

ẢNH HƯỞNG CỦA HÀNH VI QUÁ KHỨ VÀ HIỆU ỨNG BẦY ĐÀN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ: PHÂN TÍCH HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

TRẦN THỊ THANH QUỲ^{1*}

¹Viện Tài Chính Kế Toán, Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh

*Tác giả liên hệ: tranthithanhquy@iuh.edu.vn

DOIs: <https://www.doi.org/10.46242/jstiuh.v78i6.5705>

Tóm tắt. Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường mới nổi, thu hút nhiều sự quan tâm nhờ tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ. Trong đó, các nghiên cứu về hành vi đầu tư cá nhân được đặc biệt quan tâm khi không chỉ chịu tác động trực tiếp từ danh mục đầu tư, các mô hình tài chính mà còn có thể bị ảnh hưởng bởi tâm lý từ hiệu ứng bầy đàn hay các hành vi, thói quen trong quá khứ. Nghiên cứu sử dụng PLS-SEM để kiểm định mối quan hệ giữa hành vi quá khứ, hành vi bầy đàn và quyết định đầu tư, đồng thời khám phá vai trò trung gian của hành vi bầy đàn trong mối quan hệ giữa hành vi quá khứ và quyết định đầu tư của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả khảo sát từ 255 nhà đầu tư chứng khoán đang sinh sống tại TP HCM, Việt Nam cho thấy hành vi quá khứ có ảnh hưởng mạnh nhất đến quyết định đầu tư trong hai yếu tố, cho thấy nhà đầu tư thường dựa vào kinh nghiệm trước đây khi ra quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy rằng kinh nghiệm quá khứ không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định đầu tư mà còn gián tiếp tác động thông qua khuynh hướng bầy đàn. Phát hiện này khẳng định rằng các quyết định đầu tư không hoàn toàn mang tính lý trí mà còn bị chi phối bởi các yếu tố hành vi cá nhân và xã hội. Việc nâng cao nhận thức về thiên kiến hành vi và thúc đẩy giáo dục tài chính là cần thiết để giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định sáng suốt hơn, giảm thiểu rủi ro về tài chính trong tương lai.

Từ khóa. Hành vi đầu tư, Hành vi quá khứ, Hành vi bầy đàn, Ảnh hưởng trung gian, Quyết định đầu tư, PLS-SEM.

1. GIỚI THIỆU

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ năm 2000 và đã trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho doanh nghiệp, một lựa chọn đầu tư hấp dẫn đối với cá nhân và tổ chức Đào Lê Trang Anh và Christopher Gan (2021). Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu thăng hạng thị trường trong năm 2025. Theo đó, các Quyết định 1726, Quyết định số 941 và Quyết định số 624 của đã được ban hành nhằm triển khai Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030, cụ thể hóa các giải pháp thành nhiệm vụ rõ ràng và phân công trách nhiệm cho từng đơn vị liên quan. Nhờ đó, thị trường chứng khoán Việt Nam đang mở ra nhiều cơ hội mới cho các nhà đầu tư cá nhân, tổ chức và trở thành một trong những chủ đề thu hút các nhà nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính.

Theo Kengatharan và Kengatharan (2014), quyết định đầu tư của nhà đầu tư đóng vai trò quan trọng trong việc xác định xu hướng thị trường và tác động đến nền kinh tế. Tuy nhiên, quá trình ra quyết định đầu tư không đơn thuần chỉ dựa trên các nguyên tắc tài chính truyền thống mà còn có thể chịu ảnh hưởng từ các yếu tố tâm lý, tình huống và môi trường xung quanh. Theo lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis - EMH) của Fama (1970), giá cổ phiếu trên thị trường phản ánh đầy đủ tất cả thông tin sẵn có, do đó, các nhà đầu tư được giả định là những cá nhân lý trí, luôn tối ưu hóa danh mục đầu tư dựa trên mức độ rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng. Tuy nhiên, nghiên cứu của Birău (2012) trong lĩnh vực tài chính hành vi lại cho thấy các yếu tố tâm lý có thể khiến nhà đầu tư đưa ra quyết định không hoàn toàn dựa trên lý trí, tạo ra những sai lệch so với lý thuyết tài chính cổ điển. Một số nghiên cứu gần đây nhấn mạnh rằng yếu tố cảm xúc và hành vi bầy đàn là những nhân tố ảnh hưởng đáng kể đến quyết định đầu tư (Metawa và cộng sự, 2019). Cụ thể, các nhà đầu tư có thể bị chi phối bởi sự sợ hãi, tham lam, quá tự tin, hoặc có xu hướng lặp lại các quyết định trong quá khứ mà không đánh giá lại tính phù hợp của chúng (Aarts và cộng sự, 1998). Lý thuyết hành vi có kế hoạch (Theory of Planned Behaviour - TPB) của Ajzen (1991) cho rằng hành vi trong quá khứ có thể dần trở thành thói quen, làm suy giảm vai trò của ý định trong quá trình ra quyết định đầu tư. Mặc dù nhiều nghiên cứu quốc tế đã chứng minh ảnh hưởng của yếu tố tâm lý và hành vi bầy đàn đến quyết định đầu tư, tuy nhiên tại thị trường mới nổi như Việt Nam, mức độ hiểu biết tài chính của nhà đầu tư vẫn còn hạn chế, hành vi đầu tư chịu ảnh hưởng lớn từ tin đồn, thông tin không chính thống và thị

trường vẫn đang trong quá trình hoàn thiện khung pháp lý (Ngoc, 2014), các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của hành vi quá khứ và hiệu ứng bầy đàn vẫn còn tương đối ít. Đặc biệt, trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang có nhiều thay đổi quan trọng sau các chính sách phát triển đến năm 2030, việc cập nhật những bằng chứng nghiên cứu mới là rất cần thiết. Ngoài ra, chưa có nghiên cứu nào tìm hiểu về vai trò trung gian của hành vi bầy đàn trong tác động của hành vi quá khứ đến quyết định đầu tư tại bối cảnh Việt Nam. Từ các khoảng trống này, nghiên cứu được thực hiện nhằm làm rõ ảnh hưởng của hành vi quá khứ và hiệu ứng bầy đàn đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư cá nhân tại TP. Hồ Chí Minh, góp phần bổ sung cơ sở thực tiễn cho lĩnh vực tài chính hành vi tại Việt Nam.

Để giải quyết mục tiêu nghiên cứu trên, nghiên cứu sử dụng mô hình phương trình cấu trúc bình phương nhỏ nhất (PLS-SEM) và phân tích dữ liệu thu thập từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TPHCM. Kết quả nghiên cứu góp phần làm rõ hơn về tác động trực tiếp của hành vi quá khứ đến quyết định đầu tư và gián tiếp thông qua hành vi bầy đàn mà các nghiên cứu trước chưa tìm hiểu, từ đó làm cơ sở giúp cho các cơ quan hoạch định chính sách, các tổ chức và nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đưa ra các quyết định phù hợp. Cụ thể, đối với cơ quan quản lý, nghiên cứu cung cấp dữ liệu thực nghiệm, làm nguồn tài liệu tham khảo giúp các nhà hoạch định chính sách hiểu rõ hơn về các quyết định đầu tư cá nhân, từ đó xây dựng thêm các chương trình giáo dục tài chính, nâng cao nhận thức về thiên lệch hành vi và đề xuất các biện pháp hạn chế tác động tiêu cực từ hành vi bầy đàn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường biến động mạnh. Đối với các tổ chức tài chính, việc hiểu rõ xu hướng ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân có thể giúp họ thiết kế các sản phẩm đầu tư và dịch vụ tư vấn phù hợp hơn, đồng thời phát triển các công cụ hỗ trợ ra quyết định nhằm hạn chế sự chi phối của cảm xúc và tâm lý đám đông. Đối với nhà đầu tư cá nhân, nghiên cứu giúp nâng cao nhận thức về tác động của hành vi quá khứ và hành vi bầy đàn, từ đó giúp điều chỉnh chiến lược đầu tư hợp lý, tránh các quyết định mang tính cảm tính và giảm thiểu rủi ro thua lỗ. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng hội nhập với quốc tế, nghiên cứu này không chỉ góp phần làm rõ hơn về hành vi nhà đầu tư mà còn góp phần xây dựng thị trường chứng khoán phát triển bền vững.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Khái niệm nghiên cứu

