

# ỨNG DỤNG TÀI CHÍNH HÀNH VI ĐỂ KHÁM PHÁ NHỮNG LỆCH LẠC VỀ HÀNH VI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM QUA KIỂM ĐỊNH KẾT QUẢ GIAO DỊCH

**Th.s Nguyễn Đức Hiên, PGS.TS. Đàm Văn Huệ,  
Ngô Duy, Nguyễn Ngọc Trâm**  
*Đại học Kinh tế Quốc dân*

*Tài chính hành vi là một lĩnh vực nghiên cứu mới ở Việt Nam. Trong bài viết này, nhóm nghiên cứu sử dụng các nội dung nền tảng của lý thuyết tài chính hành vi để khám phá các lệch lạc trong hành vi của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam qua phân tích và kiểm định kết quả giao dịch thực của 1093 tài khoản với 51.529 lệnh giao dịch thành công của các nhà đầu tư cá nhân.*

**Từ khóa:** tài chính hành vi; hiệu ứng phân bổ tài khoản; thiên vị ngoại suy; lệch lạc về hành vi.

## 1. Nền tảng lý thuyết

Tài chính hành vi là một lĩnh vực tương đối mới nhưng đang phát triển nhanh chóng. Bằng sự gắn kết lý thuyết về hình thành tâm lý với ngành tài chính và kinh tế học cổ điển, tài chính hành vi là chìa khóa giúp tìm ra lời giải thích cho các quyết định liên quan đến kinh tế. Một trong các nội dung chủ đạo của tài chính hành vi là nghiên cứu phương pháp dựa theo kinh nghiệm (heuristics) và các lệch lạc (bias) trong các hành vi của nhà đầu tư. Các kinh nghiệm, hay quy tắc học được (heuristic simplification) thường giúp nhà đầu tư ra quyết định nhanh chóng và dễ dàng hơn nhiều. Nhưng trong một số trường hợp, dựa dẫm quá nhiều vào các quy tắc lại dẫn đến sai lầm, nhất là khi các điều kiện bên ngoài thay đổi. Thông thường, người ta thường đề cao hiệu quả của những quy tắc đơn giản, gần gũi và dễ nhớ, kiểu hiệu ứng mà Tversky và Kahneman (1979) gọi là hiệu ứng quy tắc có sẵn (availability heuristic).

Các nhà nghiên cứu tài chính hành vi đã tổng hợp ba hiệu ứng điển hình của thói quen này: lệch lạc do sự quen thuộc, lệch lạc do sự neo đậu và lệch lạc do tình huống điển hình. Lệch lạc do sự quen thuộc (familiarity) là do xu hướng chuộng hơn những gì quen thuộc với mình. Nói cách khác, họ thoái thác việc thực hiện sáng kiến mới, trung thành với những phương án quen thuộc hơn là thử xem xét các phương án khác. Thí nghiệm của Benartzi và Thaler (2001) về việc lựa chọn hình thức đầu tư kể trên là ví dụ của sai lệch này. Lệch lạc thứ hai, lệch lạc do sự neo đậu (anchoring) là xu hướng cố định vào duy nhất một kết quả, nhà đầu tư có một kết quả ban đầu và luôn cố điều chỉnh kết quả cuối cùng hướng về kết quả ban đầu đó. Kiểu lệch lạc cuối cùng, lệch lạc do tình huống điển hình (representativeness) xuất hiện khi người ta đánh giá xác suất xảy ra của những sự kiện trong tương lai dựa vào mức độ “tương tự” với một tình huống điển hình nào đó. Ví dụ, khi giá cổ phiếu bắt đầu tăng liên tục 3, 4 năm hoặc dài hơn (như trường hợp của Mỹ và Tây Âu từ 1982 đến 2000, hay Trung Quốc trong 10 năm trở lại đây), trong đầu nhiều người bắt đầu có suy nghĩ rằng lợi nhuận cao từ cổ phiếu là việc “bình thường”. Lệch lạc theo tình huống điển hình này là dạng lệch lạc nhận thức được nghiên cứu nhiều nhất trong ba dạng. Nghiên cứu này tìm cách kiểm chứng mắc phải “thiên vị ngoại suy” – một hành vi hệ quả của lệch lạc do tình huống điển hình.

