

# Thiên vị đầu tư cục bộ trên thị trường chứng khoán Việt Nam của các nhà đầu tư nước ngoài

PHẠM SỸ LONG\*

## Tóm tắt

Nghiên cứu này tìm hiểu hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam của các nhà đầu tư nước ngoài (ĐTNN) trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2018 dưới góc độ phân tích toàn thị trường và phân tích ngành. Theo lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại, để tối đa hóa các lợi ích của đầu tư danh mục quốc tế các nhà đầu tư nước ngoài, nên nắm giữ danh mục đầu tư tại TTCK Việt Nam theo tỷ trọng của danh mục thị trường. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm trước đây về thiên vị đầu tư cục bộ cấp doanh nghiệp lại dự báo rằng các nhà đầu tư nước ngoài sẽ sở hữu danh mục đầu tư không tuân theo lý thuyết này. Kết quả phân tích đã chứng tỏ các nhà ĐTNN đầu tư thiên vị vào các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao và phân bổ đầu tư không cân bằng vào các ngành, cụ thể là đầu tư nhiều hơn vào một số ngành, như: Hàng tiêu dùng, Công nghệ thông tin và Dược phẩm - Y tế, trong khi đó đầu tư ít hơn vào các ngành: Tiện ích cộng đồng và Công nghiệp.

**Từ khóa:** đầu tư danh mục, sở hữu nước ngoài, thiên vị đầu tư cục bộ

## Summary

This paper investigates the phenomenon of foreign investors' home-bias in the Vietnam stock market over the period 2009-2018 from the perspective of the whole market and industry analysis. According to the modern portfolio theory, to maximize the benefits of international portfolio investment, foreign investors should hold their portfolio in the Vietnam stock market according to the firms' and industries' weight in the market portfolio. However, existing empirical studies on firm-level home-bias predict that foreign investors will hold their portfolios with a composition that is different from the market portfolio. The analysis reveals that foreign investors have a preference for high market capitalization firms and allocate their investment among industries disproportionately, investing more in industries such as Consumer goods, Information technology, and Pharmaceuticals & health, while investing less in Utilities and Manufacturing.

**Keywords:** portfolio investment, foreign ownership, home-bias

## GIỚI THIỆU

Thiên vị đầu tư cục bộ (home-bias) là hiện tượng có tính toàn cầu khi các nhà đầu tư không tận dụng cơ hội gia tăng thu nhập hoặc giảm bớt rủi ro của danh mục đầu tư thông qua đầu tư danh mục quốc tế. Dựa trên hệ quả của Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại là danh mục đầu tư cần được đa dạng hóa và danh mục tối ưu là danh mục thị trường, thiên vị đầu tư cục bộ có thể được coi là sự vi phạm hệ quả của lý thuyết này.

Thiên vị đầu tư cục bộ có thể được nghiên cứu dưới góc độ doanh nghiệp hay ngành. Thiên vị này có thể xảy ra khi các

nhà đầu tư lựa chọn cổ phiếu để đầu tư tại một TTCK nhất định. Theo đó, việc đầu tư càng nhiều (càng ít) vào một cổ phiếu của một doanh nghiệp hay một ngành so với tỷ trọng của doanh nghiệp hay ngành đó trong danh mục thị trường, thì sự thiên vị đầu tư của cổ phiếu doanh nghiệp/ngành đó càng nhiều (càng ít). Kết quả các nghiên cứu về sự thiên vị đầu tư doanh nghiệp/ngành thường chỉ ra rằng, các nhà ĐTNN sẽ không phải lúc nào cũng đầu tư theo danh mục thị trường. Kết quả của những nghiên cứu này thường được dùng làm cơ sở cho những nghiên cứu tiếp nối về những đặc điểm doanh nghiệp tác động đến quyết định lựa chọn đầu tư thiên vị của các nhà ĐTNN và những rào cản đầu tư danh mục quốc tế ảnh hưởng đến hiện tượng này.

