

TÁC ĐỘNG CỦA NHẬN THỨC RỦI RO, NHẬN THỨC SỰ KHÔNG CHẮC CHẮN ĐẾN KẾT QUẢ ĐẦU TƯ VÀ DỰ ĐỊNH ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Hữu Thọ

Khoa Quản trị – Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: thong@ueh.edu.vn

Trần Hà Minh Quân

Viện đào tạo quốc tế – Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

Email: quan.tran@isb.edu.vn

Tăng Vũ Hùng

Viện Quản trị Kinh doanh, trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: tvuhung@bsneu.edu.vn

Ngày nhận: 11/10/2019

Ngày nhận bản sửa: 27/12/2019

Ngày duyệt đăng: 15/01/2020

Tóm tắt

Nghiên cứu được tìm hiểu nhằm khám phá sự ảnh hưởng của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam của các nhà đầu tư cá nhân. Tác giả khảo sát 500 nhà đầu tư và nhận về 465 bảng hợp lệ dùng để phân tích thống kê mô tả và thực hiện kiểm định giả thiết nghiên cứu với kết quả cho thấy nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn có tác động dương đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư; kết quả đầu tư vừa giữ vai trò trung gian giữa nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn vừa ảnh hưởng trực tiếp đến dự định đầu tư. Ngoài ra, nghiên cứu khuyến nghị cho các nhà đầu tư cần hiểu rõ khi đầu tư vào các loại cổ phiếu rủi ro được dán nhãn cảnh báo, tạm dừng hoặc kiểm soát giao dịch, và các công ty chứng khoán hỗ trợ các nhà đầu tư nâng cao kiến thức đầu tư chứng khoán.

Từ khóa: Dự định đầu tư, kết quả đầu tư, nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn.

Mã JEL: G00, G02, G30, G32.

Impact of perceived risk, uncertainty perception on investment performance and intentions to invest on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

The study explored the relationship among of perceived risk, perceived uncertainty to investment performance and intentions on Stock Exchange of Vietnam. We investigated 500 investors and received 465 valid questionnaires. The results showed that (i) perceived risk, perceived uncertainty had the direct positive impact on both investment performance and intentions; investment performance also had the indirect influence on intentions to invest through perceived risk, perceived uncertainty and also direct impact on intentions. In addition, investors are recommended to draw attention to the risks of investing in stocks labeled as “warned”, “controlled”, and “halted trading”; and securities firms have updated and supported investor to improve knowledge for investment.

Keywords: Investment intentions, investment performance, perceived risk, perceived uncertainty.

JEL Code: G00, G02, G30, G32.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam luôn mang lại cơ hội cho nhà đầu tư cá nhân tham gia giao dịch vì được xem là thị trường chứng khoán mới nổi. Schwager (1993, 49) nhận xét “giao dịch là cảm xúc”, đó là tâm lý đám đông, tham lam và sợ hãi. Baker và Nofsinger (2010) cũng khẳng định rằng hành vi của chúng ta chắc chắn bị ảnh hưởng bởi tâm lý vì khi nhà đầu tư quyết định mua các sản phẩm vô hình là không dễ dàng. Điều quan trọng, “nhận thức rủi ro” và “nhận thức sự không chắc chắn” được xem là công cụ trong quyết định đầu tư vì mọi người dường như mong đợi để ngăn ngừa rủi ro khi đầu tư hơn là tối đa hóa lợi nhuận với quyết định đầu tư nhiều rủi ro (Mitchell, 1999).

Nhà đầu tư cá nhân tham gia vào thị trường cổ phiếu tạo tính thanh khoản cho hàng hóa (cổ phiếu), phát triển thị trường chứng khoán tạo nguồn vốn sơ cấp cho các Doanh nghiệp niêm yết có nguồn vốn bền vững phục vụ nhu cầu sản xuất, kinh doanh ổn định. Hiệu quả kinh doanh của nhà đầu tư sẽ thúc đẩy nhà đầu tư dự định tham gia đầu tư cổ phiếu trong tương lai. Kết quả kinh doanh dựa trên hiệu quả từ số tiền đầu tư ban đầu, và xảy ra sau quá trình đầu tư, nhà đầu tư chấp nhận rủi ro hay không chắc chắn về kết quả có được trong tương lai (có thể đem lại hiệu quả như mong đợi, đôi khi chưa đạt được sự kỳ vọng và thậm chí thua lỗ).

“Nhận thức rủi ro” và “nhận thức sự không chắc chắn” đã được nghiên cứu gần đây trong một số lĩnh vực như sản phẩm và dịch vụ mua hàng trực tuyến, ngân hàng điện tử và thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, phương pháp đánh giá và đo lường nhận thức này rất đa dạng, trong lĩnh vực hàng dân dụng tập trung vào rủi ro sản phẩm, rủi ro vận hành hoặc rủi ro tài chính (Dai & cộng sự, 2014; Forsythe & Shi, 2003). Đối với, ngành ngân hàng điện tử liên quan đến rủi ro xã hội, rủi ro mất thời gian, rủi ro chi phí cơ hội và rủi ro thông tin (Kassim & Ramayah, 2015). Trong lĩnh vực tài chính, nhận thức rủi ro được đo lường bằng thái độ đối với rủi ro như chấp nhận rủi ro và lo ngại rủi ro (Kahneman & Tversky, 1979).

Trong thời gian gần đây, ít tác giả đề cập hay tìm hiểu về tác động của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư vào cổ phiếu trên thị trường chứng khoán và đặc biệt là sự tác động trực tiếp hay gián tiếp đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư tương lai tại Việt Nam. Do

vậy, tác giả thực hiện nghiên cứu này với ba câu hỏi nghiên cứu chính: (i) nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn có ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư?, (ii) kết quả đầu tư có ảnh hưởng đến dự định đầu tư?, (iii) nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn có ảnh hưởng gián tiếp đến dự định đầu tư thông qua kết quả đầu tư?.

