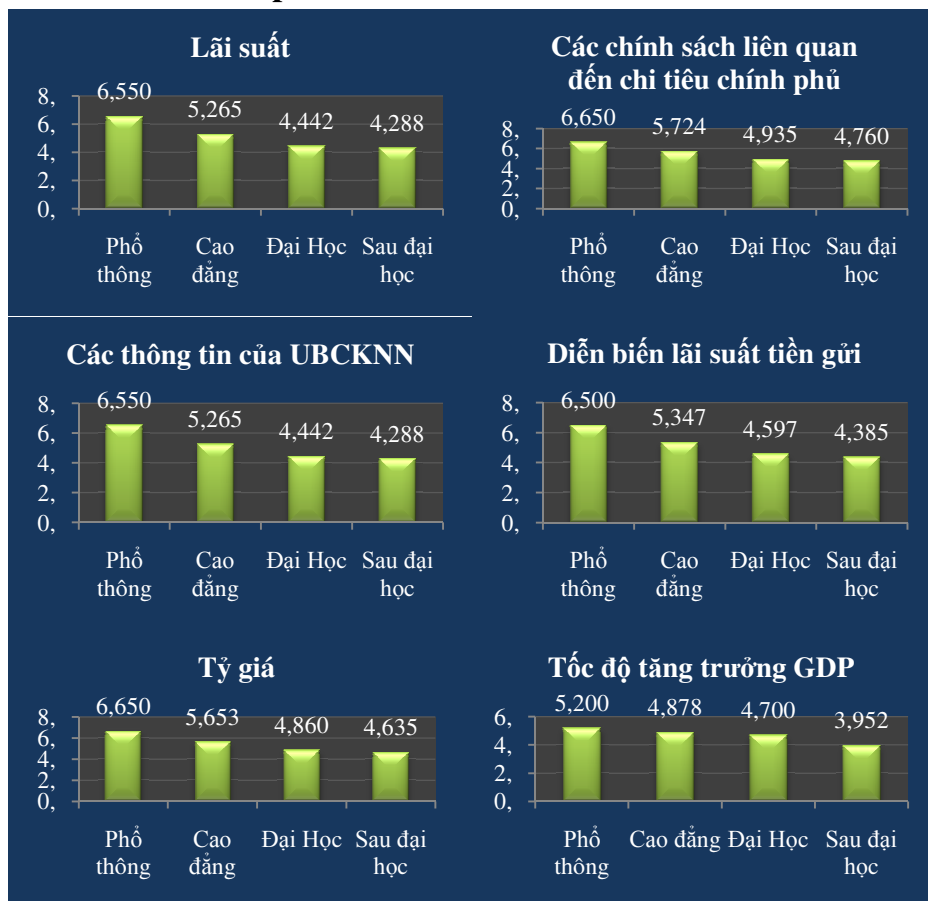
**Sơ đồ 3.10: Khả năng dự đoán Vnindex phân theo trình độ học vấn**



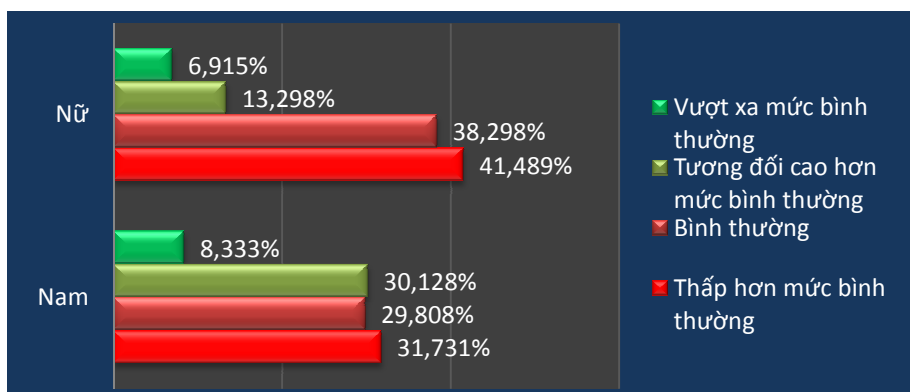
**Sơ đồ 3.11: Đánh giá về vai trò của kinh nghiệm đầu tư phân theo trình độ học vấn**



**Sơ đồ 3.12: Mối liên hệ giữa trình độ học vấn và các nhóm yếu tố thuộc phân tích các nhân tố vĩ mô**



**Sơ đồ 3.13: Mức độ hiệu quả đầu tư phân chia theo giới tính**



**Bảng 3.1: Thông tin về nhân khẩu học**

		Count	Column N %	Cumulative %
Tuổi	Dưới 25	14	3%	3%
	25 - 35	167	33%	36%
	36 - 55	279	56%	92%
	Trên 55	40	8%	100%
	Total	500	100%	
Giới tính	Nam	321	64%	64%
	Nữ	179	36%	100%
	Total	500	100%	
Trình độ học vấn	Phổ thông	20	4%	4%
	Cao đẳng	98	20%	24%
	Đại Học	278	56%	79%
	Sau đại học	104	21%	100%
	Total	500	100%	
Lĩnh vực đang làm việc	Ngân hàng tài chính	8	2%	2%
	CQQL Nhà nước	51	10%	12%
	Cty Chứng khoán	354	71%	83%
	Lĩnh vực KHKT	87	17%	100%
	Lĩnh vực khác	0	0%	
	Total	500	100%	

**Bảng 3.2: Thông tin cơ bản về nhà đầu tư chứng khoán**

		Count	Column N %	Cumulative %
Tham gia khoá học về chứng khoán	Có	324	65%	65%
	Không	176	35%	100%
	Total	500	100%	
Các khóa đào tạo về chứng khoán	Cơ bản về chứng khoán	309	91%	91%
	Phân tích và đầu tư chứng khoán	275	81%	172%
	Chuyên sâu về phân tích kỹ thuật	115	34%	206%
	Chuyên sâu về chiến lược giao dịch	53	16%	221%
	Chương trình CFA	24	7%	228%
	Chương trình đào tạo khác	24	7%	235%
Total	340	235%		
Số năm kinh nghiệm	Dưới 1 năm	58	12%	12%
	1 - 3 năm	153	31%	42%
	3 - 5 năm	175	35%	77%
	Trên 5 năm	114	23%	100%
	Total	500	100%	
Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	Dưới 50 triệu	47	9%	9%
	50 - 200 triệu	157	31%	41%
	200 - 500 triệu	153	31%	71%
	500 triệu - 1 Tỷ	97	19%	91%
	Trên 1 tỷ	46	9%	100%
Total	500	100%		
Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	1 - 2 lần	147	29%	29%
	3 - 5 lần	182	36%	66%
	6 - 10 lần	128	26%	91%
	Trên 10 lần	43	9%	100%
	Total	500	100%	
Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	Dưới 50 triệu	29	6%	6%
	50 - 100 triệu	143	29%	34%
	100 - 200 triệu	128	26%	60%
	200 - 500 triệu	123	25%	85%
	Trên 500 triệu	77	15%	100%
Total	500	100%		
Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	Bán ngay khi chứng khoán về tài tài khoản	226	45%	45%
	Từ 1 - 4 tuần	175	35%	80%
	Từ 1 - 2 tháng	64	13%	93%
	Nhiều hơn 2 tháng	35	7%	100%
	Total	500	100%	

**Bảng 3.3: Động lực, Tỷ lệ sinh lời và hiệu quả của nhà đầu tư**

	Count	Column N %	Cumulative %
Động lực để đầu tư vào thị trường chứng khoán	LN cao	336	67%
	Tính rủi ro thấp	3	1%
	Thanh khoản cao	63	13%
	Động lực khác	98	20%
	Total	500	100%
Tỷ suất sinh lời	Chịu lỗ	175	35%
	Hòa vốn	188	38%
	Từ 1% -50%	115	23%
	Hơn 50%	22	4%
	Total	500	100%
Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	Thấp hơn mức bình thường	177	35%
	Bình thường	165	33%
	Tương đối cao hơn mức bình thường	119	24%
	Vượt xa mức bình thường	39	8%
	Total	500	100%



**Bảng 3.4: Đánh giá mức độ lạc quan trong đầu tư chứng khoán**

		Count	Column N %	Cumulative %
<p>Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 1</p> <p>Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 2</p>	Tình huống 1: Chắc chắn (100%) có 240.000VND	312	62%	62%
	Tình huống 2: Khả năng 25% có một khoản tiền 1.000.000VND	188	38%	100%
	Tình huống 3: chắc chắn (100%) mất 750.000 VND	188	38%	38%
	Tình huống 4: Có 75% khả năng mất 1.000.000 VND	312	62%	100%
	Total	500	100%	
<p>Quyết định 1</p> <p>Quyết định 2</p>	Tình huống 1: Tình huống 1: Bán chứng khoán ngay và chịu lỗ 10.000 đồng	262	52%	52%
	Tình huống 2: Nắm giữ chứng khoán trong 1 tháng tới	238	48%	100%
	Total	500	100%	
	Tình huống 1: Tình huống 1: Bán chứng khoán ngay và chịu lỗ 10.000 đồng	276	55%	55%
	Tình huống 2: Nắm giữ chứng khoán trong 1 tháng tới	224	45%	100%
	Total	500	100%	
<p>Giả sử bạn sẽ có một khoản tiền 3.000.000 VND trong tương lai. Hãy chọn các tình huống phù hợp:</p>	Tình huống 1: Chắc chắn 100% có một khoản 1.000.000 VND	265	53%	53%
	Tình huống 2: 50% có được 2.000.000 VND	235	47%	100%
	Total	500	100%	
<p>Giả sử bạn có một khoản tiền 5.000.000 VND. Hãy chọn các tình huống phù hợp:</p>	Tình huống 1: Chắc chắn (100%) mất 1.000.000 VND	266	53%	53%
	Tình huống 2: 50% mất 2.000.000 VND	234	47%	100%
	Total	500	100%	
<p>Hãy cho biết giá trị x mà tại đó bạn sẽ cảm thấy 2 sự lựa chọn sau là như nhau”</p>	0 USD	0	0%	0%
	1USD - 25 USD	111	22%	22%
	26-50 USD	261	52%	74%
	51-100 USD	82	16%	91%
	Trên 100USD	46	9%	100%
	Total	500	100%	

Lựa chọn tình huống phù hợp	Tình huống 1: 0,1% (một phần nghìn) sẽ thu được 5000 USD	163	33%	33%
	Tình huống 2: Chắc chắn 100% thu được 5 USD	337	67%	100%
	Total	500	100%	
Lựa chọn tình huống phù hợp	Tình huống 1: 0,1% sẽ mất 5000 USD	259	52%	52%
	Tình huống 2: Chắc chắn sẽ mất 5 USD	241	48%	100%
	Total	500	100%	
Lựa chọn tình huống trong các quyết định song hành	Tình huống 1: 80% thu được 4000 USD	221	44%	44%
	Tình huống 2: Chắc chắn (100%) thu được 3000USD	279	56%	100%
	Total	500	100%	
Lựa chọn tình huống trong các quyết định song hành	Tình huống 1: 20% thu được 4000 USD	302	60%	60%
	Tình huống 2: 25% thu được 3000 USD	198	40%	100%
	Total	500	100%	
Lựa chọn tình huống trong các quyết định song hành	Tình huống 1: 45% thu được 6000 USD	147	29%	29%
	Tình huống 2: 90% thu được 3000 USD	353	71%	100%
	Total	500	100%	
Lựa chọn tình huống trong các quyết định song hành	Tình huống 1: 0,1% (một phần nghìn) thu được 6000 USD	314	63%	63%
	Tình huống 2: 0,2% (hai phần nghìn) thu được 3000 USD	186	37%	100%
	Total	500	100%	

