

CÁC YẾU TỐ TÀI CHÍNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TẠI SÀN GIAO DỊCH TP.HCM

Nguyễn Thị Ngọc Diệp¹

Nguyễn Minh Kiều²

TÓM TẮT

Mục đích của nghiên cứu này là xác định các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân tại sàn giao dịch thành phố Hồ Chí Minh, bằng cách sử dụng mô hình Binary Logistic, từ kết quả thu được đề xuất một số gợi ý đầu tư cho các nhà đầu tư cá nhân và cả doanh nghiệp. Các dữ liệu trong nghiên cứu được thu thập từ khảo sát của 190 nhà đầu tư cá nhân, thông qua bảng câu hỏi tại sàn giao dịch thành phố Hồ Chí Minh vào năm 2011. Phát hiện chính của nghiên cứu là yếu tố tỷ lệ cổ tức có ảnh hưởng cao nhất đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân, sau đó là yếu tố thu nhập kỳ vọng, chính sách cổ tức, thị giá cổ phiếu.

Từ khóa: Các yếu tố tài chính, quyết định đầu tư, nhà đầu tư cá nhân, sàn giao dịch.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to identify factors financial affecting investment decisions of individual investors in HCM City by using the Binary Logistic model and to suggest some suggestions for home investors individual investors and businesses. The data for the research is from the survey of 190 individual investors by questionnaires at Ho Chi Minh City Stock Exchange in 2011. The main finding are that dividend rate has the greatest influence investment decisions of individual investors. After that are earnings expectations, dividend policy, par value shares.

Keywords: factors financial, investment decision, individual investors, stock exchange.

1. GIỚI THIỆU

Mục tiêu của nghiên cứu này là xác định những yếu tố tài chính tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân tại sàn giao dịch TP.HCM, thông qua những yếu tố được xác định từ mô hình hồi quy Binary Logistic, bài viết đưa ra một vài gợi ý đối với nhà đầu tư cá nhân và doanh nghiệp. Dữ liệu nghiên cứu là bộ dữ liệu được điều tra trực tiếp từ 190 nhà đầu tư cá nhân bằng phiếu điều tra phỏng vấn trực

tiếp tại sàn giao dịch TP.HCM vào năm 2011. Kết quả nghiên cứu đã tìm thấy 4 yếu tố tài chính tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân như: Lợi nhuận kỳ vọng, chính sách chia cổ tức, tỷ lệ chia cổ tức, thị giá cổ phiếu. Kết cấu của nghiên cứu này gồm: Phần 2 nêu tóm lược cơ sở lý thuyết. Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu. Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu, Phần 5 trình bày kết luận và kiến nghị.

¹ Trường ĐH Lạc Hồng.

² Trường Đại Học Mở TP.HCM.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Lý thuyết về tài chính hành vi

Nền tảng cơ bản của lý thuyết tài chính hành vi dựa vào khung kiến thức được xây dựng trên nguyên tắc kinh doanh chênh lệch giá của Miller và Modigliani (1958, 1961, 1963), lý thuyết thị trường hiệu quả của Markowitz (1952), lý thuyết định giá tài sản của Sharpe, Lintner và Black và lý thuyết quyền chọn giá của Black, Scholes và Merton (Black và ctg., 1995) cùng với giả định rằng các cá nhân kinh doanh trên thị trường giữ luật một giá (Glaser, Noth và Weber, 2004). Những

nguyên tắc này xem xét thị trường hiệu quả và ở mức phân tích tiêu chuẩn cao, là một trong những khái niệm cốt lõi trong lý thuyết về thị trường hiệu quả.

Có nhiều định nghĩa về lý thuyết tài chính hành vi, theo Ricciardi và K.Simon (Ricciardi và ctg., 2000) lý thuyết tài chính hành vi được xây dựng dựa trên ba nền tảng chính là tâm lý học, xã hội học và tài chính. Theo lý thuyết này, những nhân tố ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân và nhóm những người ra quyết định, được xét đến trong lý thuyết tài chính hành vi được thể hiện ở bảng 2.1. sau:

Bảng 2.1. Những đối tượng ra quyết định được xét đến trong lý thuyết tài chính hành vi

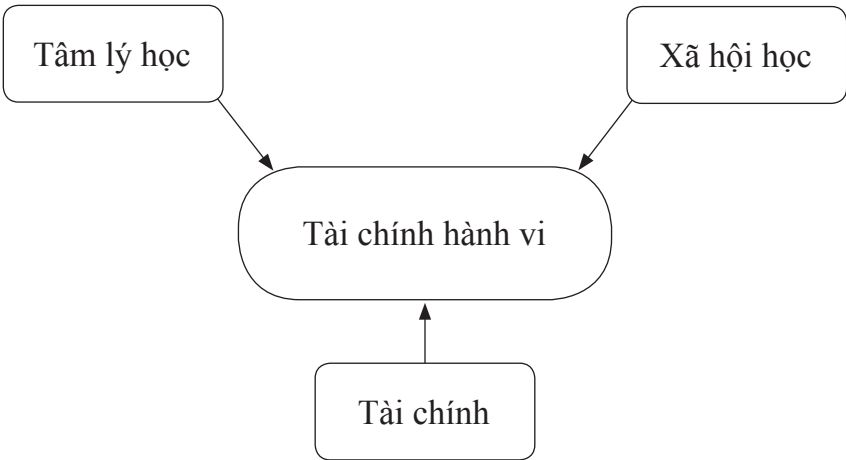
Cá nhân	Một nhóm người	Một tổ chức
Nhà đầu tư nhỏ	Danh mục các nhà đầu tư	Tổ chức tài chính
Ủy viên hội đồng quản trị	Nhóm các cổ đông	Tổ chức phi kinh tế

(Nguồn: Ricciardi, Victor và Simon, Helen K. “What is Behavioral Finance?”. Business, Education & Technology, Vol. 2, No. 2, Fall 2000,1-9.).

Đối tượng ra quyết định được nghiên cứu trong đề tài này là nhà đầu tư chứng khoán cá nhân, do vậy sử dụng lý thuyết

tài chính hành vi là phù hợp. Mô hình cơ bản của lý thuyết tài chính hành vi được thể hiện ở sơ đồ 2.1 sau:

Sơ đồ 2.1. Mô hình cơ bản lý thuyết tài chính hành vi



(Nguồn: Ricciardi, Victor và Simon, Helen K. “What is Behavioral Finance?”. Business, Education & Technology, Vol. 2, No. 2, Fall 2000,1-9.).

