

QUÁ LẠC QUAN VÀ QUÁ TỰ TIN ẢNH HƯỞNG NHƯ THẾ NÀO LÊN HOẠT ĐỘNG GIAO DỊCH CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VIỆT NAM

TRẦN THỊ HẢI LÝ* & PHẠM LÊ ANH TUẤN**

Nghiên cứu này nhằm trả lời cho câu hỏi liệu có tồn tại hai nhân tố tâm lý là quá lạc quan và quá tự tin ở các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN, và chúng có ảnh hưởng đến hoạt động giao dịch của họ hay không? Kết quả nghiên cứu trên mẫu 150 nhà đầu tư cá nhân có tài khoản giao dịch tại hai công ty chứng khoán tại TP.HCM cho thấy tâm lý quá lạc quan và quá tự tin tồn tại ở phần lớn các nhà đầu tư và chúng tác động có ý nghĩa thống kê lên tỉ lệ doanh số giao dịch của nhà đầu tư.

Từ khóa: Quá tự tin, quá lạc quan, doanh số giao dịch.

1. Giới thiệu

Quá lạc quan và quá tự tin là hai yếu tố tâm lý được nghiên cứu đầu tiên bởi các nhà tâm lý học. Sau đó, cùng với sự phát triển nhanh chóng của tài chính hành vi, hai nhân tố tâm lý này đã và đang giành được nhiều sự quan tâm của các học giả tài chính, và phần lớn các chứng cứ từ những nghiên cứu được thực hiện trên nhiều thị trường tài chính cho thấy các yếu tố tâm lý này tồn tại khá phổ biến, đồng thời chúng ảnh hưởng mạnh mẽ lên hoạt động giao dịch của nhà đầu tư, làm giảm thành quả danh mục và làm tăng độ bất ổn của thị trường.

Nghiên cứu này nhằm mục đích trả lời hai câu hỏi: Tìm bằng chứng về việc có hay không sự tồn tại tâm lý quá lạc quan và quá tự tin ở các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN? Tâm lý quá lạc quan và quá tự tin có tác động đến hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư hay không? Thị trường chứng khoán VN, một thị trường non trẻ mới chỉ hơn mười năm tuổi và với phần lớn nhà đầu tư là cá nhân, là một kiểm định ngoài mẫu thú vị, bởi vì các nghiên cứu trước đây chủ yếu được thực hiện ở các thị trường tài chính đã phát triển.

Nghiên cứu này sử dụng mẫu nhất quán để đạt được các dữ liệu khảo sát nhận diện tâm lý và giá trị giao dịch của nhà đầu tư, do đó tránh được vấn đề lệch mẫu (sample bias) và tránh được những hạn chế của việc thu thập dữ liệu hoàn toàn từ khảo sát hoặc hoàn toàn dữ liệu giao dịch. Đây là một trong những nghiên cứu đầu tiên tại VN xem xét tác động của tâm lý quá lạc quan và quá tự tin lên hoạt động giao dịch của nhà đầu tư và là nghiên cứu kết nối các biến tâm lý thu được từ khảo sát với kết quả giao dịch thực tế tương ứng của chính các nhà đầu tư tham gia cuộc khảo sát.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Sự quá tự tin

Theo các nghiên cứu tâm lý, tự tin quá mức (overconfidence) là khuynh hướng người ta đề cao kiến thức và khả năng xử lý chính xác thông tin của mình, hoặc khả năng kiểm soát tình thế. Các nghiên cứu trong tài chính hành vi cho đến nay cũng đã tìm thấy những kết quả khá đồng thuận về sự tồn tại của tâm lý quá tự tin ở phần lớn các nhà đầu tư, không chỉ là các nhà đầu tư cá nhân mà thậm chí cả ở các nhà quản lý quỹ đầu tư chuyên nghiệp. Nhà đầu tư quá tự tin thường nghĩ rằng họ có thông tin đủ mạnh

* TS., Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

** CN., Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng

Email: hailyth@ueh.edu.vn, anhtuanphamle@gmail.com

để biện minh cho việc tiến hành một giao dịch, trong khi trên thực tế các thông tin có thể quá yếu để bảo đảm bất kì hành động giao dịch có lợi nào. Do đó những nhà đầu tư quá tự tin được kì vọng sẽ giao dịch nhiều hơn và dưới sự tác động bất lợi của chi phí giao dịch, họ sẽ chỉ nhận được một tỉ suất sinh lợi thấp hơn so với những nhà đầu tư hợp lí (rational investors).