Thiên vị ngoại suy là xu hướng nhà đầu tư phụ thuộc rất nhiều vào diễn biến trong quá khứ để dự đoán tình hình cổ phiếu trong tương lai. Trong nghiên cứu của Narasimhan Jegadeesh và Sheridan Titman (1993), các tác giả đã chỉ ra rằng quy tắc đầu tư “*mua vào các cổ phiếu lãi và bán đi các cổ phiếu lỗ*” sinh ra lợi nhuận bất thường trong giai đoạn 1965–1989 trên thị trường Mỹ. Hai nhà nghiên cứu này, vào năm 2001 cũng đã công bố một kết quả thực nghiệm là: mua cổ phiếu sinh lời nhiều trong quá khứ (3-12 tháng) và bán những cổ phiếu sinh lời ít trong quá khứ là một chiến lược đầu tư tạo ra lợi nhuận cao (positive abnormal return) trong 3-12 tháng trong tương lai. Một nghiên cứu gần đây của Joseph Kang, Ming-Hua Liu and Xiaoyan Ni về các chiến lược đầu tư trên thị trường chứng khoán Trung Quốc từ năm 1993 đến năm 2000 cho kết luận rằng xu hướng chọn những cổ phiếu tăng giá nhiều trong quá khứ có tồn tại trong tâm lý các nhà đầu tư Trung Quốc. Chui, Titman, and Wei (2000) đã công bố rằng qua phân tích số liệu thị trường, đã tìm thấy thói quen thiên vị ngoại biên trong hành vi của các nhà đầu tư ở 8 nước châu Á (Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Hồng Kông, Singapore, Đài Loan, Indonesia, và Nhật Bản); nghiên cứu này cũng khẳng định rằng mức độ hiệu quả của phương án đầu tư thiên vị ngoại biên ở các nước này khác nhau rõ rệt.

Hiệu ứng phân bổ tài khoản được coi là ứng dụng của thuyết triển vọng vào lĩnh vực đầu tư nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Dựa trên nền tảng của thuyết triển vọng, Shefrin and Statman (1985) đã lần đầu tiên đưa ra khái niệm “hiệu ứng phân bổ tài khoản”. Các tác giả cho rằng, con người thường tránh những hành động tạo ra sự nuối tiếc và thực hiện những hành động mang lại sự tự hào. Xu hướng tâm lý này làm cho các nhà đầu tư *sẵn sàng bán đi những cổ phiếu lãi (để ghi nhận một sự chiến thắng) hơn những cổ phiếu lỗ* (nếu sau khi bán đi giá cổ phiếu tăng thì lại tạo ra một sự nuối tiếc).

## 2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

### 2.1. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết tập trung vào một biểu hiện của phép thiên vị ngoại suy: ***thói quen mua vào những cổ phiếu đã tăng giá trong quá khứ***. Ba đặc điểm của nhà đầu tư mà nhóm nghiên cứu quan tâm là tần suất giao dịch, giá trị tài khoản, và mức độ đa dạng hóa tài khoản của các nhà đầu tư. Nhóm nghiên cứu muốn tìm hiểu mức độ ảnh hưởng của các yếu tố trên với các lỗi tâm lý mắc phải của các nhà đầu tư. Vì vậy, 3 biến độc lập đã được phát triển dựa vào số liệu thu thập được.

Với kiểm định thứ nhất, nhóm nghiên cứu kiểm tra suất sinh lời của các cổ phiếu sau khi bán và mua vào sau một khoảng thời gian. *Nếu những cổ phiếu bán ra có suất sinh lời lớn hơn suất sinh lời của các cổ phiếu mua vào, nhà đầu tư đã không hợp lý, mắc sai lầm khi đưa ra các quyết định đầu tư*. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy logistic để ước lượng tỉ lệ đưa ra các quyết định đầu tư xấu theo các đặc điểm nhà đầu tư. Kiểm định thứ 2 được tiến hành là lỗi tâm lý “thiên vị ngoại suy” (extrapolation bias): *đó là cách mà nhà đầu tư đơn giản hóa (heuristic simplification) xu hướng quá khứ để dự đoán triển vọng tương lai*, một dạng của lỗi “thiên vị đại diện” (representative bias). Khi đó, nhà đầu tư dựa vào mức sinh lời quá khứ của cổ phiếu để đưa ra quyết định mua bán với từng mã cổ phiếu đó. Nếu kiểm định chỉ ra rằng suất sinh lời của cổ phiếu trước khi mua lớn hơn 0 hoặc lớn hơn suất sinh lời của chỉ số thị trường (VNIndex) chúng ta có thể kết luận rằng nhà đầu tư chọn mua các cổ phiếu tăng giá trong thời gian trước khi thực hiện lệnh mua. Nói cách khác, nhà đầu tư mắc vào lỗi “thiên vị ngoại suy”.

Nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu theo phương pháp của Odean (1998) trong việc phát hiện “hiệu ứng phân bổ tài khoản” thông qua tính toán tỉ lệ lỗ/lãi được hiện thực hóa. Nếu tỉ lệ cổ phiếu lãi được hiện thực hóa cao hơn so với tỉ lệ cổ phiếu lỗ được hiện thực hóa, có thể kết luận rằng nhà đầu tư đã mắc phải hiện tượng “hiệu ứng phân bổ tài khoản”, một lỗi tâm lý của hiện tượng “sợ lỗ”.

Phương pháp để khám phá hiệu ứng phân bổ tài khoản là nhìn vào tỉ lệ mà các nhà đầu tư bán ra những cổ phiếu lãi và cổ phiếu lỗ với số “cơ hội” mà họ có thể bán ra (Odean, 1998a). Các cơ hội bán ở

đây là tổng số lãi/lỗ có thể thực hiện được. Khi nhà đầu tư mua một cổ phiếu, và chưa bán nó đi, cổ phiếu đó được coi là một "thua lỗ trên giấy" nếu giá giảm so với giá mua, và một "lãi trên giấy" nếu giá tăng so với giá mua. Khi nhà đầu tư bán cổ phiếu đó đi, nó sẽ trở thành một "thua lỗ đã thực hiện" nếu giá bán nhỏ hơn giá mua và "thu nhập đã thực hiện" nếu ngược lại. Tổng số lãi (lỗ) có thể thực hiện bằng tổng số lãi (lỗ) được thực hiện và số lãi (lỗ) trên giấy. Tỷ lệ lãi được thực hiện trên tổng số lãi có thể thực hiện được tính bằng công thức sau:

$$\text{Tỷ lệ lãi đã thực hiện (PGR)} = \frac{\text{Số lãi đã thực hiện}}{\text{Số lãi đã thực hiện} + \text{số lãi trên giấy}}$$

Với những cổ phiếu bán lỗ, tỷ lệ hiện thực hóa thua lỗ được tính tương tự:

$$\text{Tỷ lệ thua lỗ đã thực hiện (PLR)} = \frac{\text{Số thua lỗ đã thực hiện}}{\text{Số thua lỗ đã thực hiện} + \text{số thua lỗ trên giấy}}$$

Nếu PGR lớn hơn PLR, hay nói cách khác, tỷ lệ bán ra các cổ phiếu lãi lớn hơn tỷ lệ bán ra các cổ phiếu lỗ, nhà đầu tư có dấu hiệu của hiện tượng phân bổ tài khoản (phương pháp Odean).

Nhóm nghiên cứu đã tính các tỉ số PGR và PLR cho mẫu bằng bắt đầu bằng việc xác định những lệnh bán nào là lãi và lệnh bán nào là lỗ. Từ số liệu ban đầu, nhóm nghiên cứu lọc ra những ngày có lệnh bán xuất hiện và so sánh giá bán khớp lệnh với giá mua trung bình để xác định xem đó là "lãi hiện thực hóa" hay "lỗ hiện thực hóa".

Sau đó, nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy logistic để ước lượng mối tương quan của "hiệu ứng phân bổ tài khoản" với đặc điểm nhà đầu tư. Ngoài ra, Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp của Shapira & Venezia (2001) để ước lượng thời gian nắm giữ cổ phiếu trung bình của nhà đầu tư với các chu kỳ đầu tư (roundtrip) của cổ phiếu lỗ và lãi. Nếu thời gian nắm giữ cổ phiếu trung bình của các chu kỳ đầu tư lỗ lớn hơn lãi, nhà đầu tư thể hiện "hiệu ứng phân bổ tài khoản".

## 2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Để làm rõ các đặc điểm lệch lạc và hiệu ứng quy tắc sẵn có trong hành vi nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam, nhóm nghiên cứu đã sử dụng số liệu giao dịch thực từ tài khoản của các nhà đầu tư tại một công ty chứng khoán tại Việt Nam. Để đảm bảo sự cam kết, nhóm tác giả bài viết xin được giữ bí mật các thông tin liên quan đến Công ty chứng khoán đó.