**Bảng 3.5: Đánh giá khả năng dự báo về thị trường của nhà đầu tư**

	Count	Column N %	Mean	
Dự đoán về chỉ số Vn-Index	1 - Hoàn toàn không dễ dàng	93	18,6%	3,17
	2	73	14,6%	
	3	121	24,2%	
	4	113	22,6%	
	5	80	16,0%	
	6	9	1,8%	
	7 - Hoàn toàn dễ dàng	11	2,2%	
Đánh giá về hiện tượng bong bóng trên thị trường Ck vào tháng 3 năm 2007	1 - Hoàn toàn không dễ dàng	47	9,4%	3,89
	2	81	16,2%	
	3	92	18,4%	
	4	75	15,0%	
	5	114	22,8%	
	6	47	9,4%	
	7 - Hoàn toàn dễ dàng	44	8,8%	
Đánh giá về việc tự định giá	1 - Hoàn toàn không dễ dàng	49	9,8%	3,602
	2	64	12,8%	
	3	119	23,8%	
	4	121	24,2%	
	5	111	22,2%	
	6	24	4,8%	
	7 - Hoàn toàn dễ dàng	12	2,4%	
Hiểu biết về chứng khoán đầu tư trong danh mục	1 - Hoàn toàn không hiểu biết đầy đủ	24	4,8%	4,194
	2	33	6,6%	
	3	91	18,2%	
	4	119	23,8%	
	5	151	30,2%	
	6	71	14,2%	
	7 - Hoàn toàn hiểu biết đầy đủ	11	2,2%	

**Bảng 3.6: Đánh giá của nhà đầu tư về các yếu tố làm tăng khả năng sinh lợi**

	1 - Hoàn toàn không tác động	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn tác động	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Do kỹ năng đầu tư	3,6%	2,0%	18,2%	16,6%	25,8%	19,8%	14,0%	4,7440
Sự kết hợp giữa kỹ năng và sự may mắn	1,6%	4,4%	8,6%	19,2%	24,8%	20,6%	20,8%	5,0620
Sự may mắn	7,4%	14,0%	12,0%	17,0%	23,8%	14,4%	11,4%	4,2460
Do sử dụng các phương pháp định giá	7,2%	14,2%	18,8%	20,2%	29,0%	7,0%	3,6%	3,8500
Do sử dụng phương pháp phân tích kỹ thuật	6,4%	11,8%	13,8%	19,4%	30,2%	12,6%	5,8%	4,1620
Yếu tố khác	5,6%	7,8%	17,6%	27,2%	25,0%	10,6%	6,2%	4,1480

**Bảng 3.7: Thái độ của nhà đầu tư chứng khoán**

	1 - Hoàn toàn không quan trọng	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn quan trọng	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Vai trò của kinh nghiệm bản thân	17%	39%	17%	3%	15%	7%	3%	2,92
Độ tin tưởng một thông tin bất lợi	25%	58%	16%	1%	0%	0%	0%	1,93
	1 - Hoàn toàn không tin tưởng	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn tin tưởng	Mean
Do tin tuong ve su tang gia cua chung khoan lan dau duoc phat hanh	17%	21%	17%	23%	10%	9%	3%	3,26
Tin tuong ve loi gioi thieu tu nguoi khac	8%	14%	22%	30%	14%	10%	2%	3,67
Chỉ số Vn-Index Diễn biến theo chu kì	16%	26%	9%	16%	12%	18%	2%	3,46

**Bảng 3.8: Đánh giá tác các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào chứng khoán**

	1 - Hoàn toàn không quan trọng	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn quan trọng	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Lãi suất	4%	4%	18%	20%	21%	18%	15%	4,656
Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	2%	2%	4%	23%	32%	17%	20%	5,122
Các thông tin của UBCKNN	1%	3%	10%	25%	25%	18%	19%	5,000
Tỷ lệ lạm phát	0%	15%	21%	40%	15%	8%	0%	3,802
Tỷ lệ thất nghiệp	2%	1%	8%	36%	53%	0%	0%	4,370
Diễn biến lãi suất tiền gửi	2%	4%	16%	21%	22%	18%	17%	4,776
Giá xăng dầu	2%	2%	11%	42%	44%	%	0%	4,248
Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	0%	4%	16%	41%	26%	13%	0%	4,268
Tỷ giá	1%	2%	10%	24%	24%	21%	18%	5,040
Các thông tin từ Internet	2%	2%	4%	32%	60%	0%	0%	4,458
Sự tiếp thị của các quỹ đầu tư	6%	13%	33%	25%	22%	0%	%	3,466
Tốc độ tăng trưởng GDP	0%	4%	4%	33%	31%	28%	0%	4,750
Hiệu quả hoạt động của TTCK	0%	0%	2%	10%	23%	35%	30%	5,816
Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	0%	0%	3%	3%	22%	40%	32%	5,950
Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	0%	0%	2%	8%	24%	36%	30%	5,846
Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	0%	%	1%	1%	12%	37%	50%	6,336
Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	0%	%	2%	2%	24%	45%	26%	5,902
Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	0%	0%	2%	8%	24%	37%	29%	5,824
Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	0%	0%	1%	1%	8%	39%	51%	6,366
Sự nói lòng về cơ chế kinh doanh cho các doanh nghiệp	0%	6%	17%	38%	24%	14%	%	4,232
Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	0%	0%	1%	1%	8%	34%	56%	6,422
Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	0%	0%	2%	1%	15%	36%	47%	6,260

**Bảng 3.9: Đánh giá tác động của các yếu tố liên quan thuộc về bản thân chứng khoán đến quyết định của nhà đầu tư**

	1 - Hoàn toàn không quan trọng	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn quan trọng	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)	0,0%	,2%	2,4%	6,6%	34,6%	33,6%	22,6%	5,668
Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết	0,0%	0,0%	2,6%	1,2%	3,8%	31,0%	61,4%	6,474
Giá trị sổ sách	0,0%	0,0%	7,2%	20,4%	39,0%	24,4%	9,0%	5,076
Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	1,4%	1,6%	19,2%	9,2%	29,2%	19,0%	20,4%	5,018
Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	1,8%	1,8%	23,8%	11,2%	22,8%	18,8%	19,8%	4,870
Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư	2,2%	9,0%	29,8%	8,2%	15,0%	25,8%	10,0%	4,422
Cổ tức	0,0%	0,0%	8,0%	8,0%	27,4%	26,6%	30,0%	5,626
Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu	0,0%	0,0%	3,8%	4,0%	6,2%	36,0%	50,0%	6,244
Dòng tiền trên cổ phiếu	0,0%	0,0%	3,8%	8,6%	27,2%	33,0%	27,4%	5,716
Thông tin mua bán nội gián	1,2%	2,8%	20,4%	10,0%	26,4%	18,4%	20,8%	4,960
Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó	0,0%	0,0%	1,8%	3,2%	17,4%	37,8%	39,8%	6,106
Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó	1,4%	3,2%	25,8%	9,0%	21,4%	19,8%	19,4%	4,828
Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	0,0%	0,0%	4,4%	10,2%	43,8%	31,0%	10,6%	5,332
Các thông tin về chủ sở hữu, khách hàng và đối thủ cạnh tranh của công ty	0,0%	0,0%	15,6%	21,6%	40,2%	15,0%	7,6%	4,774
Chỉ số vòng quay hàng hoá	0,0%	0,0%	4,6%	16,0%	41,2%	25,8%	12,4%	5,254
Vị trí địa lí của công ty	1,0%	7,6%	34,2%	54,4%	2,8%	0,0%	0,0%	3,504

Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)	0,0%	0,0%	3,4%	11,2%	36,6%	35,0%	13,8%	5,446
Tình hình của ngành	0,0%	0,0%	1,4%	2,0%	11,8%	41,8%	43,0%	6,230
Khả năng thanh toán lãi	0,0%	,2%	6,8%	8,4%	45,6%	26,4%	12,6%	5,290
Trực giác, khả năng cảm nhận	1,6%	3,8%	28,2%	11,2%	17,8%	19,4%	18,0%	4,700
Quy mô của công ty	0,0%	0,0%	1,4%	1,4%	7,0%	39,2%	51,0%	6,370
Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)	0,0%	0,0%	2,2%	9,8%	22,6%	35,4%	30,0%	5,812
Khả năng bị thâm tóm	1,4%	3,2%	25,8%	9,0%	21,4%	19,8%	19,4%	4,828
Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ	0,0%	0,0%	3,8%	1,2%	24,0%	40,2%	30,8%	5,930
Suất sinh lời của các khoản đầu tư ( ROI)	0,0%	0,0%	3,0%	3,4%	22,0%	39,4%	32,2%	5,944
Tin đồn	1,8%	1,8%	23,8%	11,2%	22,8%	18,8%	19,8%	4,870
Thương hiệu	0,0%	0,0%	1,6%	1,0%	7,8%	32,8%	56,8%	6,422
Tỷ lệ sở hữu của các tổ chức	4,6%	11,0%	27,0%	36,6%	20,8%	0,0%	0,0%	3,580
Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp	0,0%	0,0%	1,8%	,6%	15,2%	35,4%	47,0%	6,252
Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	0,0%	0,0%	2,2%	7,6%	23,6%	36,2%	30,4%	5,850



**Bảng 3.10: Đánh giá mức độ tin cậy các nguồn thông tin**

	1 - Hoàn toàn không tin tưởng	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn tin tưởng	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Các báo cáo tài chính	0,0%	0,0%	2,0%	3,4%	18,8%	44,8%	31,0%	5,99
Thông tin giao dịch trong quá khứ	0,0%	0,0%	1,2%	4,8%	31,8%	45,0%	17,2%	5,72
Các báo cáo nhận định thị trường của các CTCK	0,0%	0,0%	3,2%	10,6%	45,4%	32,8%	8,0%	5,32
Tư vấn đầu tư của CTCK và của các chuyên gia phân tích đầu tư chứng khoán	0,0%	0,0%	,8%	4,4%	25,6%	43,8%	25,4%	5,89
Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài	0,0%	0,0%	1,4%	3,8%	11,4%	43,6%	39,8%	6,17
Thông tin bất thường từ doanh nghiệp	0,0%	,2%	1,2%	3,2%	23,0%	47,8%	24,6%	5,91
Thông tin nội gián nghe được	4,2%	2,8%	29,6%	23,2%	5,4%	19,2%	15,6%	4,43
Tin đồn	4,6%	1,8%	37,2%	18,0%	2,6%	24,0%	11,8%	4,31
Thông tin tích cực về triển vọng tăng trưởng kinh tế	0,0%	0,0%	,6%	1,4%	6,8%	27,2%	64,0%	6,53
Thông tin từ “những người làm giá” chứng khoán	3,6%	3,8%	23,4%	27,0%	6,6%	15,4%	20,2%	4,56
Thông tin các dự án mới của doanh nghiệp	0,0%	0,0%	,8%	1,6%	11,6%	37,0%	49,0%	6,32
Thông tin tiêu cực về khủng hoảng kinh tế	0,0%	0,0%	1,2%	,8%	5,4%	36,2%	56,4%	6,46