Sự quá tự tin của nhà đầu tư được biểu hiện qua việc họ xác định sai các khoảng đánh giá (miscalibration in judgmental intervals), hiệu ứng tốt hơn trung bình và khả năng kiểm soát tình thế. Sự xác định sai có thể xuất hiện trong việc ước lượng các con số có thể tìm được (ví dụ, số lượng xe ô tô nước ngoài nhập khẩu vào một quốc gia ở một năm nào đó trong quá khứ) và trong việc ước lượng các con số chưa biết (ví dụ, giá tương lai của một cổ phiếu hay của một chỉ số chứng khoán), nhà đầu tư thường đưa ra khoảng tin cậy họ tự đánh giá cao hơn rất nhiều so với thực tế. Một khía cạnh khác của sự tự tin quá mức là hiệu ứng tốt hơn mức trung bình (ví dụ nhà đầu tư thường cho rằng khả năng lựa chọn cổ phiếu của mình là tốt hơn mức trung bình của những người khác). Nhà đầu tư quá tự tin cũng thể hiện khả năng kiểm soát tình thế, chẳng hạn như nghĩ rằng bản thân có thể kiểm soát tốt các hoạt động đầu tư của mình

2.2. Sự quá lạc quan

Sự quá lạc quan (excessive optimism) liên quan đến niềm tin của một người rằng các sự kiện sẽ xảy ra trong tương lai thì tốt đẹp, tích cực hơn thực tế diễn ra. Các nhà đầu tư quá lạc quan thường đánh giá các xác suất cho các kết quả thuận lợi/bất lợi cao hơn/thấp hơn dựa vào kinh nghiệm đầu tư trong quá khứ hoặc những phân tích suy luận. Sự lạc quan có thể giúp cho con người có những cảm giác tâm lí tích cực, tuy nhiên quá lạc quan hay lạc quan phi thực tế lại gây ra chi phí. Việc không thể đạt được mục tiêu đầu tư đã đề ra có thể dẫn đến sự thất vọng, đánh mất lòng tự trọng, và uy tín trong xã hội và có thể gây ra sự do dự khi theo đuổi các mục tiêu khác trong tương lai, những mục tiêu mà bản thân thật sự có thể đạt được. Hơn nữa thời gian và tiền bạc có thể bị lãng phí khi theo đuổi những mục tiêu phi thực tế.

Cần lưu ý rằng có một ranh giới không rõ ràng giữa sự quá tự tin và quá lạc quan. Nhiều tài liệu cho

rằng quá lạc quan chỉ là một biểu hiện khác của sự quá tự tin bởi ảo tưởng kiểm soát (hay việc một người đánh giá cao khả năng kiểm soát của bản thân về một vấn đề nào đó) cũng có thể coi là thể hiện sự quá tự tin của người đó hay cũng có thể xem là người đó đang lạc quan quá mức.

2.3. Các nghiên cứu điển hình trong các thị trường thí nghiệm tài chính và thị trường tài chính thực tế

Trong lĩnh vực tài chính, gần đây các học giả tìm thấy quá tự tin là một nhân tố dẫn đến sự thất bại của các doanh nghiệp, và những đợt bong bóng trên thị trường cổ phiếu. Scheinkman & Xiong (2003) đưa ra bằng chứng cho thấy sự tự tin quá mức có thể giải thích các bong bóng trên thị trường tài chính.

Các nhà đầu tư tự tin quá mức thường đánh giá thấp phương sai của các tài sản có rủi ro hoặc đánh giá quá cao tính chính xác của chúng. Hơn nữa, các nhà đầu tư cá nhân tự tin thái quá thường giao dịch một cách mạnh mẽ: nhà đầu tư càng quá tự tin thì khối lượng giao dịch càng lớn (Odean; 1998).

Brad Barber & Terrance Odean (2000) nghiên cứu thành quả của những nhà đầu tư cá nhân bằng cách xem xét lịch sử giao dịch các nhà đầu tư Mỹ từ một công ty môi giới trong giai đoạn năm 1991 – 1996. Trong nghiên cứu này, Barber & Odean phát hiện ra rằng các nhà đầu tư giao dịch 75% giá trị danh mục của họ hàng năm. Tức là những nhà đầu tư nào đó nắm giữ một danh mục 100.000 USD, trong một năm sẽ giao dịch với giá trị 75.000 USD và hầu hết các giao dịch là không có ích. Barber & Odean cũng đưa ra bằng chứng cho thấy các giao dịch không dựa trên cơ sở thông tin quan trọng, mà thường bị ảnh hưởng bởi sai lệch thông tin.