Tổng số **2.340** tài khoản được lựa chọn ngẫu nhiên từ tất cả các tài khoản đầu tư chứng khoán từ 23 tháng 04 năm 2007 đến 15 tháng 03 năm 2011 (969 ngày giao dịch) với hơn **100 nghìn lệnh giao dịch** của các nhà đầu tư. Sau khi loại bỏ những giao dịch không khớp lệnh, 923 tài khoản chỉ có lệnh bán và 87 tài khoản chỉ có lệnh mua. Sau đó, loại bỏ tiếp tài khoản có số dư số lượng chứng khoán nắm giữ âm, được hiểu là những chứng khoán được nhà đầu tư lưu ký hay chuyển từ công ty chứng khoán khác mà không phải qua giao dịch mua trên lệnh tài khoản. Những tài khoản này không có ý nghĩa trong nghiên cứu vì không biết được giá mua ban đầu làm điểm tham chiếu cho các kiểm nghiệm sau này. Mẫu cuối cùng được sử dụng là **1093** tài khoản với **51.529** lệnh giao dịch thành công.

## 3. Kết quả

### - Kiểm định giả thuyết nhà đầu tư cá nhân là phi lý trí

Trong phần này, nhóm nghiên cứu kiểm định xem liệu nhà đầu tư có đưa ra các quyết định đầu tư sáng suốt hay không bằng cách kiểm tra suất sinh lời của các cổ phiếu mua và các cổ phiếu đã bán sau một khoảng thời gian năm ngày, một tháng và bốn tháng sau thời điểm giao dịch. Giả sử xem xét một

nhà đầu tư bán một cổ phiếu và mua một cổ phiếu, nếu cổ phiếu đã bán ra cho suất sinh lời cao hơn suất sinh lời của cổ phiếu mua vào, nhà đầu tư đã đưa ra quyết định đầu tư sai lầm.

Để kiểm định liệu suất sinh lời của cổ phiếu bán có thực sự cao hơn suất sinh lời của cổ phiếu mua hay không, nhóm nghiên cứu đã sử dụng phương pháp kiểm định giả thuyết cho hai mẫu độc lập và có phương sai thuần nhất. Giả thuyết hai mẫu là độc lập với nhau sử dụng trong kiểm định trên là có căn cứ và hợp lý khi các quyết định mua cổ phiếu và bán cổ phiếu tương đối độc lập với nhau đối với các nhà đầu tư cá nhân. Nhà đầu tư đưa ra các quyết định mua bán dựa vào thông tin của cổ phiếu, mà thông tin của cổ phiếu niêm yết là một quá trình tương đối độc lập với nhau và là quá trình ngẫu nhiên (stochastic process).

Giả thuyết:

$$H_0: \mu_{\text{bán}} - \mu_{\text{mua}} = 0$$

$$H_1: \mu_{\text{bán}} - \mu_{\text{mua}} > 0$$

**Bảng 1: Bảng kết quả kiểm định về suất sinh lợi**

	5 days	1 month	4 months
Bán – Mua (sell-purchase)	1.25%	2.43%	2.31%
Phương sai (Pooled variance)	0.0129	0.004108	0.041253
Độ lệch chuẩn (pooled standard deviation)	0.113577	0.064091	0.203108
Kiểm định t (t statistic)	12.40737	42.8895	12.83156
Df	51526	51526	51526
p-value	0.00000	0.00000	0.00000

Bảng 1 cho thấy rằng suất sinh lời của cổ phiếu mua nhỏ hơn suất sinh lời của cổ phiếu bán. Kiểm định t cho kết quả lần lượt bằng 12,407; 42.889 và 12,83 cho khoảng thời gian 5 ngày, 1 tháng và 4 tháng sau thời điểm giao dịch. P-value của kiểm định rất nhỏ, điều đó chỉ ra rằng  $H_0$  được bác bỏ tại mức 1% ý nghĩa. Từ đó chúng ta có thể kết luận: **nhà đầu tư Việt Nam đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lý khi các cổ phiếu mua về lại có suất sinh lời thấp hơn suất sinh lời của các cổ phiếu bán.** Điều đó có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả đầu tư của họ.