➤ Tâm lý học

Tâm lý học là một ngành khoa học nghiên cứu các hành vi và quá trình suy nghĩ của con người. Một số hành vi của con người rất đơn giản nhưng hầu hết là rất phức tạp. Ngành tâm lý học thường giải thích các dạng khác nhau của hành vi liên quan đến hai khía cạnh sau: Một là: Sự tiến hoá của sinh vật học. Hai là: Những vấn đề liên quan đến bộ não con người. Xã hội, văn hoá và những kinh nghiệm bản thân hình thành nên nhận thức, thái độ và hành vi con người.

Khi nghiên cứu hành vi của các nhà đầu tư, khái niệm tâm lý học sẽ trả lời được một số câu hỏi như: Tại sao nhà đầu tư bị thu hút bởi loại cổ phiếu này, mà không phải loại cổ phiếu khác? Tại sao nhà đầu tư lại tỏ ra do dự khi mua cổ phiếu, mặc dù trước đó họ đã mặc cả để mua được cổ phiếu đó? Tại sao các nhà đầu tư cảm thấy vẫn phải giữ lại cổ phiếu mà họ biết đã tăng kịch trần, và thường là việc giữ lại cổ phiếu này làm giảm lợi nhuận của họ? Tại sao các nhà đầu tư vẫn không bán các cổ phiếu mình thua lỗ, khi vẫn biết cổ phiếu này đã đến giai đoạn suy tàn? Tại sao các nhà đầu tư lại cảm thấy chán mặc dù họ đã sở hữu một danh mục đầu tư tốt và cảm thấy mong muốn đầu tư thêm để tạo ra nhiều hoạt động cho mình? Tại sao các nhà đầu tư thường đầu tư theo lời bạn bè người thân báo chí... hơn là các thông tin đã được công bố?

➤ **Xã hội học:** Là ngành khoa học nghiên cứu các hành vi trong xã hội của con người. Tập trung nghiên cứu chủ yếu việc ảnh hưởng của các mối quan hệ xã hội với thái độ và hành vi của con người. Các yếu tố ảnh hưởng đến thái độ và hành vi của con người bao gồm:

- Cấu trúc xã hội: gia đình, tổ chức mà con người đang sinh hoạt,...

- Phạm trù xã hội: tuổi tác, giới tính, chủng tộc,...
- Những vấn đề thành lập xã hội : quan hệ họ hàng, kinh tế, chính trị, tôn giáo,...

➤ **Tài chính:** Ở khía cạnh tài chính chủ yếu đề cập đến việc xác định giá trị và ra quyết định đầu tư. Cấu trúc của tài chính liên quan đến vấn đề vốn, giá cả, đầu tư và nguồn lực quản lý.

- Thị trường tài chính là các thể chế, quá trình và cơ cấu giúp cho các công ty và cá nhân kinh doanh có thể huy động vốn để triển khai và thực hiện mục tiêu hoạt động.
- Tầm quan trọng của thị trường tài chính nằm ở khía cạnh liên kết giữa các quyết định chi tiêu của con người, trong cả đời sống cá nhân, gia đình lẫn xã hội. Cá nhân và nhà kinh doanh luôn có thể đóng vai trò hoặc thụ động hoặc chủ động trên thị trường tài chính. Đối với cá nhân, thị trường tài chính giúp cải thiện nguồn thu nhập và tối ưu hóa tài sản trong tương lai. Đối với công ty, nó tăng cường nguồn lực và cải thiện hiệu quả quản trị tài chính.
- Ở một góc độ khác, thị trường tài chính là nơi các tài sản tài chính được trao đổi và giá của chúng được hình thành bởi các lực lượng tham gia.

Trong nghiên cứu này không khảo sát cả ba nền tảng của lý thuyết tài chính hành vi, mà chỉ tập trung khảo sát các yếu tố tài chính có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân.

2.2. Nghiên cứu của Nagy và Obenberger (1994)

Nghiên cứu của Nagy và Obenberger về các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân, nghiên cứu được thực hiện năm 1994, trong bối

cảnh tình hình thị trường chứng khoán Mỹ đang phát triển, chỉ số S&P 500 vào tháng 4/1994 là 444.27 điểm. (Tại thời điểm thực

hiện nghiên cứu này, trong giai đoạn tháng 07/2011 chỉ số VN-index dao động trung bình quanh ngưỡng 422.97 điểm).

Hình 2.1. Đồ thị chỉ số S&P 500 qua các thời kỳ từ 3/1/1950 đến 1/7/2011



(Nguồn: <http://finance.yahoo.com/echarts>).

Nghiên cứu này xem xét các yếu tố có ảnh hưởng lớn nhất đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Hai câu hỏi được đặt ra trong nghiên cứu này là :

Những yếu tố nào tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân?

Trong những yếu tố tác động trên, có hình thành nên những nhóm yếu tố tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân hay không?

Trong nghiên cứu này, 500 bảng câu hỏi đã được phát ra và có 137 bảng trả lời đã được sử dụng, những người tham gia được yêu cầu đánh giá tầm quan trọng của 34 yếu tố. Kết quả cho thấy việc tối đa hóa lợi ích rất quan trọng đối với nhà đầu tư cá nhân và có 7 nhóm yếu tố tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân là:

- (1) Thông tin trung lập
- (2) Thông tin kế toán
- (3) Thông tin về hình ảnh, danh tiếng của công ty

(4) Nhóm yếu tố cơ bản (lợi nhuận kỳ vọng, cổ tức kỳ vọng, rủi ro cá nhân..)

(5) Yếu tố xã hội

(6) Những khuyến nghị đầu tư của các tổ chức, cá nhân, bạn bè

(7) Nhu cầu tài chính cá nhân

2.3. Nghiên cứu của Al-Tamimi (2005) ở UAE –Dubai

Nghiên cứu của Al-Tamimi (2005) về các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân, được tác giả thực hiện nghiên cứu tại hai thị trường tài chính lớn của UAE (UAE là một đất nước được thành lập năm 1971 khi bảy tiểu vương quốc Ả Rập sát nhập). Nghiên cứu này dựa trên nghiên cứu của Nagy và Obenberger (1994) từ 34 yếu tố tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân được tác giả lựa chọn, điều chỉnh lại cho phù hợp với nhà đầu tư cá nhân tại UAE (tại các tiểu vương quốc Ả Rập). Trong nghiên cứu này, 350 bảng câu hỏi được phát ra và

343 bảng câu hỏi hợp lệ được thu thập từ các nhà đầu tư cá nhân tại Dubai (203) và Abu Dhabi (140). Đây là 2 trong số 7 tiểu vương quốc lập nên Các tiểu vương quốc Ả rập thống nhất (UAE).

Kết quả nghiên cứu này đưa ra được 5 nhóm yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân cụ thể như sau:

➤ **Sự nhận thức từ bản thân**

Trong nhóm yếu tố nhận thức từ bản thân, tác giả đưa ra 10 yếu tố thành phần.