Bài viết gồm 4 phần: ngoài phần giới thiệu, phần tiếp theo của nghiên cứu sẽ trình bày cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu, phần 3 là phương pháp nghiên cứu, và phần 4 thể hiện kết quả nghiên cứu, kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn là quá trình ra quyết định để dự đoán đầu tư cổ phiếu tốt hơn so với phương pháp đo lường khách quan về biến động giá cổ phiếu ở quá khứ (Nosic & Weber, 2010). Nhận thức rủi ro và sự không chắc chắn có liên quan nhau, nhưng khái niệm khác nhau, với rủi ro liên quan đến các tình huống trong đó những người ra quyết định có thể dự đoán khả năng xảy ra và chưa biết kết quả trong tương lai, trong khi sự không chắc chắn đề cập đến các tình huống mà họ không thể dự đoán được khả năng xảy ra và kết quả trong tương lai (Knight, 1921; Toma & Şarpe, 2012). Nhận thức của nhà đầu tư về rủi ro và sự không chắc chắn được xem là yếu tố dự báo đáng kể về hành vi chấp nhận rủi ro trong đầu tư chứng khoán (Barber & Odean, 2013; Chen & cộng sự, 2007; Jain & cộng sự, 2015)

Nhận thức rủi ro liên quan đến cảm giác chủ quan của cá nhân về sự chắc chắn trong việc thực hiện hành động, nhưng kết quả không đạt như mong muốn hoặc không được thuận lợi (Bauer, 1960). Theo Dowling & Staelin (1994) nhận thức rủi ro là nhà đầu tư lo lắng về sản phẩm và dịch vụ, và đặc biệt những sản phẩm, dịch vụ có giá trị cao liên quan đến rủi ro nhóm sản phẩm (phân loại sản phẩm), rủi ro đặc thù của sản phẩm (thương hiệu sản phẩm) hoặc sản phẩm cụ thể.

Nhận thức rủi ro về sản phẩm hay dịch vụ trong mua sắm trực tuyến ảnh hưởng rất nhiều do niềm tin *từ dự* định của người mua đến quyết định mua hàng (Bauer, 1960). Khi giao dịch trực tuyến, nhận thức rủi ro là sự bất định, người mua hàng chưa rõ đầy đủ thông tin. Họ lo lắng về tính bảo mật thông tin cá nhân, dữ liệu bị sai lệch, sự lừa dối và thanh toán chưa đúng hạn. Do vậy, người mua hàng trực tuyến

rất quan tâm đến các nhận xét, đánh giá của người mua trước vì họ tin rằng những người đã mua và sử dụng sản phẩm, dịch vụ sẽ phản ánh và đưa ra các ý kiến rất trung thực.

Những nhà đầu tư đưa ra quyết định khi biết rủi ro thì xác định được khả năng xảy ra của các kết quả, còn những nhà đầu tư không chắc chắn thì hoàn toàn không biết được điều đó. Tác giả Bauer (1960) nhấn mạnh rằng bất kỳ hành động nào của nhà đầu tư khi đưa ra quyết định cũng sẽ dẫn đến các kết quả và các kết quả chưa biết trước với bất kỳ điều gì, và kết quả có thể thuận lợi hoặc chưa thuận lợi. Nhận thức rủi ro là sự kỳ vọng chủ quan về mức độ chấp nhận đầu tư thua lỗ để đạt được một kết quả mong muốn trong tương lai (Warkentin & cộng sự, 2002). Những nhận định này liên quan đến nhận thức về rủi ro và sự không chắc chắn của các nhà đầu tư cá nhân khi họ có thể chấp nhận mức thua lỗ so với mức đầu tư ban đầu nhằm mục đích đạt được thu nhập cao hơn trong tương lai.

Kết quả đầu tư liên quan đến mức độ hài lòng (như mong đợi hoặc cao hơn mong đợi) sau quyết định đầu tư (Waweru & cộng sự, 2008) hay kết quả đầu tư được tính bằng cách, kết hợp sự hài lòng (hay chưa hài lòng) và kết quả như mong đợi (hoặc không như mong đợi) sau khi quyết định đầu tư (Cadotte & cộng sự, 1987; Yi & Zeithaml, 1990). Đánh giá kết quả đầu tư bằng cách so sánh tỷ suất lợi nhuận đạt được so với tỷ suất lợi nhuận mong đợi và mức độ hài lòng về quyết định đầu tư.

Dự định là dấu hiệu sẵn sàng của cá nhân để thực hiện hành vi. Dự định sẽ thực hiện khi nhận thức được kiểm soát, thái độ tích cực và mức độ quan tâm hiệu hay ít (Ajzen, 1991). Dự định hành vi là dấu hiệu sẵn sàng của cá nhân để thực hiện hành vi (Fishbein & Ajzen, 1977) trong trường hợp này là dự định đầu tư. Sự hiểu biết về dự định hành vi của cá nhân liên quan đến đầu tư có thể giúp xác định chính xác các mục tiêu hoặc chiến lược. Tuy nhiên, nghiên cứu về dự định đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân chưa có nhiều quan tâm trong ba thập kỷ qua (Nandan & Saurabh, 2016; Trang & Tho, 2017).