**Bảng 3.11: Nhà đầu tư chứng khoán tự đánh giá về bản thân**

	1- Hoàn toàn không đồng ý	2	3	4	5	6	7 Hoàn toàn đồng ý	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %		Row N %	
Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	0,0%	0,0%	2,6%	2,8%	40,2%	31,8%	22,6%	5,69
Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	0,0%	0,0%	2,2%	9,8%	22,6%	35,4%	30,0%	5,81
Ông (Bà) nắm giữ danh mục có thể đa dạng hoá dễ dàng	0,0%	0,0%	7,2%	20,4%	39,0%	24,4%	9,0%	5,08
Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	0,0%	0,0%	3,0%	3,4%	22,0%	39,4%	32,2%	5,94
Mức độ ảnh hưởng của cảm xúc tới hoạt động đầu tư của ông (bà)	,2%	,4%	10,4%	3,4%	27,8%	28,0%	29,8%	5,61
Mức độ tự tin của ông (bà) với việc lựa chọn chứng khoán có mức doanh lợi cao hơn mức của thị trường	0,0%	0,0%	2,2%	7,6%	23,6%	36,2%	30,4%	5,85
Ông (Bà) vội vàng bán đi các chứng khoán đang có lời	,2%	1,6%	10,4%	1,6%	10,2%	34,2%	41,8%	5,90
Ông (Bà) cân nhắc các thông tin trước khi thực hiện các giao dịch	6,4%	17,2%	39,0%	23,0%	14,4%	0,0%	0,0%	3,22
Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	0,0%	0,0%	4,4%	10,2%	43,8%	31,0%	10,6%	5,33
Ông (Bà) là một nhà đầu tư năng động	0,0%	0,0%	3,4%	11,2%	36,6%	35,0%	13,8%	5,45
Ông (Bà) luôn luôn cân nhắc thật cẩn thận trước khi thực hiện giao dịch	0,0%	0,0%	2,6%	7,6%	24,0%	36,2%	29,6%	5,83
Ông (Bà) luôn có một triết lý đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ triết lý đó	0,0%	0,0%	2,2%	2,2%	17,6%	31,4%	46,6%	6,18
Ông (Bà) luôn có một chiến lược đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ chiến lược đó	0,0%	0,0%	2,6%	3,2%	18,6%	37,6%	38,0%	6,05

**Bảng 3.12: Đánh giá về khả năng tiếp cận thông tin trên TTCK**

	Hoàn toàn không dễ dàng	2	3	4	5	6	Hoàn toàn dễ dàng	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Các báo cáo tài chính của doanh nghiệp	9,2%	25,6%	27,4%	17,4%	18,8%	,4%	1,2%	3,170
Thông tin bất thường từ doanh nghiệp	20,2%	41,4%	8,6%	16,0%	9,8%	2,0%	2,0%	2,678
Thông tin về các dự án mới của doanh nghiệp	6,6%	24,8%	38,8%	19,6%	9,0%	,6%	,6%	3,038
Các báo cáo phân tích và nhận định thị trường	2,0%	44,8%	38,0%	9,2%	6,0%	0,0%	0,0%	2,724
Thông tin từ “những người làm giá” chứng khoán	14,0%	18,4%	44,8%	18,0%	4,8%	0,0%	0,0%	2,812
Thông tin từ cơ quan quản lý thị trường (UBCKNN, Sở GDCK...)	11,6%	30,8%	32,8%	19,8%	3,2%	1,0%	,8%	2,784
Thông tin chính thống về kinh tế Việt Nam	8,8%	26,0%	35,0%	21,4%	8,8%	0,0%	0,0%	2,954
Tin đồn	14,2%	39,6%	31,4%	6,4%	8,4%	0,0%	0,0%	2,552

**Bảng 3.13: Cách nhìn nhận thị trường chứng khoán của nhà đầu tư**

	1- Hoàn toàn không đồng ý	2	3	4	5	6	7 - Hoàn toàn đồng ý	Mean
	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	Row N %	
Trên TTCK Việt Nam, phần lớn các chứng khoán được đánh giá cao hơn so với giá trị được xác định qua định giá	3,8%	,6%	7,8%	33,6%	54,2%	0,0%	0,0%	4,338
Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	0,0%	0,0%	6,2%	13,2%	33,0%	25,4%	22,2%	5,442
Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	0,0%	0,0%	2,2%	9,8%	22,6%	35,4%	30,0%	5,812
Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	0,0%	0,0%	3,0%	3,4%	22,0%	39,4%	32,2%	5,944
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	0,0%	0,0%	2,2%	7,6%	23,6%	36,2%	30,4%	5,850
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	1,4%	2,0%	11,8%	41,8%	43,0%	0,0%	0,0%	4,230
Trên TTCK Việt Nam phần lớn nhà đầu tư là nghiệp dư và đầu tư theo phong trào	1,4%	1,4%	7,0%	39,2%	51,0%	0,0%	0,0%	4,370
Nguyên nhân chính làm nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam thua lỗ là do tâm lý đầu tư theo bầy đàn	1,6%	1,0%	7,8%	32,8%	56,8%	0,0%	0,0%	4,422
TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	0,0%	0,0%	2,6%	7,6%	24,0%	36,2%	29,6%	5,826

**Bảng 3.14: Phân tích nhân tố nhằm chia nhóm tâm lý nhà đầu tư chứng khoán**

KMO and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.779
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	8247.612
	df	171
	Sig.	0.000

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	8.690	63.154	1.651	8.690	63.154
4	1.493	7.856	71.010	1.493	7.856	71.010
5	1.232	6.485	77.496	1.232	6.485	77.496
6	.891	4.690	82.186			
7	.781	4.112	86.298			
8	.490	2.580	88.879			
9	.400	2.107	90.985			

**Bảng 3.15: Ma trận xoay nhân tố**

Rotated Component Matrix <sup>a</sup>					
	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	-0.030
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	0.040
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	0.040
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	0.450	-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	0.100	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	0.160	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	0.060	0.8621

Extraction Method: Principal Component Analysis.  
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

**Bảng 3.16: 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 Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
<b>Cronbach's Alpha=0.8979</b>				
Mức độ tự tin của nhà đầu tư trên TTCK				
c18 Đánh giá về việc tự định giá	22.78	11.556	.783	.8692
c19 Hiểu biết về chứng khoán đầu tư trong danh mục	22.91	12.238	.715	.8840
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	11.520	.684	.8895
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	22.32	10.678	.789	.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	22.40	10.213	.793	.8665
<b>Cronbach's Alpha=0.9227</b>				
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	.697	.9223
c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	23.12	14.644	.800	.9050
c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	23.04	14.361	.853	.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	.830	.8990
c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	23.19	14.590	.820	.9011
<b>Cronbach's Alpha=0.9440</b>				
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	.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	.897	
<b>Cronbach's Alpha=0.8220</b>				
Thái độ đối với rủi ro				
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	5.44	.912	.704	
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	5.81	1.186	.704	
<b>Cronbach's Alpha=0.8875</b>				
Tâm lý bày đàn				
c28 Tin tưởng về lời giới thiệu của người khác	19.65	20.424	.786	.8519
c30_8 Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	19.75	21.659	.719	.8676
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	19.54	18.631	.764	.8554
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	19.68	18.980	.673	.8816
c32_5 Thông tin giao dịch của NĐT nước ngoài	19.64	20.648	.744	.8603

**Bảng 3.17: 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**

<b>Component Matrix</b>		
Tâm lý lạc quan	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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	

<b>Component Matrix</b>		
Tâm lý lạc quan	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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 TTCKVN	,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	

<b>Component Matrix</b>		
Tâm lý bi quan	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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 bày đàn	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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

**Bảng 3.18: Mối liên hệ giữa học vấn và các nhóm yếu tố tâm lý nhà đầu tư trong hành vi của 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

	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 3.19: Mối liên hệ giữa tuổi và các nhóm yếu tố tâm lý trong hành vi của 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 bày 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

	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 bày 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%)

**Bảng 3.20: Mối liên hệ giữa học vấn và tỉ suất sinh lời**

c7 Tỷ suất sinh lời * c1 Trình độ học vấn Crosstabulation							
			Trình độ học vấn				Total
			Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học	
Tỷ suất sinh lời	Chịu lỗ	Count	13	51	89	22	175
		% within Tỷ suất sinh lời	7,4%	29,1%	50,9%	12,6%	100,0%
		% within trình độ học vấn	65,0%	52,0%	32,0%	21,2%	35,0%
	Hòa vốn	Count	4	31	132	21	188
		% within Tỷ suất sinh lời	2,1%	16,5%	70,2%	11,2%	100,0%
		% within trình độ học vấn	20,0%	31,6%	47,5%	20,2%	37,6%
	Từ 1 -50%	Count	3	11	46	55	115
		% within Tỷ suất sinh lời	2,6%	9,6%	40,0%	47,8%	100,0%
		% within trình độ học vấn	15,0%	11,2%	16,5%	52,9%	23,0%
	Hơn 50%	Count	0	5	11	6	22
		% within Tỷ suất sinh lời	0,0%	22,7%	50,0%	27,3%	100,0%
		% within trình độ học vấn	0,0%	5,1%	4,0%	5,8%	4,4%
Total	Count	20	98	278	104	500	
	% within Tỷ suất sinh lời	4,0%	19,6%	55,6%	20,8%	100,0%	
	% within trình độ học vấn	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Kendall's tau-b=0.276		Approx. Sig.=0.000		
			Gamma=0.413		Approx. Sig.=0.000		

**Bảng 3.21: Mối liên hệ giữa Học vấn và Mức độ hiệu quả trong đầu tư chứng khoán**

c20 Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK \* c1 Trình độ học vấn Crosstabulation

			trình độ học vấn				Total
			Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học	
Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	Thấp hơn mức bình thường	Count	13	49	101	14	177
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	7,3%	27,7%	57,1%	7,9%	100,0%
		% within trình độ học vấn	65,0%	50,0%	36,3%	13,5%	35,4%
	Bình thường	Count	6	41	83	35	165
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	3,6%	24,8%	50,3%	21,2%	100,0%
		% within trình độ học vấn	30,0%	41,8%	29,9%	33,7%	33,0%
	Cao hơn mức bình thường một chút	Count	0	6	87	26	119
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	0,0%	5,0%	73,1%	21,8%	100,0%
		% within trình độ học vấn	0,0%	6,1%	31,3%	25,0%	23,8%
	Vượt xa mức bình thường	Count	1	2	7	29	39
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	2,6%	5,1%	17,9%	74,4%	100,0%
		% within trình độ học vấn	5,0%	2,0%	2,5%	27,9%	7,8%
Total	Count	20	98	278	104	500	
	% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	4,0%	19,6%	55,6%	20,8%	100,0%	
	% within trình độ học vấn	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Kendall's tau-b=0.324		Approx. Sig.=0.000		
			Gamma=0.483		Approx. Sig.=0.000		

**Bảng 3.22: Mối liên hệ giữa học vấn và Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng**

Crosstab

		Trình độ học vấn				Total	
		Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học		
Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	1 - 2 lần	Count	4	8	70	65	147
		% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	2,7%	5,4%	47,6%	44,2%	100,0%
		% within trình độ học vấn	20,0%	8,2%	25,2%	62,5%	29,4%
	3 - 5 lần	Count	2	7	150	23	182
		% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	1,1%	3,8%	82,4%	12,6%	100,0%
		% within trình độ học vấn	10,0%	7,1%	54,0%	22,1%	36,4%
	6 - 10 lần	Count	4	70	48	6	128
		% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	3,1%	54,7%	37,5%	4,7%	100,0%
		% within trình độ học vấn	20,0%	71,4%	17,3%	5,8%	25,6%
	Trên 10 lần	Count	10	13	10	10	43
		% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	23,3%	30,2%	23,3%	23,3%	100,0%
		% within trình độ học vấn	50,0%	13,3%	3,6%	9,6%	8,6%
Total	Count	20	98	278	104	500	
	% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	4,0%	19,6%	55,6%	20,8%	100,0%	
	% within trình độ học vấn	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Kendall's tau-b= -0.450			Approx. Sig.=0.000		
		Gamma= -0.620			Approx. Sig.=0.000		

**Bảng 3.23: Mối liên hệ giữa Học vấn và Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch**

Crosstab

			Trình độ học vấn				Total
			Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học	
Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	Dưới 50 triệu	Count	0	6	14	9	29
		% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	0,0%	20,7%	48,3%	31,0%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	0,0%	6,1%	5,0%	8,7%	5,8%
	50 - 100 triệu	Count	9	27	85	22	143
		% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	6,3%	18,9%	59,4%	15,4%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	45,0%	27,6%	30,6%	21,2%	28,6%
	101 - 200 triệu	Count	7	29	80	12	128
		% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	5,5%	22,7%	62,5%	9,4%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	35,0%	29,6%	28,8%	11,5%	25,6%
	201 - 500 triệu	Count	4	27	69	23	123
		% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	3,3%	22,0%	56,1%	18,7%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	20,0%	27,6%	24,8%	22,1%	24,6%
	Trên 500 triệu	Count	0	9	30	38	77
		% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	0,0%	11,7%	39,0%	49,4%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	0,0%	9,2%	10,8%	36,5%	15,4%
Total	Count	20	98	278	104	500	
	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	4,0%	19,6%	55,6%	20,8%	100,0%	
	% within Trình độ học vấn	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Kendall's tau-c= 0.118			Approx. Sig.=0.001	
			Gamma= 0.188			Approx. Sig.=0.001	