Biais, Hilton, Mazurier, và Pouget (2005) phân tích bằng thí nghiệm liệu các đặc tính tâm lí và các lệch lạc về nhận thức có ảnh hưởng đến hoạt động giao dịch hay không. Dựa trên câu trả lời của 184 đối tượng (là sinh viên) cho những câu hỏi tâm lí để đo lường mức độ tự tin quá mức. Các sinh viên này cũng tham gia vào một thị trường tài chính thí nghiệm sau đó. Biais & cộng sự chỉ ra rằng những sinh viên tự tin quá mức có xu hướng đặt nhiều lệnh không có lợi nhuận hơn các sinh viên khác.

Glaser & Weber (2007) kiểm định một cách trực tiếp giả thiết về mối quan hệ giữa sự quá tự tin với

khối lượng giao dịch của nhà đầu tư. Họ đã yêu cầu khoảng 3.000 nhà đầu tư trực tuyến trả lời một bảng câu hỏi trên mạng được thiết kế để đo lường các khía cạnh khác nhau của tự tin thái quá (sự xác định sai, các ước lượng về độ biến động, và hiệu ứng tốt hơn mức trung bình). Các tác giả đã tính toán khối lượng giao dịch của 215 nhà đầu tư cá nhân tham gia trả lời các câu hỏi trên. Glaser & Weber nhận thấy những nhà đầu tư nghĩ rằng họ có kỹ năng đầu tư tốt hơn mức trung bình thì thường giao dịch nhiều hơn. Hơn nữa, các nhà đầu tư đánh giá thấp độ biến động tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu thường có doanh số giao dịch của danh mục lớn hơn.

Một nghiên cứu lý thuyết điển hình được thực hiện bởi Gervais, Heaton, và Odean (2002) thấy rằng sự lạc quan quá mức thường gây ra tác động tích cực bởi vì nó khuyến khích các nhà đầu tư và các nhà quản trị tiến hành đầu tư. Tác động này là tích cực bởi vì tâm lý e ngại rủi ro thường gây tác động tiêu cực đến giá trị công ty. Tuy nhiên, lạc quan quá mức lại gây ra tác động tiêu cực bởi vì nó có thể dẫn các công ty hay nhà đầu tư đến việc chấp nhận đầu tư vào các cơ hội có giá trị gia tăng bị âm hay các tài sản có rủi ro quá cao.

Bruno Biais, Denis Hilton, Karine Mazurier và Sebastien Pouget (2005) đo lường mức độ quá tự tin trong đánh giá và khả năng tự kiểm soát của 245 người tham gia và quan sát hành vi của họ trong thị trường tài chính thí nghiệm dưới môi trường bất cân xứng thông tin. Họ thấy rằng mặc dù sự quá tự tin không dẫn đến sự tăng có ý nghĩa thống kê trong cường độ giao dịch, nhưng nó dẫn đến sự sụt giảm đáng kể trong lợi nhuận. Trong khi đó sự tự kiểm soát cao, mang lại lợi nhuận giao dịch tương đối cao hơn.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp thu thập dữ liệu hai bước nhằm mục đích kết nối các yếu tố tâm lý với hoạt động giao dịch thực tế của nhà đầu tư. Theo đó, tác giả sử dụng bảng khảo sát gồm 6 mục được phân tậm thời thành hai nhóm tâm lý quá lạc quan và quá tự tin, bởi vì các yếu tố tâm lý không có sẵn trong dữ liệu thứ cấp. Các bảng khảo sát này sau đó được gửi cho các nhà đầu tư có tài khoản

giao dịch tại hai công ty chứng khoán tại TP.HCM. Sau đó, các bảng khảo sát thu về được chọn lọc để loại những bảng thiếu thông tin nhà đầu tư mặc dù các mục khảo sát được trả lời đầy đủ.