Lý thuyết dự định hành vi (TPB) liên quan đến niềm tin và hành vi của cá nhân và được phát triển từ lý thuyết hành động hợp lý (TRA) của Fishbein & Ajzen (1977) và Ajzen & Fishbein (1980). TRA bị hạn chế khi dự đoán hành vi của nhà đầu tư trong trường hợp họ chưa thể kiểm soát hành vi, do vậy, dự định hành vi không phải lúc nào cũng dẫn đến

hành vi thực tế. Đồng thời, Warkentin & cộng sự (2002) cho rằng niềm tin của con người có khả năng ảnh hưởng đến nhận thức rủi ro.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Theo tác giả Fellner & Maciejovsky (2007), những nhà đầu tư ngại rủi ro thường ít giao dịch đầu tư cổ phiếu hay khi họ tự tin quá mức thường có xu hướng đầu tư lợi nhuận thấp (Barber & Odean, 2013). Tác giả Hoffmann & cộng sự, (2015) cho rằng nhà đầu tư mua các cổ rủi ro sẽ đem lại kết quả đầu tư cao (lợi nhuận càng cao thì rủi ro càng lớn). Những người nhận thấy rủi ro và sự không chắc chắn trong đầu tư cao thì họ có xu hướng chọn đầu tư cổ phiếu an toàn (Phung & Mai, 2017). Trên cơ sở này, tác giả đề xuất hai giả thiết xem xét mối quan hệ của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đối với kết quả đầu tư sau:

H1: Nhà đầu tư càng hiểu rõ nhận thức rủi ro, họ càng có kết quả đầu tư tốt.

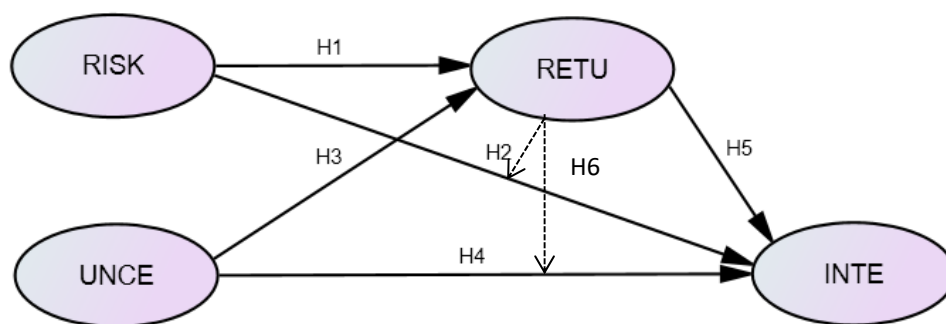
H2: Nhà đầu tư càng hiểu rõ nhận thức sự không chắc chắn, họ càng có kết quả đầu tư tốt.

Theo tác giả Kassim & Ramayah (2015) nghiên cứu mối quan hệ giữa nhận thức rủi ro và dự định tiếp tục sử dụng dịch vụ ngân hàng qua internet ở Malaysia cho thấy rủi ro xã hội, rủi ro mất thời gian, rủi ro thông tin và chi phí cơ hội đều ảnh hưởng đáng kể đến thái độ sử dụng dịch vụ ngân hàng qua internet. Ngoài ra, các rủi ro chức năng, rủi ro vật chất và rủi ro tài chính không có tác động đáng kể đến thái độ người sử dụng dịch vụ. Theo tác giả Dai & cộng sự (2014) tìm thấy nhận thức rủi ro về sản phẩm có tác động mạnh đến dự định mua hàng trực tuyến cho cả sản phẩm kỹ thuật số và sản phẩm phi kỹ thuật số và nghiên cứu này tương tự với tác giả Forsythe & Shi (2003), ngoài ra rủi ro tài chính chỉ ảnh hưởng đến dự định mua hàng trực tuyến cho các sản phẩm phi kỹ thuật số. Bên cạnh đó, nhận thức sự không chắc chắn ảnh hưởng đến sự tham gia và dự định mua hàng sản phẩm hữu cơ (sản phẩm sạch) được điều tra bởi tác giả Teng & Lu (2016) cho rằng sự không chắc chắn ở mức độ thấp ảnh hưởng không nhiều đến dự định mua hàng, nhưng người tiêu dùng có mức độ nhận thức sự không chắc chắn cao về sản phẩm hữu cơ thì sự quyết định và dự định mua hàng của khách hàng sẽ giảm, với những nghiên cứu trên, chúng tôi đưa ra hai giả thiết:

H3: Nhà đầu tư hiểu rõ nhận thức rủi ro, họ càng mong muốn dự định đầu tư.

H4: Nhà đầu tư hiểu rõ nhận thức sự không chắc

Hình 1. Mô hình đề xuất của tác giả



Trong đó: RISK: nhận thức rủi ro; UNCE: nhận thức sự không chắc chắn
 RETU: kết quả đầu tư; và INTE: dự định đầu tư tương lai
 ảnh hưởng trực tiếp ———> ; ảnh hưởng gián tiếp - - - - ->

chấn, họ càng mong muốn dự định đầu tư.

Tác giả Oberlechner & Osler (2008) sử dụng dữ liệu sơ cấp khảo sát 416 chuyên gia tại thị trường ở Bắc Mỹ và tìm thấy mối quan hệ đáng kể giữa tài chính hành vi, quá tự tin đến kết quả đầu tư. Tác giả Lin & Swanson (2003) đã sử dụng dữ liệu thứ cấp để tìm hiểu mối quan hệ quan trọng giữa hành vi giao dịch và kết quả đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài giao dịch trên thị trường chứng khoán Đài Loan. Những tác giả này đo lường biến kết quả đầu tư thông qua các khía cạnh như lợi nhuận gộp, lợi nhuận điều chỉnh từ rủi ro. Ngoài ra, Kim & Nofsinger (2003) cũng cho thấy việc sở hữu cổ phiếu rủi ro, mua cổ phiếu có lợi nhuận trong thời gian gần, ảnh hưởng đến kết quả đầu tư của những nhà đầu tư cá nhân Nhật Bản. Theo tác giả Trang & Tho (2017) cho rằng những người hài lòng với kết quả đầu tư sẽ có nhiều khả năng đầu tư tiếp trong tương lai. Theo tác giả Cuong & Jian (2014) tìm hiểu thái độ đối với hành vi như sự tự tin quá mức so với sự lạc quan, hành vi bày đàn và rủi ro tâm

lý ảnh hưởng tích cực đến dự định về hành vi khi đưa ra quyết định của các nhà đầu tư cá nhân trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này phù hợp với các tác giả khác Gervais & cộng sự (2002); Johnsson & cộng sự (2002). Qua các nghiên cứu trên, tác giả đề nghị giả thiết:

H5: Nhà đầu tư thỏa mãn kết quả đầu tư càng cao, họ càng dự định tiếp tục đầu tư.