2.1.1. Quyết định đầu tư

Quyết định đầu tư là một quá trình phức tạp, không chỉ phụ thuộc vào các mô hình tài chính truyền thống như Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) hay lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (Markowitz, 1952), mà còn chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ yếu tố tâm lý và hành vi của nhà đầu tư (Shantha, 2019). Trong thực tế, nhà đầu tư không phải lúc nào cũng đưa ra quyết định dựa trên phân tích lý trí, mà thường bị tác động bởi kinh nghiệm trong quá khứ, xu hướng thị trường và hành vi của các nhà đầu tư khác (Kahneman & Tversky, 1979). Các yếu tố này có thể làm sai lệch quá trình ra quyết định, khiến nhà đầu tư có xu hướng phản ứng theo mô thức lặp lại hoặc bị cuốn theo đám đông, thay vì dựa trên phân tích cá nhân. Trong bối cảnh đó, tài chính hành vi trở thành một yếu tố quan trọng giúp giải thích những sai lệch từ mô hình tài chính truyền thống. Theo lý thuyết hành vi có kế hoạch, một cá nhân có xu hướng lặp lại những hành vi trước đó nếu chúng mang lại kết quả tích cực (Ajzen, 1991). Trong đầu tư tài chính, khi nhà đầu tư đã thành công với một chiến lược trước đây, họ có xu hướng tiếp tục áp dụng chiến lược đó trong tương lai (Barberis và cộng sự, 1998; Nofsinger, 2011). Tương tự, theo lý thuyết triển vọng (prospect theory), nhà đầu tư đánh giá quyết định dựa trên những kết quả trong quá khứ, đặc biệt là khi họ có cảm nhận tích cực về những khoản đầu tư trước đó (Kahneman & Tversky, 1979). Khi đối mặt với sự không chắc chắn, nhà đầu tư có xu hướng tuân theo đám đông thay vì dựa vào đánh giá cá nhân, đặc biệt trong những giai đoạn thị trường biến động mạnh (Sias, 2004; Bikhchandani & Sharma, 2000). Merli & Roger (2013) cho rằng nhà đầu tư từng có trải nghiệm tích cực với một chiến lược đầu tư cụ thể có khả năng cao sẽ gia tăng hành vi bầy đàn, do họ tin rằng việc tuân theo số đông có thể giúp giảm thiểu rủi ro và tối ưu hóa lợi nhuận.

2.1.2. Hành vi quá khứ

Hành vi quá khứ (past behavior) là những hành vi mà một cá nhân đã thực hiện trước đây và các trải nghiệm liên quan đến hành vi đó (Raut, 2020). Một cá nhân sẽ có khả năng lặp lại một hành vi trong tương lai mà không cần suy nghĩ nếu hành vi này được đi lặp lại trong quá khứ. Verplanken và cộng sự (1997)

cho rằng khi một cá nhân đã thực hiện một hành vi nhiều lần, họ có xu hướng bỏ qua thông tin mới và tiếp tục thực hiện hành vi theo thói quen. Điều này làm cho các nhà đầu tư có thể thực hiện các quyết định đầu tư phi lý trí, chỉ dựa vào những trải nghiệm cũ thay vì phân tích dữ liệu mới. Nghiên cứu đã áp dụng lý thuyết hành vi có kế hoạch của Ajzen (1985) để giải thích và dự đoán hành vi của con người qua việc xem xét các yếu tố tác động đến ý định thực hiện hành vi. Theo Ajzen (1991), TPB có thể được mở rộng bằng cách bổ sung thêm các yếu tố giúp tăng mức độ giải thích đáng kể sự thay đổi trong ý định và hành vi. Hành vi quá khứ có thể là một yếu tố như vậy, vì nó giúp cung cấp thông tin quan trọng về kinh nghiệm trong quá khứ, làm ảnh hưởng đến ý định và hành vi trong tương lai. Hành vi này có thể ảnh hưởng đến thái độ, chuẩn mực xã hội và nhận thức về kiểm soát hành vi.

2.1.3. *Hành vi bầy đàn*

Hành vi bầy đàn (Herd behavior) là hiện tượng các nhà đầu tư bắt chước theo đám đông thay vì dựa vào các phân tích của cá nhân. Họ sẽ có xu hướng bắt chước quyết định đầu tư của người khác khi đầu tư, ngay cả khi họ có thông tin hay quan điểm riêng về thị trường. Hành vi này xuất phát từ sự không chắc chắn thông tin, áp lực xã hội, tâm lý sợ bỏ lỡ cơ hội (FOMO) và xu hướng tìm kiếm sự an toàn. Điều này có thể dẫn đến bong bóng tài chính, khủng hoảng hoặc việc định giá sai tài sản (Metawa và cộng sự, 2019). Một mô hình lý thuyết đã cho thấy các quản lý đầu tư có xu hướng bắt chước chiến lược của nhau, cả khi họ có thông tin độc lập (Scharfstein và Stein, 1990). Bắt nguồn từ việc sợ mất danh tiếng, làm họ chọn phương án an toàn bằng cách theo quyết định của đám đông thay vì tự phân tích. Nhà đầu tư có xu hướng bắt chước quyết định của người khác, ngay cả khi có thông tin độc quyền. Hành vi này xuất phát từ nỗi sợ mất danh tiếng hoặc tránh rủi ro khi ra quyết định khác biệt. Các nhà quản lý quỹ có thể sao chép chiến lược của đồng nghiệp thay vì dựa vào phân tích riêng. Các nhà đầu tư cá nhân dễ chạy theo xu hướng thị trường mà không đánh giá lại tính hợp lý của thông tin. Mô hình về thác thông tin ((Information Cascade Model) cho rằng nhà đầu tư phớt lờ thông tin cá nhân và chạy theo đám đông khi các thông tin này có sự bất định. Khi thông tin trên thị trường không chắc chắn, nhà đầu tư có thể bỏ qua thông tin riêng và dựa vào hành vi của số đông. Dẫn đến việc đồng loạt mua hoặc bán ngay cả khi thông tin mới không thay đổi đáng kể. Các đợt bán tháo hoặc tăng giá bất ngờ có thể không phản ánh đúng giá trị nội tại của tài sản, mà chỉ là phản ứng dây chuyền. Thị trường có thể rơi vào trạng thái bong bóng đầu cơ hoặc sụp đổ nhanh chóng (Bikhchandani và Sharma, 2000).

2.2. **Lý thuyết nền**

2.2.1. *Lý thuyết triển vọng*

Hai nhà tâm lý học Daniel Kahneman và Amos Tversky (1979) đã đưa ra Lý thuyết triển vọng (Prospect Theory), một nền tảng quan trọng của tài chính hành vi. Họ cho rằng nhà đầu tư không chỉ đưa ra quyết định dựa trên lý trí, mà còn có thể bị ảnh hưởng bởi cảm xúc, kinh nghiệm quá khứ và tác động xã hội. Theo Birău (2012), tài chính hành vi nghiên cứu về ảnh hưởng của các yếu tố tâm lý đến thị trường tài chính, cung cấp một hướng tiếp cận mới và thú vị thay thế cho tài chính cổ điển. Sự hiệu quả hay phi hiệu quả của thị trường tài chính được phân tích qua các lý thuyết và quan điểm tâm lý. Lý thuyết tài chính cổ điển (dựa trên nền tảng lý thuyết thị trường hiệu quả), cho rằng thị trường vốn là hiệu quả về mặt thông tin. Giá cổ phiếu sẽ phản ánh tất cả các thông tin hiện có trên thị trường khi mọi người đều có quyền tiếp cận một thông tin. Do vậy, tâm lý nhà đầu tư không thể bao quát thị trường trong dài hạn. Tuy nhiên, tài chính hành vi cho thấy một góc nhìn khác biệt, phức tạp, không theo lối mòn. Mô hình này cho rằng quyết định đầu tư có thể bị ảnh hưởng ở một mức độ nhất định bởi các yếu tố cảm xúc và tâm lý như là: sự sợ hãi, lo âu, hoảng loạn, hưng phấn, ghen tị, tham lam, tham vọng,... Trong khi mô hình truyền thống không thể lý giải các hiện tượng bất thường trên thị trường tài chính thì tài chính hành vi có thể giải thích lý do cụ thể tại sao các cá nhân đưa ra quyết định, nhưng không dự đoán được quyết định trong tương lai. Lý thuyết tài chính hành vi ra đời như một phản biện đối với các giả định về tính duy lý trí của nhà đầu tư trong mô hình tài chính truyền thống. Lý thuyết triển vọng có thể giải thích hành vi phản ứng thái quá của nhà đầu tư trong bong bóng thị trường và phản ứng chậm với sự thay đổi dần dần của thị trường (Barberis và cộng sự, 2001).