Mục tiêu của nghiên cứu này là tìm hiểu hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ trên TTCK Việt Nam của các

\*ThS., Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Ngày nhận bài: 10/03/2020; Ngày phân biên: 20/03/2020; Ngày duyệt đăng: 24/03/2020

nhà ĐTNN dựa trên cơ sở của lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại và các nghiên cứu thực nghiệm về thiên vị đầu tư cục bộ.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

### Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (*Modern portfolio theory*) được Harry Markowitz xây dựng nền móng và giới thiệu lần đầu tiên vào năm 1952 trong bài viết "Lựa chọn danh mục đầu tư" (Portfolio Selection). Markowitz (1952) đã giới thiệu khái niệm về danh mục đầu tư đa dạng hóa thông qua phương pháp trung bình - phương sai (Mean-Variance analysis). Lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư của Markowitz đã là cơ sở cho các lý thuyết danh mục đầu tư nổi tiếng, như: Mô hình CAPM (Treyner, 1962; Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966; Black, 1972); Định lý chia tách của Tobin (Tobin Separation Theorem) (Tobin, 1958); Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage Pricing Theory) (Ross, 1976).

Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại đã được nhiều nghiên cứu mở rộng cho đầu tư danh mục quốc tế. Trên phương diện quốc tế, danh mục đầu tư được mở rộng, không chỉ bao gồm các chứng khoán trong nước, mà còn có cả các chứng khoán quốc tế.

Dựa trên mô hình cơ sở CAPM, Solnik (1974), Adler và Dumas (1983) đã giới thiệu mô hình ICAPM như là một phiên bản mở rộng của mô hình CAPM khi tích hợp khía cạnh đầu tư danh mục quốc tế. Chỉ số thu nhập của từng quốc gia, chỉ số thu nhập của thế giới (world index return) và thu nhập phi rủi ro toàn cầu (global risk-free rate) được tích hợp thêm vào mô hình CAPM. Hệ quả của mô hình ICAPM cho thấy, việc nắm giữ danh mục đầu tư bao gồm toàn cổ phiếu quốc nội sẽ bỏ mất cơ hội có được thu nhập cao hơn hoặc phải chấp nhận rủi ro cao hơn so với đa dạng hóa đầu tư quốc tế.

*Thiên vị đầu tư cục bộ (home-bias)* là hiện tượng có tính toàn cầu khi các nhà đầu tư không tận dụng cơ hội gia tăng thu nhập hoặc giảm bớt rủi ro của danh mục đầu tư thông qua đầu tư danh mục quốc tế. Định nghĩa thông dụng và cổ điển của thiên vị đầu tư cục bộ là: "*khuyến hướng nắm giữ nhiều tài sản quốc nội hơn trong danh mục đầu tư*" (Shapiro, 1999). French và Poterba (1991), Cooper và Kaplanis (1994), Tesar và Werner (1995) đã có những nghiên cứu đầu tiên về thiên vị đầu tư cục bộ. Các nghiên cứu về thiên vị đầu tư cục bộ này ghi nhận rằng, các lợi ích của đa dạng hóa đầu tư thông qua việc đầu tư vào các cổ phiếu quốc tế có tương quan thấp, với các cổ phiếu trong nước đã không được các nhà đầu tư tận dụng hết, do họ có sở thích đầu tư vào cổ phiếu trong nước.

Dựa vào định nghĩa về thiên vị đầu tư cục bộ nêu trên, thiên vị đầu tư cục bộ có thể được phân loại thành: *thiên vị đầu tư quốc nội, thiên vị đầu tư quốc tế và thiên vị đầu tư doanh nghiệp*. Ba loại thiên vị đầu tư cục bộ nêu trên có thể bao hàm đầy đủ các quyết định đầu tư

và đa dạng hóa trong đầu tư danh mục quốc tế.

### Phương pháp nghiên cứu

- Nghiên cứu sử dụng thống kê mô tả và suy luận làm phương pháp nghiên cứu chính.