6 mục khảo sát tâm lý được thiết kế theo thang đo Likert 5 điểm để đo lường mức độ đồng ý của nhà đầu tư về các phát biểu từ: (1) Rất không đồng ý, cho đến (5) Rất đồng ý. Các mục khảo sát tâm lý này được thiết kế dựa trên các khái niệm và biểu hiện của sự quá lạc quan và quá tự tin và tham khảo bảng khảo sát của Glaser, Markus, và Martin Weber (2007).

Ba mục khảo sát tâm lý quá tự tin:

- Anh/chị có khả năng lựa chọn các cổ phiếu tốt trong nhóm các cổ phiếu tốt nhất thị trường (Overco1).

- Khả năng lựa chọn cổ phiếu của anh/chị tốt hơn các nhà đầu tư khác trên thị trường (Overco2).

- Anh/chị có khả năng kiểm soát tốt hoạt động đầu tư của mình (Overco 3).

Ba mục khảo sát tâm lý quá lạc quan:

- Anh/chị sẽ đầu tư chứng khoán ngay khi có thông tin tốt từ nền kinh tế (Opti1).

- Anh/chị tin rằng thị trường chứng khoán VN sẽ sớm hồi phục (Opti2).

- Anh/chị cho rằng thị trường chứng khoán VN là một kênh đầu tư sinh lời tốt (Opti3).

Cuộc khảo sát được tiến hành từ tháng 2 đến tháng 3 năm 2012. Các bảng khảo sát được gửi trực tiếp cho các nhà đầu tư hoặc qua thư điện tử (do hai công ty chứng khoán cung cấp dữ liệu giao dịch của nhà đầu tư cung cấp). 800 bảng khảo sát được gửi đi, thu về chỉ 274 bảng (tỉ lệ trả lời là 34,33%). Trong đó 83 bảng khảo sát không có thông tin cá nhân nhà đầu tư nên bị loại ra, còn lại 191 bảng.

Tiếp theo tác giả thu thập dữ liệu giao dịch thực tế trên tài khoản của từng nhà đầu tư với 191 bảng khảo sát của họ đã được lọc. Tuy vậy, qua quá trình đối chiếu, 41 bảng khảo sát có thông tin nhà đầu tư ghi trên bảng khảo sát không trùng với thông tin nhà đầu tư trên một tài khoản giao dịch nào, vì thế phải tiếp tục loại các bảng câu hỏi này, mẫu còn lại là 150. Dữ liệu thứ cấp được thu thập bao gồm doanh

số giao dịch (mua và bán) của nhà đầu tư và giá trị danh mục của họ trong ba năm 2009 đến 2011.

Phương pháp thu thập dữ liệu này có ưu điểm vượt trội hơn so với phương pháp sử dụng hoàn toàn dữ liệu khảo sát hoặc hoàn toàn dựa vào dữ liệu giao dịch thực tế. Nếu sử dụng bảng khảo sát để hỏi nhà đầu tư về giá trị giao dịch và giá trị danh mục của họ qua vài năm, nhà đầu tư chỉ có thể đưa ra những con số ước chừng vì thế sẽ kém độ tin cậy. Nếu hoàn toàn dựa vào dữ liệu giao dịch thực tế thì không thể đo lường được các yếu tố tâm lý của các nhà đầu tư, vì các biến tâm lý không có sẵn trong đó. Phương pháp này khắc phục được những hạn chế từ hai phương pháp đơn lẻ trên. Tuy nhiên, sử dụng phương pháp này đòi hỏi một sự đánh đổi, đó là quy mô mẫu tương đối nhỏ, bởi hiện tại không có nhiều công ty chứng khoán, nơi lưu trữ tài khoản giao dịch của nhà đầu tư, sẵn lòng cung cấp thông tin giao dịch của khách hàng của họ. Mặt khác, để tránh lệch mẫu (sample bias), một lượng bảng khảo sát không có thông tin nhà đầu tư phải loại ra.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Kiểm định giá trị trung bình, sử dụng trong việc kiểm định giá trị trung bình của các biến tâm lý được

khảo sát.

Phân tích nhân tố, sử dụng để nhóm những biến quan sát phụ thuộc lẫn nhau thành ít biến hơn (gọi là nhân tố đóng vai trò là hai biến độc lập) để chúng có ý nghĩa hơn nhưng vẫn chứa đựng nội dung thông tin của tập hợp biến ban đầu.