- Ấn tượng về sản phẩm, dịch vụ của công ty.
- Vị trí của công ty trong ngành.
- Danh tiếng của công ty.
- Mang đến sự giàu sang nhanh chóng.
- Sự hình thành của các tổ chức tài chính thị trường.
- Chuẩn mực đạo đức của công ty.
- Cảm nhận về nền kinh tế.
- Khả năng giải quyết các vấn đề của công ty.
- Tôn giáo.
- Danh tiếng của các cổ đông.

➤ **Thông tin kế toán: Nghiên cứu đã đưa ra 7 yếu tố thành phần**

- Khả năng bán được của cổ phiếu.
- Lợi nhuận kỳ vọng kiếm được.
- Tình hình tài chính.
- Cổ tức được trả.
- Khả năng giá cổ phiếu.
- Cổ tức kỳ vọng
- Thông tin quá khứ của cổ phiếu.

➤ **Thông tin trung lập**

Nghiên cứu đã đưa ra 7 yếu tố thành phần trong nhóm yếu tố thông tin trung lập.

- Giá gần đây của cổ phiếu.
- Thông tin trên internet.

- Chỉ số chứng khoán.
- Động thái từ văn phòng Chính Phủ.
- Chỉ số từ nền kinh tế hiện tại.
- Mức độ tham gia của đám đông.
- Cổ phần chính phủ.

➤ **Sự giới thiệu:** Nghiên cứu đã đưa ra 3 yếu tố

- Sự giới thiệu của người môi giới.
- Ý kiến của người thân.
- Ý kiến của những người nắm giữ cổ phiếu chính trong công ty.

➤ **Nhu cầu tài chính cá nhân:** Nghiên cứu đã đưa ra 6 yếu tố thành phần

- Sự hấp dẫn từ những thị trường đầu tư khác.
- Sự đa dạng hóa cần thiết.
- Rủi ro thấp.
- Kỳ vọng thất bại trong thị trường tài chính quốc tế.
- Sự thoải mái của những quỹ tín dụng.
- Kỳ vọng thất bại trong thị trường tài chính nội địa.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

3.1. Phương pháp nghiên cứu

a. *Nghiên cứu định tính*

Dựa vào khảo sát lý thuyết từ các kết quả nghiên cứu các nhà nghiên cứu đi trước bao gồm lý thuyết tài chính hành vi của Ricciardi và Simon (2000), nghiên cứu của Nagy và Obenberger (1994) về Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân, đã được Al-Tamimi (2005) ứng dụng ở UAE. Ngoài ra, người thực hiện còn dựa vào những thông tin thứ cấp về thị trường chứng khoán Việt Nam, dùng phương pháp thống kê, phương pháp so sánh, phương pháp phân tích những số liệu về hoạt động của sàn giao dịch chứng khoán những năm qua để tiến hành khảo sát định tính.

b. Nghiên cứu định lượng

Trong nghiên cứu này, người thực hiện sử dụng phương pháp phỏng vấn trực tiếp thông qua bảng câu hỏi để xác định mức độ ảnh hưởng của các yếu tố tài chính đối với quyết định của nhà đầu tư chứng khoán cá nhân. Thu hồi phiếu khảo sát đã phát ra và tiến hành tổng hợp và phân tích số liệu.

Sử dụng phần mềm tin học ứng dụng SPSS 16.0 để phân tích số liệu với mô hình Hồi quy Binary Logistic, sử dụng biến phụ thuộc dạng nhị phân để ước lượng xác suất một sự kiện sẽ xảy ra với những thông tin của biến độc lập.

Trong đó: Các biến nghiên cứu được thực hiện dựa vào nghiên cứu của Ricciardi và Simon(2000) về Lý thuyết tài chính hành vi, và nghiên cứu của Nagy và Obenberger (1994), cùng với nghiên cứu của Al-Tamimi (2005) về các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Từ đó, nhóm tác giả tiến hành lựa chọn và phân nhóm các yếu tố tài chính, phù hợp với đặc điểm của nhà đầu tư tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Các biến được lựa chọn và phân nhóm theo các yếu tố tài chính được lần lượt thực hiện cho từng nhóm yếu tố:

a. Biến phụ thuộc Y: Là biến dummy, chỉ quyết định đầu tư hay không đầu tư nhận hai giá trị 0 và 1 (0 là không đầu tư, 1 là đầu tư) sử dụng thang đo Scale (hai biểu hiện 0,1).

b. Biến độc lập: Được sử dụng thang đo là Scale - Likert 5 mức độ.

β_1 (LN) sẽ mang dấu dương, do biến Lợi nhuận mong muốn có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), do là khi lợi nhuận mong muốn càng cao nên sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

c. Phương pháp lấy mẫu

Trong nghiên cứu này người thực hiện chọn hình thức lấy mẫu là phi xác suất.

3.2. Mô hình nghiên cứu – Biến nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy Binary Logistic để phân tích. Mô hình hồi quy Binary Logistic là mô hình phi tuyến tính sử dụng biến phụ thuộc dạng nhị phân để ước lượng xác suất một sự kiện sẽ xảy ra với những thông tin của biến độc lập mà ta có được. Biến phụ thuộc trong mô hình này là biến giả (biến dummy) chỉ nhận 2 giá trị 0 và 1. Mô hình sau :

$$Y=f(LN,CT,DM,RR,CK,DN_1,DN_2,DN_3,DN_4,DN_5,DN_6,CP_1,CP_2,CP_3,CP_4,CP_5)$$

β_2 (CT) sẽ mang dấu dương, do biến Cổ tức mong muốn có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), do là khi Cổ tức mong muốn càng nhiều (“càng cao”) thì dẫn đến quyết định đầu tư càng cao, do đó sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân

β_3 (DM) sẽ mang dấu dương, do biến danh mục đầu tư có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), do khi phối hợp đầu tư nhiều cổ phiếu để giảm rủi ro (càng nhiều) thì sẽ giảm bớt rủi ro do nhà đầu tư cá nhân phân tán rủi ro vào nhiều cổ phiếu nên sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân

β_4 (RR) sẽ mang dấu âm, do mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau sẽ dẫn đến những quyết định khác nhau từ nhà đầu tư cá nhân nên sẽ tác động ngược chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Do đó, biến Rủi ro cá nhân có mối quan hệ tương quan nghịch với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư),

β_5 (CK) sẽ mang dấu dương vì Nhà đầu tư cá nhân quan tâm đến chỉ số chứng

khoản thị trường của cổ phiếu, chỉ số này thể hiện xu hướng của cả thị trường, để cân nhắc trước khi đưa ra những quyết định phù hợp. Do đó yếu tố Chỉ số chứng khoán thị trường có tác động cùng chiều đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân.