2.2.2. *Lý thuyết hành vi có kế hoạch*

Lý thuyết hành vi có kế hoạch (TPB) của Ajzen (1985) là một trong những lý thuyết nền phổ biến được sử dụng để phân tích về ý định đầu tư của các cá nhân. TPB được mở rộng từ lý thuyết hành vi hợp

lý (TRA) của Ajzen (1980) qua việc bổ sung thêm yếu tố về nhận thức kiểm soát hành vi đến ý định đầu tư. Sau đó, TPB có thể được tiếp tục mở rộng bằng cách bổ sung thêm các yếu tố mới khi các yếu tố này làm tăng sự thay đổi trong ý định và hành vi (Ajzen, 1991). Trong đó, hành vi quá khứ (PB) được xem là một trong những yếu tố quan trọng có tác động đến hành vi hiện tại. Điều này xảy ra do con người có xu hướng lặp lại các hành động trước đây trong điều kiện tương tự như quá khứ (Aarts và cộng sự, 1998). PB có thể được xem như một biến độc lập hoặc cũng có thể được xem như một biến trung gian trong mô hình TPB (Bentler và Speckart, 1979). Theo đó, nhà đầu tư có kinh nghiệm đầu tư trước đó sẽ có xu hướng dựa vào các kinh nghiệm quá khứ để đưa ra quyết định trong hiện tại. PB làm giảm việc các nhà đầu tư tìm kiếm thông tin mới do họ thường dựa vào kinh nghiệm quá khứ nhiều hơn, dẫn đến quyết định đầu tư theo thói quen thay vì phân tích kỹ lưỡng (Verplanken và cộng sự, 1997). Nếu nhà đầu tư có trải nghiệm tốt với một loại cổ phiếu thì họ sẽ có xu hướng tiếp tục đầu tư vào đó, ngay cả khi các điều kiện thị trường đã thay đổi. Ngoài ra, các nghiên cứu của Metawa và cộng sự (2019) cũng cung cấp bằng chứng về xu hướng giữ lại các khoản đầu tư thua lỗ thay vì cắt lỗ của các nhà đầu tư tại Pakistan. Hành vi này làm gia tăng sự biến động của thị trường, khi sự do dự trong việc bán tài sản thua lỗ trì hoãn điều chỉnh giá và làm trầm trọng thêm các đợt suy giảm thị trường.

3. GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

3.1. Hành vi quá khứ và quyết định đầu tư

Nghiên cứu của Aarts và cộng sự (1997) cho thấy tần suất thực hiện một hành vi trong quá khứ ảnh hưởng mạnh đến việc ghi nhớ và lặp lại hành vi đó trong tương lai. Họ cho rằng hành vi di chuyển bằng một phương tiện nhất định trở thành tự động, không cần cân nhắc có ý thức. Verplanken và cộng sự (1997) cho rằng hành vi đầu tư lặp lại nhiều lần sẽ trở thành mặc định, nhà đầu tư ít có xu hướng thay đổi trừ khi có sự kiện lớn buộc họ phải đánh giá lại. Việc mô tả hành vi thói quen là “vô thức”, có thể được xem như một hành vi tự động. Trong đó, hầu như các hành vi thói quen diễn ra một cách hiệu quả, dễ dàng và vô thức. Theo đó, ở mức độ vận hành, thói quen thường được đo lường thông qua báo cáo về tần suất thực hiện hành vi trong quá khứ. Khi một hành vi được thực hiện nhiều lần, các quyết định trong tương lai liên quan đến lựa chọn hành động và cách thức thực hiện chủ yếu được định hướng bởi thói quen, không phải do đánh giá có ý thức, giống như trường hợp thái độ hoặc kiểm soát nhận thức. Khi các thói quen đã hình thành, hành vi không còn yêu cầu lập luận, hay cân nhắc có ý thức nữa, mà hành vi đó được thực hiện tự động khi xuất hiện mục tiêu hành động (Kahneman và Tversky, 2013). Cụ thể hơn, khi một quyết định đã được thực hiện nhiều lần trong quá khứ trong những điều kiện tương tự để đạt được một mục tiêu nhất định, người đó sẽ không cần đánh giá lại thái độ hoặc khả năng kiểm soát hành vi của mình để đưa ra quyết định có ý thức vào lần tiếp theo. Hành vi đó được thực hiện một cách tự động khi các tín hiệu tình huống kích hoạt trực tiếp các cấu trúc tinh thần có sẵn của hành vi đó. Nguyên tắc chung này xảy ra khi họ lặp lại thường xuyên một hành vi trong một bối cảnh nhất định. Đặc biệt, bằng chứng từ nhiều nghiên cứu đã cho thấy hành vi trong quá khứ có thể ảnh hưởng đến hành vi trong tương lai, đặc biệt trong các lĩnh vực thái độ và ra quyết định. Dựa trên những nghiên cứu này, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất:

H1: Hành vi quá khứ có ảnh hưởng tích cực đến quyết định đầu tư.

3.2. Hành vi bầy đàn và quyết định đầu tư

Theo Scharfstein và Stein (1990), nhà đầu tư mua cổ phiếu công nghệ chỉ vì thấy nhiều người khác mua, thay vì dựa vào phân tích cơ bản của doanh nghiệp. Nghiên cứu cho rằng các nhà đầu tư có xu hướng bắt chước theo chiến lược đầu tư của người khác dù cho họ có các thông tin mật. Hành vi bầy đàn có thể được phân thành hai loại, gồm: bầy đàn hợp lý là hành vi xảy ra khi nhà đầu tư có chung thông tin hoặc sở thích rủi ro tương tự, bầy đàn phi lý là hành vi được thúc đẩy bởi các yếu tố tâm lý như sợ bị bỏ lỡ cơ hội (FOMO) hoặc tìm kiếm sự xác nhận xã hội. Theo Bikhchandani và Sharma (2000), trong giai đoạn thị trường lao dốc, nhiều nhà đầu tư bán tháo theo đám đông, ngay cả khi cổ phiếu của họ vẫn có giá trị vững chắc. Nghiên cứu của Kallinterakis và cộng sự (2009) đã cho thấy bằng chứng thực nghiệm về hành vi bầy đàn trong liên minh thị trường chứng khoán EURONEXT. Hành vi bầy đàn không chỉ giới hạn trong một quốc gia mà còn xảy ra trên thị trường liên kết quốc tế. Tuy nhiên, mức độ bầy đàn có thể giảm khi kiểm

soát các yếu tố như quy mô thị trường, ngành và quốc gia. Nhà đầu tư có thể bị ảnh hưởng bởi xu hướng trên các thị trường lớn, ngay cả khi điều kiện kinh tế trong nước không thay đổi. Khi một thị trường tài chính lớn biến động mạnh, các thị trường nhỏ hơn có thể chịu ảnh hưởng dây chuyền. Khi chỉ số Dow Jones giảm mạnh, nhiều nhà đầu tư tại các thị trường mới nổi cũng vội vàng bán cổ phiếu, dù nền kinh tế trong nước không có tin xấu. Nghiên cứu của Liang (2011) cho thấy bằng chứng thực nghiệm về sự kích hoạt của hai vùng não "anterior insula" và "medial prefrontal cortex" khi nhà đầu tư đối mặt với sự biến động giá lớn hoặc sự thay đổi giá đột ngột. Điều này cho thấy hành vi bầy đàn có cơ sở sinh học, trong đó não bộ phản ứng với áp lực xã hội và biến động thị trường theo cách dẫn đến hành động theo đám đông. Nofsinger và Sias (1999) đã phân tích dữ liệu lợi nhuận hàng tháng từ năm 1977 đến 1996 và tìm thấy mối tương quan mạnh giữa sự thay đổi sở hữu của các tổ chức và tỷ suất lợi nhuận trong giai đoạn bầy đàn. Điều này chứng minh rằng các nhà đầu tư tổ chức tham gia vào giao dịch theo xu hướng nhiều hơn so với các nhà đầu tư cá nhân, và hành vi bầy đàn của họ có tác động lớn hơn đến lợi nhuận thị trường. Sias (2004) đã mở rộng nghiên cứu này và kết luận rằng nhu cầu cổ phiếu của các nhà đầu tư tổ chức có sự tương quan mạnh với nhu cầu của quý trước, và chỉ một phần nhỏ hành vi bầy đàn có thể được giải thích bằng giao dịch theo đà (momentum trading). Metawa và cộng sự (2019) lập luận rằng hành vi bầy đàn không chỉ làm giảm trách nhiệm cá nhân mà còn góp phần gia tăng biến động thị trường và làm sai lệch giá cả. Dựa trên những lập luận trên, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất là:

H2: Hành vi bầy đàn ảnh hưởng đáng kể đến quyết định đầu tư.