Hồi quy bội được sử dụng để xem xét ảnh hưởng của hai nhân tố tâm lý lên hoạt động giao dịch của nhà đầu tư.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Bằng chứng về sự hiện diện tâm lý quá lạc quan và quá tự tin ở các nhà đầu tư VN

Bảng 1 cho thấy những thống kê mô tả về số người trả lời ở các mức độ từ rất không đồng ý cho đến rất đồng ý trong mẫu khảo sát 150 nhà đầu tư, đồng thời giá trị trung bình của các mục hỏi cũng như kiểm định t của chúng. Có 2 điểm lưu ý:

Thứ nhất, ở hầu hết các câu hỏi, phần lớn các nhà đầu tư cho rằng họ đồng ý hoặc rất đồng ý với các nhận định. Đối với 3 câu hỏi đánh giá tâm lý quá tự tin: có tới 112 trong tổng số 150 nhà đầu tư cho rằng họ có khả năng lựa chọn những cổ phiếu tốt nhất thị trường, tỉ lệ này chiếm tới 74,67% (Overco1); 124

Bảng 1. Tần số trả lời và giá trị trung bình của các câu hỏi khám phá hành vi

	1	2	3	4	5	Giá trị trung bình	Kiểm định giả thuyết Giá trị trung bình = 3	
							t	Sig.(2-tailed)
Overco1	2	6	30	73	39	3,94	13,37	0,0000
%	1,3	4,0	20,0	48,7	26,0			
Cverco2	2	0	24	82	42	4,08	17,72	0,0000
%	1,3	0,0	16,0	54,7	28,0			
Overco3	5	1	12	90	42	4,08	15,61	0,0000
%	3,3	0,7	8,0	60,0	28,0			
Opti1	9	13	29	54	45	3,75	8,01	0,0000
%	6,0	8,7	19,3	36,0	30,0			
Opti2	2	13	21	57	57	4,04	13,25	0,0000
%	1,3	8,7	14,0	38,0	38,0			
Opti3	9	12	26	58	45	3,79	8,46	0,0000
%	6,0	8,0	17,3	38,7	30,0			

Ghi chú: các ký hiệu Overco1, Overco2, Overco3, Opti1, Opti2, Opti3 là các biến khảo sát tâm lý ứng với các mục khảo sát ở trên.

trong tổng số 150 nhà đầu tư cho rằng khả năng chọn cổ phiếu của mình tốt hơn các nhà đầu tư khác trên thị trường, chiếm tỉ lệ 82,67% (Overco2). Số nhà đầu tư nghĩ rằng họ có khả năng kiểm soát tốt hoạt động đầu tư của bản thân với 132 người đồng ý và rất đồng ý chiếm 88% mẫu khảo sát (Overco3).

Đối với ba câu hỏi đánh giá tâm lý quá lạc quan: 99 người đồng ý và rất đồng ý về việc mình sẽ đầu

tư ngay khi có thông tin tốt từ nền kinh tế, chiếm 66% (Opti1); 114 nhà đầu tư tin rằng thị trường chứng khoán VN sẽ sớm phục hồi, chiếm tỉ lệ 76% (Opti2) và có 103 người cho rằng thị trường chứng khoán VN là kênh đầu tư sinh lợi tốt, chiếm 68,67% mẫu khảo sát. So sánh với tần số trả lời các nhận định thể hiện tâm lý quá tự tin nói trên, các số lượng các nhà đầu tư trong mẫu thể hiện sự quá tự tin thấp hơn, điều này có lẽ do cuộc khảo sát được tiến hành

Bảng 2a. Kiểm định KMO và Bartlett

Kiểm định KMO and Bartlett			
Giá trị Kaiser-Meyer-Olkin về tính phù hợp của việc chọn mẫu			0,75
Kiểm định Bartlett	Chi bình phương		369,71
	Bậc tự do (df)		15
	Mức ý nghĩa		0,0000

Bảng 2b. Tổng phương sai giải thích

Nhân tố	Phương sai trích được ban đầu			Tổng tải trọng trích được bình phương			Tổng tải trọng bình phương		
	Tổng	% Phương sai	% tích lũy	Tổng	% Phương sai	% tích lũy	Tổng	% Phương sai	% tích lũy
1	3,27	54,54	54,54	3,27	54,54	54,54	2,18	36,33	36,33
2	1,01	16,82	71,36	1,01	16,82	71,36	2,10	35,02	71,36
3	0,70	11,70	83,06						
4	0,46	7,63	90,69						
5	0,33	5,56	96,25						
6	0,23	3,75	100,00						