- Nghiên cứu thực hiện phân tích sở hữu nước ngoài theo ngành để tìm hiểu cụ thể hơn về hiện tượng này, cũng như tìm hiểu sự phân bổ vốn đầu tư vào các ngành khác nhau của các nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam trong khoảng thời gian nghiên cứu trên góc nhìn của thiên vị đầu tư cục bộ.

- Nghiên cứu phân loại các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát theo 9 ngành để phân tích nhằm tìm hiểu việc phân bổ vốn đầu tư và thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà ĐTNN theo từng ngành cho từng năm. Nghiên cứu thực hiện phân tích sở hữu nước ngoài theo ngành cho từng năm khảo sát từ năm 2009 đến năm 2018.

- Dựa trên phương pháp phân tích của Kang và Stultz (1997); Dahlquis và Robertsson (2001), nghiên cứu thực hiện phân tích ngành để tìm hiểu hai đặc tính của thiên vị đầu tư cục bộ trên cơ được thể hiện trên danh mục đầu tư tổng thể của các nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam hay không?

### Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng cơ sở dữ liệu về sở hữu nước ngoài của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) từ năm 2009 đến năm 2018. Các doanh nghiệp lấy mẫu là các doanh nghiệp đang niêm yết trên HOSE và HNX tính tại thời điểm 31/12/2018, các doanh nghiệp đã bị huỷ niêm yết không bao gồm trong mẫu nghiên cứu.

Do các ngân hàng thương mại Việt Nam có hạn chế riêng về tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà ĐTNN (tối đa là 30%) và thấp hơn đáng kể so với các loại hình doanh nghiệp khác. Vì vậy, để bảo đảm tính khách quan, nghiên cứu loại bỏ các ngân hàng thương mại niêm yết ra khỏi mẫu nghiên cứu. Nghiên cứu cũng loại số liệu các doanh nghiệp tại năm bắt đầu niêm yết ra khỏi mẫu nghiên cứu.

### KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

**Phân tích sở hữu nước ngoài**

Bảng 1 trình bày mô tả chung như tỷ lệ sở hữu nước ngoài

quân (bao gồm bình quân đồng trọng số và bình quân gia quyền của toàn bộ mẫu nghiên cứu cho từng năm trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2009 đến năm 2018. Cột (2) của Bảng 1 ghi nhận số lượng doanh nghiệp niêm yết của các năm trong mẫu nghiên cứu.

Bình quân đồng trọng số của tỷ lệ sở hữu nước ngoài là trung bình của tỷ lệ sở hữu nước ngoài của tất cả doanh nghiệp trong mẫu, được ghi nhận tại cột (3) của Bảng 1. Khi không tính đến quy mô của doanh nghiệp, bình quân tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở mức khá thấp, không năm nào vượt quá được 11% và có mức trung bình 9,6% cho toàn giai đoạn.

Bình quân gia quyền của tỷ lệ sở hữu nước ngoài được ghi nhận tại cột (5) của Bảng 1. Khi xét đến quy mô hay tỷ trọng của doanh nghiệp, bình quân gia quyền với quyền số là tỷ trọng của vốn hóa thị trường của doanh nghiệp trong tổng vốn hóa thị trường toàn thị trường gần như gấp đôi bình quân đồng trọng số. Trung bình của bình quân gia quyền của tỷ lệ sở hữu nước ngoài của 10 năm nghiên cứu là 22,08%.

Cột (7) của Bảng 1 thể hiện chênh lệch giữa bình quân gia quyền và bình quân đồng trọng số của tỷ lệ sở hữu nước ngoài của toàn thị trường cho từng năm. Chênh lệch này là luôn dương tại tất cả các năm khảo sát, với mức chênh lệch nằm trong khoảng 9,68% đến 14,24% (bình quân gia quyền thường xuyên cao hơn gấp đôi bình quân đồng trọng số), với mức chênh lệch trung bình là 12,48%. Điều này cho thấy, theo trung bình, thì các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao đã thu hút được tỷ lệ sở hữu nước ngoài lớn, nên đã kéo bình quân gia quyền cao hơn hẳn bình quân đồng trọng số.

