

Quyết định đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Kiểm định các nhân tố tác động bằng mô hình đa biến

NGUYỄN TRỌNG HOÀI *

Bối cảnh thị trường chứng khoán VN

Thị trường chứng khoán VN còn khá non trẻ so với các quốc gia khác trong khu vực, cụ thể là Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM chỉ mới thành lập vào tháng 7 năm 2000 và đến tháng 7 năm 2005 thì Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội mới được thành lập.

Tuy chỉ mới phát triển trong vòng 7 năm, TTCK VN đã có những thay đổi khá ngoạn mục, đặc biệt là sự phát triển của thị trường này từ năm 2006 đến nay. Bảng 1 cho thấy, so với năm 2006 thì 2007, mức vốn hoá thị trường tăng gần gấp đôi, giá trị giao dịch tăng gần gấp 5 lần, số lượng công ty chứng khoán tăng hơn 60 %. Tính đến nay, tổng mức vốn hoá thị trường chiếm 31% GDP và dự báo đến năm 2010, tổng mức vốn hoá thị trường sẽ chiếm 40% GDP.

Bảng 1: Các chỉ báo quan trọng của thị trường chứng khoán VN

Hạng mục	Năm 2000	Năm 2006	Tháng 7 /2007
Số lượng tài khoản	5.000	95.000	240.000
Số lượng cổ phiếu niêm yết	2	189	194
Số lượng công ty CK	3	30	50
Giá trị giao dịch (tỉ VNĐ)		34.753	192.000
Mức vốn hoá thị trường (tỉ VNĐ)	2.000	170.511	304.000

Nguồn: www.mpi.gov.vn; www.vietstock.com.vn

Nhận dạng vấn đề nghiên cứu

Mặc dù bối cảnh thị trường chứng khoán đã nêu có thể đem đến các lạc quan không những cho các nhà đầu tư mà còn làm cho các nhà làm chính sách, và đặc biệt các nhà làm chính sách càng quan tâm đến thị trường chứng khoán này vì mặc dù nó còn khá non trẻ nhưng bước đầu đã chứng tỏ đó là một kênh huy động vốn dài hạn hiệu quả và cạnh tranh trong quá trình công nghiệp hoá.

Sự kiện đáng quan tâm đầu tiên của thị trường chứng khoán VN là xu hướng vận động rất khó dự đoán, điều này càng thể hiện rõ trong những tháng đầu năm 2007 và kéo dài cho đến hiện nay. Xu hướng biến động này thể hiện qua các chỉ số tại sàn giao dịch TP.HCM và Hà Nội. Theo www.bvsc.com.vn thì:

- Tại sàn TP.HCM: VN-Index từ mức 305,28 điểm đầu năm 2006 tăng lên mức 751,77 điểm ngày 29.12.2006 và lên đến đỉnh điểm 1.170,67 vào ngày 12.03.2007. Sau đó, VN-Index giảm đột ngột xuống còn 907,4 điểm vào ngày

24.4.2007, và đến cuối tháng 8.2007 chỉ số này đã thủng đáy 900 điểm và biểu hiện cung cầu chứng khoán của thị trường khá yếu. Có nhiều dự báo cho rằng mua vào lúc này là thời cơ nhưng các nhà đầu tư cá nhân vẫn còn đang do dự.

- Tương tự sàn TP.HCM, tại Hà Nội HaSTC-Index cũng tăng trưởng liên tục và mạnh từ đầu năm 2006 đến 9.3.2007 đạt 454,71 điểm; đến cuối tháng 6.2007, HaSTC- Index giảm xuống còn 284,7 điểm, và tiếp tục giảm vào cuối tháng 8.2007.

Sự kiện đáng chú ý thứ hai là các nhà đầu tư cá nhân tham gia trên TTCK VN hầu như chiếm phần lớn, cụ thể là các nhà đầu tư cá nhân này chiếm xấp xỉ trên 90% tổng số lượng tài khoản và 70% tổng giá trị giao dịch (www.ssc.org.vn). Từ sự kiện này, chúng ta có thể giả thuyết rằng các nhà đầu tư cá nhân có khả năng gây ra những ảnh hưởng lớn về sự thay đổi các chỉ báo về TTCK VN tại hai sàn giao dịch nói trên của thị trường chứng khoán VN.