β_6 (DN1) sẽ mang dấu dương, khi tham gia thị trường chứng khoán nhà đầu tư cá nhân quan tâm đến chỉ số EPS trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Đây là phần lợi nhuận mà công ty phân bổ cho mỗi cổ phần thông thường đang được lưu hành trên thị trường. EPS được sử dụng như một chỉ số thể hiện khả năng kiếm lợi nhuận của doanh nghiệp, nếu doanh nghiệp có chỉ số EPS càng cao thì sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân

β_7 (DN2) sẽ mang dấu dương, khi tham gia thị trường chứng khoán nhà đầu tư cá nhân quan tâm đến chỉ số P/E trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Chỉ số P/E là một tỷ lệ phần trăm giữa thị giá một cổ phiếu và thu nhập trên một cổ phiếu, nếu doanh nghiệp có chỉ số P/E càng cao thì sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_8 (DN3) sẽ mang dấu dương, khi tham gia thị trường chứng khoán nhà đầu tư cá nhân quan tâm đến chỉ số ROE trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Chỉ số ROE là tỷ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu. Chỉ số này là thước đo để đánh giá một đồng vốn bỏ ra và tích lũy tạo ra bao nhiêu đồng lời.

β_9 (DN4) sẽ mang dấu dương, khi tham gia thị trường chứng khoán nhà đầu tư cá nhân quan tâm đến chỉ số ROA trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Chỉ số ROA đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng tài sản của công ty, cung cấp cho nhà đầu tư thông tin về các khoản lãi được tạo ra từ lượng vốn đầu tư (hay lượng tài sản). ROA đối với các công ty cổ phần có sự khác biệt rất lớn và phụ thuộc nhiều vào ngành kinh doanh.

β_{10} (DN5) sẽ mang dấu âm: Nhà đầu tư cá nhân quan tâm đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp trước đó đã có nhiều chính sách chia cổ tức khác nhau, như việc chia cổ tức một phần bằng tiền mặt, một phần bằng cổ phần, hoặc bằng hàng hoá..., việc có nhiều chính sách chia cổ tức có thể là do nguyên nhân doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả dẫn đến việc không có khả năng chia cổ tức bằng tiền mặt cho khách hàng, cũng có thể là do doanh nghiệp muốn dùng phần cổ tức của nhà đầu tư để tái đầu tư mở rộng thêm hoặc trang trải các khoản nợ trong một thời gian, điều này làm giảm uy tín của doanh nghiệp. Do đó yếu tố Chính sách chia cổ tức có tác động ngược chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_{11} (DN6) sẽ mang dấu dương, trong doanh nghiệp vai trò của nhà quản lý, nhà lãnh đạo của công ty rất quan trọng, nó quyết định sự thành công hay thất bại của một doanh nghiệp. Nếu nhà đầu tư tin tưởng vào sự lãnh đạo của những nhà quản lý doanh nghiệp sẽ đem lại lợi nhuận cao, đồng vốn họ bỏ vào đầu tư sẽ đem lại lợi nhuận cao thì cùng nghĩa nhà đầu tư cá nhân sẽ quyết định đầu tư vào doanh nghiệp càng cao. Do đó, biến Nhà quản lý lãnh đạo sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_{12} (CP1) sẽ mang dấu dương, do biến Giá mua bán cổ phiếu có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), do biến này cung cấp những thông tin về tình hình giá mua bán của cổ phiếu và nhà đầu tư sẽ cân nhắc đến giá mua bán, nó sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_{13} (CP2) sẽ mang dấu âm, doanh nghiệp nếu kinh doanh có lợi nhuận sẽ chia cổ tức đúng hạn định, ngược lại, nếu doanh nghiệp kinh doanh không có hiệu quả hoặc lợi nhuận không cao thì kỳ hạn

chia cổ tức sẽ không như thời gian định sẵn, trì trệ hoặc không chia cổ tức. Do đó biến kỳ hạn chia cổ tức sẽ tác động ngược chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_{14} (CP3) sẽ mang dấu dương, do biến Tỷ lệ chia cổ tức có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), do doanh nghiệp chia cổ tức đúng hạn nghĩa là nguồn vốn nhà đầu tư cá nhân bỏ vào đầu tư đã đem lại lợi nhuận và những nhà quản lý, lãnh đạo công ty đã tuân thủ cam kết trả cổ tức cao khi họ kinh doanh có lợi nhuận. Do đó, biến Tỷ lệ chia cổ tức sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_{15} (CP4) sẽ mang dấu dương, do biến Thị giá cổ phiếu có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), trong thời điểm thực hiện nghiên cứu này, thị trường chứng khoán trong nước cũng như ngoài nước cũng không được sáng sủa lắm, hàng loạt cổ phiếu có khối lượng giao dịch giảm, có nhiều cổ phiếu thị giá còn dưới mệnh giá niêm yết. Do đó, nhà đầu tư cá nhân sẽ chú

trọng đầu tư vào những cổ phiếu mà thị giá còn tương đối cao để bảo toàn vốn đầu tư. Vì vậy, biến Thị giá cổ phiếu sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

β_{16} (CP5) sẽ mang dấu dương, do biến Khối lượng mua bán trong ngày của cổ phiếu có mối quan hệ tương quan thuận với biến phụ thuộc Y (biến quyết định đầu tư), cũng dựa vào lý do như trên, thời điểm nghiên cứu này thực hiện là lúc thị trường chứng khoán chưa khởi sắc, nhà đầu tư sẽ cân nhắc đối với những cổ phiếu nào có khối lượng giao dịch trong ngày có nhiều biến động. Đối với nhà đầu tư cá nhân, việc chớp thời cơ đầu tư là điều quan trọng, do đó biến Khối lượng mua bán trong ngày sẽ tác động cùng chiều đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

Để định lượng ảnh hưởng của các biến số nêu trên đối với quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân là đầu tư hay không đầu tư, nghiên cứu này thiết lập một mô hình hồi quy Binary Logistic. Theo Studenmund(1992), phương trình hồi quy như sau:

$$Pi = E(Y=1/Xi) = 1 / (1 + e^{-(a+bXi)})$$

Trong đó Pi là kỳ vọng xác suất Y=1 (đầu tư) với điều kiện Xi đã xảy ra. Xi là biến độc lập. Hay viết cách khác:

$$Li = \ln(Pi/(1-Pi)) = a + bXi$$

Trong đó Li là tỷ số giữa xác suất Y=1 và xác suất Y = 0. Áp dụng phương pháp tuyến tính hoá, mô hình dự kiến được viết thành:

$$\ln\left[\frac{Pi}{1-Pi}\right] = \frac{e^Y}{1+e^Y}$$

Với :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 LN + \beta_2 CT + \beta_3 DM + \beta_4 RR + \beta_5 CK + \beta_6 DN_1 + \beta_7 DN_2 + \beta_8 DN_3 + \beta_9 DN_4 + \beta_{10} DN_5 + \beta_{11} DN_6 + \beta_{12} CP_1 + \beta_{13} CP_2 + \beta_{14} CP_3 + \beta_{15} CP_4 + \beta_{16} CP_5$$

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Số liệu sơ cấp : Tiến hành điều tra bằng phương pháp phỏng vấn trực tiếp bằng phiếu điều tra 190 nhà đầu tư cá nhân tại thị trường chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh, và một số công ty chứng khoán trong thành phố: Công ty chứng khoán Sài Gòn (SSI), Công ty chứng khoán ngân hàng Vietcombank (VBS), Công ty chứng khoán ngân hàng Á Châu, Công ty chứng khoán ngân hàng Công Thương (IBS), Công ty chứng khoán Thăng Long (thanglongsc).