Phương pháp trích phân tích nhân tố cơ bản (Extraction Method: Principal Component Analysis)

Bảng 2c. Ma trận nhân tố xoay

	Nhân tố	
	1	2
Overco1	0,850	
Overco2	0,811	
Overco3	0,729	
Opti1		0,853
Opti3		0,853
Opti2		0,733

Phương pháp trích phân tích nhân tố cơ bản (Extraction Method: Principal Component) Phương pháp xoay (Rotation Method): Varimax with Kaiser Normalization.

vào giai đoạn tình hình kinh tế VN đối mặt với nhiều khó khăn. Tuy vậy, kết quả trên (trên 60% đồng ý và rất đồng ý) vẫn cho thấy tâm lí quá lạc quan hiện diện trong phần lớn nhà đầu tư.

Thứ hai, hầu hết điểm số trung bình đều trên mức trung lập (điểm 3: không ý kiến). Kiểm định các giá trị trung bình này cho thấy tất cả đều lớn hơn 3 ở mức ý nghĩa 1%.

4.2. Phân tích nhân tố

Bảng 2a và 2b cho thấy hệ số KMO là 0,75 cao hơn 0,5, kiểm định Bartlett đối với giả thuyết H_0 về độ tương quan giữa các biến quan sát bằng không trong tổng thể bị từ chối ở mức ý nghĩa 1%, thể hiện các biến quan sát có tương quan với nhau trong tổng thể. Tổng phương sai trích là 71,36% cho thấy mô hình phân tích nhân tố là phù hợp.

Bảng 2c cho thấy có hai nhân tố được rút ra từ tập hợp 6 biến quan sát ban đầu về tâm lí quá tự tin và lạc quan của nhà đầu tư, phù hợp với việc nhóm các nhân tố một cách định tính của tác giả trước đó. Chúng ta thấy các biến quan sát được nhóm lại tương đối tốt thành các nhân tố thể hiện các tải trọng nhân tố đều cao hơn 0,5: Nhân tố thứ nhất bao gồm 3 biến quan sát Overco1, Overco2, và Overco3, thể hiện tâm lí quá tự tin của nhà đầu tư. Nhân tố này được đặt tên là Overco (quá tự tin). Nhân tố thứ hai bao gồm ba biến quan sát: Opti1, Opti3, và Opti2. Nhân tố này thể hiện tâm lí quá lạc quan của nhà đầu tư và được đặt tên là Opti (quá lạc quan).

4.3. Tác động của tâm lí quá tự tin và quá lạc quan lên hoạt động giao dịch của nhà đầu tư

Hoạt động giao dịch của nhà đầu tư được đại diện bởi biến tỉ lệ doanh số giao dịch, được tính bằng cách lấy doanh số trung bình chia cho giá trị doanh mục trung bình. Bảng 3 cho thấy tỉ lệ doanh số giao dịch của các nhà đầu tư trong mẫu nghiên cứu biến thiên khá mạnh, nhà đầu tư có tỉ lệ doanh số giao dịch thấp nhất là 0,13 trong khi đó nhà đầu tư thực hiện giao dịch nhiều nhất có tỉ lệ này lên tới 3,86, tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình mẫu là 0,81. Ở Mỹ Brad Barber & Terrance Odean (2000) tính toán tỉ lệ này là 0,75.

Bảng 3. Các thống kê của tỉ lệ doanh số giao dịch

	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Turnoverrate	150	0,13	3,86	0,81	0,55

Ghi chú: Turnoverrate: Tỉ lệ doanh số giao dịch

Số liệu trong Bảng 4 cho thấy tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình ở các thang đo từ mức 1 đến 5 của các mục khảo sát tâm lí quá lạc quan và quá tự tin. Ngoại trừ ở mức 3 của Overco1, mức 2 của Overco2 và mức 3 của Opti1, tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình nhỏ hơn so với mức liền kề trước đó, các trường hợp còn lại thể hiện mẫu hình gia tăng của tỉ lệ doanh số giao dịch theo mức độ quá lạc quan và quá tự tin của nhà đầu tư. Đặc biệt, tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình ở các mức trên trung lập (nghĩa là 4 và 5) luôn cao hơn tỉ lệ doanh số giao dịch của các mức trước đó. Tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình tại mức 5 rất cao, từ khoảng 1,8 lần (đối với Overco1) đến cao hơn 4,5 lần (đối với Opti3) so với tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình tại mức 1.