3.3. Mối quan hệ giữa hành vi quá khứ và hành vi bầy đàn

Theo lý thuyết hành vi có kế hoạch (TPB), cá nhân có xu hướng lặp lại những hành vi đã mang lại kết quả tích cực trước đó (Ajzen, 1991). Trong bối cảnh đầu tư tài chính, khi nhà đầu tư đã có những trải nghiệm thành công trong quá khứ nhờ tuân theo xu hướng thị trường hoặc hành vi của số đông, họ có khuynh hướng tiếp tục sử dụng chiến lược này trong tương lai. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Sabir và cộng sự (2019) khi cho thấy bằng chứng thực nghiệm về tác động mạnh mẽ của kinh nghiệm đầu tư trong quá khứ đến hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư cá nhân. Dựa trên dữ liệu khảo sát từ 352 nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Pakistan và phương pháp phân tích bình phương nhỏ nhất (PLS) để đánh giá mô hình phương trình cấu trúc. Theo lý thuyết hành vi bầy đàn, nhà đầu tư có xu hướng điều chỉnh quyết định của mình dựa trên kinh nghiệm trong quá khứ và hành động của những người khác trên thị trường (Bikhchandani & Sharma, 2000). Nếu trong quá khứ, nhà đầu tư đạt được lợi nhuận nhờ thực hiện theo xu hướng thị trường hoặc hành động của số đông, có khả năng cao họ sẽ tiếp tục thực hiện theo chiến lược này (Scharfstein & Stein, 1990). Nghiên cứu của Barberis và cộng sự (1998) cũng chỉ ra rằng nhà đầu tư có xu hướng dựa vào hiệu suất quá khứ của cổ phiếu để dự đoán hiệu suất tương lai, dẫn đến việc họ tin rằng các quyết định dựa trên hành động của số đông sẽ tiếp tục mang lại lợi nhuận. Do đó, nếu trong quá khứ nhà đầu tư từng đạt lợi nhuận khi làm theo xu hướng chung của thị trường hoặc hành vi của các nhà đầu tư khác, và sẽ tiếp tục duy trì thói quen này, dẫn đến sự gia tăng của hành vi bầy đàn. Lý thuyết triển vọng của Kahneman & Tversky (1979) nhà đầu tư có xu hướng đưa ra quyết định dựa trên nhận thức chủ quan về rủi ro và lợi ích. Khi một chiến lược đầu tư mang lại lợi nhuận trong quá khứ, nhà đầu tư có khuynh hướng tiếp tục sử dụng chiến lược đó vì họ đã có trải nghiệm tốt và đánh giá cao những lựa chọn đã từng thành công (Nofsinger và Sias, 1999). Trong trường hợp này, nếu việc làm theo đám đông đã giúp họ có lợi nhuận trước đây, họ sẽ càng tin tưởng hơn vào hiệu quả của hành vi bầy đàn và tiếp tục duy trì nó trong tương lai. Nghiên cứu của Sias (2004) cũng cho thấy rằng hành vi bầy đàn trong đầu tư không chỉ phản ánh tác động của chuẩn mực xã hội mà còn chịu ảnh hưởng từ kinh nghiệm cá nhân của nhà đầu tư. Những cá nhân có thành công trong quá khứ nhờ làm theo thị trường sẽ càng tin tưởng vào hiệu quả của hành vi bầy đàn và tiếp tục sử dụng như một chiến lược đầu tư. Điều này tương tự nghiên cứu của Merli và Roger (2013), cho thấy nhà đầu tư đã có trải nghiệm tích cực khi tuân theo xu hướng thị trường có xu hướng lặp lại điều này trong các quyết định đầu tư trong tương lai. Dựa trên những nghiên cứu này, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất:

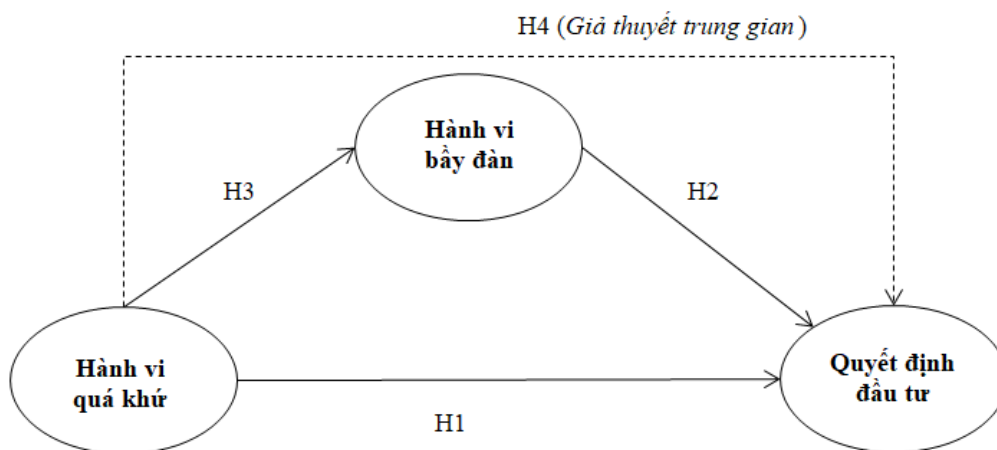
H3: Hành vi quá khứ ảnh hưởng đáng kể đến hành vi bầy đàn.

3.4. Vai trò trung gian của hành vi bày đàn

Quá trình lược khảo các nghiên cứu trước đây cho thấy mối quan hệ giữa hành vi trong quá khứ (PB), hành vi bày đàn (HB) và quyết định đầu tư (ID) đã được nghiên cứu riêng lẻ. Cụ thể, hành vi trong quá khứ có tác động trực tiếp đến hành vi bày đàn (Kengatharan & Kengatharan, 2014), hành vi bày đàn ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định đầu tư (Metawa và cộng sự, 2019), và hành vi trong quá khứ có tác động trực tiếp đến quyết định đầu tư (Raut, 2020). Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu kết hợp cả ba yếu tố này trong một mô hình tổng thể, cũng như kiểm chứng vai trò trung gian của hành vi bày đàn trong mối quan hệ giữa hành vi trong quá khứ và quyết định đầu tư. Theo lý thuyết hành vi có kế hoạch (Ajzen, 1991), nhà đầu tư có xu hướng lặp lại những hành vi trước đó nếu chúng từng mang lại kết quả tích cực. Điều này đồng nghĩa với việc những quyết định đầu tư thành công trong quá khứ có thể củng cố niềm tin của nhà đầu tư, dẫn đến sự lặp lại hành vi này trong tương lai. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường tài chính biến động, nhà đầu tư có thể không hoàn toàn tin tưởng vào quyết định cá nhân mà thay vào đó tìm kiếm sự xác nhận từ những người khác, dẫn đến hành vi bày đàn. Ngoài ra, theo lý thuyết triển vọng (Kahneman & Tversky, 1979), nhà đầu tư không ra quyết định dựa trên giá trị tuyệt đối của lợi nhuận hay rủi ro mà dựa vào cách họ cảm nhận về chúng. Khi một chiến lược đầu tư trong quá khứ mang lại kết quả tích cực, họ có xu hướng tìm kiếm những chiến lược tương tự hoặc tham khảo hành vi của số đông để gia tăng xác suất thành công, từ đó thúc đẩy hành vi bày đàn (Nofsinger, 2011). Theo Baron và Kenny (1986), một biến số được xem là trung gian khi thỏa mãn các điều kiện sau: (1) biến độc lập có tác động lên biến trung gian, (2) biến trung gian ảnh hưởng đến biến phụ thuộc, và (3) khi biến trung gian được đưa vào mô hình, tác động của biến độc lập lên biến phụ thuộc bị suy giảm. Tuy nhiên, nghiên cứu gần đây của Zhao và cộng sự (2010) chỉ ra rằng cách tiếp cận truyền thống này có những hạn chế về khái niệm và phương pháp luận. Theo đó, có ba loại trung gian chính: (i) trung gian bổ sung, khi tác động gián tiếp và trực tiếp có ý nghĩa thống kê và cùng hướng; (ii) trung gian cạnh tranh, khi tác động gián tiếp và trực tiếp có ý nghĩa thống kê nhưng ngược hướng; và (iii) trung gian hoàn toàn, khi tác động gián tiếp có ý nghĩa thống kê nhưng tác động trực tiếp không có ý nghĩa. Dựa trên những nghiên cứu này, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất:

H4: Hành vi quá khứ có ảnh hưởng gián tiếp đến quyết định đầu tư thông qua hành vi bày đàn.