**Bảng 3.24: Mối liên hệ giữa Học vấn và Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán**

Crosstab							
		Trình độ học vấn				Total	
		Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học		
Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	Bán ngay khi chứng khoán về tài tài khoản	Count	13	57	105	51	226
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	5,8%	25,2%	46,5%	22,6%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	65,0%	58,2%	37,8%	49,0%	45,2%
	Từ 1 - 4 tuần	Count	4	31	115	25	175
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	2,3%	17,7%	65,7%	14,3%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	20,0%	31,6%	41,4%	24,0%	35,0%
	Từ 1 - 2 tháng	Count	2	6	42	14	64
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	3,1%	9,4%	65,6%	21,9%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	10,0%	6,1%	15,1%	13,5%	12,8%
	Nhiều hơn 2 tháng	Count	1	4	16	14	35
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	2,9%	11,4%	45,7%	40,0%	100,0%
		% within Trình độ học vấn	5,0%	4,1%	5,8%	13,5%	7,0%
Total	Count	20	98	278	104	500	
	% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	4,0%	19,6%	55,6%	20,8%	100,0%	
	% within Trình độ học vấn	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Kendall's tau-b=0.107			Approx. Sig.=0.010		
		Gamma= 0.170			Approx. Sig.=0.010		



**Bảng 3.25: Mối liên hệ giữa Học vấn và khả năng dự báo chỉ số Vn-Index**

<b>Multiple Comparisons</b>				
Dependent Variable: Chỉ số Vn-Index Diễn biến theo chu kì				
Tukey HSD				
(I) Trình độ học vấn		Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
Phổ thông	Cao đẳng	,742	,344	,136
	Đại Học	3.197*	,324	,000
	Sau đại học	3.679*	,342	,000
Cao đẳng	Phổ thông	-,742	,344	,136
	Đại Học	2.455*	,165	,000
	Sau đại học	2.937*	,197	,000
Đại Học	Phổ thông	-3.197*	,324	,000
	Cao đẳng	-2.455*	,165	,000
	Sau đại học	,482*	,161	,015

\*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)

	Trình độ học vấn			
	Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học
	Mean	Mean	Mean	Mean
Chỉ số Vn-Index Diễn biến theo chu kì	6,15	5,41	2,95	2,47

**Bảng 3.26: Mối liên hệ giữa học vấn và vai trò của kinh nghiệm bản thân**

<b>Multiple Comparisons</b>				
Dependent Variable: Vai trò của kinh nghiệm bản thân				
Tukey HSD				
(I) Trình độ học vấn		Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
Phổ thông	Cao đẳng	.802 <sup>*</sup>	,188	,000
	Đại Học	3.963 <sup>*</sup>	,177	,000
	Sau đại học	4.421 <sup>*</sup>	,187	,000
Cao đẳng	Phổ thông	-.802 <sup>*</sup>	,188	,000
	Đại Học	3.161 <sup>*</sup>	,090	,000
	Sau đại học	3.619 <sup>*</sup>	,108	,000
Đại Học	Phổ thông	-3.963 <sup>*</sup>	,177	,000
	Cao đẳng	-3.161 <sup>*</sup>	,090	,000
	Sau đại học	.459 <sup>*</sup>	,088	,000

\*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)

	Trình độ học vấn			
	Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học
	Mean	Mean	Mean	Mean
Vai trò của kinh nghiệm bản thân	6,20	5,40	2,24	1,78

**Bảng 3.27: Mối liên hệ giữa học vấn và các nhân tố vĩ mô trong phân tích và đầu tư chứng khoán**

	Trình độ học vấn			
	Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học
	Mean	Mean	Mean	Mean
Lãi suất	6,55	5,27	4,44	4,29
Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	6,65	5,72	4,94	4,76
Các thông tin của UBCKNN	6,55	5,45	4,85	4,67
Tỷ lệ lạm phát	4,25	3,80	3,76	3,85
Tỷ lệ thất nghiệp	4,55	4,34	4,37	4,37
Diễn biến lãi suất tiền gửi	6,50	5,35	4,60	4,38
Giá xăng dầu	4,40	4,16	4,24	4,31
Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	4,75	4,20	4,25	4,28
Tỷ giá	6,65	5,65	4,86	4,63
Các thông tin từ Internet	4,60	4,39	4,49	4,42
Sự tiếp thị của các quỹ đầu tư	3,90	3,54	3,41	3,46
Tốc độ tăng trưởng GDP	5,20	4,88	4,70	3,95
Hiệu quả hoạt động của TTCK	5,85	5,80	5,78	5,91
Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	6,20	5,89	5,94	5,98
Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	5,90	5,96	5,82	5,81
Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	6,30	6,20	6,32	6,50
Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	5,85	6,09	5,89	5,77
Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	5,70	5,87	5,82	5,82
Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	6,05	6,32	6,32	6,60
Sự nói lỏng về cơ chế kinh doanh cho các doanh nghiệp	4,55	4,06	4,25	4,29
Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	6,30	6,47	6,37	6,55
Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	6,30	6,17	6,23	6,41

	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)
Lãi suất	1.285*	2.108*	2.262*	0.823*	0.977*	0,154
Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	0.926*	1.715*	1.89*	0.789*	0.965*	0,176
Các thông tin của UBCKNN	1.101*	1.697*	1.877*	0.596*	0.776*	0,179
Tỷ lệ lạm phát	0,454	0,495	0,404	0,041	-0,050	-0,091
Tỷ lệ thất nghiệp	0,213	0,179	0,185	-0,034	-0,029	0,005
Diễn biến lãi suất tiền gửi	1.153*	1.903*	2.115*	0.75*	0.962*	0,213
Giá xăng dầu	0,237	0,155	0,092	-0,081	-0,144	-0,063
Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK	0,546	0,498	0,471	-0,048	-0,075	-0,027
Tỷ giá	0.997*	1.79*	2.015*	0.793*	1.018*	0,225
Các thông tin từ Internet	0,212	0,114	0,177	-0,098	-0,035	0,063
Sự tiếp thị của các quỹ đầu tư	0,359	0,490	0,438	0,131	0,079	-0,051
Tốc độ tăng trưởng GDP	0,322	0,500	1,248	0,178	0,926	0,748*
Hiệu quả hoạt động của TTCK	0,054	0,066	-0,063	0,012	-0,118	-0,129
Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	0,312	0,258	0,219	-0,055	-0,093	-0,038
Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	-0,059	0,083	0,092	0,143	0,151	0,009
Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	0,096	-0,024	-0,200	-0,120	-0,296	-0,176

Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	-0,242	-0,038	0,081	0,203	0,323	0,119
Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	-0,167	-0,120	-0,117	0,047	0,050	0,003
Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	-0,266	-0,270	-0,546	-0,004	-0,280	-0,276
Sự nói lỏng về cơ chế kinh doanh cho các doanh nghiệp	0,489	0,302	0,262	-0,187	-0,227	-0,040
Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	-0,169	-0,067	-0,248	0,102	-0,079	-0,181
Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	0,127	0,070	-0,113	-0,057	-0,240	-0,183
*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)						

**Bảng 3.28: Mối liên hệ giữa Học vấn và Các nhân tố liên quan đến bản thân chứng khoán định đầu tư**

	Trình độ học vấn			
	Phổ thông	Cao đẳng	Đại Học	Sau đại học
	Mean	Mean	Mean	Mean
Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)	5,60	5,79	5,60	5,75
Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết	6,50	6,42	6,49	6,47
Giá trị sổ sách	5,50	5,01	5,03	5,17
Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	6,70	5,67	4,87	4,48
Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	6,65	5,48	4,67	4,50
Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư	6,15	5,01	4,27	3,94
Thông tin mua bán nội gián	6,70	5,59	4,82	4,41
Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó	6,65	5,48	4,63	4,39
Trực giác, khả năng cảm nhận	6,60	5,34	4,46	4,38
Khả năng bị thâm tóm	6,65	5,48	4,63	4,39
Tin đồn	6,65	5,48	4,67	4,50
Cổ tức	5,65	5,63	5,57	5,76
Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu	6,25	6,21	6,24	6,29
Dòng tiền trên cổ phiếu	5,65	5,80	5,67	5,79
Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó	5,80	6,10	6,13	6,12
Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	5,35	5,32	5,30	5,42
Các thông tin về chủ sở hữu, khách hàng và đối thủ cạnh tranh của công ty	5,20	4,85	4,75	4,68
Chỉ số vòng quay hàng hoá	5,35	5,29	5,24	5,25

Vị trí địa lí của công ty	3,45	3,43	3,53	3,53
Tỷ lệ sở hữu của các tổ chức	3,35	3,50	3,62	3,61
Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)	5,25	5,45	5,43	5,53
Tình hình của ngành	6,25	6,31	6,18	6,29
Khả năng thanh toán lãi	5,25	5,23	5,27	5,39
Quy mô của công ty	6,35	6,47	6,32	6,41
Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)	5,75	6,02	5,68	5,99
Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ	5,95	5,88	5,95	5,92
Suất sinh lời của các khoản đầu tư ( ROI)	6,10	6,00	5,91	5,95
Thương hiệu	6,30	6,55	6,37	6,47
Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp	6,20	6,30	6,23	6,29
Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	5,90	5,89	5,85	5,81

	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)
Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)	-0,186	-0,001	-0,150	0,185	0,036	-0,149
Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết	0,082	0,007	0,029	-0,074	-0,053	0,022
Giá trị sổ sách	0,490	0,468	0,327	-0,022	-0,163	-0,141
Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	1.027*	1.833*	2.219*	0.807*	1.193*	0,386
Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	1.17*	1.985*	2.15*	0.814*	0.98*	0,165
Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư	1.14*	1.88*	2.208*	0.74*	1.068*	0,327
Thông tin mua bán nội gián	1.108*	1.883*	2.287*	0.775*	1.178*	0,403
Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó	1.17*	2.021*	2.256*	0.85*	1.085*	0,235
Trực giác, khả năng cảm nhận	1.263*	2.14*	2.225*	0.876*	0.962*	0,085
Khả năng bị thâm tóm	1.17*	2.021*	2.256*	0.85*	1.085*	0,235
Tin đồn	1.17*	1.985*	2.15*	0.814*	0.98*	0,165
Cổ tức	0,017	0,078	-0,110	0,061	-0,127	-0,188
Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu	0,036	0,013	-0,038	-0,023	-0,074	-0,051
Dòng tiền trên cổ phiếu	-0,146	-0,015	-0,138	0,130	0,007	-0,123



Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó	-0,302	-0,326	-0,315	-0,024	-0,013	0,011
Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	0,034	0,048	-0,073	0,014	-0,107	-0,121
Các thông tin về chủ sở hữu, khách hàng và đối thủ cạnh tranh của công ty	0,353	0,448	0,517	0,095	0,164	0,069
Chỉ số vòng quay hàng hoá	0,064	0,113	0,100	0,048	0,036	-0,013
Vị trí địa lí của công ty	0,021	-0,075	-0,079	-0,097	-0,100	-0,004
Tỷ lệ sở hữu của các tổ chức	-0,150	-0,265	-0,256	-0,115	-0,106	0,009
Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)	-0,199	-0,178	-0,279	0,021	-0,080	-0,101
Tình hình của ngành	-0,056	0,070	-0,038	0,126	0,018	-0,109
Khả năng thanh toán lãi	0,015	-0,023	-0,144	-0,039	-0,160	-0,121
Quy mô của công ty	-0,119	0,030	-0,063	0,149	0,056	-0,093
Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)	-0,270	0,074	-0,240	0,344	0,030	-0,314
Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ	0,072	0,000	0,027	-0,072	-0,046	0,027
Suất sinh lời của các khoản đầu tư (ROI)	0,100	0,190	0,148	0,090	0,048	-0,042
Thương hiệu	-0,251	-0,067	-0,171	0,184	0,080	-0,104
Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp	-0,096	-0,027	-0,088	0,069	0,007	-0,062
Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	0,012	0,051	0,092	0,039	0,080	0,041