Sau khi đưa ra kết luận rằng nhà đầu tư đã không hợp lý khi đưa ra các quyết định đầu tư, nhóm nghiên cứu muốn kiểm định mức độ không hợp lý đó với các đặc điểm của nhà đầu tư: *giá trị tài khoản (biến AV)*, *tần suất giao dịch (biến FREQ)* và *mức độ đa dạng hóa danh mục (biến DIV\_LEV)*.

Nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình logistic để ước lượng xác suất mà nhà đầu tư đưa ra quyết định không hợp lý ứng với mỗi đặc điểm đã nêu. Nhóm nghiên cứu đã đặt một biến giả, biến nhận giá trị bằng 1 nếu nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư hợp lý (suất sinh lời cổ phiếu mua lớn hơn suất sinh lời cổ phiếu bán) và nhận giá trị bằng 0 nếu quyết định đó là sai lầm (suất sinh lời cổ phiếu mua nhỏ hơn cổ phiếu bán).

Từ Bảng 2, ta có thể nhận thấy giá trị AV không có ý nghĩa tại mức 5% với thời gian 1 tháng, 4 tháng. Điều đó là các nhà đầu tư có giá trị tài khoản lớn không có cải thiện gì trong việc đưa ra các quyết định đầu tư trong ngắn hạn. Tuy nhiên, biến AV có ý nghĩa trong thời gian 1 năm, tức về dài hạn, những nhà đầu tư lớn thường đưa ra các quyết định tốt hơn những nhà đầu tư nhỏ. Biến AV có giá trị dương điều đó chứng tỏ là các nhà đầu tư có giá trị tài khoản lớn (mặc định là các nhà đầu tư lớn) thường ít đưa ra các quyết định sai lầm hơn các nhà đầu tư khác.

**Bảng 2: Bảng ước lượng hệ số hồi quy của mô hình**

	<b>1 tháng</b>	<b>4 tháng</b>	<b>1 năm</b>
<b>C</b>	0.070159	0.15241	-0.17287
p-value	0.587534	0.2229	0.176907
<b>DIV_LEV</b> (mức độ đa dạng hóa)	-0.11743	-0.04933	-0.10831
p-value	0.000798	0.1211	0.002042
<b>AV</b> (Giá trị tài khoản)	6.68E-12	1.30E-11	4.66E-11
p-value	0.64	0.37	0.01
<b>FREQ</b> (Tần suất giao dịch)	-0.00454	-0.00707	-0.00191
p-value	0.036214	0.0022	0.354465

Hệ số âm ở biến tần suất giao dịch có nghĩa các nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng dễ đưa ra các quyết định đầu tư không hợp lý. Ngoài ra, hệ số âm ở biến tần suất giao dịch có nghĩa, nếu giá trị biến tăng thì tỉ số khả năng (odd ratio) có lợi cho nhà đầu tư có quyết định đầu tư hợp lý giảm đi. Nó có nghĩa là nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng dễ mắc các quyết định đầu tư không hợp lý. Dấu dương ở giá trị giao dịch tài khoản (biến AV) chỉ ra rằng, khi giá trị tài khoản tăng lên, tỉ số khả năng mà nhà đầu tư đưa ra quyết định hợp lý cũng tăng lên. Điều đó có nghĩa rằng, nhà đầu tư lớn ít đưa ra các quyết định đầu tư phi hợp lý hơn các nhà đầu tư nhỏ. Tuy nhiên, hệ số của biến số này lại không có ý nghĩa tại thời điểm một tháng và bốn tháng sau ngày giao dịch. Điều đó chỉ ra rằng trong dài hạn, không có sự khác biệt về khả năng đưa ra quyết định đầu tư giữa các nhà đầu tư lớn và nhỏ. Dấu âm ở hệ số mức độ đa dạng hóa sản phẩm (biến DIV\_LEV) chỉ ra rằng, nhà đầu tư mà đa dạng hóa nhiều ít có khả năng đưa ra các quyết định không tốt so với các nhà đầu tư khác.