Theo tác giả Trang & Tho (2017) tìm ra sự ảnh hưởng dương của nhận thức rủi ro đến kết quả đầu tư, nhà đầu tư càng nhận thức rủi ro thì kết quả đầu tư càng cao và kết quả đầu tư giữ vai trò trung gian của nhận thức rủi ro đến dự định đầu tư tương lai, tác giả đề nghị giả thiết:

H6: Kết quả đầu tư có đóng vai trò trung gian của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đến dự định đầu tư.

3. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu hỗn hợp: Phương pháp nghiên cứu định tính và phương pháp

Bảng 1. Tóm tắt các đặc điểm của nhà đầu tư được điều tra

Đặc điểm	Tỷ lệ %
Giới tính	58,8
Tuổi: 26-35	51,2
Trình độ đại học	70,9
Thu nhập từ 6 – 12 triệu đồng	44,9
Kinh nghiệm làm việc dưới 5 năm	49,1
Kinh nghiệm đầu tư dưới 3 năm	31,6
Tham gia huấn luyện đào tạo đầu tư chứng khoán	63,5
Tổng số tiền đầu tư từ 100 – 300 triệu đồng	26,7

Nguồn: Tổng hợp điều tra của tác giả.

Bảng 2. Kết quả kiểm tra độ tin cậy Cronbach's alpha

Thang đo	Cronbach's alpha nếu loại biến	Biến loại	Ghi chú
INTE	0,958		6 biến
RISK	0,937	RISK 3 và RISK 4	4 biến
RETU	0,781		3 biến
UNCE	0,797	UNCE 3 và UNCE 4	4 biến

Nguồn: Xử lý dữ liệu với hỗ trợ phần mềm SPSS.

Bảng 3. Kiểm định KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0,852
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	4.455,666
	Df	78
	Sig.	,000

Nguồn: Xử lý dữ liệu với hỗ trợ phần mềm SPSS.

nghiên cứu định lượng với các kỹ thuật bao gồm các cuộc phỏng vấn sâu và khảo sát. Cụ thể, nghiên cứu trước hết áp dụng phỏng vấn sâu kéo dài trong sáu tuần với sáu người quản lý môi giới, mỗi người có 10 năm kinh nghiệm trong đầu tư tài chính đang làm việc tại các công ty chứng khoán tại Việt Nam như Công ty Cổ phần chứng khoán TP HCM, Công ty Cổ phần chứng khoán Rồng Việt, Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt, Công ty Cổ phần Đầu tư phát triển và Thương mại Thiên An. Mục đích của những cuộc phỏng vấn này để phát triển các thang

đo của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn (phụ lục đính kèm) dựa theo nghiên cứu của tác giả Knight (1921). Thứ hai, tác giả hoàn thiện bảng câu hỏi khảo sát với thang điểm Likert 5 mức độ của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn được phát triển bởi tác giả sau khi phỏng vấn sâu dựa trên nghiên cứu của tác giả Knight (1921), kết quả đầu tư của tác giả Oberlechner & Osler (2008), và dự định đầu tư của Dodds & cộng sự (1991) và Soderlund & Ohman (2003). Thứ ba, nghiên cứu thí điểm đã được thực hiện với 50 nhà đầu tư với mục

Bảng 4. Tổng phương sai trích

Yếu tố	Eigenvalues ban đầu			Tổng bình phương nhân tố tải trích			Tổng bình phương xoay nhân tố		
	Tổng	% giá trị phương sai	% giá trị phương sai tích lũy	Tổng	% giá trị phương sai	% giá trị phương sai tích lũy	Tổng	% giá trị phương sai	% giá trị phương sai tích lũy
1	5,549	42,687	42,687	5,549	42,687	42,687	4,914	37,797	37,797
2	2,021	15,546	58,234	2,021	15,546	58,234	2,129	16,377	54,174
3	1,702	13,096	71,330	1,702	13,096	71,330	1,890	14,539	68,713
4	1,341	10,319	81,648	1,341	10,319	81,648	1,682	12,935	81,648
5	0,495	3,806	85,454						
6	0,422	3,246	88,700						
7	0,348	2,679	91,379						
8	0,285	2,193	93,573						
9	0,222	1,708	95,281						
10	0,189	1,452	96,732						
11	0,163	1,251	97,983						
12	0,152	1,168	99,151						
13	0,110	0,849	100,000						

Nguồn: Xử lý dữ liệu với hỗ trợ phần mềm SPSS.

Bảng 5. Độ tin cậy và phương sai trích

Thang đo	CR	AVE	Ghi chú
INTE	0,958	0,793	
RISK	0,938	0,882	
RETU	0,782	0,546	
UNCE	0,799	0,666	

Nguồn: Xử lý dữ liệu với hỗ trợ phần mềm SPSS.

đích kiểm tra độ tin của tất cả các thang đo. Cuối cùng, bảng câu hỏi đã được gửi đến 500 nhà đầu tư cá nhân giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam, và thu lại 465 bảng trả lời hợp lệ. Cuộc khảo sát kéo dài 8 tháng với sự hỗ trợ lớn từ các công ty chứng khoán.