Bảng 4. Tỉ lệ doanh số giao dịch trung bình theo các mục khám phá hành vi

	1	2	3	4	5
Overco1	0,615	0,718	0,610	0,726	1,136
Overco2	0,615	0,443	0,486	0,722	1,172
Overco3	0,335	0,584	0,705	0,750	1,031
Opti1	0,312	0,601	0,522	0,647	1,350
Opti2	0,271	0,349	0,584	0,632	1,189
Opti3	0,292	0,363	0,605	0,658	1,342

Ghi chú: Các ký hiệu Overco1, Overco2, Overco3, Opti1, Opti2, Opti3 là các biến khảo sát tâm lí ứng với các mục khảo sát ở trên.

Bảng 5. Tương quan của doanh số giao dịch và các nhân tố tâm lý

	Turnoverrate	Overco	Opti
Turnoverrate	1	0,229***	0,607***
Overco		1	0,000
Opti			1
Số quan sát	150	150	150

Ghi chú: Turnoverrate: Tỷ lệ doanh số giao dịch; Overco: quá tự tin; Opti: quá lạc quan;

***: tương quan có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Bảng 5 thể hiện mối tương quan giữa các tỷ lệ doanh số giao dịch của nhà đầu tư và hai nhân tố tâm lý được rút ra từ phân tích nhân tố trên đây. Có thể thấy tỷ lệ doanh số giao dịch tương quan dương với sự quá lạc quan và quá tự tin của nhà đầu tư, các hệ số tương quan đều có mức ý nghĩa 1%.

Bảng 6 thể hiện kết quả hồi quy tỷ lệ doanh số giao dịch với tâm lý quá lạc quan và quá tự tin. Hai hệ số (coefficients) của nhân tố quá tự tin và quá lạc đều khác 0 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% (tương ứng với thống kê t là 3,36 và 9,67). Hai nhân tố tâm lý này có thể giải thích tới 42,3% tỷ lệ giao dịch của nhà đầu tư. Phân tích phương sai cho thấy mô hình hồi quy phù hợp với giá trị của thống kê F là 53,37, có ý nghĩa ở mức 1%, nghĩa là tỷ lệ doanh số giao dịch có quan hệ tuyến tính với hai nhân tố quá tự tin (Overco) và quá lạc quan (Opti).

Hai hệ số của nhân tố Overco là 0,125 và của nhân tố Opti là 0,332 đều dương thể hiện nhân tố quá tự tin và nhân tố quá lạc quan có ảnh hưởng cùng chiều lên tỷ lệ doanh số giao dịch chứng khoán, điều đó có nghĩa là khi những nhà đầu tư cá nhân càng quá lạc quan hay quá tự tin về bản thân thì họ càng tiến hành giao dịch nhiều hơn. Trong đó, xét về

Bảng 6. Kết quả hồi quy bội của doanh số giao dịch với tâm lý quá lạc quan và quá tự tin

Các thống kê tổng hợp của hồi quy			
Hệ số (R)	R ²	R ² điều chỉnh	Sai số chuẩn của mô hình
0,649	0,421	0,413	0,4187

Phân tích phương sai (ANOVA)					
	Tổng bình phương	Bậc tự do (df)	Bình phương trung bình	Thống kê F	Mức ý nghĩa
Hồi quy (regression)	18,714	2	9,357	53,371	0,000
Phần dư (Residual)	25,772	147	0,175		
Tổng	44,486	149			

Các hệ số hồi quy					
	Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số chuẩn hóa	Thống kê t	Mức ý nghĩa
	Hệ số	Sai số chuẩn	Beta		
Hệ số chặn (Constant)	0,809	0,03419		23,66	0,000
Overco	0,125	0,03430	0,229	3,65	0,000
Opti	0,332	0,03430	0,607	9,67	0,000

Ghi chú: Biến độc lập: Tỷ lệ doanh số giao dịch (Turnoverrate);

Biến phụ thuộc: Quá tự tin (Overco), Quá lạc quan (Opti)

tác động tương đối giữa hai nhân tố thì quá lạc quan ảnh hưởng lên hoạt động giao dịch của nhà đầu tư mạnh hơn so với nhân tố quá tự tin, thể hiện qua hệ số hồi quy chuẩn hóa của Opti (0,607) cao hơn hệ số chuẩn hóa của Overco (0,229).