*- Kiểm định về hiện tượng thiên vị ngoại suy*

Giả thuyết:

$H_0: \mu=0$

$H_1: \mu>0$

**Bảng 3: Mức sinh lời và mức vượt sinh lời của cổ phiếu trong 5 ngày và 1 tháng trước thời điểm giao dịch**

	<b>Suất sinh lời</b>	<b>Mức chênh</b>	<b>Suất sinh lời</b>	<b>Mức chênh</b>
	<i>Trong 5 ngày</i>	<i>Với Vnindex</i>	<i>Trong 1 tháng</i>	<i>Với VN index</i>
	Trước khi mua	Trong 5 ngày	Trước khi mua	Trong 1 tháng
Trung bình	0.6255%	6.2195%	0.5268%	3.7969%
t statistic	8.77	36	9.71	29
df	26780	26780	26780	26780
p-value	9.27E-19	4.32E-278	1.55E-22	2.95E-183

Bảng 3 cho thấy suất sinh lời của cổ phiếu và mức sinh lời vượt so với index trong thời gian 5 ngày, 1 tháng trước khi mua. Cổ phiếu luôn có mức sinh lời dương bằng 0.6255% và 6.2195% tương ứng với 5 ngày và 1 tháng trước khi mua. *Điều đó chỉ ra rằng nhà đầu tư có xu hướng đầu tư theo các cổ phiếu tăng giá.* Ngoài ra, bảng trên còn cho ta thấy rằng, các cổ phiếu được chọn thường có mức sinh lời cao

hơn toàn thị trường là 0.5268% và 3.7969% trong khoảng thời gian tương ứng là 5 ngày và 1 tháng. Nhóm đã kiểm định kết quả trên để xem liệu kết quả trên có ý nghĩa hay không. Các kiểm định đều cho giá trị p-value rất bé; nghĩa là, chúng ta có thể bác bỏ  $H_0$  một cách chắc chắn. Điều đó có nghĩa: các kiểm định đã xác minh một lần nữa rằng nhà đầu tư có xu hướng mua các cổ phiếu tăng giá hoặc mua theo các cổ phiếu có mức sinh lời cao hơn thị trường trong khoảng thời gian 5 ngày và 1 tháng trước khi mua. Hay nói cách khác, **nhà đầu tư đã mắc vào lỗi “thiên vị ngoại suy” trong tâm lý.**

Trong kiểm định trên, chúng tôi chỉ ra rằng các nhà đầu tư có xu hướng mắc vào lỗi thiên vị ngoại suy khi chạy theo xu hướng tăng giá của cổ phiếu trong thời gian trước khi mua. Tuy nhiên, chúng ta không biết liệu chiến thuật mua cổ phiếu theo đà tăng như vậy (momentum strategy) có hợp lý không, hay nói cách khác, những cổ phiếu đó sẽ tiếp tục tăng để đạt mức lợi nhuận mà các nhà đầu tư kì vọng hay không. Vì vậy, nhóm đã tiến hành kiểm định cho tính hợp lý của cách chọn cổ phiếu này bằng cách so sánh suất sinh lời của cổ phiếu đó trước khi và sau khi mua.

Để tiến hành kiểm định, nhóm nghiên cứu đã đặt ra giả thuyết cho sự chênh lệch của suất sinh lời cổ phiếu trước khi và sau khi mua. Khi đó chúng ta sẽ biết được rằng những kì vọng của nhà đầu tư cho cổ phiếu tăng giá sẽ tiếp tục tăng sau khi mua nữa hay không là đúng hay sai. Chúng ta gọi đó là dấu hiệu tăng giá liên tục (contituation signal).

Giả thuyết:

$$H_0: \mu_{\text{trước}} - \mu_{\text{sau}} = 0$$

$$H_1: \mu_{\text{trước}} - \mu_{\text{sau}} > 0$$

Kết quả kiểm định:

0.000000	hypothesized value	
0.055226	mean after – before ( <i>trung bình suất sinh lời sau – trước khi mua</i> )	
0.370369	std. dev.	
0.002263	std. error	
26781	n	
26780	df	
-24.40	t	
2.17E-130	p-value (one-tailed, lower)	

Ta có thể nhận thấy rằng, nhà đầu tư đã chạy theo cổ phiếu tăng giá tại thời điểm trước không đảm bảo cho suất sinh lời của cổ phiếu sau khi mua. Sau thời điểm 5 ngày, suất sinh lời của cổ phiếu sau khi mua và suất sinh lời của cổ phiếu trước khi mua là 5.52%. Điều đó nói lên các cổ phiếu đã tăng trước đó không đảm bảo cho suất sinh lời sau này của cổ phiếu. Nhà đầu tư sẽ chịu rủi ro khi chạy theo các cổ phiếu tăng giá trong khoảng thời gian trước khi mua.