Nghiên cứu đã sử dụng phần mềm SPSS và AMOS cho phương pháp phân tích nhân tố khám phá (EFA) nhằm xác định độ tin cậy Cronbach's alpha, và xác định giá trị thang đo thông qua các hệ số KMO, Eigenvalues, tổng phương sai trích, phép xoay nhân tố. Phân tích nhân tố khẳng định (CFA) gồm xác định độ tin cậy tổng hợp và phương sai trích để kiểm tra giá trị thang đo, và kỹ thuật mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM) được áp dụng để tìm ra tác động của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư.

3.1. Mô hình nghiên cứu đề xuất (Hình 1)

3.2. Mẫu và đối tượng nghiên cứu

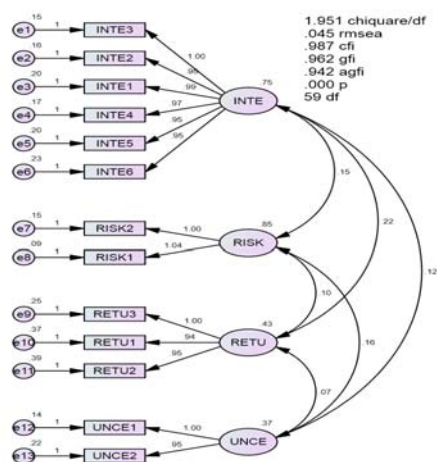
Cỡ mẫu cho các cuộc phỏng vấn: Theo Galvin (2015), trang 3, một nhà nghiên cứu sẽ ngừng thu thập dữ liệu khi đạt đến “bão hòa”, được xác định là

“thời điểm mà không có thông tin liên quan mới nào được đưa ra ngay cả khi có nhiều người được phỏng vấn”. Tác giả sử dụng công thức lấy mẫu nhỏ của dữ liệu định tính được đề xuất bởi Galvin (2015) và xác định số người được phỏng vấn cần có là 6.

Cỡ mẫu cho khảo sát: Nghiên cứu sử dụng công thức của Krejcie & Morgan (1970) để tính cỡ mẫu yêu cầu là 384. Số lượng nhà đầu tư cần thiết để đảm bảo độ tin cậy và độ hợp lý của nghiên cứu phù hợp với đề xuất của Hair & cộng sự (2014), trang 574, “cỡ mẫu tối thiểu - 300 cho các mẫu có bảy thang đo trở xuống”. Qua đó, Tác giả đã khảo sát thí điểm 50 nhà đầu tư, sau đó gửi 500 bảng câu hỏi đến các nhà đầu tư cá nhân và nhận được 465 bảng câu hỏi hợp lệ.

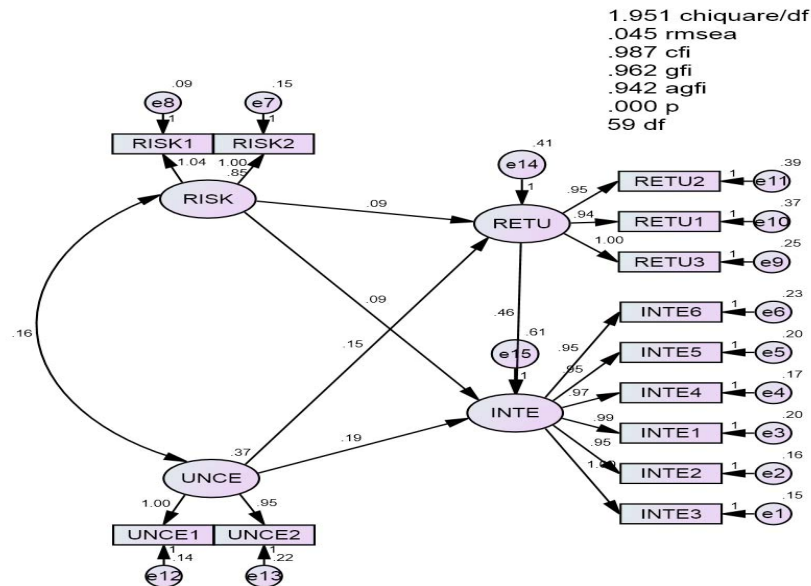
Mô tả tổng quan về đối tượng nghiên cứu: Dựa vào Bảng 1 trình bày thông tin người tham gia điều tra, nhà đầu tư nam giới là 58,8%. Nhóm điều tra có độ tuổi từ 26 đến 35 là 51,2%. 70,9% tổng số người tham gia có bằng cấp đại học. Thu nhập bình bình từ 6 đến 12 triệu chiếm 44,9%. Với tỷ lệ 49,1% nhà đầu tư dưới 5 năm kinh nghiệm làm việc và 31,6% có kinh nghiệm đầu tư chứng khoán từ 1 đến

Hình 2. Kết quả CFA chuẩn hóa mô hình



Nguồn: Xử lý dữ liệu của tác giả.

Hình 3. Kết quả SEM mô hình nghiên cứu



Nguồn: Xử lý dữ liệu của tác giả.

3 năm. Nhà đầu tư cá nhân tham gia các khóa đào tạo về đầu tư chứng khoán 63,5% và 26,7% nhà đầu tư sử dụng từ 100 đến 300 triệu VND cho đầu tư.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu trình bày gồm 4 nội dung: (1) kiểm định độ tin cậy Cronbach’s alpha, (2) phân tích nhân tố khám phá EFA, (3) phân tích nhân tố khẳng định CFA và (4) kiểm định mô hình lý thuyết bằng SEM như sau:

4.1. Kiểm định độ tin cậy Cronbach’s alpha

Nghiên cứu áp dụng thang đo Likert 5 điểm: 1 điểm cho toàn bộ không đồng ý và 5 điểm cho hoàn toàn đồng ý. Cấu trúc của thang đo rủi ro (RISK) gồm 4 biến; thang đo sự không chắc chắn (UNCE) gồm 4 biến, với 3 biến liên quan đến thang đo kết quả đầu tư (RETU) và 6 biến cho thang đo dự định đầu tư tương lai (INTE). Kết quả ở Bảng 2 cho thấy

tất cả các thang đo có kết quả Cronbach’s alpha nếu loại biến rác có giá trị lớn hơn 0.6, (thang đo RISK loại bỏ biến RISK3 và RISK4, cũng như thang đo UNCE bỏ biến UNCE3 và UNCE4).