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

Theo kết quả khảo sát cho thấy trong 190 nhà đầu tư cá nhân được phỏng vấn thì có 89,7% nhà đầu tư cá nhân đầu tư tại các sàn giao dịch tại Tp.HCM, 12,1% trên cả hai sàn. Có 53,2% nhà đầu tư là nam, còn lại là tỷ lệ của nhà đầu nữ. Từ kết quả

điều tra cũng cho thấy phần lớn nhà đầu tư nhận định mình thuộc nhà đầu tư lướt sóng (ngắn hạn) chiếm 54,7%, tỷ lệ nhà đầu tư dài hạn là 17,4%, còn lại là tỷ lệ nhà đầu tư cả ngắn hạn và dài hạn. Kết quả thống kê cho thấy phân phối thu nhập của các nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường chứng khoán phần lớn là thu nhập từ 2 đến dưới 10 triệu (chiếm 49,5%), tiếp theo chiếm 25,8% là những nhà đầu tư cá nhân có thu nhập từ 10 đến dưới 20 triệu, số nhà đầu tư cá nhân có thu nhập dưới 2 triệu (18,9%) và trên 20 triệu (5,8%).

4.1. Kết quả phân tích của mô hình hồi quy Binary Logistic

Sau khi sử dụng phần mềm phân tích SPSS 16.0 để chạy các dữ liệu đã thu thập được dựa trên mô hình nghiên cứu đã đưa ra ở chương 2, kết quả nghiên cứu đưa ra mô hình hồi quy Binary Logistic với phương trình sau:

$$\log_e \left[\frac{P(Y = 1)}{P(Y = 0)} \right] = -5.742 + 0.360 LN - 0.357 DN5 + 1.134 CP3 + 0.424 CP4$$

(4.1)

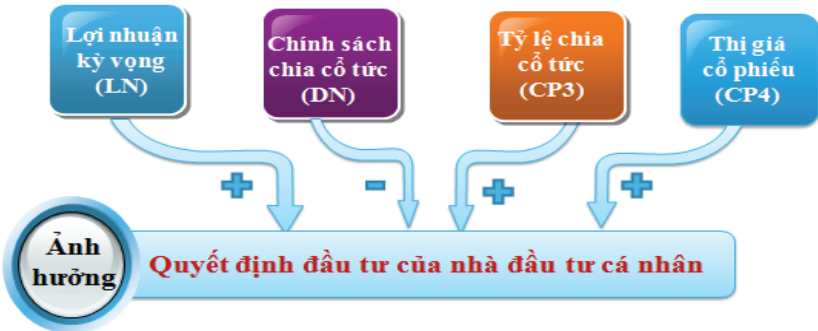
Để phân tích rõ hơn ta có thể biểu diễn (4.3) dưới dạng:

$$\left[\frac{P(Y = 1)}{P(Y = 0)} \right] = e^{(-5.742 + 0.360 \ln \text{huankyvong} - 0.357 \text{chinh sach chia cotuc} + 1.134 \text{ty le chia cotuc} + 0.424 \text{thi gia cophieu})}$$

(4.2)

Như vậy sau khi đưa ra mô hình bằng phần mềm SPSS cho thấy quyết định đầu tư bị ảnh hưởng bởi 4 yếu tố: Lợi nhuận kỳ vọng, chính sách chia cổ tức, tỷ lệ chia cổ tức và thị giá cổ phiếu.

Sơ đồ 4.1. Các nhân tố tác động đến quyết định đầu tư



(Nguồn: Nghiên cứu của tác giả)

Bảng 4.1. Kết quả sau khi chạy mô hình

Biến	B	S.E.	Wald	df	Sig.
Lợi nhuận kỳ vọng (LN)	.360	.178	4.086	1	.043
Chính sách chia cổ tức (DN5)	-.357	.210	2.893	1	.049
Tỷ lệ chia cổ tức (CP2)	1.134	.236	23.143	1	.000
Thị giá cổ phiếu (CP4)	.424	.219	3.737	1	.043
Constant	-1.742	1.685	11.618	1	.001

(Nguồn: Nghiên cứu của tác giả)

Từ kết quả trên, ta có thể viết lại mô hình như sau :

$$\left[\log_e \left[\frac{P(Y = 1)}{P(Y = 0)} \right] \right] = -1.742 + 0.360 LN - 0.357 DN5 + 1.134 CP3 + 0.424 CP4$$

(4.2)

Kết quả : Mô hình này được lựa chọn do tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Như vậy mô hình này là mô hình tối ưu trong nghiên cứu này. Ta sẽ tiến hành phân tích và nhận xét mô hình này.

4.2. Giải thích kết quả của các hệ số hồi quy Binary Logistic

4.2.1. Hệ số hồi quy biến Lợi nhuận kỳ vọng

Khi lợi nhuận kỳ vọng cao (nhà đầu tư muốn kiếm lợi nhuận từ việc mua bán cổ phiếu khi đầu tư càng cao), nếu lợi nhuận kỳ vọng tăng lên 1 đơn vị với điều kiện chính sách chia cổ tức, tỷ lệ chia cổ tức, thị giá cổ phiếu là như nhau thì Log của tỷ lệ xác suất đầu tư và xác suất không đầu tư sẽ tăng thêm 0.360 đơn vị (lần).

Thực tế khi Lợi nhuận kỳ vọng vào Cổ phiếu càng cao thì quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân càng cao, điều này là phù hợp thực tế thị trường Việt Nam và cũng phù hợp với nghiên cứu của Nagy và Obenberger (1994) là yếu tố lợi nhuận kỳ vọng có ảnh hưởng cao nhất đến quyết định đầu tư (là 46,6%) trong 34 yếu tố ảnh

hưởng đến quyết định đầu tư ở thị trường Mỹ. Và yếu tố Lợi nhuận kỳ vọng này trong nghiên cứu của Al-Tamimi (2005) cũng đạt tỷ lệ phần trăm đồng ý là 65%, đứng đầu trong 5 nhóm yếu tố ảnh hưởng và cũng cao nhất trong 34 yếu tố ảnh hưởng mà nhà nghiên cứu đưa ra.