Giả thuyết những biến động của thị trường chứng khoán VN có khả năng bị ảnh hưởng bởi kỳ vọng đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân, với giả thuyết đó chúng ta nhận thấy rằng vấn đề cần thiết phải nghiên cứu ở đây là: tìm hiểu những nhân tố quan trọng nào tác động đến quyết định đến hành vi mua-bán cổ phiếu của các nhà đầu tư cá nhân?

Mô hình nghiên cứu đề nghị

Theo Jagdish cùng các cộng sự (1999) và Fishbein (1967) thì hành vi đầu tư hoặc ý định hành vi của các nhà đầu tư (behavioural intension) sẽ phụ thuộc vào hai nhân tố niềm tin cá nhân (subjective norm) và các nhân tố tác động đến niềm tin cá nhân từ xã hội (normative norm).

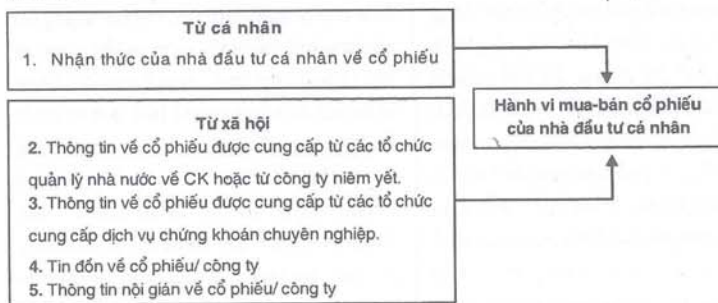
Niềm tin cá nhân của nhà đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ được giải thích qua biến đại diện nhận thức của nhà đầu tư về cổ phiếu mà họ đang theo đuổi để đi đến quyết định mua và bán trên thị trường. Các nhà đầu tư cá nhân có thể dựa trên phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật nhằm định giá các chứng khoán và đi đến quyết định mua hoặc bán trên thị trường. Các phân tích cơ bản thì chủ yếu dựa vào tình trạng hoạt động của công ty, trình độ quản trị, cũng như khả năng tài chính. Còn phân tích kỹ thuật chủ yếu dựa vào các phân tích thống kê và dự báo dựa vào cơ sở dữ liệu hiện có trên thị trường.

Các nhân tố tác động đến niềm tin cá nhân từ xã hội được giải thích qua các biến đại diện như: thông tin về cổ phiếu được cung cấp từ các tổ chức quản lý nhà nước hoặc từ các công ty niêm yết, thông tin về cổ phiếu được cung cấp từ các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán chuyên nghiệp, các tin đồn về cổ phiếu và các công ty phát hành cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, thông tin về nội gián, các yếu tố thuộc tâm lý đám đông. Trong các biến đại diện này có thể liệt kê thành hai nhóm: các thông tin chính thức và không chính thức. Thông tin chính thức được cung cấp từ các tổ chức quản lý nhà nước và các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán như Ủy ban chứng khoán nhà nước, Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM, và

Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư tổ chức, các tạp chí chuyên ngành có uy tín.

Thông tin không chính thức chiếm vai trò cực kỳ quan trọng khi mà các nhà đầu tư cá nhân còn khá non kém về khả năng phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản, cũng như mức độ cung cấp thông tin trên thị trường còn có yếu tố bất cân xứng. Trước hết, thông tin liên quan đến tin đồn (rumor) là những thông tin được lưu hành không chính thức và không có bằng chứng rõ ràng, thông tin này có thể do các nhà đầu tư chuyên nghiệp nắm vững thị trường đồn thổi và có tác động khá lớn đến giá cả thị trường (<http://en.wikipedia.org/wiki/Rumor>). Kế đến, các thông tin mang tính nội gián (insider information), các thông tin này mặc dù bị nghiêm cấm bởi luật nhưng vẫn bị rò rỉ nhằm mục đích kiếm lợi không chính đáng trên thị trường, tuy nhiên các thông tin này vẫn tồn tại trong một vài trường hợp và dẫn đến một số ít các nhà đầu tư cá nhân hưởng lợi còn các nhà đầu tư khác thì không (<http://en.wikipedia.org/wiki/Insider-information>). Các thông tin dẫn dắt hành vi của đám đông (herd behaviour) từ các hành vi đầu tư của các nhà đầu tư dẫn đầu (reference group information), các thông tin loại này đang được giả thuyết là tác động khá mạnh đến các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường (Orlean, 1995).