4.2. Phân tích nhân tố khám phá (EFA)

Sau khi các thang đo được đánh giá độ tin cậy đạt yêu cầu, tác giả đánh giá giá trị của thang đo bằng cách phân tích nhân tố khám phá (EFA). Trước tiên, xem xét Hệ số KMO (Kaiser Meyer Olkin) > = 0,5 và Bartlett là từ 0,6 trở lên và mức có ý nghĩa (P) không quá 0,05. Bảng 3 cho thấy: KMO = 0,852 > 0,5, giá trị Sig < 5%, điều này thể hiện dữ liệu đã thích hợp cho nghiên cứu.

Tiếp theo, tại Bảng 4, tác giả đánh giá các yếu tố quan trọng như hệ số Eigenvalue có giá trị lớn hơn 1, trọng số nhân tố lớn hơn hoặc bằng 0,4 và tổng phương sai trích có tỷ lệ phần trăm tích lũy

Bảng 6: Kết quả trung gian của RETU đến INTE thông qua RISK

Thang đo	Trực tiếp	Gián tiếp	Tổng
RISK	0,090	(0,087 x 0,465) = 0,040	0,130
RETU	0,465		0,465
Tổng	0,555	0,040	0,595

Nguồn: Xử lý dữ liệu của tác giả.

Bảng 7: Kết quả trung gian của RETU đến INTE thông qua UNCE

Thang đo	Trực tiếp	Gián tiếp	Tổng
UNCE	0,188	$(0,146 \times 0,465) = 0,068$	0,256
RETU	0,465		0,465
Tổng	0,653	0,068	0,721

Nguồn: Xử lý dữ liệu của tác giả.

81,648% > 50% (Nguyễn Đình Thọ, 2013).

4.3. Phân tích nhân tố khẳng định (CFA)

Kết quả Hình 2 có các bậc tự do $df = 59$, Chi-square/ $df = 1,951 < 5$, GFI = $0,962 > 0,9$; CFI = $0,987 > 0,9$; và RMSEA = $0,045 < 0,07$. Như vậy, mô hình phù hợp với dữ liệu.

Kết quả kiểm định sự phân biệt cho thấy tất cả các mối tương quan của các khái niệm khác biệt, với độ tin cậy 95% (P value < 5%). Ngoài ra, với ước tính phương sai trích (AVE) > 0,5 và độ tin cậy tổng hợp (CR) > 0,7 tại Bảng 5. Tóm lại, các kết quả phân tích ủng hộ giá trị của thang đo.

4.4. Phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM)

Sau khi kiểm nghiệm độ tin cậy và tính hiệu lực của mô hình nghiên cứu, tác giả sử dụng SEM với phần mềm AMOS để tìm ra kết quả chứng minh tất cả những giả thuyết đều được chấp nhận (Hình 3) có các bậc tự do $df = 59$, Chi-square/ $df = 1,951 < 5$; GFI = $0,962 > 0,9$; CFI = $0,987 > 0,9$; và RMSEA = $0,045 < 0,07$

5. Kết luận

Nghiên cứu đã tìm hiểu tác động của nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đối với kết quả đầu tư, và dự định đầu tư. Đặc biệt, nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc có tác động trực tiếp và gián tiếp đến các dự định đầu tư. Nhìn chung, hầu hết các nhà đầu tư có nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn cao trong đầu tư các loại cổ phiếu, trong đó các nhà đầu tư càng nhận thấy rủi ro và không chắc chắn trong đầu tư, họ càng hài lòng với quyết định đầu tư của mình hoặc họ càng có dự định đầu tư vào cổ phiếu trong tương lai, đáp ứng các giả thiết đưa ra từ H1, H2, H3, H4, H5, và H6, cụ thể:

(1) Nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn ảnh hưởng rất thấp đến kết quả đầu tư với tác động dương 0,087 và 0,146 cũng như dự định đầu tư tương lai 0,090 và 0,188, điều này thể hiện khi kết quả đầu tư hoặc dự định đầu tư tăng 1 đơn vị thì nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn ảnh hưởng 0,087 và 0,146 đối với kết quả đầu tư,

cũng như 0,090 và 0,188 đối với dự định đầu tư, kết quả này hàm ý rằng nhà đầu tư nên chú ý đến nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn khi quyết định đầu tư bởi vì nhà đầu tư càng suy nghĩ hay lo lắng về rủi ro hay không chắc chắn khi đầu tư thì họ càng kỳ vọng đạt được lợi nhuận cao. Điều này phù hợp nghiên cứu tác giả Trang & Tho (2017). Nhà đầu tư quan tâm khi đầu tư vào các cổ phiếu bị cảnh báo, hạn chế giao dịch hay thị giá cổ phiếu và giúp cho kết quả đầu tư hiệu quả, đồng thời các nhà đầu tư khi nhận thức sự không chắc chắn có mức độ ảnh hưởng cao hơn nhận thức rủi ro. Bên cạnh đó, kết quả cũng phù hợp nghiên cứu của tác giả Alleyne & Osler (2011), khi nhà đầu tư nhận thức được rủi ro có ảnh hưởng tích cực đến dự định đầu tư.