Tổng hợp các giả thuyết trong mô hình nghiên cứu, hình 1 cho thấy mối quan hệ giữa hành vi quá khứ, hành vi bày đàn và quyết định đầu tư của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.



Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp hỗn hợp, kết hợp giữa nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng nhằm đảm bảo tính toàn diện và độ tin cậy của kết quả. Ở giai đoạn định tính, nghiên cứu đã sử dụng các thang đo được kế thừa từ các mô hình nghiên cứu trước đó về quyết định đầu tư đã được công bố trong và ngoài nước. Các thang đo được tham khảo từ các nghiên cứu quốc tế (Ajzen, 1991; Aarts và cộng

sự, 1998; Bikhchandani & Sharma, 2000; Kengatharan & Kengatharan, 2014; Metawa và cộng sự, 2019; Raut, 2020), sau đó được dịch qua tiếng Việt và tiến hành phỏng vấn sâu với các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính – đầu tư. Các chuyên gia được lựa chọn dựa trên tiêu chí chuyên môn và kinh nghiệm thực tiễn nhằm xác thực mức độ phù hợp của mô hình nghiên cứu, và đảm bảo các câu chữ rõ nghĩa, phù hợp. Dữ liệu từ các cuộc phỏng vấn được phân tích, mã hóa và đối chiếu với tài liệu lý thuyết để điều chỉnh bảng câu hỏi khảo sát. Cuối cùng, bảng câu hỏi có cấu trúc gồm 13 câu hỏi, sử dụng thang đo Likert 5 điểm để đo lường mức độ ảnh hưởng của hành vi trong quá khứ (PB) và hành vi bầy đàn (HB) đến quyết định đầu tư (ID) được dùng để tiến hành khảo sát chính thức. Dữ liệu được thu thập từ 273 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP. Hồ Chí Minh thông qua phương pháp lấy mẫu thuận tiện, trong đó 255 phiếu hợp lệ được sử dụng để phân tích.

Để kiểm định mô hình nghiên cứu và giả thuyết đề xuất, nghiên cứu áp dụng mô hình phương trình cấu trúc bình phương nhỏ nhất từng phần (PLS-SEM) thông qua phần mềm SmartPLS 3. PLS-SEM được lựa chọn do khả năng xử lý các mô hình phức tạp, đặc biệt phù hợp với nghiên cứu mang tính khám phá và không yêu cầu giả định về phân phối chuẩn của dữ liệu. Nghiên cứu áp dụng phương pháp PLS-SEM với quy trình phân tích gồm hai giai đoạn chính. Đầu tiên, mô hình được kiểm định thông qua các chỉ số như hệ số tải nhân tố (Outer loadings), hệ số Cronbach's Alpha, độ tin cậy tổng hợp (CR) và phương sai trích trung bình (AVE). Mục tiêu của bước này là đảm bảo tính chính xác và độ tin cậy của các thang đo được sử dụng trong nghiên cứu. Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành đánh giá tính phân biệt giữa các thang đo nhằm xác định mức độ riêng biệt của từng biến quan sát trong mô hình. Cuối cùng, phương pháp Bootstrap trong SmartPLS được áp dụng để kiểm định giả thuyết nghiên cứu, đánh giá độ phù hợp của mô hình cấu trúc cũng như mức độ tác động giữa các biến.

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

5.1. Kết quả nghiên cứu

5.1.1. Thống kê mô tả

Sau khi loại bỏ các phản hồi không hợp lệ và chưa hoàn chỉnh, tổng cộng có 255 phiếu khảo sát hợp lệ được thu thập. Trong số những người tham gia khảo sát có 46,7% là nam và 53,3% là nữ. Trong đó, 11,0% dưới 25 tuổi, 79,6% từ 25 đến 45 tuổi, và 9,4% trên 45 tuổi. Trong đó, về trình độ học vấn, có 5,1% người chưa tốt nghiệp đại học, 77,6% người có trình độ cử nhân, và 17,3% người có trình độ sau đại học. Về kinh nghiệm đầu tư chứng khoán, 52,9% người có từ 1 đến 5 năm kinh nghiệm, 40,8% người có từ 5 đến 10 năm, và 6,3% người có trên 10 năm kinh nghiệm. Chi tiết về thống kê mô tả các đối tượng tham gia khảo sát được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1: Kết quả thống kê mô tả mẫu khảo sát

Đặc điểm mẫu	Tần số	Phần trăm (%)
Giới tính		
- Nam	119	46,7%
- Nữ	136	53,3%
Độ tuổi		
- Dưới 25 tuổi	28	11,0%
- Từ 25 đến 45 tuổi	203	79,6%
- Trên 45 tuổi	24	9,4%
Trình độ học vấn		
- Chưa tốt nghiệp đại học	13	5,1%
- Cử nhân	198	77,6%
- Sau đại học	44	17,3%
Kinh nghiệm đầu tư		
- 1 đến 5 năm	135	52,9%
- 5 đến 10 năm	104	40,8%
- Trên 10 năm (3)	16	6,3%

Nguồn: Kết quả chạy Smart-PLS3 từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP.HCM

5.1.2. Đánh giá độ tin cậy của các biến

Nghiên cứu đã đánh giá chất lượng thang đo thông qua các chỉ số gồm: hệ số tải nhân tố (outer loading), Cronbach's Alpha, độ tin cậy tổng hợp (Composite Reliability - CR), phương sai trích trung bình (Average Variance Extracted - AVE) và hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor - VIF). Theo Hair và cộng sự (2021), để đảm bảo độ tin cậy, hệ số tải nhân tố cần đạt trên 0,7. Trong trường hợp một biến có hệ số tải từ 0,4 đến 0,7, nó vẫn có thể được giữ lại nếu việc loại bỏ không cải thiện CR hoặc AVE. Bên cạnh đó, Cronbach's Alpha phải lớn hơn 0,7 để đảm bảo tính nhất quán nội tại của thang đo. Nếu giá trị này nằm trong khoảng 0,6 đến 0,7, thang đo vẫn có thể chấp nhận được trong nghiên cứu thăm dò, nhưng nếu thấp hơn 0,6, cần xem xét loại bỏ hoặc điều chỉnh. Tương tự, độ tin cậy tổng hợp (CR) đạt từ 0,7 trở lên được coi là lý tưởng, trong khi mức 0,6 - 0,7 có thể chấp nhận được đối với nghiên cứu mang tính thăm dò. Ngoài ra, phương sai trích trung bình (AVE) trên 0,5 cho thấy biến tiềm ẩn giải thích được hơn một nửa phương sai của các biến quan sát, đảm bảo tính hội tụ. Nếu AVE dưới 0,5 thì thang đo có thể chưa đạt độ chính xác mong muốn và cần cân nhắc loại bỏ các biến có hệ số tải thấp. Cuối cùng, hệ số phóng đại phương sai (VIF) giúp kiểm tra đa cộng tuyến giữa các biến độc lập. Khi VIF dưới 5, không có dấu hiệu đa cộng tuyến nghiêm trọng, đảm bảo tính ổn định của mô hình (Hair Jr và cộng sự, 2021).

Trong trường hợp này, biến PB4 và ID3 có hệ số tải dưới 0,4, không đáp ứng ngưỡng tối thiểu theo Hair và cộng sự (2021), do đó cần loại bỏ để đảm bảo độ tin cậy của thang đo. Các thang đo khác có hệ số tải dao động từ 0,4 đến 0,7, đảm bảo độ tin cậy của thang đo và được đưa vào để phân tích lần hai.