Sơ đồ bên dưới sẽ cung cấp cho chúng ta một mô hình lý thuyết gồm sáu nhân tố tác động đến hành vi mua – bán cổ phiếu của nhà đầu tư cá nhân, sơ đồ này được sử dụng để kiểm định giả thuyết nghiên cứu là nhận thức của nhà đầu tư cá nhân về cổ phiếu, các nguồn thông tin chính thức và không chính thức trên thị trường chứng khoán sẽ tác động mạnh đến quyết định mua và bán cổ phiếu, đặc biệt là trong thị trường chứng khoán còn non trẻ thì một giả thuyết kéo theo là các nhân tố liên quan đến thông tin không chính thức mà các nhà đầu tư cá nhân thụ hưởng sẽ có tác động mạnh hơn là các yếu tố khác.



Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng hai phương pháp cụ thể là phương pháp định tính và phương pháp định lượng. Phương pháp định tính được tiến hành bằng cách phỏng vấn 20 chuyên gia bằng các câu hỏi mở nhằm xác định các biến đại diện cho mô hình nghiên cứu đề nghị. Từ các thông tin có được ở bước một, phương pháp định lượng được tiến hành bằng cách

hình thành các phát biểu cho các biến dành cho từng nhân tố được thiết kế trong bảng phỏng vấn các nhà đầu tư cá nhân thông qua đo lường cảm nhận của họ bằng thang đo Likert. Qui mô mẫu sử dụng trong phân tích là 234 nhà đầu tư cá nhân sau khi đã loại bỏ một số bảng phỏng vấn không hiệu lực. Tiến hành các thủ tục phân tích định lượng qua các bước kiểm định thang đo, phân tích nhân tố và kiểm định bằng mô hình hồi qui đa biến nhằm kiểm định các giả thuyết liên quan 6 nhân tố đã nêu trong mô hình nghiên cứu đề nghị.

Kết quả nghiên cứu

Qua quá trình phân tích, 6 yếu tố trong mô hình có tác động ở những mức độ khác nhau đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN.

Mối quan hệ của 6 yếu tố trên với quyết định của nhà đầu tư được thể hiện qua phương trình sau:

$$Y = 0.108 X_1 + 0.209 X_2 + 0.374 X_3 + 0.153 X_4 + 0.203 X_5 + 0.131 X_6$$

$$t \quad (1.687) \quad (1.686) \quad (1.277) \quad (0.515) \quad (3.107) \quad (2.041)$$

Nguồn: (Nhu, 2007)

Trong đó:

Y = Hành vi đầu tư mua – bán cổ phiếu của nhà đầu tư cá nhân

X1 = Nhận thức của nhà đầu tư cá nhân về cổ phiếu

X2 = Thông tin về cổ phiếu được cung cấp từ cơ quan quản lý Nhà nước về CK hoặc từ công ty niêm yết

X3 = Thông tin về cổ phiếu được cung cấp từ các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán chuyên nghiệp

X4 = Tin đồn về cổ phiếu/ công ty

X5 = Thông tin nội gián về cổ phiếu/ công ty

X6 = Tâm lý đám đông

Theo phương trình trên thì khi căn cứ vào thống kê t và các hệ số hồi qui đã chuẩn hoá (standardized coefficients) chúng ta thấy rằng nhận thức của nhà đầu tư cá nhân về cổ phiếu (X1), thông tin về cổ phiếu được cung cấp từ cơ quan quản lý nhà nước hoặc từ công ty niêm yết (X2), và thông tin về cổ phiếu do các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán chuyên nghiệp (X3) mặc dù có tác động ý đến quyết định mua – bán cổ phiếu nhưng không mạnh. Nhân tố liên quan đến tin đồn về cổ phiếu công ty (X4) hoàn toàn không có ý nghĩa trong việc giải thích quyết định mua – bán của các nhà đầu tư cá nhân. Nhân tố thông tin nội gián về cổ phiếu/ công ty (X5) và tâm lý đám đông (X6) lại có tác động có ý nghĩa và khá mạnh đến quyết định mua – bán cổ phiếu của các nhà đầu tư cá nhân, trong đó thông tin về nội gián tác động rõ rệt nhất.