Chênh lệch luôn dương và luôn gấp đôi giữa bình quân gia quyền và bình quân đồng trọng số đã cho thấy, các nhà ĐTNN nắm giữ cổ phiếu các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao nhiều hơn so với các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường thấp. Đây là minh chứng ban đầu cho hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này là tương đồng với nghiên cứu của Kang và Stulz (1997).

#### Phân tích sở hữu nước ngoài theo ngành

Bảng 2 thể hiện sở hữu nước ngoài theo từng ngành trên HOSE và HNX của mẫu quan sát tại năm 2018. Xét về vốn hóa thị trường, thì Tài chính và Hàng tiêu dùng là hai ngành lớn nhất, với tỷ trọng

BẢNG 1: TỶ LỆ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI

Năm	Số lượng mẫu	Bình quân đồng trọng số của tỷ lệ SHNN		Bình quân gia quyền của tỷ lệ SHNN		Chênh lệch giữa BQGV và BQDTs	Tỷ lệ chênh lệch (%)
		Bình quân	Độ lệch chuẩn	Bình quân	Độ lệch chuẩn		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2009	220	0,0923	0,1165	0,1910	0,1246	0,0986	206,84
2010	329	0,0884	0,1224	0,2100	0,1237	0,1217	237,73
2011	472	0,0757	0,1195	0,2181	0,1423	0,1424	288,03
2012	514	0,0821	0,1233	0,2182	0,1319	0,1361	265,73
2013	532	0,0927	0,1294	0,2153	0,1791	0,1226	232,23
2014	546	0,1007	0,1315	0,2074	0,1709	0,1066	205,87
2015	564	0,1081	0,1331	0,2447	0,1762	0,1365	226,31
2016	609	0,1100	0,1381	0,2472	0,1969	0,1372	224,67
2017	640	0,1085	0,1391	0,2354	0,2103	0,1269	217,00
2018	689	0,1017	0,1432	0,2207	0,1957	0,1189	216,91
Trung bình		0,0960	0,1296	0,2208	0,1653	0,1248	232,13

BẢNG 2: TỶ LỆ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI THEO NGÀNH, NĂM 2018

Đơn vị: %

Ngành	Toàn ngành			Sở hữu nước ngoài			Bình quân sở hữu nước ngoài		
	Số lượng DN	VHTT (Tỷ đồng)	W <sub>id</sub>	VHTT (tỷ đồng)	W <sub>id</sub>	W <sub>id</sub>	Đồng trọng số	Gia quyền	Chênh lệch
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Công nghệ Thông tin	19	28.380	1,36	11.756	2,56	1,19	15,35	41,46	26,11
Công nghiệp	260	210.992	10,13	42.208	9,18	-0,95	8,40	21,77	13,37
Đầu khí	6	79.823	3,83	9.847	2,14	-1,69	13,20	12,34	-0,86
Dịch vụ Tiêu dùng	58	171.964	8,25	40.111	8,72	0,47	9,95	23,60	13,64
Dược phẩm và Y tế	23	31.913	1,53	12.606	2,74	1,21	16,98	43,19	26,21
Hàng Tiêu dùng	96	599.147	28,75	195.685	42,56	13,80	11,52	32,75	21,22
Nguyên vật liệu	90	109.367	5,25	26.685	5,80	0,55	6,72	25,17	18,44
Tài chính	98	645.022	30,96	109.126	23,73	-7,22	14,16	17,10	2,94
Tiền ích Công đồng	39	207.019	9,94	11.761	2,56	-7,38	9,84	5,77	-4,07
Tổng	689	2.083.631	100	459.791	100,00	0,00			

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

vốn hóa thị trường ngành đối với vốn hóa thị trường toàn thị trường (cũng là tỷ trọng của ngành trong danh mục thị trường (M) -) lần lượt là 30,96% và 28,75% (cột 4). Công nghệ thông tin (1,36% vốn hóa thị trường toàn thị trường và 20 doanh nghiệp), Dược phẩm và Y tế (1,53% vốn hóa thị trường toàn thị trường và 23 doanh nghiệp) là hai ngành nhỏ nhất xét về vốn hóa thị trường.