\*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)

**Bảng 3.29: Mối liên hệ giữa Tuổi và Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán**

**c5 Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán \* tuổi Tuổi Crosstabulation**

		Tuổi				Total	
		Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55		
Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	Dưới 50 triệu	Count	6	27	13	2	48
		% within Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	12,5%	56,3%	27,1%	4,2%	100,0%
		% within Tuổi	42,9%	16,2%	4,7%	5,0%	9,6%
	50 - 200 triệu	Count	6	111	37	2	156
		% within Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	3,8%	71,2%	23,7%	1,3%	100,0%
		% within Tuổi	42,9%	66,5%	13,3%	5,0%	31,2%
	200 - 500 triệu	Count	2	16	130	5	153
		% within Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	1,3%	10,5%	85,0%	3,3%	100,0%
		% within Tuổi	14,3%	9,6%	46,6%	12,5%	30,6%
	500 triệu - 1 Tỷ	Count	0	9	72	14	95
		% within Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	0,0%	9,5%	75,8%	14,7%	100,0%
		% within Tuổi	0,0%	5,4%	25,8%	35,0%	19,0%
Trên 1 tỷ	Count	0	4	27	17	48	
	% within Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	0,0%	8,3%	56,3%	35,4%	100,0%	
	% within Tuổi	0,0%	2,4%	9,7%	42,5%	9,6%	
Total	Count	14	167	279	40	500	
	% within Tổng mức tiền đầu tư vào chứng khoán	2,8%	33,4%	55,8%	8,0%	100,0%	
	% within Tuổi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Kendall's tau-c=0.470			Approx. Sig.=0.000		
		Gamma=0.738			Approx. Sig.=0.000		

**Bảng 3.30: Mối liên hệ giữa Tuổi và Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch**

c22 Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch \* tuổi Tuổi Crosstabulation

		Tuổi				Total
		Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55	
Dưới 50 triệu	Count	5	13	9	2	29
	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	17,2%	44,8%	31,0%	6,9%	100,0%
50 - 100 triệu	% within Tuổi	35,7%	7,8%	3,2%	5,0%	5,8%
	Count	5	108	24	6	143
101 - 200 triệu	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	3,5%	75,5%	16,8%	4,2%	100,0%
	% within Tuổi	35,7%	64,7%	8,6%	15,0%	28,6%
201 - 500 triệu	Count	1	15	111	1	128
	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	0,8%	11,7%	86,7%	0,8%	100,0%
Trên 500 triệu	% within Tuổi	7,1%	9,0%	39,8%	2,5%	25,6%
	Count	3	16	94	10	123
Total	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	2,4%	13,0%	76,4%	8,1%	100,0%
	% within Tuổi	21,4%	9,6%	33,7%	25,0%	24,6%
Total	Count	0	15	41	21	77
	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	0,0%	19,5%	53,2%	27,3%	100,0%
Total	% within Tuổi	0,0%	9,0%	14,7%	52,5%	15,4%
	Count	14	167	279	40	500
Total	% within Quy mô trung bình mỗi lần giao dịch	2,8%	33,4%	55,8%	8,0%	100,0%
	% within Tuổi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Kendall's tau-c=0.450			Approx. Sig.=0.000	
		Gamma=0.672			Approx. Sig.=0.000	

**Bảng 3.31: Mối liên hệ giữa Tuổi và Mức độ mạo hiểm của nhà đầu tư**

Crosstabulation							
			Tuổi				Total
			Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55	
Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 1	Tình huống 1: Chắc chắn (100%) có 240.000VND	Count	4	79	170	28	281
		% within Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 1	1%	28%	61%	10%	100%
	Tình huống 2: Khả năng 25% có một khoản tiền 1.000.000VND	% within Tuổi	29%	47%	61%	70%	56%
		Count	10	88	109	12	219
		% within Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 1	5%	40%	50%	6%	100%
		% within Tuổi	71%	53%	39%	30%	44%
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Pearson Chi-Square=15.341			Approx. Sig.=0.002	
Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 2	Tình huống 3: chắc chắn (100%) mất 750.000 VND	Count	2	44	117	25	188
		% within Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 2	1%	23%	62%	13%	100%
	Tình huống 4: Có 75% khả năng mất 1.000.000 VND	% within Tuổi	14%	26%	42%	63%	38%
		Count	12	123	162	15	312
		% within Hãy tưởng tượng ông/bà hiện đang gặp phải 2 tình huống song hành cần ra quyết định: Trường hợp 2	4%	39%	52%	5%	100%
		% within Tuổi	86%	74%	58%	38%	62%
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Pearson Chi-Square=25.062			Approx. Sig.=0.000	

**Bảng 3.32: Mối liên hệ giữa Tuổi và Mức độ chắc chắn trong đầu tư**

			Tuổi				Total
			Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55	
Giả sử bạn sẽ có một khoản tiền 3.000.000 VND trong tương lai. Hãy chọn các tình huống phù hợp:	Tình huống 1: Chắc chắn 100% có một khoản 1.000.000 VND	Count	10	132	116	7	265
		% within Giả sử bạn sẽ có một khoản tiền 3.000.000 VND trong tương lai. Hãy chọn các tình huống phù hợp:	3,8%	49,8%	43,8%	2,6%	100,0%
	Tình huống 2: 50% có được 2.000.000 VND	% within Tuổi	71,4%	79,0%	41,6%	17,5%	53,0%
		Count	4	35	163	33	235
		% within Giả sử bạn sẽ có một khoản tiền 3.000.000 VND trong tương lai. Hãy chọn các tình huống phù hợp:	1,7%	14,9%	69,4%	14,0%	100,0%
		% within Tuổi	28,6%	21,0%	58,4%	82,5%	47,0%
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Pearson Chi-Square=82.226			Approx. Sig.=0.000	
Giả sử bạn có một khoản tiền 5.000.000 VND. Hãy chọn các tình huống phù hợp:	Tình huống 1: Chắc chắn (100%) mất 1.000.000 VND	Count	12	149	99	6	266
		% within Giả sử bạn có một khoản tiền 5.000.000 VND. Hãy chọn các tình huống phù hợp:	4,5%	56,0%	37,2%	2,3%	100,0%
	Tình huống 2: 50% mất 2.000.000 VND	% within Tuổi	85,7%	89,2%	35,5%	15,0%	53,2%
		Count	2	18	180	34	234
		% within Giả sử bạn có một khoản tiền 5.000.000 VND. Hãy chọn các tình huống phù hợp:	0,9%	7,7%	76,9%	14,5%	100,0%
		% within Tuổi	14,3%	10,8%	64,5%	85,0%	46,8%
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến			Pearson Chi-Square=151.592			Approx. Sig.=0.000	

**Bảng 3.33: Mối liên hệ giữa Tuổi và Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng**

**c21 Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng \* tuổi Tuổi Crosstabulation**

		Tuổi				Total	
		Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55		
Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	Count	1	56	76	14	147	
	1 - 2 lần	% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	,7%	38,1%	51,7%	9,5%	100,0%
		% within Tuổi	11,1%	30,3%	28,8%	33,3%	29,4%
	Count	2	76	89	15	182	
	3 - 5 lần	% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	1,1%	41,8%	48,9%	8,2%	100,0%
		% within Tuổi	22,2%	41,1%	33,7%	35,7%	36,4%
	Count	2	38	77	11	128	
	6 - 10 lần	% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	1,6%	29,7%	60,2%	8,6%	100,0%
		% within Tuổi	22,2%	20,5%	29,2%	26,2%	25,6%
	Count	4	15	22	2	43	
	Trên 10 lần	% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	9,3%	34,9%	51,2%	4,7%	100,0%
		% within Tuổi	44,4%	8,1%	8,3%	4,8%	8,6%
Total	Count	9	185	264	42	500	
	% within Số lần giao dịch trung bình trong 1 tháng	1,8%	37,0%	52,8%	8,4%	100,0%	
	% within Tuổi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Kendall's tau b=0.552			Approx. Sig.=0.000		
		Gamma=0.811			Approx. Sig.=0.000		

**Bảng 3.34: Mối liên hệ giữa Tuổi và Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán**

**c23 Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán \* tuổi Tuổi Crosstabulation**

		Tuổi				Total	
		Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55		
Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	Bán ngay khi chứng khoán về tài tài khoản	Count 8	123	85	10	226	
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	3,5%	54,4%	37,6%	4,4%	100,0%
		% within Tuổi	88,9%	66,5%	32,2%	23,8%	45,2%
	Từ 1 - 4 tuần	Count 1	37	123	14	175	
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	,6%	21,1%	70,3%	8,0%	100,0%
		% within Tuổi	11,1%	20,0%	46,6%	33,3%	35,0%
	Từ 1 - 2 tháng	Count 0	15	37	12	64	
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	0,0%	23,4%	57,8%	18,8%	100,0%
		% within Tuổi	0,0%	8,1%	14,0%	28,6%	12,8%
	Nhiều hơn 2 tháng	Count 0	10	19	6	35	
		% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	0,0%	28,6%	54,3%	17,1%	100,0%
		% within Tuổi	0,0%	5,4%	7,2%	14,3%	7,0%
Total	Count	9	185	264	42	500	
	% within Thời gian nắm giữ chứng khoán trước khi bán	1,8%	37,0%	52,8%	8,4%	100,0%	
	% within Tuổi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Kendall's tau b=0.238			Approx. Sig.=0.000		
		Gamma=0.381			Approx. Sig.=0.000		

**Bảng 3.35: Mối liên hệ giữa Tuổi và khả năng dự báo Vn-Index**

Multiple Comparisons				
Dependent Variable: Chỉ số Vn-Index Diễn biến theo chu kì Tukey HSD				
(I) Tuổi		Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
Dưới 25	25 - 35	-1,109	,506	,127
	36 - 55	-1.352*	,498	,035
	Trên 55	-3.082*	,565	,000
25 - 35	Dưới 25	1,109	,506	,127
	36 - 55	-0,24312665	,178	,521
	Trên 55	-1.974*	,320	,000
36 - 55	Dưới 25	1.352*	,498	,035
	25 - 35	0,24312665	,178	,521
	Trên 55	-1.730*	,307	,000
Trên 55	Dưới 25	3.082*	,565	,000
	25 - 35	1.974*	,320	,000
	36 - 55	1.730*	,307	,000

\*. Sự khác biệt về trị trung bình có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% (hay độ tin cậy 95%)

	Tuổi			
	Dưới 25	25 - 35	36 - 55	Trên 55
	Mean	Mean	Mean	Mean
Chỉ số Vn-Index Diễn biến theo chu kì	2,14	3,25	3,49	5,23



**Bảng 3.36: Mối liên hệ giữa Giới tính và Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK**

<b>c20 Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK * Gtinh Giới tính Crosstabulation</b>					
		Giới tính		Total	
		Nam	Nữ		
Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	Thấp hơn mức bình thường	Count	99	78	177
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	55,9%	44,1%	100,0%
		% within Giới tính	31,7%	41,5%	35,4%
	Bình thường	Count	93	72	165
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	56,4%	43,6%	100,0%
		% within Giới tính	29,8%	38,3%	33,0%
	Tương đối cao hơn mức bình thường	Count	94	25	119
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	79,0%	21,0%	100,0%
		% within Giới tính	30,1%	13,3%	23,8%
	Vượt xa mức bình thường	Count	26	13	39
		% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	66,7%	33,3%	100,0%
		% within Giới tính	8,3%	6,9%	7,8%
Total	Count	312	188	500	
	% within Mức độ hiệu quả trong đầu tư CK	62,4%	37,6%	100,0%	
	% within Giới tính	100,0%	100,0%	100,0%	
Kiểm định mối liên hệ giữa 2 biến		Pearson Chi-Square=19.983		Approx. Sig.=0.000	

**Bảng 3.36- Kết quả kiểm định và phân tích mối quan hệ giữa sinh lợi, tuổi và học vấn**

**Bảng 3.36a. 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

**Model Summary**

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

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

**Bảng 3.36b. Classification Table<sup>a</sup>**

Observed			Predicted		Percentage Correct
			re_c7		
			Chịu lỗ	Hòa vốn trở lên	
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 3.36c. Variables in the Equation**

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	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.