Từ kết quả này chúng ta có thể đưa ra những suy luận. (1) Mặc dù quyết định mua – bán cổ phiếu về nguyên tắc sẽ chủ yếu dựa vào quan điểm và nhận thức của nhà đầu tư cá nhân về cổ phiếu đó, nhưng trong bối cảnh hiện nay thì việc nhận định thị trường bằng kỹ năng phân tích kỹ thuật và cơ bản của các nhà đầu tư cá nhân, đặc biệt là các nhà đầu tư trong nước là còn

khá mới mẻ, do vậy họ tin tưởng vào các thông tin từ bên ngoài nhiều hơn là tin tưởng ở chính mình. (2) Các nguồn thông tin không chính thức được các nhà đầu tư cá nhân dựa vào mạnh hơn so với những nguồn thông tin khác như thông tin nội gián, các thông tin về hành vi đầu tư chứng khoán từ các nhà đầu tư dẫn đầu.

Kết luận và gợi ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu chúng ta có thể nhận định rằng các nhà đầu tư cá nhân vẫn còn ít chú trọng đến phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản mà trái lại chủ yếu dựa vào hành vi các nhà đầu tư dẫn đầu và cố gắng khai thác các thông tin mang tính nội gián để khai thác nhằm nâng cao hiệu quả cho quyết định đầu tư của mình, ngoài ra các nguồn thông tin chính thức từ các tổ chức chính phủ liên quan đến thị trường và các công ty chứng khoán chuyên nghiệp vẫn được chú trọng chưa đúng mức đối với quyết định đầu tư cá nhân.

Với kết quả nêu trên thì các gợi ý chính sách chủ yếu liên quan đến việc cung cấp và xử lý thông tin trên thị trường chứng khoán. Gợi ý từ kết quả nghiên cứu này khẳng định rằng cần nâng cao mức độ ảnh hưởng của các nguồn thông tin chính thức từ các cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán. Các cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán nên hoàn thành tốt hai nhiệm vụ là giáo dục thông tin và cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư cá nhân. Nhiệm vụ thứ nhất được thực hiện bằng cách tổ chức thường xuyên hơn các lớp học về chứng khoán và TTCK (tập trung về các khía cạnh luật và kỹ năng phân tích), tăng cường các nội dung học mới phù hợp với sự thay đổi của thị trường. Nhiệm vụ thứ hai được thực hiện bằng cách củng cố qui chế công bố thông tin của các công ty niêm yết và xác lập trách nhiệm công bố thông tin của các công ty chứng khoán, nghiêm

cấm việc cung cấp các thông tin mang tính thao túng thị trường, lời kéo hành vi mua/bán của nhà đầu tư, phục vụ lợi ích riêng của các công ty chứng khoán, nghiêm cấm bằng luật và các biện pháp chế tài thích đáng các giao dịch mang tính nội gián. Ngoài ra các đại diện của Chính phủ trên thị trường chứng khoán nên thường xuyên có những đối thoại trực tiếp trên công luận nhằm kịp thời giảm thiểu những tiêu cực xuất phát từ các hành vi đầu tư theo tâm lý đám đông. Hành vi đầu tư theo đám đông là một hiện tượng cần các nhà hoạch định chính sách quan tâm bởi vì thực tế thị trường chứng khoán VN chưa thực sự dao động ngẫu nhiên (theo từ thông dụng là dao động ngẫu nhiên) mà nó chủ yếu bị tác động bởi các nhà đầu tư dẫn đầu, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài, xu thế điều chỉnh trước đây và hiện nay chủ yếu là một chiều hoặc lên hoặc xuống, điều này thì không có lợi cho việc ổn định thị trường và dễ làm cho các nhà đầu tư cá nhân đi từ cực này sang cực khác.