4.2.2. Hệ số hồi quy biến Chính sách chia cổ tức

Khi chính sách chia cổ tức cao (nhà đầu tư quan tâm đến chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp càng giảm), nếu chính sách chia cổ tức tăng lên 1 đơn vị với điều kiện lợi nhuận kỳ vọng, tỷ lệ chia cổ tức, thị giá cổ phiếu là như nhau thì Log của tỷ lệ xác suất đầu tư và xác suất không đầu tư sẽ giảm đi 0.357 đơn vị (lần). Kết quả này cũng tương đồng với kết quả của hai nhà nghiên cứu trước là ảnh hưởng của nó cũng không cao, được xếp vào nhóm ảnh hưởng cuối cùng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

Khác với biến giải thích ở trên, chính sách chia cổ tức có mối quan hệ tương quan nghịch với quyết định cho đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Mối quan hệ này có ý

nghĩa doanh nghiệp có chính sách chia cổ tức càng nhiều thì khả năng nhà đầu tư cá nhân đưa ra quyết định đầu tư càng thấp. Điều này là do doanh nghiệp trước đó đã có nhiều chính sách chia cổ tức khác nhau, thí dụ như chia cổ tức một phần bằng tiền mặt, một phần bằng cổ phần, hoặc bằng hàng hoá..., việc có nhiều chính sách chia cổ có thể là do nguyên nhân doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả dẫn đến việc không có khả năng chia cổ tức bằng tiền mặt cho khách hàng, cũng có thể là do doanh nghiệp muốn dùng phần cổ tức của nhà đầu tư để tái đầu tư mở rộng thêm hoặc trang trải các khoản nợ trong một thời gian, điều này làm giảm uy tín của doanh nghiệp, mất lòng tin đối với cổ phiếu của nhà đầu tư, dẫn đến nhà đầu tư cá nhân sẽ không quyết định đầu tư

4.2.3. Hệ số hồi quy biến Tỷ lệ chia cổ tức

Khi tỷ lệ chia cổ tức cao (nhà đầu tư quan tâm đến tỷ lệ chia cổ tức của doanh nghiệp càng tăng), nếu tỷ lệ chia cổ tức tăng lên 1 đơn vị với điều kiện lợi nhuận kỳ vọng, chính sách chia cổ tức, thị giá cổ phiếu là như nhau thì Log của tỷ lệ xác suất đầu tư và xác suất không đầu tư sẽ tăng thêm 1.134 đơn vị (lần).

Tại thị trường chứng khoán Việt Nam, Tỷ lệ chia cổ tức càng cao có tác động rất lớn đến nhà đầu tư, phù hợp với tính cách người Việt Nam “ăn chắc mặc bền”. Kết quả nghiên cứu này cho thấy Tỷ lệ chia cổ tức có ảnh hưởng lớn nhất đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân, yếu tố ảnh hưởng này cũng phù hợp với nghiên cứu Al-Tamimi (2005), được xếp thứ 2 trong 5 nhóm yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân.

4.2.4. Hệ số hồi quy biến Thị giá cổ phiếu

Khi thị giá cổ phiếu càng cao (nhà đầu tư quan tâm đến thị giá cổ phiếu càng tăng), nếu thị giá cổ phiếu tăng lên 1 đơn

vị với điều kiện lợi nhuận kỳ vọng, chính sách chia cổ tức, tỷ lệ chia cổ tức là như nhau thì Log của tỷ lệ xác suất đầu tư và xác suất không đầu tư sẽ tăng thêm 0.424 đơn vị (lần).

Tại thị trường chứng khoán Việt Nam, nếu Thị giá cổ phiếu càng cao thì nhà đầu tư cá nhân cân nhắc nhiều hơn đến quyết định đầu tư. Điều này cũng phù hợp với thực trạng hiện tại của nhà đầu tư tại sàn giao dịch Tp. HCM. Vì thông thường, nếu công ty kinh doanh có lợi nhuận ổn định, thì thường chia cổ tức đúng hạn, mức chia cổ tức cao do đó thị giá cổ phiếu thường có chiều hướng cao, hoặc nhà đầu tư muốn nắm giữ cổ phiếu đang trên đà tăng giá.... Kết quả này cũng tương đồng với kết luận của hai nghiên cứu của Nagy & Obenberger (1994) và Al-Tamimi (2005) đều cho thấy yếu tố thị giá cổ phiếu đều ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân tại hai thị trường chứng khoán Mỹ và Dubai.

5. ĐỀ XUẤT, KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

5.1. Đối với doanh nghiệp

Nâng cao chất lượng nhóm yếu tố Doanh nghiệp, cụ thể là chính sách chia cổ tức, tỷ lệ chia cổ tức. Theo như kết quả của mô hình, yếu tố Tỷ lệ chia cổ tức có ảnh hưởng cao nhất đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân, do đó, doanh nghiệp nên cải thiện chính sách này. Thực tế theo VnExpress năm 2011, cả hai sàn có khoảng 120 công ty thua lỗ, và tại đại hội đồng cổ đông 2012, hàng vạn cổ đông của các công ty thua lỗ phải biểu quyết thông qua tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2011 là 0% hoặc chỉ có 3-5% . Một loạt doanh nghiệp liên tục xin lùi ngày chi trả cổ tức năm 2010, ngoài chuyện các công ty không có tiền chia cổ tức, nhiều công ty niêm yết đã buộc phải điều chỉnh giảm cổ tức trong năm. Điển hình là Licogi 16 (mã LCG, HOSE) đã bắt ngờ thay đổi tỷ lệ cổ tức từ 15% xuống còn

5% tại đại hội đồng cổ đông thường niên 2012, PTL, CSG, MH... Trong thời điểm khó khăn hiện nay, việc doanh nghiệp đưa Tỷ lệ chia cổ tức thành yếu tố thu hút nhà đầu tư cá nhân khi tham gia thị trường chứng khoán là rất hợp lý.

Giải pháp : Doanh nghiệp nên nâng cao tỉ lệ chia cổ tức mà vẫn đảm bảo cơ cấu tài chính hợp lý để tái sản xuất, kinh doanh. Để thực hiện chính sách này đòi hỏi doanh nghiệp phải có đề ra hướng kinh doanh cụ thể, nghiên cứu thị trường đi đôi với việc kiểm soát việc thực hiện giữa thực tế và kế hoạch đặt ra, có phương án điều chỉnh kịp thời đối với các trường hợp chậm tiến độ so với kế hoạch đề ra. Như vậy, doanh nghiệp mới đạt được lợi nhuận như dự kiến, đó chính là nền tảng để thực hiện chính sách chia cổ tức linh động và thực hiện đúng kỳ hạn chia cổ tức như những yếu tố ảnh hưởng đến nhà đầu tư cá nhân như nghiên cứu trên.