**Bảng 3.37: Kiểm định thang đo hành vi - thái độ nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán**

Item-Total Statistics				
Cronbach's Alpha=0.8369	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
c30_1 Lãi suất	108,78	110,412	,5300	,8242
c30_2 Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	108,31	112,112	,5762	,8214
c30_3 Các thông tin của UBCKNN	108,44	112,616	,5444	,8231
<b>c30_4 Tỷ lệ lạm phát</b>	<b>109,64</b>	<b>130,537</b>	<b>-,0448</b>	<b>,8488</b>
c30_5 Tỷ lệ thất nghiệp	109,07	121,477	,4675	,8287
c30_6 Diễn biến lãi suất tiền gửi	108,66	110,702	,5453	,8231
c30_7 Giá xăng dầu	109,19	121,821	,4356	,8297
<b>c30_8 Các câu chuyện về các nhà đầu tư thành công trên TTCK</b>	<b>108,62</b>	<b>122,710</b>	<b>,2659</b>	<b>,8361</b>
c30_9 Tỷ giá	108,39	112,874	,5427	,8232
c30_10 Các thông tin từ Internet	108,98	123,156	,3662	,8319
<b>c30_11 Sự tiếp thị của các quỹ đầu tư</b>	<b>109,97</b>	<b>124,748</b>	<b>,1774</b>	<b>,8400</b>
c30_12 Tốc độ tăng trưởng GDP	108,69	122,777	,2999	,8343
c30_13 Hiệu quả hoạt động của TTCK	107,62	119,429	,4488	,8284
c30_14 Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	107,49	121,210	,4052	,8303
c30_15 Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	107,59	119,848	,4434	,8287
c30_16 Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	107,10	122,570	,4166	,8305
c30_17 Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	107,54	119,558	,5123	,8266
c30_18 Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	107,62	119,482	,4557	,8282
c30_19 Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	107,07	121,533	,4922	,8283
<b>c30_20 Sự nói lòng về cơ chế kinh doanh cho các doanh nghiệp</b>	<b>109,21</b>	<b>126,812</b>	<b>,1068</b>	<b>,8424</b>
c30_21 Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	107,02	121,409	,4923	,8282
c30_22 Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	107,18	121,444	,4528	,8291

**Bảng 3.38: Nhận diện các nhóm hành vi thái độ nhà đầu tư chứng khoán  
thông qua phân tích nhân tố**

**KMO and Bartlett's Test**

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,880
Approx. Chi-Square		5113,833
Bartlett's Test of Sphericity	df	153
	Sig.	0,000

<b>Total Variance Explained</b>						
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	5,780	32,110	32,110	5,780	32,110	32,110
2	3,539	19,663	51,772	3,539	19,663	51,772
3	1,983	11,017	62,789	1,983	11,017	62,789
4	1,131	6,285	69,074	1,131	6,285	69,074
5	0,781	4,337	73,411			
6	,638	3,542	76,953			
7	,558	3,098	80,051			
8	,500	2,779	82,830			
9	,455	2,530	85,360			

**Bảng 3.39: Ma trận nhân tố xoay****Rotated Component Matrix<sup>a</sup>**

	Component			
	1	2	3	4
c30_9 Tỷ giá	,902	,002	,065	,022
c30_2 Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	,877	,089	,059	,080
c30_3 Các thông tin của UBCKNN	,870	,041	,032	,080
c30_6 Diễn biến lãi suất tiền gửi	,870	,057	,035	,058
c30_1 Lãi suất	,856	-,006	,066	,110
c30_19 Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	,045	,859	,205	,195
c30_21 Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	,048	,844	,189	,252
c30_22 Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	,062	,803	,198	,128
c30_16 Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	,008	,744	,145	,235
c30_14 Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	,054	,045	,823	,012
c30_15 Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	,021	,102	,820	,126
c30_18 Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	,046	,154	,763	,174
c30_13 Hiệu quả hoạt động của TTCK	,101	,220	,725	,028
c30_17 Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	,030	,307	,686	,240
c30_5 Tỷ lệ thất nghiệp	,088	,280	,166	,775
c30_7 Giá xăng dầu	,052	,384	,124	,685
c30_12 Tốc độ tăng trưởng GDP	,098	,000	,114	,684
c30_10 Các thông tin từ Internet	,078	,335	,065	,624

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 5 iterations.

**Bảng 3.40: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm hành vi thái độ nhà đầu tư qua phân tích nhân tố khám phá lần 2**

<b>Component Matrix</b>		
Thái độ đối với các nhân tố do nhà nước kiểm soát	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
c30_9 Tỷ giá	,902	20%
c30_2 Các chính sách liên quan đến chi tiêu chính phủ	,886	20%
c30_3 Các thông tin của UBCKNN	,876	20%
c30_6 Diễn biến lãi suất tiền gửi	,873	20%
c30_1 Lãi suất	,865	20%
Eigenvalues	3,87	
Total Variance Explained (%)	77,48	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,90	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
<b>Component Matrix</b>		
Thái độ đối với tác động từ hoạt động ở các thị trường khác	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
c30_19 Sự ổn định về môi trường chính trị ở Việt Nam	,910	26%
c30_21 Tình hình đầu tư trên thị trường vàng	,905	26%
c30_22 Tình hình đầu tư trên thị trường bất động sản	,835	24%
c30_16 Sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam	,809	23%
Eigenvalues	2,997	
Total Variance Explained (%)	74,93	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,79	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
<b>Component Matrix</b>		
Nhân tố về thuộc về đặc điểm của thị trường chứng khoán	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
c30_15 Kỳ vọng lợi nhuận của nhà đầu tư	,828	21%
c30_14 Mức độ tự tin của các nhà đầu tư có tổ chức	,799	20%
c30_18 Sự tiếp thị của các công ty chứng khoán	,796	20%
c30_17 Lợi nhuận từ các công ty niêm yết	,779	20%
c30_13 Hiệu quả hoạt động của TTCK	,759	19%
Eigenvalues	3,140	
Total Variance Explained (%)	62,80	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,86	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	
<b>Component Matrix</b>		
Nhân tố xuất phát từ biến động của thị trường	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
c30_5 Tỷ lệ thất nghiệp	,853	28%
c30_7 Giá xăng dầu	,820	27%
c30_10 Các thông tin từ Internet	,744	25%
c30_12 Tốc độ tăng trưởng GDP	,583	19%
Eigenvalues	2,295	
Total Variance Explained (%)	57,37	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,73	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	

**Bảng 3.41: Kiểm định thang đo các yếu tố thuộc về TTCK thông qua hệ số Cronbach's Alpha**

Item-Total Statistics				
Cronbach's Alpha=0.8784	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
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	43,06	41,235	,6397	,8636
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	42,95	40,659	,6238	,8652
c35_7 Trên TTCK Việt Nam phần lớn nhà đầu tư là nghiệp dư và đầu tư theo phong trào	43,02	40,789	,6400	,8635
c35_8 Nguyên nhân chính làm nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam thua lỗ là do tâm lý đầu tư theo bầy đàn	43,06	40,927	,6320	,8643
c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	42,12	42,886	,5264	,8733
c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	41,89	42,181	,5955	,8674
c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	41,80	41,442	,6615	,8619
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	41,85	41,620	,6375	,8639
c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	41,95	41,757	,6375	,8639

**Bảng 3.42: Nhận diện các nhóm yếu tố tâm lý thuộc về nhà đầu tư thông qua phân tích nhân tố khám phá**

**KMO and Bartlett's Test**

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,857
	Approx. Chi-Square	4401,098
Bartlett's Test of Sphericity	df	36
	Sig.	0,000

<b>Total Variance Explained</b>						
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4,580	50,892	50,892	4,580	50,892	50,892
2	2,826	31,398	82,290	2,826	31,398	82,290
3	0,450	4,996	87,286			
4	0,303	3,368	90,654			



**Rotated Component Matrix<sup>a</sup>**

	Component	
	1	2
c35_4 Tôi có kế hoạch tăng mức đầu tư trên TTCKVN trong 12 tháng tới	,904	,130
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	,890	,116
c35_9 TTCK Việt Nam vẫn là 1 kênh đầu tư hấp dẫn	,880	,123
c35_3 Trong thời điểm này, tôi sẽ tiếp tục đầu tư trên TTCKVN	,872	,079
c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	,794	,069
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	,093	,950
c35_7 Trên TTCK Việt Nam phần lớn nhà đầu tư là nghiệp dư và đầu tư theo phong trào	,117	,939
c35_8 Nguyên nhân chính làm nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam thua lỗ là do tâm lý đầu tư theo bầy đàn	,111	,936
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	,122	,930

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

**Bảng 3.43: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "Nhìn nhận về thị trường" thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2**

<b>Component Matrix</b>		
Lạc quan	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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 TTCKVN	,875	20%
c35_2 Trên TTCK Việt Nam, giá cổ phiếu sẽ có xu hướng tăng trong vòng 12 tháng tới	,796	18%
Eigenvalues	3,830	
Total Variance Explained (%)	76,60	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,89	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	

<b>Component Matrix</b>		
Bi Quan	Component	Hệ số gia trọng cho từng thuộc tính
	1	
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	,954	25%
c35_7 Trên TTCK Việt Nam phần lớn nhà đầu tư là nghiệp dư và đầu tư theo phong trào	,947	25%
c35_8 Nguyên nhân chính làm nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam thua lỗ là do tâm lý đầu tư theo bầy đàn	,943	25%
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	,938	25%
Eigenvalues	3,574	
Total Variance Explained (%)	89,34	
Kaiser-Meyer-Olkin Measure	0,81	
Bartlett's Test (Sig.)	0,0000	

**Bảng 3.44: Kiểm định thang thông qua hệ số Cronbach's Alpha**

Item-Total Statistics				
Cronbach's Alpha=0.899	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
c31_1 Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)	155,75	298,231	,358	,897
c31_2 Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết	154,95	301,518	,314	,898
c31_3 Giá trị sổ sách	156,34	297,681	,351	,897
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	156,39	274,186	,720	,889
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	156,54	271,916	,725	,889
c31_6 Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư	157,00	272,623	,656	,891
c31_7 Cổ tức	155,79	299,310	,353	,899
c31_8 Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu	155,18	296,125	,414	,896
c31_9 Dòng tiền trên cổ phiếu	155,70	297,836	,335	,898
c31_10 Thông tin mua bán nội gián	156,46	270,838	,753	,888
c31_11 Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó	155,31	297,935	,396	,897
c31_12 Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó	156,59	269,729	,741	,889
c31_13 Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	156,09	298,690	,360	,897
c31_14 Các thông tin về chủ sở hữu, khách hàng và đối thủ cạnh tranh của công ty	156,65	311,103	-,024	,904
c31_15 Chỉ số vòng quay hàng hoá	156,17	304,620	,162	,900
c31_16 Vị trí địa lý của công ty	157,92	311,929	-,040	,902
c31_17 Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)	155,97	296,687	,410	,896
c31_18 Tình hình của ngành	155,19	296,791	,482	,895
c31_19 Khả năng thanh toán lãi	156,13	298,141	,344	,897
c31_20 Trực giác, khả năng cảm nhận	156,72	270,022	,722	,889
c31_21 Quy mô của công ty	155,05	296,629	,520	,895
c31_22 Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)	155,61	294,283	,450	,896
c31_23 Khả năng bị thâm tóm	156,59	269,729	,741	,889
c31_24 Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ	155,49	295,741	,443	,896
c31_25 Suất sinh lời của các khoản đầu tư (ROI)	155,48	297,404	,389	,897
c31_26 Tin đồn	156,55	270,472	,742	,889
c31_27 Thương hiệu	155,00	297,144	,489	,895
c31_28 Tỷ lệ sở hữu của các tổ chức	157,84	309,445	,022	,903
c31_29 Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp	155,17	298,513	,408	,896
c31_30 Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	155,57	295,444	,430	,896