Xét về sở hữu nước ngoài, thì Hàng tiêu dùng là ngành có tỷ trọng sở hữu nước ngoài đối với toàn thị trường cao nhất với 42,56% (cột 6), tiếp theo là các ngành Tài chính (23,73%), Công nghiệp (9,18%) và Dịch vụ tiêu dùng (8,72%). Tiền ích cộng đồng, Công nghệ thông tin và Dược phẩm - Y tế là các ngành được các nhà ĐTNN phân bổ vốn đầu tư thấp nhất, với tỷ trọng đều dưới 3%.

Xét về thiên vị đầu tư cục bộ, không có ngành nào được các nhà ĐTNN nắm giữ đúng theo tỷ trọng của

**BẢNG 3: SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI VÀ SỞ THÍCH LỰA CHỌN DOANH NGHIỆP  
CÓ VỐN HÓA THỊ TRƯỜNG CAO CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI, 2009-2018**

Năm	Nội dung	CNTT	Công nghiệp	Dầu khí	DV Tiêu dùng	Được phẩm & Y tế	Hàng tiêu dùng	Nguyên vật liệu	Tài chính	Tiền ích cộng đồng
2009	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,29%	-9,52%	-0,61%	-1,28%	1,10%	5,72%	-1,00%	4,34%	-0,05%
	BqGQ - BqĐTS	9,68%	4,41%	8,58%	7,73%	12,41%	12,21%	7,84%	6,62%	6,93%
	n	8	91	4	18	8	40	28	14	9
2010	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,14%	-8,40%	0,90%	-0,83%	0,42%	4,26%	-0,28%	4,08%	-1,31%
	BqGQ - BqĐTS	16,98%	4,39%	12,86%	5,00%	17,50%	12,34%	11,55%	8,21%	5,57%
	n	10	131	4	31	11	54	39	32	17
2011	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,14%	-8,40%	0,90%	-0,83%	0,42%	4,26%	-0,28%	4,08%	-1,31%
	BqGQ - BqĐTS	20,79%	8,72%	10,53%	2,22%	18,29%	15,15%	10,12%	10,69%	1,63%
	n	18	187	4	39	16	66	53	62	28
2012	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,03%	-2,85%	1,04%	-1,13%	1,37%	6,94%	-1,02%	-3,06%	-2,32%
	BqGQ - BqĐTS	20,49%	10,42%	6,29%	4,11%	21,04%	13,29%	12,66%	9,58%	1,74%
	n	19	203	4	42	18	70	58	71	30
2013	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	0,98%	-1,16%	2,33%	-1,45%	1,53%	21,68%	-0,05%	-2,11%	-21,75%
	BqGQ - BqĐTS	23,76%	12,60%	5,78%	-0,90%	21,95%	24,54%	14,88%	7,73%	-3,67%
	n	19	211	4	42	18	73	63	71	32
2014	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,50%	-1,47%	2,61%	-1,40%	1,78%	18,18%	-0,64%	-0,98%	-19,58%
	BqGQ - BqĐTS	23,25%	10,85%	13,21%	1,04%	21,37%	21,16%	12,39%	6,29%	-4,73%
	n	19	215	5	45	18	73	65	75	32
2015	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,29%	-1,74%	0,47%	-0,15%	0,82%	15,18%	-2,23%	-3,09%	-10,55%
	BqGQ - BqĐTS	21,92%	13,06%	8,78%	12,95%	19,57%	22,56%	9,96%	7,13%	-5,15%
	n	19	221	5	47	18	76	69	79	32
2016	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,20%	-0,67%	0,22%	0,44%	1,09%	17,29%	-2,11%	-5,17%	-12,29%
	BqGQ - BqĐTS	22,96%	14,80%	7,29%	19,05%	21,58%	25,68%	10,73%	4,79%	-5,69%
	n	19	238	5	49	19	84	81	86	32
2017	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,25%	-3,71%	-0,23%	1,41%	1,49%	15,47%	0,07%	-6,15%	-9,60%
	BqGQ - BqĐTS	25,15%	9,41%	3,36%	26,42%	24,43%	20,24%	17,63%	1,85%	-4,83%
	n	19	248	5	52	19	89	85	90	35
2018	$W^F_{IND} - W^M_{IND}$	1,19%	-0,95%	-1,69%	0,47%	1,21%	13,80%	0,56%	-7,22%	-7,38%
	BqGQ - BqĐTS	26,11%	13,37%	-0,86%	13,64%	26,21%	21,22%	18,44%	2,94%	-4,07%
	n	19	260	6	58	23	96	90	98	39
Trung bình của $W^F_{IND} - W^M_{IND}$		1,20%	-3,89%	0,59%	-0,47%	1,12%	12,28%	-0,70%	-1,53%	-8,61%
Trung bình của (BQGO - BQĐTS)		21,11%	10,20%	7,58%	9,13%	20,43%	18,84%	12,62%	6,58%	-1,23%