Kết quả trình bày trong Bảng 3 cho thấy hệ số tải nhân tố sau kiểm định lần hai dao động từ 0,710 đến 0,913, đảm bảo tính hợp lệ hội tụ của thang đo, trong đó cao nhất là 0,913 (ID4) và thấp nhất là 0,710 (PB2). Bên cạnh đó, chỉ số Cronbach's Alpha dao động từ 0,788 đến 0,886, trong đó nhóm có độ tin cậy cao nhất là ID (0,886) và thấp nhất là PB (0,788). Điều này cho thấy các thang đo đều đạt mức độ tin cậy cao theo tiêu chuẩn. Độ tin cậy tổng hợp (CR) dao động từ 0,863 đến 0,929, cũng đảm bảo rằng các thang đo có mức độ tin cậy cao. Giá trị AVE dao động từ 0,612 đến 0,814, đều trên ngưỡng 0,5, các thang đo đảm bảo tính hợp lệ hội tụ, cho thấy các biến tiềm ẩn giải thích tốt hơn một nửa phương sai của các biến quan sát. Ngoài ra, giá trị VIF cao nhất là 1,164, thấp hơn mức 5, chứng tỏ mô hình không có vấn đề về đa cộng tuyến. Điều này đảm bảo rằng các biến trong mô hình không bị ảnh hưởng lẫn nhau một cách nghiêm trọng, giúp kết quả phân tích hồi quy đáng tin cậy hơn. Kết quả chi tiết được trình bày trong Bảng 2 dưới đây:

Bảng 2: Kết quả kiểm định độ tin cậy và mức độ đa cộng tuyến

Mã hóa	Nhân tố	Hệ số tải nhân tố	Cronbach's Alpha	Độ tin cậy tổng hợp (CR)	AVE	VIF
ID	Quyết định đầu tư (Investment Decision)		0,886	0,929	0,814	
ID1	Tôi luôn cân nhắc kỹ lưỡng mọi yếu tố trước khi quyết định đầu tư.	0,886				
ID2	Tôi cảm thấy tự tin hơn khi đưa ra quyết định đầu tư nhanh chóng nhờ thông tin từ thị trường và kinh nghiệm đầu tư trong quá khứ.	0,908				
ID4	Tôi nghiên cứu kỹ thông tin về thị trường và doanh nghiệp trước khi đầu tư vào cổ phiếu.	0,913				
PB	Hành vi trong quá khứ (Past Behaviour)		0,788	0,863	0,612	1,164
PB1	Hiệu suất trong quá khứ của cổ phiếu ảnh hưởng đến quyết định đầu tư hiện tại.	0,817				
PB2	Đối với một khoản đầu tư có hiệu suất lịch sử luôn xuất	0,710				

ẢNH HƯỞNG CỦA HÀNH VI QUÁ KHỨ VÀ HIỆU ỨNG BẦY ĐÀN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ...

	sắc, tôi sẽ coi nó là quan trọng.					
PB3	Thông tin về hiệu suất trong quá khứ giúp tôi tự tin hơn khi ra quyết định đầu tư.	0,801				
PB5	Cổ phiếu tốt là các công ty có tăng trưởng thu nhập ổn định trong quá khứ.	0,786				
HB	Hành vi bầy đàn (Herd Behaviour)		0,837	0,891	0,672	1,164
HB1	Tôi đưa ra quyết định đầu tư dựa trên xu hướng chung của thị trường.	0,835				
HB2	Tôi thường điều chỉnh quyết định đầu tư theo hành động của các nhà đầu tư khác.	0,863				
HB3	Tôi cảm thấy tự tin hơn khi đưa ra quyết định đầu tư dựa trên xu hướng của thị trường và hành vi của các nhà đầu tư khác.	0,826				
HB4	Tôi bị ảnh hưởng bởi quyết định chọn cổ phiếu của những nhà đầu tư khác.	0,752				

Nguồn: Kết quả chạy Smart-PLS3 từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP.HCM

5.1.3. Kết quả kiểm định HTMT

Để kiểm tra tính phân biệt giữa các khái niệm trong mô hình nghiên cứu, phương pháp HTMT (Heterotrait-Monotrait Ratio of Correlations) và tiêu chí Fornell-Larcker được áp dụng. Hair và cộng sự (2021) cho rằng HTMT là một phương pháp đáng tin cậy hơn so với các cách tiếp cận truyền thống như tiêu chí Fornell-Larcker hay phân tích tải chéo. Theo đó, mô hình đạt tính phân biệt nếu giá trị HTMT dưới 0,85, đảm bảo các khái niệm không bị chồng lấn về mặt ý nghĩa.

Kết quả trong Bảng 3 xác nhận rằng tất cả các giá trị HTMT đều nằm trong ngưỡng chấp nhận, khẳng định tính phân biệt của các thang đo trong mô hình. Giá trị HTMT cao nhất là 0,773 (giữa Hành vi quá khứ và Quyết định đầu tư), cho thấy hai khái niệm này có mối liên hệ nhưng vẫn đủ khác biệt. Giá trị HTMT thấp nhất là 0,451 (giữa Hành vi bầy đàn và Hành vi quá khứ), cho thấy tính phân biệt rõ ràng giữa hai khái niệm này. Mối quan hệ giữa Hành vi bầy đàn và Quyết định đầu tư đạt 0,540, cũng thấp hơn đáng kể so với ngưỡng 0,85, đảm bảo mỗi khái niệm đại diện cho một khía cạnh riêng biệt trong mô hình. Với các kết quả trên, mô hình nghiên cứu đảm bảo tính phân biệt của các thang đo, cho phép tiếp tục phân tích sâu hơn về mối quan hệ giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Kết quả chi tiết được trình bày trong Bảng 3 sau đây:

Bảng 3: Kiểm tra tính phân biệt giữa các khái niệm (HTMT)

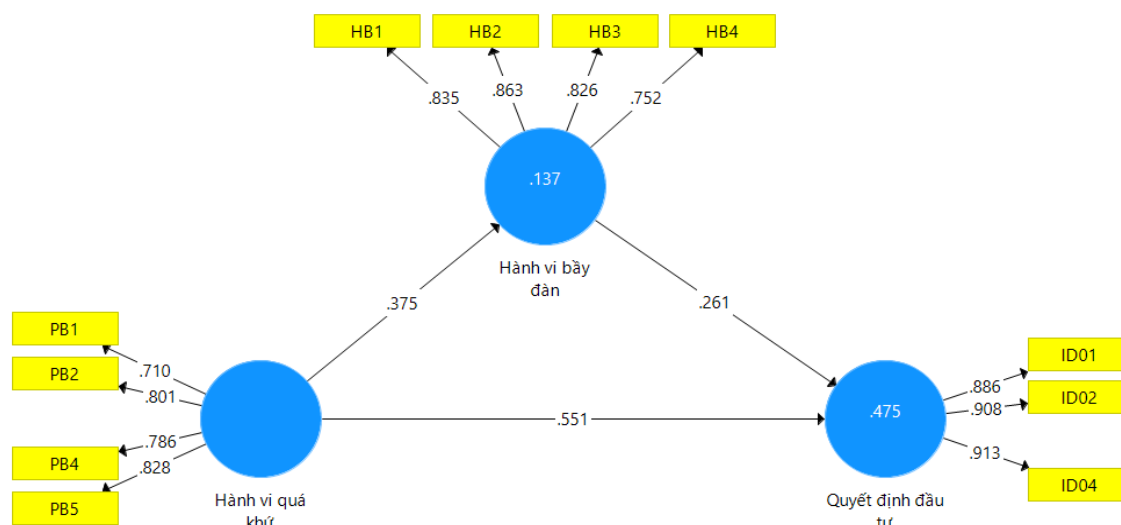
	Hành vi bầy đàn	Hành vi quá khứ	Quyết định đầu tư
Hành vi bầy đàn	-		
Hành vi quá khứ	0,451		
Quyết định đầu tư	0,540	0,773	-

Nguồn: Kết quả chạy Smart-PLS3 từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP.HCM

5.1.4. Kết quả mô hình nghiên cứu

Kết quả kiểm định được trình bày trong Bảng 4. Kết quả này chỉ ra rằng tất cả mối quan hệ trong mô hình nghiên cứu đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa dưới 0,01. Giá trị R bình phương hiệu chỉnh đạt 0.475 (như trong Hình 2). Điều này có nghĩa là mô hình nghiên cứu có khả năng giải thích được 47.5% sự biến thiên trong quyết định đầu tư của các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP HCM.

Các nhân tố ảnh hưởng bao gồm hành vi quá khứ và hành vi bầy đàn. Tổng quan về những phát hiện này được thể hiện trong Hình 2 và Bảng 4.