**- Kiểm định về hiệu ứng phân bổ tài khoản**

Nghiên cứu này kiểm định giả thuyết: "các nhà đầu tư có xu hướng bán ra cổ phiếu lời hơn là bán ra cổ phiếu lỗ".

Ho: PGR = PLR (nhà đầu tư không phân biệt cổ phiếu lỗ và cổ phiếu lãi); không có hiện tượng phân bổ tài khoản

H<sub>1</sub>: PGR > PLR (nhà đầu tư bán cổ phiếu lãi nhanh hơn cổ phiếu lỗ, hiện tượng phân bổ tài khoản).

Phương sai cho tỉ lệ PGR và PLR được tính bằng:

$$se = \sqrt{\frac{PGR(1-PGR)}{RG+PG} + \frac{PLR(1-PLR)}{RL+PL}}$$

Trong đó: RG, PG, RL, PL lần lượt là số lãi được thực hiện, lãi sổ sách, lỗ được thực hiện, lỗ sổ sách.

Kết quả kiểm định như sau:

Lãi được thực hiện hóa	Lỗ được thực hiện hóa
0.17094	0.190763913
0.220334	0.174789066
11656	10566

22220 df

-0.0198240 difference (Realize gain - Realize loss)

0.0399906 pooled variance

0.1999765 pooled std. dev.

0.0026862 standard error of difference

0 hypothesized difference

-7.38 t

1.64E-13 p-value (two-tailed)

Dưới góc độ từ suất sinh lời, chúng ta có thể thấy nhà đầu tư có xu hướng bán nhanh các cổ phiếu lãi và bán chậm hơn các cổ phiếu lỗ. Đáng chú ý là, nhà đầu tư bán cổ phiếu lãi khi nó đạt mức sinh lời khoảng 17.1% trong khi mức lỗ trước khi bán cổ phiếu lỗ là -19.1%. Thống kê t cho giá trị bằng -7.38 và giá trị p-value rất bé, xấp xỉ bằng 0, nghĩa là chúng ta có thể bác bỏ Ho tại mức ý nghĩa 1%. Hay nói cách khác, nhà đầu tư bán cổ phiếu lỗ khi giá trị tuyệt đối của mức lỗ lớn hơn mức lãi đạt được khi bán cổ phiếu lãi.

**Bảng 4: Kết quả kiểm định PGR - PLR**

paper gain (lãi trên giấy)	8504
paper loss (lỗ trên giấy)	18526
realized gain (thu nhập đã thực hiện)	12053
realized loss (thua lỗ đã thực hiện)	10873
<b>PGR</b>	<b>0.586320961</b>
<b>PLR</b>	<b>0.369842512</b>
difference in proportions (Tỷ lệ khác biệt)	
mean	-0.21647845
s.e	0.004441428
t	-48.74072931

Ta có thể nhận thấy rằng PGR lớn hơn PLR và sự chênh lệch có mức ý nghĩa 1%. Họ được bác bỏ với  $t\text{-stat} = 48.7$ . Qua đó, nhà đầu tư chứng khoán tại thị trường Việt Nam có thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản tức nhà đầu tư có xu hướng giữ cổ phiếu lâu quá lâu và bán đi quá nhanh các cổ phiếu lãi.

Để kiểm định nhà đầu tư nào trên thị trường chứng khoán Việt Nam mắc phải hiện tượng phân bổ tài khoản nặng hơn, nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình logistic để lượng hóa mức độ mắc phải của lỗi tâm lý này của các nhà đầu tư cá nhân.

Phương trình hồi quy như sau:

$$PGR - PLR = \alpha + \beta 1 (\text{Tần suất giao dịch}) + \beta 2 (\text{Mức độ đa dạng hóa}) + \beta 3 (\text{Giá trị tài khoản}) \quad (1)$$

$$\text{Logit}(Y_N) = \alpha + \beta 1 (\text{Tần suất giao dịch}) + \beta 2 (\text{Mức độ đa dạng hóa}) + \beta 3 (\text{Giá trị tài khoản}) \quad (2)$$

Tỉ lệ PGR và PLR được tính cho mỗi tài khoản trong mẫu. Biến  $Y_N$  là một biến giả nhận giá 1 cho những tài khoản mà PGR lớn hơn PLR (PGR-PLR dương) và nhận giá trị bằng 0 cho tài khoản mà PGR nhỏ hơn PLR (PGR-PLR âm). Nói cách khác, giá trị 1 thể hiện cho tài khoản thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản và 0 nếu không có.

Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) để ước lượng mô hình (1). Ở mô hình hồi quy thứ 2, nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp tối đa hóa khả năng (maximum likelihood method) để ước lượng mô hình.

**Bảng 5. Mô hình logistic lượng hóa mức độ mắc phải hiện tượng phân bổ tài khoản**

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.981603	0.186181	5.272229	0.000
Freq	-0.01055	0.002507	-4.20647	0.000
Div-lev	0.307368	0.06474	4.747697	0.000
Acc_val	-4.69e-11	1.61E-11	-2.91329	0.0036
LR statistic (3 df)			103.1045	
Probability(LR stat)			0.000	
McFadden R-squared			0.093	

Bảng 5 cho thấy, dấu âm ở hệ số của biến tần số giao dịch nghĩa là khả năng mà nhà đầu tư thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản tăng lên khi nhà đầu tư giao dịch càng nhiều và thường xuyên. Biến đặc điểm thứ hai của nhà đầu tư, mức độ đa dạng hóa danh mục, cho ta kết quả z-stat bằng 4.747697, cũng có ý nghĩa tại mức 1%. Hệ số ước lượng được là 0.307368, cho ta biết mối tương quan thuận giữa khả năng nhà đầu tư thể hiện hiệu ứng phân bổ tài khoản và mức độ đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình. Nói cách khác, khi nhà đầu tư tăng thêm 1 cổ phiếu trong tài khoản, nhà đầu tư có xu hướng mắc vào hiệu ứng phân bổ tài khoản tăng (cụ thể là  $e^{0.3073} = 1.36$  lần). Mặt khác, giá trị tài khoản có quan hệ nghịch với khả năng nhà đầu tư mắc hiệu ứng phân bổ tài khoản khi dấu của hệ số ước lượng được là âm. Điều đó nghĩa là nhà đầu tư lớn ít có xu hướng mắc vào hiệu ứng phân bổ tài khoản hơn nhà đầu tư nhỏ.

#### 4. Kết luận và khuyến nghị

Kết quả của nghiên cứu đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư cá nhân mắc phải một số lỗi tâm lý dẫn đến những quyết định đầu tư không tối ưu hay bất hợp lý, cụ thể là:



**Thứ nhất**, các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam thường phạm phải những hành vi lệch lạc do sợ rủi ro (loss aversion). Họ có xu hướng giữ những cổ phiếu xuống giá lâu hơn trong khi lại bán ra các cổ phiếu tăng giá ngay khi những cổ phiếu này mang lại lợi nhuận tương đối nhỏ.

**Thứ hai**, các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam thường có những kỳ vọng thiên lệch về tương lai của giá cổ phiếu (thiên vị ngoại suy).

**Thứ ba**, các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam có những quyết định đầu tư không hiệu quả/không tối ưu một cách hệ thống.

**Thứ tư**, các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam biểu hiện rất rõ hiệu ứng phân bổ tài khoản.

Từ các kết quả nghiên cứu trên, nhóm nghiên cứu khuyến nghị các nhà đầu tư cá nhân cần tránh những lệch lạc về tâm lý trong quá trình đầu tư, phải kiểm soát các yếu tố cảm xúc trong đầu tư. Đồng thời, nhóm khuyến nghị các cơ quan quản lý Nhà nước cần ứng dụng lý thuyết tài chính hành vi để nhận dạng và khám phá những lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư, trên cơ sở đó xây dựng các chính sách phát triển bền vững TTCK Việt Nam. □

#### **Tài liệu tham khảo:**

1. Jegadeesh, N., & Titman, S. (2001). Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations. *Journal of Finance*, 56, 699–720.
2. Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80, 237–251.
3. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263–292.
4. Odean, T. (1998a). Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of Finance*, 53, 1775–1798.
5. Odean, T. (1998b). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *Journal of Finance*, 53, 1887–1934.
6. Odean, T. (1999). Do investors trade too much? *American Economics Review*, 89, 1279–1298.
7. Shapira, Z., & Venezia, I. (2001). Patterns of behavior of professionally managed and independent investors. *Journal of Banking and Finance*, 25, 1573–1587
8. Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, 1124–1131.