**Bảng 3.45: Nhận diện các nhóm các nhân tố liên quan đến bản thân chứng khoán thông qua phân tích nhân tố khám phá**

**KMO and Bartlett's Test**

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,892
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	10472,424
	df	300
	Sig.	0,000

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	8,440	32,461	32,461	8,440	32,461	32,461	6,967	26,796	26,796
2	4,829	18,574	51,035	4,829	18,574	51,035	3,489	13,419	40,215
3	2,357	9,067	60,102	2,357	9,067	60,102	2,720	10,463	50,677
4	1,436	5,524	65,626	1,436	5,524	65,626	2,537	9,758	60,435
5	1,174	4,516	70,142	1,174	4,516	70,142	2,524	9,707	70,142
6	,839	3,227	73,369						
7	,760	2,922	76,292						
8	,732	2,815	79,106						
9	,620	2,383	81,489						
10	,591	2,272	83,761						
11	,517	1,990	85,751						
12	,482	1,852	87,603						
13	,443	1,702	89,305						
14	,398	1,529	90,834						
15	,378	1,454	92,288						
16	,350	1,345	93,633						
17	,334	1,284	94,917						
18	,281	1,082	95,999						
19	,244	,938	96,936						
20	,225	,865	97,802						
21	,169	,651	98,452						
22	,149	,572	99,024						
23	,145	,558	99,582						
24	,105	,405	99,987						
25	,003	,013	100,000						
26	-	-8,039E-17	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

**Rotated Component Matrix<sup>a</sup>**

	Component				
	1	2	3	4	5
c31_12 Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó	,946	,072	,048	,077	,046
c31_23 Khả năng bị thâm tóm	,946	,072	,048	,077	,046
c31_26 Tin đồn	,932	,139	,013	,070	,064
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	,931	,126	,004	,058	,054
c31_10 Thông tin mua bán nội gián	,927	,093	,081	,116	,037
c31_20 Trực giác, khả năng cảm nhận	,915	,099	,072	,060	,033
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	,904	,147	,041	,038	,045
c31_6 Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư	,894	-,012	,085	,023	,034
c31_27 Thương hiệu	,125	,874	,092	,156	,122
c31_21 Quy mô của công ty	,128	,865	,120	,209	,120
c31_18 Tình hình của ngành	,125	,789	,197	,199	,039
c31_29 Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp	,051	,776	,134	,138	,138
c31_2 Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết	,114	,579	-,110	,144	,131
c31_13 Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	,051	,078	,827	,058	,202
c31_3 Giá trị sổ sách	,069	-,004	,765	,085	,257
c31_19 Khả năng thanh toán lãi	,045	,091	,729	,192	,104
c31_17 Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)	,094	,172	,691	,109	,245
c31_7 Cổ tức	-,001	,026	,188	,716	-,031
c31_24 Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ	,070	,258	,166	,685	,178
c31_8 Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu	,130	,246	,008	,675	,136
c31_11 Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó	,075	,185	,190	,596	,207
c31_9 Dòng tiền trên cổ phiếu	,090	,160	-,040	,593	,204
c31_25 Suất sinh lời của các khoản đầu tư ( ROI)	,056	,134	,224	,072	,805
c31_1 Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)	,035	,058	,168	,212	,746
c31_30 Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	,073	,197	,314	,131	,687
c31_22 Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)	,071	,200	,219	,284	,672

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 6 iterations.

**Bảng 3.46: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "bản thân chứng khoán" thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2**

Component Matrix <sup>a</sup>					
	Component				
	1	2	3	4	5
c31_10 Thông tin mua bán nội gián	,820	-,459	,052	,034	,035
c31_26 Tin đồn	,818	-,477	-,004	,002	-,037
c31_12 Các nhà đầu tư nước ngoài đang mua chứng khoán đó	,809	-,502	,057	,024	-,001
c31_23 Khả năng bị thâm tóm	,809	-,502	,057	,024	-,001
c31_5 Khuyến nghị của các nhà môi giới chứng khoán	,803	-,493	-,003	,001	-,037
c31_20 Trực giác, khả năng cảm nhận	,793	-,475	,048	-,012	,017
c31_4 Khuyến nghị của các nhà phân tích, nghiên cứu thị trường	,791	-,464	,003	-,040	-,017
c31_6 Khuyến nghị từ các nhà phân tích nghiệp dư	,725	-,512	,138	,003	,013
c31_21 Quy mô của công ty	,570	,427	-,512	-,255	,023
c31_27 Thương hiệu	,548	,404	-,527	-,292	-,011
c31_18 Tình hình của ngành	,533	,393	-,441	-,263	,125
c31_29 Chất lượng quản trị trong doanh nghiệp	,463	,429	-,431	-,277	-,003
c31_24 Diễn biến về giá chứng khoán trong quá khứ	,461	,442	-,119	,393	,154
c31_8 Kỳ vọng vào việc chia tách cổ phiếu	,445	,316	-,214	,445	,098
c31_17 Chỉ số Nợ (đo lường bằng Nợ/Vốn chủ sở hữu)	,430	,417	,370	-,221	,206
c31_11 Các nhà đầu tư lớn hoặc các quỹ đầu tư đang mua chứng khoán đó	,423	,399	-,029	,346	,117
c31_22 Chất lượng tài sản; Suất sinh lời trên tài sản (ROA)	,471	,497	,190	,110	-,329
c31_30 Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	,454	,483	,278	-,046	-,336
c31_1 Chỉ số giá trên thu nhập (P/E)	,372	,449	,293	,140	-,434
c31_19 Khả năng thanh toán lãi	,357	,404	,382	-,142	,365
c31_3 Giá trị sổ sách	,358	,390	,543	-,188	,231
c31_13 Tỷ số tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	,369	,424	,505	-,274	,299
c31_2 Thấy quen thuộc với sản phẩm và dịch vụ của công ty niêm yết	,368	,216	-,437	-,095	-,125
c31_7 Cổ tức	,271	,330	-,028	,498	,343
c31_9 Dòng tiền trên cổ phiếu	,362	,288	-,148	,439	-,004
c31_25 Suất sinh lời của các khoản đầu tư (ROI)	,408	,461	,318	-,024	-,495

**Bảng 3.47: Kiểm định thang thông qua hệ số Cronbach's Alpha**

<b>Item-Total Statistics</b>				
Cronbach's Alpha=0.842	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	66,32	58,708	,488	,831
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	66,19	56,896	,551	,827
c33_3 Ông (Bà) nắm giữ danh mục có thể đa dạng hoá dễ dàng	66,92	57,547	,536	,828
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	66,07	55,919	,651	,820
c33_5 Mức độ ảnh hưởng của cảm xúc tới hoạt động đầu tư của ông (bà)	66,38	57,391	,422	,837
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	66,16	55,199	,644	,820
c33_7 Ông (Bà) vội vàng bán đi các chứng khoán đang có lời	66,10	57,261	,395	,841
c33_8 Ông (Bà) cân nhắc các thông tin trước khi thực hiện các giao dịch	68,78	61,463	,262	,846
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	66,56	58,752	,510	,830
c33_10 Ông (Bà) là một nhà đầu tư năng động	66,55	58,108	,543	,828
c33_11 Ông (Bà) luôn luôn cân nhắc thật cẩn thận trước khi thực hiện giao dịch	66,17	56,736	,607	,823
c33_12 Ông (Bà) luôn có một triết lý đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ triết lý đó	65,82	59,905	,432	,835
c33_13 Ông (Bà) luôn có một chiến lược đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ chiến lược đó	65,95	59,574	,446	,834

**Bảng 3.48: Nhận diện các nhóm các nhân tố liên quan đến bản thân nhà đầu tư thông qua phân tích nhân tố khám phá**

**KMO and Bartlett's Test**

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,793
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	2866,587
	df	66
	Sig.	0,000

**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	4,653	38,776	38,776	4,653	38,776	38,776	2,712	22,598	22,598
2	1,762	14,682	53,457	1,762	14,682	53,457	2,470	20,586	43,184
3	1,306	10,883	64,341	1,306	10,883	64,341	1,831	15,261	58,445
4	1,059	8,829	73,170	1,059	8,829	73,170	1,767	14,725	73,170
5	,795	6,623	79,793						
6	,545	4,545	84,338						
7	,478	3,984	88,322						
8	,409	3,408	91,730						
9	,370	3,086	94,815						
10	,259	2,157	96,972						
11	,195	1,621	98,594						
12	,169	1,406	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.



**Rotated Component Matrix<sup>a</sup>**

	Component			
	1	2	3	4
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	,862	,235	,084	,126
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	,857	,252	,036	,162
c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	,803	,126	,026	,057
c33_11 Ông (Bà) luôn luôn cân nhắc thật cẩn thận trước khi thực hiện giao dịch	,575	,343	,178	,276
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	,161	,864	,050	-,033
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	,262	,773	,066	,050
c33_3 Ông (Bà) nắm giữ danh mục có thể đa dạng hoá dễ dàng	,163	,752	,099	,123
c33_10 Ông (Bà) là một nhà đầu tư năng động	,275	,525	,064	,369
c33_7 Ông (Bà) vội vàng bán đi các chứng khoán đang có lời	,090	,082	,933	,127
c33_5 Mức độ ảnh hưởng của cảm xúc tới hoạt động đầu tư của ông (bà)	,071	,110	,928	,155
c33_12 Ông (Bà) luôn có một triết lý đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ triết lý đó	,098	,104	,144	,867
c33_13 Ông (Bà) luôn có một chiến lược đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ chiến lược đó	,202	,056	,131	,836

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 6 iterations.

**Bảng 3.49: Xác định khả năng giải thích (mức độ ảnh hưởng) của từng thuộc tính (khía cạnh đơn) trong các nhóm "bản thân nhà đầu tư" thông qua phân tích nhân tố khám phá lần 2**

<b>Component Matrix<sup>a</sup></b>				
	Component			
	1	2	3	4
c33_4 Ông (Bà) chưa bao giờ thực hiện giao dịch mang tính bốc đồng	,778	-,256	-,303	-,249
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	,772	-,228	-,285	-,303
c33_11 Ông (Bà) luôn luôn cân nhắc thật cẩn thận trước khi thực hiện giao dịch	,733	-,035	-,114	-,064
c33_2 Ông (Bà) không thích bán chứng khoán tại trạng thái bị lỗ	,661	-,258	,391	,129
c33_10 Ông (Bà) là một nhà đầu tư năng động	,646	-,049	,070	,258
c33_1 Ông (Bà) tự tin vào khả năng thực hiện tốt hơn các nhà đầu tư khác khi lựa chọn các chứng khoán	,626	-,250	-,316	-,330
c33_3 Ông (Bà) nắm giữ danh mục có thể đa dạng hoá dễ dàng	,622	-,163	,401	,206
c33_9 Ông (Bà) là một nhà đầu tư chấp nhận rủi ro	,612	-,303	,532	,160
c33_13 Ông (Bà) luôn có một chiến lược đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ chiến lược đó	,523	,376	-,404	,427
c33_5 Mức độ ảnh hưởng của cảm xúc tới hoạt động đầu tư của ông (bà)	,443	,737	,276	-,295
c33_7 Ông (Bà) vội vàng bán đi các chứng khoán đang có lời	,430	,732	,262	-,335
c33_12 Ông (Bà) luôn có một triết lý đầu tư rõ ràng và luôn tuân thủ triết lý đó	,500	,417	-,332	,509

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 4 components extracted.