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

doanh mục thị trường - hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ là hiện hữu tại năm 2018. Các ngành: Hàng tiêu dùng, Công nghệ thông tin, Dịch vụ tiêu dùng, Được phẩm - Y tế, Nguyên vật liệu có chênh lệch dương giữa tỷ trọng sở hữu nước ngoài của ngành trong danh mục đầu tư của các nhà ĐTNN và tỷ trọng của ngành trong danh mục thị trường (cột 7) - các nhà ĐTNN thiên vị nắm giữ các ngành này với tỷ trọng nhiều hơn so với tỷ trọng của các ngành trong danh mục thị trường. Ngược lại, với chênh lệch âm giữa  $W^F_{IND}$  và  $W^M_{IND}$ , các ngành còn lại được nhà ĐTNN nắm giữ với tỷ trọng ít hơn so với tỷ trọng của các ngành này trong danh mục thị trường.

Xét về mức độ thiên vị đầu tư cục bộ theo ngành, thì Hàng tiêu dùng có mức độ thiên vị đầu tư cục bộ cao nhất với mức chênh lệch 13,8%; tiếp theo là các ngành: Tiền ích cộng đồng (-7,38%) và Tài chính (-7,22%). Các ngành còn lại có mức chênh lệch không nhiều, chỉ trên dưới 1%.

Sở thích lựa chọn các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao được thể hiện tại cột 8, 9 và 10 với 7/9 các

ngành có sở hữu nước ngoài, với bình quân giá quyền lớn hơn bình quân đồng trọng số. Mức độ ưa thích các cổ phiếu có vốn hóa thị trường cao của nhà ĐTNN là khác nhau giữa các ngành. Cụ thể, ngành Được phẩm - Y tế là cao nhất với mức chênh lệch - 26,2%; Tiếp theo là các ngành: Công nghệ thông tin (26,11%), Hàng tiêu dùng (21,22%). Nguyên vật liệu (18,44%); ngành Tài chính là thấp nhất với chênh lệch 2,9%. Riêng 2 ngành Tiền ích cộng đồng và Dầu khí có chênh lệch âm - cho thấy tại ngành này, các nhà ĐTNN lại thích đầu tư vào các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường thấp hơn.