5.2. Đối với nhà đầu tư cá nhân

5.2.1. Lựa chọn cổ phiếu đầu tư hiệu quả dựa trên yếu tố thị giá cổ phiếu

Kết quả nghiên cứu cho thấy thị giá cổ phiếu có mối tương quan tỷ lệ thuận với quyết định đầu tư. Điều này phù hợp với kết quả nghiên cứu về loại nhà đầu tư chứng khoán trong mẫu với 54,7% nhà đầu tư tự đánh giá mình khi tham gia thị trường chứng khoán là đầu tư ngắn hạn (lướt sóng)... Do đó việc nắm bắt thời cơ tại những thời điểm cổ phiếu đang trên đà tăng giá, nắm giữ một thời gian ngắn sau đó bán lại với mục đích kiếm lời ngay. Điều này dẫn đến nhà đầu tư cá nhân có khả năng đưa ra quyết định đầu tư cao hơn. Thực tế theo Báo tài chính tổng hợp trong năm 2011 hơn 50% số cổ phiếu niêm yết có thị giá thấp hơn giá trị sổ sách. Một thống kê khác trên hai sàn niêm yết tại thời điểm đầu tháng 12-2011 có tới 401 cổ phiếu niêm yết đang giao dịch dưới mệnh giá, chiếm 57,3% tổng số chứng khoán niêm yết.

Để phân tích và lựa chọn cổ phiếu, nhà đầu tư thường mất khá nhiều thời gian và công sức nghiên cứu về các công ty được niêm yết để có được những quyết định đúng đắn chứ không phải trông đợi vào sự may rủi. Nhà đầu tư cần hiểu rõ về công ty, tiếp đó là phân tích về thị trường, phân tích về ngành kinh tế, phân tích về nguồn cung cấp, phân tích tài chính và phân tích rủi ro.

5.2.2. Trang bị cho mình những kiến thức cơ bản về chứng khoán khi tham gia vào thị trường chứng khoán dựa trên yếu tố chính sách chia cổ tức

Nhà đầu tư cá nhân khi tham gia thị trường chứng khoán cần thể hiện tính chuyên nghiệp của mình thông qua việc xem xét các yếu tố tài chính. Có nghĩa là cần phải nâng cao hiểu biết để có thể tự đánh giá được mức độ tài chính hiện tại của công ty như thế nào, cụ thể là nhà đầu tư nên quan tâm đến yếu tố chính sách chia cổ tức. Năm 2011 vừa qua theo tin Vnexpress, cả hai sàn có khoảng 120 công ty thua lỗ, kể cả một loạt các đại gia như SJS (lỗ 71 tỷ đồng), TLH (lỗ ròng hơn 40 tỷ đồng), NVT (lỗ ròng 70,3 tỷ đồng), VSP (lỗ 535 tỷ đồng), HLA (lỗ 19,5 tỷ đồng), THV (lỗ 198 tỷ đồng), chưa kể đến nhiều công ty chỉ lãi có vài trăm triệu đồng. Lỗ nặng hoặc lãi không đáng kể, các doanh nghiệp này không có tiền để trả cổ tức. Với những công ty mà có nhiều chính sách chia cổ tức (không chia bằng tiền) như năm 2011 công ty cổ phần Tập đoàn Thép Tiến Lên (TLH) chia bằng cổ phiếu quỹ, cổ đông CIC8 nhận cổ tức là căn hộ hoặc nền đất tại các dự án do công ty làm chủ đầu tư..thì chứng tỏ doanh nghiệp này đang làm ăn không hiệu quả. Đó là điểm lưu ý đối với các nhà đầu tư cá nhân khi quyết định đầu tư.

5.2.3. Trang bị cho mình những kiến thức cơ bản về chứng khoán trước khi tham gia vào thị trường để có được lợi nhuận kỳ vọng như mong muốn.

Theo kết quả của nghiên cứu thì yếu tố lợi nhuận kỳ vọng có tác động đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân. Thực tế cả năm 2011 theo thống kê của Bội Mẫn báo Vietstock, toàn thị trường đã có 84 công ty thua lỗ, chiếm tỷ lệ 12% với tổng giá trị các khoản lỗ đã tăng lên xấp xỉ 4,350 tỷ đồng, tức gấp 6 lần năm 2010. Với tình hình khó khăn trên trên chắc chắn lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu sẽ giảm và ngược lại. Để đạt được lợi nhuận kỳ vọng như mong muốn thì trước khi đầu tư, nhà đầu tư cần phân tích và tìm hiểu kỹ xu hướng chung, quan tâm đến tình hình kinh doanh của công ty qua các báo cáo tài chính của công ty, so sánh lợi nhuận kỳ vọng của năm trước với lợi nhuận thực tế đạt được để có quyết định đúng đắn.

5.2.4. Những việc nhà đầu tư cần làm để đạt được hiệu quả khi tham gia vào thị trường chứng khoán.

Nguyên tắc trong đầu tư chứng khoán là “không nên bỏ tất cả các trứng vào một giỏ” mà phải đa dạng hóa để giảm thiểu rủi ro bằng cách xây dựng cho mình một danh mục đầu tư hiệu quả. Đồng thời trong quá trình nắm giữ phải biết cách điều chỉnh sao cho nó ngày càng hiệu quả, đó còn gọi là quản lý danh mục đầu tư.

Thứ nhất là Xây dựng danh mục đầu tư. Khi nhà đầu tư đồng thời đầu tư vào nhiều loại chứng khoán khác nhau, sự thua lỗ của một loại chứng khoán chỉ có tác động nhỏ đến toàn bộ danh mục, thậm chí nhiều khi có thể bù lỗ bằng lợi nhuận thu được từ các chứng khoán khác trong cùng một danh mục đó.

Thứ hai là Quản lý danh mục đầu tư. Quản lý danh mục đầu tư là quá trình liên tục và có hệ thống gồm 4 bước: Đầu tiên phải xác định mục tiêu đầu tư. Trọng tâm của việc xác định mục tiêu là xác định rõ mức độ rủi ro có thể chấp nhận được của chủ đầu tư và mức độ lợi nhuận mong đợi tương thích với mức độ rủi ro đó. Tiếp theo

là xây dựng các chiến lược phù hợp với mục tiêu bao gồm việc lập các tiêu chuẩn và phân bổ đầu tư. Kế tiếp là giám sát theo dõi những yếu tố tài chính như tỷ lệ chia cổ tức, chính sách chia cổ tức, thị giá cổ phiếu và lợi nhuận kỳ vọng đạt được. Cuối cùng, điều chỉnh danh mục đầu tư phù hợp với diễn biến của thị trường và mục tiêu của nhà đầu tư.