Hình 2: Kết quả kiểm định PLS-SEM

Nguồn: Kết quả chạy Smart-PLS3 từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP.HCM

Kết quả trong Bảng 4 trình bày về kết quả chạy Bootstrapping với 5000 mẫu lặp, cho thấy hành vi quá khứ (Past Behaviour - PB) có ảnh hưởng mạnh nhất đến quyết định đầu tư (H1), với hệ số tác động $\beta = 0,649$ ($p = 0,000$). Điều này cho thấy nhà đầu tư có xu hướng dựa vào kinh nghiệm trước đây để đưa ra quyết định đầu tư. Chấp nhận giả thuyết H1. Bên cạnh đó, hành vi bầy đàn (Herd Behaviour - HB) cũng tác động đáng kể đến quyết định đầu tư (H2), với hệ số $\beta = 0,261$ ($p = 0,000$). Điều này phản ánh rằng nhà đầu tư có xu hướng điều chỉnh quyết định theo hành vi của những người xung quanh. Chấp nhận giả thuyết H2. Ngoài ra, hành vi quá khứ cũng có ảnh hưởng đáng kể đến hành vi bầy đàn (H3), với hệ số $\beta = 0,375$ ($p = 0,000$). Kết quả này cho thấy nhà đầu tư không chỉ dựa vào kinh nghiệm cá nhân mà còn bị ảnh hưởng bởi xu hướng thị trường, dẫn đến hành vi bầy đàn. Giả thuyết H3 được chấp nhận. Cuối cùng, kết quả cũng cho thấy ảnh hưởng gián tiếp của hành vi quá khứ đến quyết định đầu tư thông qua hành vi bầy đàn (H4), với hệ số $\beta = 0,098$ ($p = 0,001$). Mặc dù tác động gián tiếp này nhỏ hơn so với ảnh hưởng trực tiếp, nhưng vẫn có ý nghĩa thống kê, cho thấy hành vi bầy đàn đóng vai trò trung gian trong quá trình ra quyết định của nhà đầu tư chứng khoán tại TPHCM. Chấp nhận giả thuyết H4. Kết luận về các giả thuyết được trình bày chi tiết trong Bảng 4 sau đây.

Bảng 4: Tổng hợp kết quả nghiên cứu

	Giả thuyết	Hệ số ảnh hưởng	Độ lệch chuẩn	Thống kê T	Mức ý nghĩa (P)	Kết luận
H1	Hành vi quá khứ -> Quyết định đầu tư	0,649	0,650	13,211	0,000	Chấp nhận
H2	Hành vi bầy đàn -> Quyết định đầu tư	0,261	0,255	4,668	0,000	Chấp nhận
H3	Hành vi quá khứ -> Hành vi bầy đàn	0,375	0,380	6,464	0,000	Chấp nhận
H4	Hành vi quá khứ -> Hành vi bầy đàn -> Quyết định đầu tư	0,098	0,097	3,638	0,000	Chấp nhận

Nguồn: Kết quả chạy Smart-PLS3 từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP.HCM

5.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu cho thấy hành vi quá khứ là yếu tố có ảnh hưởng mạnh nhất đến quyết định đầu tư ($\beta = 0,649$, $p = 0,000$), phù hợp với nhận định của Sapkota & Chalise (2023) rằng các nhà đầu tư có xu hướng dựa nhiều vào kinh nghiệm cá nhân hơn là các phân tích khách quan. Trong bối cảnh thị trường Việt Nam — nơi mức độ minh bạch thông tin còn hạn chế và hành lang pháp lý chưa hoàn thiện — sự phụ thuộc vào kinh nghiệm quá khứ có thể phản ánh một phần sự thiếu tin tưởng vào các nguồn dữ liệu chính thức, đồng thời cho thấy năng lực phân tích tài chính giữa các nhóm nhà đầu tư còn nhiều khác biệt. Đây cũng là yếu tố tiềm ẩn nguy cơ lặp lại các sai lầm đầu tư trong quá khứ nếu thiếu hướng dẫn nâng cao nhận thức, rủi ro cho các nhà đầu tư.

Đồng thời, hành vi bầy đàn cũng cho thấy tác động đáng kể đến quyết định đầu tư ($\beta = 0,261$, $p = 0,000$), phù hợp với các kết quả của Pahlevi & Oktaviani (2018) và Metawa và cộng sự (2019). Tuy nhiên, so với hành vi quá khứ, mức độ ảnh hưởng của hành vi bầy đàn thấp hơn đáng kể. Điều này phần nào phản ánh đặc điểm văn hóa đầu tư của Việt Nam, trong đó nhà đầu tư thường xem trọng kinh nghiệm cá nhân, tham khảo ý kiến từ các mối quan hệ xã hội thân quen hơn là hoàn toàn chạy theo tâm lý đám đông. Ngoài ra, đặc điểm thể chế chính trị và mức độ phát triển của thị trường tài chính trong nước — đang trong giai đoạn hoàn thiện — có thể khiến tác động lan tỏa của hành vi bầy đàn không mạnh mẽ như tại các thị trường phát triển.

Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy hành vi quá khứ có ảnh hưởng trực tiếp đến hành vi bầy đàn ($\beta = 0,375$, $p = 0,000$), đồng nhất với phát hiện của (Raut, 2020). Điều này cho thấy kinh nghiệm đầu tư trước đó có thể hình thành những khuôn mẫu nhận thức và hành động, ảnh hưởng tới tâm lý và xu hướng hành vi của cộng đồng đầu tư. Đặc biệt, vai trò trung gian của hành vi bầy đàn trong mối quan hệ giữa hành vi quá khứ và quyết định đầu tư ($\beta = 0,098$, $p = 0,001$) đã mở rộng thêm bằng chứng thực nghiệm cho lý thuyết tài chính hành vi (Kumar & Goyal, 2015), đồng thời phản ánh tính phức tạp của các cơ chế tâm lý ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định đầu tư.

Tuy vậy, mức độ tác động gián tiếp thông qua hành vi bầy đàn còn tương đối thấp hơn so với các mối quan hệ khác trong mô hình nghiên cứu. Điều này cho thấy, trong bối cảnh thị trường Việt Nam, quyết định đầu tư của nhà đầu tư chịu ảnh hưởng từ kinh nghiệm cá nhân cao hơn tâm lý bầy đàn. Sự phân nhóm trong cộng đồng nhà đầu tư, sự chênh lệch về trình độ tài chính, mức độ tiếp cận thông tin không đồng đều, cũng như ảnh hưởng của các kênh truyền thông số hiện đại chưa nhất quán là những yếu tố có thể làm giảm mức độ ảnh hưởng của hành vi bầy đàn.

6. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý

6.1. Kết luận

Nghiên cứu được thực hiện nhằm mục đích kiểm tra về tác động trực tiếp của hành vi quá khứ đến quyết định đầu tư và gián tiếp thông qua hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP HCM. Dựa trên lý thuyết triển vọng và lý thuyết hành vi có kế hoạch và các nghiên cứu liên quan trước đây, tác giả đã xây dựng mô hình và thang đo nghiên cứu. Kết quả khảo sát từ 255 nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP HCM được phân tích qua mô hình PLS-SEM, đã nhấn mạnh vai trò của hành vi quá khứ và hành vi bầy đàn đối với quyết định đầu tư. Trong đó, hành vi quá khứ là yếu tố có tác động mạnh nhất, cho thấy nhà đầu tư dựa nhiều vào kinh nghiệm cá nhân khi đưa ra quyết định. Điều này cũng phản ánh nguy cơ của việc lặp lại sai lầm trong đầu tư nếu không có sự điều chỉnh nhận thức hợp lý. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy ảnh hưởng của hành vi bầy đàn đến quyết định đầu tư hay xu hướng chạy theo đám đông của các nhà đầu tư trên thị trường hiện nay. Ngoài ra, kết quả còn cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về vai trò trung gian của hành vi bầy đàn trong mối quan hệ về tác động của hành vi quá khứ đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động trực tiếp của hành vi quá khứ đến quyết định đầu tư, và gián tiếp thông qua hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam đang sinh sống tại TP HCM. Từ đó, tác giả có một số kiến nghị dưới đây.

6.2. Hàm ý

Đối với các cơ quan hoạch định chính sách, nghiên cứu góp phần cung cấp thêm nguồn tư liệu tham khảo về tài chính hành vi, phát hiện cho thấy nhà đầu tư không chỉ luôn hành động theo lý trí như giả định trong lý thuyết tài chính truyền thống, mà còn có thể bị chi phối bởi các yếu tố tâm lý, xã hội. Do đó, việc nâng cao giáo dục tài chính và xây dựng các chính sách hỗ trợ nhằm hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của các thiên kiến nhận thức là điều cần thiết. Qua đó, giúp nhà đầu tư nhận diện và kiểm soát các hành vi phi lý trí như giao dịch quá mức, phản ứng thái quá hoặc không đủ nhạy bén trước thông tin thị trường (Kahneman và Tversky, 2013). Tích hợp các khóa học về tài chính hành vi vào chương trình đào tạo học thuật và đào tạo chuyên môn có thể trang bị cho nhà đầu tư kỹ năng để đưa ra quyết định ít rủi ro hơn. Đồng thời, cần rà soát, cập nhật, nâng cao các quy định liên quan đến việc xử phạt về các hành vi gây lũng đoạn thị trường, tung tin giả tác động đến tâm lý đám đông và gây thiệt hại tài chính cho các nhà đầu tư.