Dựa trên phân tích cấu trúc năm kết quả phân tích tổng hợp về sở thích đầu tư nước ngoài theo ngành được trình bày trong

Bảng 3 cung cấp bức tranh chi tiết về sự phân bố đầu tư

so với danh mục thị trường của các nhà ĐTNN theo trong toàn bộ các năm khảo sát - thể hiện bởi chênh lệch giữa tỷ trọng của từng ngành trong danh mục của các nhà ĐTNN ( $W^F_{IND}$ ) và trong danh mục thị trường ( $W^M_{IND}$ ) theo năm. Ngoài ra, Bảng 3 cũng cho thấy sự ưa thích lựa chọn các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao của các nhà ĐTNN - thể hiện bởi chênh lệch giữa bình quân gia quyền và bình quân đồng trọng số của tỷ lệ sở hữu nước ngoài của từng ngành theo năm.

## KẾT LUẬN

Dựa trên kết quả của nghiên cứu, có thể đưa ra hai nhận định về hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam:

*Thứ nhất*, các nhà ĐTNN thường xuyên nắm giữ cổ phiếu các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao nhiều hơn so với các doanh nghiệp có vốn hóa thị trường thấp. Hiện tượng thiên

vị đầu tư vào các doanh nghiệp có vốn hóa cao được chứng minh trong phân tích toàn thị trường. Trong phân tích ngành, hiện tượng này được chứng minh là đúng trong số 8/9 ngành trong toàn bộ thời gian nghiên cứu.

*Thứ hai*, hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà ĐTNN trên TTCK niêm yết Việt Nam là hiện hữu. Các nhà ĐTNN không nắm giữ danh mục đầu tư vào các ngành theo đúng tỷ trọng của các ngành này trong danh mục thị trường, mà thường xuyên đầu tư với tỷ trọng cao hơn vào các ngành Hàng tiêu dùng, Công nghệ thông tin và Dược phẩm - Y tế; đầu tư với tỷ trọng thấp hơn vào các ngành Tiện ích cộng đồng và Công nghiệp trong khoảng thời gian nghiên cứu. Các ngành còn lại có tỷ trọng đầu tư lúc cao lúc thấp so với tỷ trọng của ngành trong danh mục thị trường, nhưng chênh lệch trung bình hàng năm đều khác 0.

Nghiên cứu này chỉ dừng lại ở việc phát hiện ra hiện tượng thiên vị đầu tư cục bộ của các nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam dưới góc độ nghiên cứu toàn thị trường và theo ngành. Những nguyên nhân của hiện tượng này, cũng như những nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư thiên vị của các nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam được xác định làm mục tiêu định hướng của các nghiên cứu tiếp theo. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO.

1. Adler M., Dumas B (1983). International portfolio choice and corporation finance: A synthesis, *Journal of Finance*, 38(3), 925-984
2. Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing, *Journal of Business*, 45, 444-454
3. Cooper, I.A., Kaplanis, E. (1994). What explain the home bias in portfolio investment, *Review of Financial Studies*, 7, 45-60
4. Dahlquis, M., Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institution investors, and firm characteristics, *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440
5. French, K.R., Poterba, J.M. (1991). Invest diversification and international equity markets, *American Economic Review*, 81, 222-226
6. Kang, J. K., Stulz, R.M. (1997). Why is there a home bias? an analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28
7. Lintner, J. (1965). The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37
8. Markowitz, H.M. (1952). Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91
9. Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, 35, 768-783
10. Ross, S. A. (1976). Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360
11. Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442
12. Shapiro A. C. (1999). *Multination financial management*, Willey, 6th ed
13. Solnik, B. H. (1974). The International Pricing of Risk: An Empirical Investigation of the World Capital Market Structure, *Journal of Finance*, 29, 365-378
14. Tesar, L., Werner, I.M. (1995). Home bias and High Turnover, *Journal of International Money and Finance*, 14, 467-493
15. Tobin, J. (1958). Liquidity preference as behavior toward risk, *Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86
16. Treynor, J. L. (1962). *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets*, *Asset Pricing and Portfolio Performance*, Robert A. Korajczyk (editor) London: Risk Books, 15-22