Khía cạnh thông tin trên thị trường chứng khoán hết sức quan trọng. Chất lượng thông tin được thể hiện ở tính minh bạch và kịp thời của nó. Để có thông tin cần xứng thì đòi hỏi các thể chế cung cấp thông tin của Chính phủ về thị trường phải mạnh trong khuôn khổ luật và các qui định đòi hỏi chặt chẽ nhưng phải đảm bảo thoáng về thị trường chứng khoán. Do tính chất non trẻ của thị trường chứng khoán VN thì với kỳ vọng về một nguồn thông tin hữu ích có lợi cho các nhà đầu tư cá nhân sẽ là một quá trình nỗ lực và lâu dài từ các nhà hoạch định và điều hành chính sách ■

Tài liệu tham khảo

Jagdish N. Sheth, Banwari Mittal, Bruce I. Newman (1999), "Customer Behavior", The Dryden Press.
Nhu, N. L. Q (2007), "The factors affect retail investors' behaviour / Actions in Vietnam Securities Market, Maastricht MBA. Luận văn do tác giả trực tiếp hướng dẫn.
Orlean (1995), "Noise", Journal of Finance.

* Phó giáo sư, Tiến sĩ, ĐH Kinh Tế TP.HCM

(Tiếp theo trang 33)

Khủng hoảng tài chính ...

Và điều cuối cùng là đòn cân nợ. Archimedes, nhà khoa học Hy Lạp cổ đại đã nói rằng "hãy cho tôi một điểm tựa và một đòn bẩy đủ dài, tôi sẽ nhấc cả trái đất này lên". Các nhà đầu cơ trên thị trường tài chính thế giới rất thích đòn cân nợ, nhưng họ không dùng nó để nâng một vật gì lên cả mà để tạo ra các món nợ lớn hơn. Điều này sẽ tốt cho đến khi mọi chuyện được thu xếp ổn thỏa và tốt đẹp. Còn ngược lại, người cho bạn vay tiền sẽ muốn đòi nó lại.

Điều gì sẽ xảy ra?

Sẽ thật chính xác khi người ta nói thị trường cầm cố thế chấp chỉ là một phần nhỏ của nền kinh tế. Tuy nhiên, họ

lại quên một điều rằng là có phải các trò chơi mà phố Wall đang chơi với thị trường cho vay cầm cố thế chấp thứ cấp cũng tương tự như các trò chơi khác đang được chơi tại các phần khác của nền kinh tế hay không? Nó không chỉ đơn giản là một trận đấu bị hỏng do kết quả đã được dàn xếp trước mà nó còn cho thấy cả một hệ thống tổ chức nên trận đấu đó đang có vấn đề. Nó như vụ bê bối của Liên đoàn bóng đá Italia tại giải Seri A, vụ scandal của Giải đua xe vòng quanh nước Pháp mới đây, các nhà kiến tạo sân chơi đang bị nghi vấn.

Điều gì xảy ra khi người ta mất niềm tin? Khán giả sẽ bỏ về cũng giống như người ta đổ xô đến ngân hàng để lấy lại tiền của mình. Khi điều đó xảy ra thì ngay cả những ngân hàng khỏe mạnh nhất cũng sụp đổ, vụ phá sản của ngân

hàng Baring Anh quốc hồi năm 1995 là một ví dụ điển hình. Một ngân hàng này phá sản sẽ càng làm trầm trọng thêm tình trạng mất lòng tin vào hệ thống tài chính vốn đang bị xói mòn và khi đó nó sẽ kéo theo hàng loạt những vấn đề tồi tệ khác mà ắt hẳn bạn đã biết quá rõ nó là gì. Vậy vấn đề đặt ra là mọi chuyện đã thực sự kết thúc hay chưa và đó có phải là những điều tồi tệ nhất chưa. Paul Krugman, một nhà kinh tế học lão làng, tác giả của quyển sách Kinh tế quốc tế được tái bản nhiều lần và có nhiều công trình nghiên cứu nổi tiếng về khủng hoảng tài chính khi được hỏi "Liệu chúng ta có thể làm được gì nếu những điều tồi tệ nhất xảy ra", ông đã trả lời "lúc đó chúng ta chỉ còn cách cầu nguyện mà thôi!" ■

* Thạc sĩ, ĐH Kinh tế TP.HCM