5.3 Kết luận

Như đã trình bày ở trên, nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy Binary Logistic để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân tại thị trường chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh. Kết quả phân tích các biến của mô hình nghiên cứu tại bảng 4.1 có 04 biến có ý nghĩa thống kê ở mức 5% là biến chính sách chia cổ tức, tỷ lệ chia cổ tức và thị giá cổ phiếu. Dấu của 4 biến này thỏa kỳ vọng của mô hình nghiên cứu. Những biến mang dấu dương là lợi nhuận kỳ vọng, tỷ lệ chia cổ tức và thị giá cổ phiếu, là yếu tố làm tăng xác suất đầu tư của nhà đầu tư cá nhân khi các biến này tăng 01 đơn vị trong điều kiện các biến còn lại không thay đổi. Biến mang dấu âm là chính sách chia cổ tức của doanh nghiệp là yếu tố làm giảm xác suất đầu tư của nhà đầu tư cá nhân khi các biến này giảm một đơn vị trong điều kiện các biến còn lại không thay đổi.

Kết quả phân tích mô hình được trình bày ở bảng 4.4 cho thấy lợi nhuận kỳ vọng có mối quan hệ tương quan thuận với quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Nghĩa là, chỉ số lợi nhuận kỳ vọng càng cao (càng cao) thì khả năng đầu tư của nhà đầu tư cá nhân càng cao. Trên thực tế, lợi nhuận kỳ vọng càng cao đồng nghĩa với rủi ro cao, kỳ vọng đối với lợi nhuận càng cao thường gây đột biến trong giá cổ phiếu khi giao dịch. Do đó, nhà đầu tư cá nhân cần nghiên cứu, phân tích tình hình một cách cẩn trọng để có thể lựa chọn một mức lợi nhuận kỳ vọng sáng suốt.

Nghiên cứu cũng nhận định từ ban đầu một hạn chế của đề tài là nghiên cứu mới chỉ mới tập trung đánh giá mức độ ảnh hưởng của các yếu tố tài chính với nhà đầu tư cá nhân trên thị trường thành phố Hồ Chí Minh, chưa thực hiện nghiên cứu trên phạm vi cả nước. Theo lý thuyết tài chính hành vi, ngoài các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân, còn có các yếu tố tâm lý. Do vậy, có thể thực hiện nghiên cứu mở rộng cho cả hai nhóm yếu tố tài chính và tâm lý đối với nhà đầu tư cá nhân trong nước và ngoài nước, các tổ chức trong nước và ngoài nước đang tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam, để có thể đánh giá tổng quát tất cả các đối tượng nhà đầu tư.

Khả năng tổng quát của nghiên cứu sẽ được nâng cao nếu một nghiên cứu được lặp lại với phỏng vấn nhóm trong nghiên cứu định tính, lấy mẫu theo xác

suất trong nghiên cứu định lượng. Trong thị trường chứng khoán ngoài nhà đầu tư cá nhân trong nước và nước ngoài, còn có các tổ chức trong và ngoài nước cũng tham gia thị trường chứng khoán. Hướng nghiên cứu tiếp theo có thể thực hiện là nghiên cứu các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến quyết định của các tổ chức trong nước và ngoài nước để đánh giá, so sánh mức độ ảnh hưởng của các yếu tố tài chính lên hai nhóm tổ chức này.

Mặc dù nghiên cứu này chưa toàn diện và còn nhiều hạn chế nhất định nhưng đây là kết quả phản ánh khoa học, khách quan về các yếu tố tài chính tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Mong rằng các ý kiến đóng góp của tác giả sẽ góp phần giúp các nhà đầu tư cá nhân có quyết định sáng suốt khi đầu tư và doanh nghiệp có chiến lược hiệu quả để thu hút đầu tư.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Danh mục tài liệu tiếng Anh

1. Glaser, M., Noth, M. & Weber, M. (2004). “*Behavioral finance*”. Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making, Chapter 26.
2. Hussen A. Hassan Al-Tamimi (2005). Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical study of the UAE Financial Markets. Available: <http://www.campus-for-finance.com/fileadmin/content/cffrc/documents/2007/Behavioral_Finance_Al-Tamimi.pdf>
3. Tài chính hành vi – Behavioral Finance (24/3/2010). <<http://saga.vn/dictview.aspx?id=2793>>
4. Markowitz, H. (1952). The utility of wealth, Journal of Political Economy 60, 151–158. Odean, T. 1999. “Do Investors Trade Too *Much*?” American Economic Review 89:1279–98.
5. Miller, M. H. and F. Modigliani (1958). “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.*” American Economic Review.
6. Miller, M. and F. Modigliani (1961). “*Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.*” Journal of Business 34: 411-433.
7. Miller, M. H. and F. Modigliani (1963). “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” Ricciardi, Victor and Simon, Helen K. What is Behavioral Finance? *Business, Education & Technology*, Vol. 2, No. 2, Fall 2000, 1-9.

8. Robert A. Nagy and Robert W. Obenberger (1994). “*Factor Influencing Individual Investor Behavior*”. Financial Analysis Journal, 50, 40, 63-68.
9. Ricciardi, Victor and Simon, Helen K. “*What is Behavioral Finance?*”. Business, Education & Technology, Vol. 2, No. 2, Fall 2000,1-9.
10. Robert A. Nagy and Robert W. Obenberger (1994). “*Factor Influencing Individual Investor Behavior*”. Financial Analysis Journal, 50, 40, 63-68.
11. Statman, M. (1999). “*Behavioral finance: Past Battles and future engagements*”. Financial Analysts Journal, Vol. 55, No. 6: 18-27.

Danh mục tài liệu tiếng Việt

1. Bội Mẫn(2012), “*Bức tranh lãi, lỗ của doanh nghiệp qua các năm*”, <<http://vietstock.vn/2012/08/buc-tranh-lai-lo-cua-doanh-nghiep-qua-cac-nam-737-235620.htm>>.
2. Báo Vnexpress (2011), “*8 vấn đề làm khó doanh nghiệp trong năm 2011*”, <<http://taichinh.vnexpress.net/tin-tuc/dau-tu/2011/12/8-van-de-lam-kho-doanh-nghiep-trong-nam-2011-4600/>>.
3. Báo Vnexpress (2012), “*Muôn kiểu chia cổ tức*”, <http://taichinh.vnexpress.net/tin-tuc/chung-khoan/2012/06/muon-kieu-chia-co-tuc-11608/>.
4. Hoàng Trọng, Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008). “*Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*”. Nhà Xuất Bản Thống Kê.
5. Tạp chí kinh tế và dự báo, chuyên san “*Tổng quan kinh tế – Xã hội Việt Nam*”, Số 2 Tháng 6/2011.

(Ngày nhận bài: 15/11/2012; Ngày phản biện: 22/11/2012; Ngày chấp nhận đăng: 27/05/2013).