Kiểm định về hiệp phương sai giữa phần dư từ mô hình hồi quy trên với hai biến độc lập Overco và Opti, tác giả thấy rằng các ước lượng hệ số có tính vững (consistency).

5. Kết luận và hàm ý từ kết quả nghiên cứu

Tiếp cận các khía cạnh tâm lý để có những lý giải hợp lý cho các mẫu hình giao dịch của nhà đầu tư là một lĩnh vực khá mới của tài chính hành vi. Như là một nghiên cứu thực nghiệm tiên phong ở thị trường VN khá non trẻ với nhà đầu tư cá nhân chiếm đại đa số, nghiên cứu này bổ sung thêm các bằng chứng ủng hộ cho các lập luận lý thuyết và thực nghiệm về sự tồn tại tâm lý quá lạc quan và quá tự tin ở các nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu cũng hỗ trợ cho việc nhà đầu tư càng tự tin và lạc quan thì họ càng thực hiện nhiều giao dịch hơn.

Kết quả này đưa đến hàm ý quan trọng cho các nhà đầu tư trong việc cân nhắc hoạt động giao dịch của mình. Mặc dù các nghiên cứu trước đó trên thế giới và kết quả nghiên cứu này cho thấy tâm lý quá lạc quan và quá tự tin tồn tại một cách phổ biến, tuy nhiên việc bản thân nhà đầu tư tự mình hạn chế các tác động tiêu cực của những yếu tố tâm lý này lên hoạt động giao dịch nói riêng và hoạt động đầu tư

nói chung không phải là không thể. Để làm được điều đó, trước hết các phát hiện về tác động tâm lý lên hoạt động đầu tư cần được công bố rộng rãi đến công chúng đầu tư. Các tổ chức tư vấn đầu tư và các công ty chứng khoán có thể tổ chức các buổi tập huấn tài chính hành vi cho các nhà đầu tư, hoặc những nỗ lực để tăng kỹ năng tài chính. Một khi nhà đầu tư biết rằng hoạt động đầu tư của họ bị tác động bất lợi tiềm tàng bởi các yếu tố tâm lý, họ có thể điều chỉnh để hạn chế chúng, chẳng hạn như thông qua việc thiết lập chiến lược giao dịch có kỷ luật để kiểm chế hoạt động giao dịch quá mức gây tổn kém chi phí.

Tuy vậy nghiên cứu này chỉ dừng lại ở việc xem xét tác động của tâm lý quá lạc quan và quá tự tin lên hoạt động giao dịch của nhà đầu tư, vì thế các nghiên cứu trong tương lai có thể tiếp tục được thực hiện để đánh giá xem liệu hoạt động giao dịch mạnh mẽ của những nhà đầu tư quá lạc quan và quá tự tin trên thị trường chứng khoán VN có tạo ra thành quả của họ tốt hơn các nhà đầu tư trung bình hay không, hay lợi ích của hoạt động giao dịch mạnh có vượt trội hơn chi phí giao dịch cao mà các nhà đầu tư quá lạc quan và quá tự tin phải gánh chịu■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Barber, Brad M. and Terrance Odean (2000), "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", *Journal of Finance* 55:2, p.773-806.
- Bruno Biais & Denis Hilton & Karine Mazurier & Sébastien Pouget (2005), "Judgemental Overconfidence, Self-Monitoring, and Trading Performance in an Experimental Financial Market", *Review of Economic Studies*, Wiley Blackwell, Vol. 72(2), p. 287-312.
- Gervais, S., Heaton, J. B., Odean, T., & Rodney, L. W. C. f. F. R. (2002), *The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy*, Pennsylvania: Rodney L. White Center for Financial Research .
- Glaser, Markus, and Martin Weber, 2007, "Overconfidence and Trading Volume", *Geneva Risk and Insurance Review* 32:1, p. 1-36.
- Odean, Terrance (1998), "Volume, Volatility, Price, and Profit When all Traders are above Average", *Journal of Finance* Vol. 53:6, p. 1887-1934.
- Scheinkman, J. A., Xiong, W. (2003), "Overconfidence and Speculative Bubbles", *Journal of Political Economy*, Vol. 111, p. 1183-1219.