(2) Kết quả đầu tư ảnh hưởng dương dự định đầu tư tương lai, khi dự định đầu tư tương lai tăng 1 đơn vị thì kết quả đầu tư tăng 0,465, điều này thể hiện rằng nhà đầu tư sẽ thất vọng và không muốn đầu tư tương lai khi kết quả đầu tư không như mong đợi. Ngoài ra, vai trò trung gian của nhận thức rủi ro và nhận thức sự không chắc chắn đến dự định đầu tư tương lai thông qua kết quả đầu tư (Bảng: 6 và 7), đây là phát hiện mới trong nghiên cứu mà trước đây, tác giả Trang & Tho (2017) không đề cập đến nhận thức sự không chắc chắn mà chỉ tìm thấy vai trò trung gian của kết quả đầu tư trong nhận thức rủi ro đến dự định đầu tư tương lai.

Bên cạnh đó, nghiên cứu còn giúp nhà đầu tư cần hiểu trường hợp nào là cổ phiếu được dán nhãn cảnh báo, tạm dừng giao dịch hoặc kiểm soát. Thông thường, cổ phiếu vi phạm quy định niêm yết chứng khoán tại HOSE với Quyết định Số 10/QĐ-SGDHCM ngày 10/01/2014 như giảm vốn điều lệ dưới 120 tỷ VND, lãi âm sau thuế hoặc lỗ lũy kế, ngừng kinh doanh hoặc dừng hoạt động chính từ hơn 3 tháng, thường vi phạm quy định công bố thông tin, và cổ phiếu không giao dịch trong vòng 6 hoặc 9 tháng vì bị kiểm soát. Theo các chuyên gia, đầu tư cổ phiếu rủi ro cao vẫn tốt hơn chơi game hoặc mua vé số mà kết quả của họ hoàn toàn dựa

trên may rủi. Các công ty chứng khoán nên tổ chức hội thảo, hội nghị hoặc các khóa đào tạo để nhà đầu tư có cơ hội thảo luận, tìm hiểu và nâng cao trình độ chuyên môn. Đặc biệt, cập nhật quy định đầu tư chứng khoán và hỗ trợ các nhà đầu tư sử dụng đòn bẩy tài chính là một trong những các nhiệm vụ quan trọng của các công ty chứng khoán. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam cần kiểm soát và giảm thiểu một lượng công ty chứng khoán và các công ty niêm yết để gia tăng năng lực cũng như chất lượng dịch vụ.

Giới hạn của nghiên cứu: là tập trung mối quan hệ giữa nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn đến kết quả đầu tư và dự định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Trong thực tế, nhiều định kiến hành vi có thể ảnh hưởng đến dự định đầu tư như tính đại diện, quá tự tin, định kiến neo giữ cổ phiếu, nguy hiểm của người đánh bạc, định kiến sẵn có, tâm lý đám đông, phản ứng quá mức, lo ngại tiếc nuối, vv. Cũng như tính cách của từng cá nhân khi tham gia đầu tư ảnh hưởng đến nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn được đề xuất nghiên cứu thêm.

PHỤ LỤC

Phụ lục: Tổng hợp thang đo, biến quan sát, phát biểu và tác giả

STT	Tên thang đo	Biến quan sát	Phát biểu	Tác giả
01	Nhận thức rủi ro	RISK1	Bạn thấy rủi ro khi đầu tư cổ phiếu bị cảnh báo, kiểm soát hoặc tạm ngừng giao dịch	Phát triển bởi tác giả dựa trên lý thuyết Knight, 1921
		RISK2	Bạn thấy rủi ro khi đầu tư cổ phiếu có thị giá dưới 10,000 VND	
		RISK3	Bạn thấy rủi ro khi đầu tư cổ phiếu có thị giá từ 10,000 đến 50,000 VND	
		RISK4	Bạn thấy rủi ro khi đầu tư cổ phiếu có thị giá trên 50,000 VND	
02	Nhận thức sự không chắc chắn:	UNCE1	Bạn thấy không chắc chắn khi đầu tư cổ phiếu bị cảnh báo, kiểm soát hoặc tạm ngừng giao dịch	Phát triển bởi tác giả dựa trên lý thuyết Knight, 1921
		UNCE2	Bạn thấy không chắc chắn khi đầu tư cổ phiếu có thị giá dưới 10,000 VND	
		UNCE3	Bạn thấy không chắc chắn khi đầu tư cổ phiếu có thị giá từ 10,000 đến 50,000 VND	
		UNCE4	Bạn thấy không chắc chắn khi đầu tư cổ phiếu có thị giá trên 50,000 VND	
03	Kết quả đầu tư	RETU1	Tỷ suất lợi nhuận của các cổ phiếu tôi đang sở hữu đã đáp ứng được sự mong đợi của bạn	Oberlechner & Osler, 2008
		RETU2	Tỷ suất lợi nhuận của tôi bằng hoặc cao hơn tỷ suất lợi nhuận trung bình của thị trường	
		RETU3	Trong năm vừa qua, bạn cảm thấy hài lòng với quyết định đầu tư (bao gồm bán, mua, lựa chọn cổ phiếu và quyết định số lượng mua cổ phiếu)	
04	Dự định đầu tư trong lai	INTE1	Tôi dự định đầu tư vào các cổ phiếu trong thời gian tới	Dodds, Monroe, & Grewal, 1991 Sodelund & Ohman, 2003
		INTE2	Tôi có kế hoạch đầu tư vào các cổ phiếu trong thời gian tới	
		INTE3	Tôi muốn đầu tư vào các cổ phiếu trong thời gian tới	
		INTE4	Xác suất mà tôi sẽ đầu tư vào các cổ phiếu rất cao trong thời gian tới	
		INTE5	Tôi có thể đầu tư vào các cổ phiếu trong thời gian tới	
		INTE6	Tôi rất thích đầu tư vào các cổ phiếu trong thời gian tới	