**Bảng 3.50-Đánh giá tác động của nhóm hành vi thái độ lên các nhóm tâm lý**

Correlations	Nhân tố do nhà nước kiểm soát	Mức độ tác động từ thị trường khác	Nhân tố về đặc điểm của thị trường chứng khoán	Nhân tố xuất phát từ biến động của thị trường	Lạc quan	Bi quan
Spearman's rho	1	.885**	.876**	.863**	.928**	-.118**
Q30_1 Nhân tố do nhà nước kiểm soát	.885**	1	.887**	.882**	.944**	-.165**
Q30_2 Mức độ tác động từ thị trường khác	.876**	.887**	1	.879**	.942**	-.134**
Q30_3 Nhân tố về đặc điểm của thị trường chứng khoán	.863**	.882**	.879**	1	.928**	-.141**
Q30_4 Nhân tố xuất phát từ biến động của thị trường	.928**	.944**	.942**	.928**	1	-.127**
Q35_1 Lạc quan	-.118**	-.165**	-.134**	-.141**	-.127**	1
Q35_2 Bi quan						

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

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,585	,031		18,720	,000
	Q30_1 Nhân tố do nhà nước kiểm soát	,158	,018	,163	8,704	,000
	Q30_2 Mức độ tác động từ thị trường khác	,327	,021	,332	15,273	,000
	Q30_3 Nhân tố về đặc điểm của thị trường chứng khoán	,332	,021	,341	15,817	,000
	Q30_4 Nhân tố xuất phát từ biến động của thị trường	,187	,019	,191	9,915	,000

**Bảng 3.51: Bảng kết quả kiểm định về suất sinh lợi**

	5 days	1 month	4 months
Bán – Mua (sell-purchase)	1.25%	2.43%	2.31%
Phương sai (Pooled variance)	0.0129	0.004108	0.041253
Độ lệch chuẩn (pooled standard deviation)	0.113577	0.064091	0.203108
Kiểm định t (t statistic)	12.40737	42.8895	12.83156
Df	51526	51526	51526
p-value	0.00000	0.00000	0.00000

**Bảng 3.52: Mô hình logistic lượng hóa mức độ mắc phải hiện tượng phân bổ tài khoản**

	1 tháng	4 tháng	1 năm
<b>C</b>	0.070159	0.15241	-0.17287
p-value	0.587534	0.2229	0.176907
<b>DIV_LEV</b> (mức độ đa dạng hóa)	-0.11743	-0.04933	-0.10831
p-value	0.000798	0.1211	0.002042
<b>AV</b> (Giá trị tài khoản)	6.68E-12	1.30E-11	4.66E-11
p-value	0.64	0.37	0.01
<b>FREQ</b> (Tần suất giao dịch)	-0.00454	-0.00707	-0.00191
p-value	0.036214	0.0022	0.354465

**Bảng 3.53: Mức sinh lời và mức vượt sinh lời của cổ phiếu trong 5 ngày và 1 tháng trước thời điểm giao dịch**

	Suất sinh lời	Mức chênh	Suất sinh lời	Mức chênh
	Trong 5 ngày	Với Vnindex	Trong 1 tháng	Với VN index
	<i>Trước khi mua</i>	<i>Trong 5 ngày</i>	<i>Trước khi mua</i>	<i>Trong 1 tháng</i>
Trung bình	0.6255%	6.2195%	0.5268%	3.7969%
t statistic	8.77	36	9.71	29
df	26780	26780	26780	26780
p-value	9.27E-19	4.32E-278	1.55E-22	2.95E-183

**Bảng 3.54: Kết quả kiểm định PGR - PLR**

paper gain (lãi trên giấy)	8504
paper loss (lỗ trên giấy)	18526
realized gain (thu nhập đã thực hiện)	12053
realized loss (thua lỗ đã thực hiện)	10873
<b>PGR</b>	<b>0.586320961</b>
<b>PLR</b>	<b>0.369842512</b>
difference in proportions (Tỷ lệ khác biệt)	
mean	-0.21647845
s.e	0.004441428
t	-48.74072931

**Bảng 3.55. Mô hình logistic lượng hóa mức độ mắc phải hiện tượng phân bổ tài khoản**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.981603	0.186181	5.272229	0.000
Freq	-0.01055	0.002507	-4.20647	0.000
Div-lev	0.307368	0.06474	4.747697	0.000
Acc_val	-4.69e-11	1.61E-11	-2.91329	0.0036
LR statistic (3 df)			103.1045	
Probability(LR stat)			0.000	
McFadden R-squared			0.093	

**Bảng 3.56: Bảng thống kê số liệu tâm lý bầy đàn**

	RVNI	CSAD
Mean	0.000628	0.016206
Median	0.000257	0.016414
Maximum	0.048487	0.090074
Minimum	-0.048498	0.001065
Std. Dev.	0.017069	0.007638
Skewness	0.057063	1.349764
Kurtosis	3.660862	12.13842
Jarque-Bera	38.34233	7740.540
Probability	0.000000	0.000000
Sum	1.285423	33.15834
Sum Sq. Dev.	0.595813	0.119305
Observations	2046	2046

**Bảng 3.57: Bảng kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn chung**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 10:13				
Sample: 1 2046				
Included observations: 2046				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011795	0.000307	38.38632	0.0000
ABS(RVNI)	0.759738	0.042721	17.78376	0.0000
RVNI^2	-17.45644	1.042920	-16.73804	0.0000
R-squared	0.134115	Mean dependent var		0.016206
Adjusted R-squared	0.133267	S.D. dependent var		0.007638
S.E. of regression	0.007111	Akaike info criterion		-7.052907
Sum squared resid	0.103304	Schwarz criterion		-7.044661
Log likelihood	7218.124	F-statistic		158.2174
Durbin-Watson stat	1.023085	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.58: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn khi thị trường tăng điểm**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 10:58				
Sample: 1 2046 IF RVNI>0				
Included observations: 1048				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012467	0.000440	28.34437	0.0000
ABS(RVNI)	0.694477	0.060321	11.51306	0.0000
RVNI^2	-15.96867	1.454816	-10.97642	0.0000
R-squared	0.112581	Mean dependent var		0.016484
Adjusted R-squared	0.110883	S.D. dependent var		0.007744
S.E. of regression	0.007302	Akaike info criterion		-6.998506
Sum squared resid	0.055717	Schwarz criterion		-6.984323
Log likelihood	3670.217	F-statistic		66.28612
Durbin-Watson stat	1.155398	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.59: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn khi thị trường giảm điểm**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 10:59				
Sample(adjusted): 3 2031 IF RVNI<0				
Included observations: 997 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011081	0.000429	25.83571	0.0000
ABS(RVNI)	0.833711	0.060528	13.77408	0.0000
RVNI^2	-19.23051	1.498884	-12.82989	0.0000
R-squared	0.160634	Mean dependent var		0.015921
Adjusted R-squared	0.158945	S.D. dependent var		0.007519
S.E. of regression	0.006896	Akaike info criterion		-7.112757
Sum squared resid	0.047269	Schwarz criterion		-7.097999
Log likelihood	3548.709	F-statistic		95.11334
Durbin-Watson stat	0.592905	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.60: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn 2004-2006**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/12 Time: 00:02				
Sample: 1047 2046				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008062	0.000421	19.12979	0.0000
ABS(RVNI)	0.945097	0.066101	14.29772	0.0000
RVNI^2	-18.08382	1.656701	-10.91556	0.0000
R-squared	0.215382	Mean dependent var		0.013763
Adjusted R-squared	0.213808	S.D. dependent var		0.008428
S.E. of regression	0.007473	Akaike info criterion		-6.952036
Sum squared resid	0.055679	Schwarz criterion		-6.937312
Log likelihood	3479.018	F-statistic		136.8407
Durbin-Watson stat	1.362255	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.61: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn 2006-2007**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/12 Time: 00:07				
Sample: 1191 1439				
Included observations: 249				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012323	0.001076	11.45591	0.0000
ABS(RVNI)	0.856905	0.130999	6.541323	0.0000
RVNI^2	-18.49251	3.027251	-6.108680	0.0000
R-squared	0.149086	Mean dependent var		0.018379
Adjusted R-squared	0.142168	S.D. dependent var		0.008069
S.E. of regression	0.007473	Akaike info criterion		-6.942980
Sum squared resid	0.013739	Schwarz criterion		-6.900601
Log likelihood	867.4011	F-statistic		21.55049
Durbin-Watson stat	0.795966	Prob(F-statistic)		0.000000



**Bảng 3.62: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn  
phân chia theo từng giai đoạn 2007-2008**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/12 Time: 00:19				
Sample: 803 1176				
Included observations: 374				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.016795	0.000905	18.54788	0.0000
ABS(RVNI)	0.097172	0.103080	0.942686	0.3465
RVNI^2	-5.612666	2.259827	-2.483671	0.0134
R-squared	0.077069	Mean dependent var		0.015995
Adjusted R-squared	0.072094	S.D. dependent var		0.007429
S.E. of regression	0.007156	Akaike info criterion		-7.033705
Sum squared resid	0.018999	Schwarz criterion		-7.002227
Log likelihood	1318.303	F-statistic		15.49011
Durbin-Watson stat	0.700082	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.63: Bảng kết quả kiểm định hành vi bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn 2009-2011**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/12 Time: 00:20				
Sample: 54 802				
Included observations: 749				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.017161	0.000303	56.68825	0.0000
ABS(RVNI)	0.473873	0.041052	11.54318	0.0000
RVNI^2	-14.46652	1.035178	-13.97491	0.0000
R-squared	0.228816	Mean dependent var		0.019156
Adjusted R-squared	0.226749	S.D. dependent var		0.004502
S.E. of regression	0.003959	Akaike info criterion		-8.221568
Sum squared resid	0.011694	Schwarz criterion		-8.203069
Log likelihood	3081.977	F-statistic		110.6719
Durbin-Watson stat	0.926631	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.64 : Bảng kết quả kiểm định nhóm cổ phiếu có vốn hoá TT lớn**

Dependent Variable: CSAD_LC				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/12 Time: 14:21				
Sample: 1 800				
Included observations: 800				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012878	0.000382	33.71990	0.0000
ABS(RVNI)	0.488196	0.051938	9.399629	0.0000
RVNI^2	-13.03908	1.318174	-9.891773	0.0000
R-squared	0.109370	Mean dependent var		0.015465
Adjusted R-squared	0.107135	S.D. dependent var		0.005453
S.E. of regression	0.005153	Akaike info criterion		-7.694877
Sum squared resid	0.021160	Schwarz criterion		-7.677310
Log likelihood	3080.951	F-statistic		48.93600
Durbin-Watson stat	1.234758	Prob(F-statistic)		0.000000

**Bảng 3.65: Bảng kết quả kiểm định nhóm cổ phiếu có vốn hoá TT nhỏ**

Dependent Variable: CSAD_SM				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/12 Time: 14:25				
Sample: 1 800				
Included observations: 800				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.020897	0.000516	40.47183	0.0000
ABS(RVNI)	0.322028	0.070219	4.586059	0.0000
RVNI^2	-13.38792	1.782146	-7.512247	0.0000
R-squared	0.126596	Mean dependent var		0.021288
Adjusted R-squared	0.124404	S.D. dependent var		0.007445
S.E. of regression	0.006966	Akaike info criterion		-7.091736
Sum squared resid	0.038677	Schwarz criterion		-7.074168
Log likelihood	2839.694	F-statistic		57.76071
Durbin-Watson stat	1.124628	Prob(F-statistic)		0.000000