Đối với các tổ chức tài chính, việc cung cấp các chiến lược đầu tư cá nhân hóa theo hồ sơ hành vi của từng nhà đầu tư có thể nâng cao hiệu quả đầu tư. Ngoài ra, các tổ chức tài chính cũng có thể cung cấp các công cụ phân tích dữ liệu tích hợp công nghệ mới như AI, machine learning hay công nghệ tài chính, để cảnh báo về hành vi giao dịch phi lý trí, nhắc nhở nhà đầu tư khi có dấu hiệu giao dịch quá mức (Sapkota & Chalise, 2023).

Đối với các nhà đầu tư, nghiên cứu góp phần làm rõ hơn về mối quan hệ giữa hành vi quá khứ, hành vi bày dân và quyết định đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường. Qua đó, để tránh hiệu ứng bày dân, nhà đầu tư nên áp dụng chiến lược đa dạng hóa danh mục và đầu tư dựa trên phân tích cơ bản, thay vì chạy theo xu hướng thị trường. Đồng thời, có thể sử dụng các mô hình dự báo tài chính, robot tư vấn đầu tư để có góc nhìn khách quan hơn, giảm thiểu tác động của thiên kiến cá nhân (Metawa và cộng sự, 2019).

6.3. Hạn chế nghiên cứu và hướng nghiên cứu tương lai

Mặc dù nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của hành vi quá khứ và hành vi bày dân đối với quyết định đầu tư của nhà đầu tư chứng khoán tại TP. HCM, tuy nhiên vẫn còn một số hạn chế cần được lưu ý. Thứ nhất, mẫu khảo sát chỉ tập trung vào các nhà đầu tư đang sinh sống tại TP. HCM — một trung tâm kinh tế với môi trường đầu tư sôi động — do đó chưa phản ánh đầy đủ sự đa dạng về hành vi đầu tư ở các khu vực khác của Việt Nam, nơi điều kiện kinh tế, mức độ tiếp cận thông tin và văn hóa đầu tư có thể có sự khác biệt đáng kể. Thứ hai, mô hình nghiên cứu hiện tại chưa tích hợp các yếu tố tâm lý quan trọng như mức độ chấp nhận rủi ro, sự tự tin thái quá (overconfidence), hay ảnh hưởng của các kênh truyền thông và công nghệ số — những yếu tố đã được nhiều nghiên cứu trước chỉ ra là có vai trò đáng kể trong việc hình thành hành vi đầu tư.

Do đó, các nghiên cứu trong tương lai nên mở rộng phạm vi khảo sát ra các tỉnh, thành phố khác nhằm nâng cao tính khái quát của kết quả. Đồng thời, tích hợp thêm các yếu tố tâm lý và tác động của công nghệ số vào mô hình nghiên cứu sẽ giúp nhận diện đầy đủ hơn các cơ chế tác động đa chiều đến hành vi đầu tư của nhà đầu tư Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính ngày càng hiện đại hóa và hội nhập sâu rộng với nền kinh tế toàn cầu.

LỜI CẢM ƠN. Nghiên cứu này được hỗ trợ bởi Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Baron, R. M. và Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.
- [2] Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., Ray, S., Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M. & Sarstedt, M. (2021). Mediation analysis. *Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) using R: A workbook*, 139-153.
- [3] Zhao, X., Lynch Jr, J. G. & Chen, Q. (2010). Reconsidering Baron and Kenny: Myths and truths about mediation analysis. *Journal of consumer research*, 37(2), 197-206.
- [4] Aarts, H., Verplanken, B. & Van Knippenberg, A. (1997). Habit and information use in travel mode choices. *Acta psychologica*, 96(1-2), 1-14.

- [5] Aarts, H., Verplanken, B. & Van Knippenberg, A. (1998). Predicting behavior from actions in the past: Repeated decision making or a matter of habit? *Journal of applied social psychology*, 28(15), 1355-1374.
- [6] Ajzen, I. (1980). Understanding attitudes and predicting social behavior. *Englewood cliffs*.
- [7] Ajzen, I. (1985). From intentions to actions: A theory of planned behavior. *Action control: From cognition to behavior/Springer*.
- [8] Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational behavior and human decision processes*, 50(2), 179-211.
- [9] Barberis, N., Huang, M. & Santos, T. (2001). Prospect theory and asset prices. *The quarterly journal of economics*, 116(1), 1-53.
- [10] Barberis, N., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of financial Economics*, 49(3), 307-343.
- [11] Bentler, P. M. và Speckart, G. (1979). Models of attitude-behavior relations. *Psychological review*, 86(5), 452.
- [12] Bikhchandani, S. và Sharma, S. (2000). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff papers*, 47(3), 279-310.
- [13] Birău, F. R. (2012). The impact of Behavioral finance on stock markets. *Annals-Economy Series*, 3, 45-50.
- [14] Kahneman, D. và Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I (pp. 99-127). *World Scientific*.
- [15] Kallinterakis, V., Ollikainen, J. S. & Soares, F. (2009). Herd behaviour in stock exchange alliances: the case of EURONEXT. Available at SSRN 1368342.
- [16] Liang, H. (2011). A neural basis of herd behavior in stock market: an experimental design. Available at SSRN 1761903.
- [17] Markowitz, H. (1952). Modern portfolio theory. *Journal of Finance*, 7(11), 77-91.
- [18] Merli, M. và Roger, T. (2013). What drives the herding behavior of individual investors? *Finance*, 34(3), 67-104.
- [19] Metawa, N., Hassan, M. K., Metawa, S. & Safa, M. F. (2019). Impact of behavioral factors on investors' financial decisions: case of the Egyptian stock market. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(1), 30-55.
- [20] Nofsinger, J. R. và Sias, R. W. (1999). Herding and feedback trading by institutional and individual investors. *The journal of finance*, 54(6), 2263-2295.
- [21] Ngoc, L. T. B. (2014). Behavior pattern of individual investors in stock market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1-16.
- [22] Raut, R. K. (2020). Past behaviour, financial literacy and investment decision-making process of individual investors. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1243-1263.
- [23] Sabir, S. A., Mohammad, H. B. & Shahar, H. B. K. (2019). The role of overconfidence and past investment experience in herding behaviour with a moderating effect of financial literacy: evidence from Pakistan stock exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 480.
- [24] Scharfstein, D. S. và Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *The American economic review*, 465-479.
- [25] Shantha, K. V. A. (2019). Individual investors' learning behavior and its impact on their herd bias: an integrated analysis in the context of stock trading. *Sustainability*, 11(5), 1448.
- [26] Sias, R. W. (2004). Institutional herding. *The review of financial studies*, 17(1), 165-206.
- [27] Verplanken, B., Aarts, H. & Van Knippenberg, A. (1997). Habit, information acquisition, and the process of making travel mode choices. *European journal of social psychology*, 27(5), 539-560.

THE IMPACT OF PAST BEHAVIOUR AND HERDING EFFECT ON INVESTMENT DECISIONS: AN ANALYSIS OF INVESTOR BEHAVIOUR IN HO CHI MINH CITY

TRAN THI THANH QUY^{1*}

¹ *School of Finance and Accounting, Industrial University of Ho Chi Minh City, Vietnam.*

**Corresponding author: tranthithanhquy@iu.edu.vn*

Abstract. The Vietnamese stock market, as an emerging market, has garnered significant attention due to its strong growth potential. Research on individual investment behaviour is particularly relevant, as investment decisions are not only influenced by financial models and portfolio structures but also by psychological factors such as the herding effect and past behavioural patterns. This study employs PLS-SEM to examine the relationship between past behaviour, herding behaviour, and investment decisions. Additionally, it explores the mediating role of herding behaviour in the relationship between past behaviour and investment decisions among investors in the Vietnamese stock market. Based on survey data from 255 stock investors residing in Ho Chi Minh City, Vietnam, the findings indicate that past behaviour exerts the strongest influence on investment decisions among the studied factors, suggesting that investors tend to rely heavily on prior experiences when making investment choices. Moreover, past experiences not only have a direct impact on investment decisions but also an indirect effect through herding tendencies. This finding reinforces the notion that investment decisions are not solely rational but are also shaped by individual and social behavioural factors. Raising awareness of behavioural biases and promoting financial education are essential in helping investors make more informed decisions and mitigate financial risks in the future.

Keywords. investment behaviour, past behaviour, herding behaviour, mediating effect, investment decisions, PLS-SEM.

Ngày nhận bài: 31/3/2025

Ngày nhận đăng: 24/6/2025