Tài liệu tham khảo

- Ajzen, I. & Fishbein, M. (1980), theory of reasoned action as applied to moral behavior: A confirmatory analysis, *Journal of personality and social psychology*, 62(1), 98-109.
- Ajzen, I. (1991), 'The theory of planned behavior', *Organizational behavior and human decision processes*, 50(2), 179-211.
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (Eds.). (2010), *Behavioral finance: investors, corporations, and markets* (Vol. 6), John Wiley & Sons.
- Barber, B.M. & Odean, T. (2013), 'The behavior of individual investors', In *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, 1533-1570, Elsevier.
- Bauer, R.A. (1960), Consumer Behavior as Risk Taking, W: Dynamic Marketing for a Changing World, Red. RS Hancock, In *Proceedings of the 43rd Conference of the American Marketing Association, Chicago*.
- Bhatnagar, A., Misra, S. & Rao, H.R. (2000), 'On risk, convenience, and Internet shopping behavior', *Communications of the ACM*, 43(11), 98-105.
- Cadotte, E.R., Woodruff, R.B. & Jenkins, R.L. (1987), 'Expectations and norms in models of consumer satisfaction', *Journal of Marketing Research*, 24(3), 305-314.
- Chen, G., Kim, K.A., Nofsinger, J.R. & Rui, O. M. (2007), 'Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors', *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.
- Cuong, P.K. & Jian, Z. (2014), 'Factors influencing individual investors' behavior: An empirical study of the Vietnamese stock market', *American Journal of Business and Management*, 3(2), 77-94.
- Dai, B., Forsythe, S. & Kwon, W.S. (2014), 'The impact of online shopping experience on risk perceptions and online purchase intentions: Does product category matter?' *Journal of Electronic Commerce Research*, 15(1), 13-24.
- Dodds, W.B., Monroe, K.B., & Grewal, D. (1991), 'Effects of price, brand, and store information on buyers' product evaluations', *Journal of Marketing Research*, 28(3), 307-319.
- Dowling, G. R., & Staelin, R. (1994), 'A model of perceived risk and intended risk-handling activity', *Journal of Consumer Research*, 21(1), 119-134.
- Fellner, G., & Maciejovsky, B. (2007), 'Risk attitude and market behavior: Evidence from experimental asset markets', *Journal of Economic Psychology*, 28(3), 338-350.
- Fishbein, M. & Ajzen, I. (1977), 'Belief, attitude, intention, and behavior: An introduction to theory and research', *Philosophy and Rhetoric*, 10(2), 130-132.
- Forsythe, S.M. & Shi, B. (2003), 'Consumer patronage and risk perceptions in Internet shopping', *Journal of Business research*, 56(11), 867-875.
- Galvin, R. (2015), 'How many interviews are enough? Do qualitative interviews in building energy consumption research produce reliable knowledge?', *Journal of Building Engineering*, 1, 2-12.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2002), 'The positive role of overconfidence and optimism in investment policy', in Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. & Anderson, R.E. (2013), *Multivariate data analysis: Pearson new international edition*, Pearson Higher Ed.
- Hoffmann, A. O., Post, T., & Pennings, J. M. (2015), 'How investor perceptions drive actual trading and risk-taking behavior', *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 94-103.
- Jain, R., Jain, P. & Jain, C. (2015), 'Behavioral biases in the decision making of individual investors' *IUP Journal of Management Research*, 14(3), 7-27.
- Kassim, N.M. & Ramayah, T. (2015), 'Perceived risk factors influence intention to continue using Internet banking among Malaysians', *Global Business Review*, 16(3), 393-414.
- Kim, K.A. & Nofsinger, J. R. (2003), 'The behavior and performance of individual investors in Japan' *Pacific Basin Finance Journal*, 11(1), 1-22.
- Knight, F. H. (1921), *Risk, uncertainty and profit*, New York: Hart, Schaffner and Marx.

- Krejcie, R.V. & Morgan, D.W. (1970), 'Determining sample size for research activities', *Educational and Psychological Measurement*, 30(3), 607-610.
- Lin, A.Y. & Swanson, P.E. (2003), 'The behavior and performance of foreign investors in emerging equity markets: Evidence from Taiwan', *International Review of Finance*, 4(3-4), 189-210.
- Mitchell, V.W. (1999), 'Consumer perceived risk: conceptualisations and models', *European Journal of marketing*, 33(1/2), 163-195.
- Nguyễn Đình Thọ (2013), *Phương pháp nghiên cứu khoa học trong kinh doanh*, Nhà xuất bản Tài Chính, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nosić, A. & Weber, M. (2010), 'How riskily do I invest? The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence', *Decision Analysis*, 7(3), 282-301.
- Obernarcher, T. & Osler, C.L. (2008), *Overconfidence in Currency Markets*, Working Paper, Harvard University, Harvard Kennedy School, Harvard.
- Phung, T.M.T. & Mai, N.K. (2017), 'Personality Traits, Perceived Risk, Uncertainty, and Investment Performance in Vietnam', *Global Business and Finance Review*, 22, 67-79.
- Schwager, J.D. (1993), *Market Wizards: Interviews with Top Traders*. New York: Collins.
- Teng & Lu (2016), Organic food consumption in Taiwan: Motives, involvement, and purchase intention under the moderating role of uncertainty. *Appetite* 105, (2016), 95-105.
- Toma, S.-V., Chiriță, M., & Șarpe, D. (2012), 'Risk and uncertainty', *Procedia Economics and Finance*, 3, 975-980.
- Trang, P.T.M. & Tho, N.H. (2017), 'Perceived Risk, Investment Performance and Intentions in Emerging Stock Markets', *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 269-278.
- Warkentin, M., Gefen, D., Pavlou, P.A. & Rose, G.M. (2002), 'Encouraging citizen adoption of e-government by building trust', *Electronic markets*, 12(3), 157-162.
- Yi, Y. & Zeithaml, V.A. (1990), 'A critical review of consumer satisfaction', *Review of Marketing*, 4(1), 68-123.