

HIỆU ỨNG NGƯỢC VỊ THẾ - BẰNG CHỨNG TỪ CÁC NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VIỆT NAM

TRẦN THỊ HẢI LÝ* & HUỖNH NGỌC THƯƠNG**

Nghiên cứu này trả lời cho hai câu hỏi: Liệu có tồn tại hiệu ứng ngược vị thế trên thị trường chứng khoán (TTCK) VN hay không? Và những nhân tố nào ảnh hưởng đến hiệu ứng này ở TTCK VN? Tác giả sử dụng dữ liệu giao dịch của 100 khách hàng tại một công ty chứng khoán từ ngày 01/06/2010 đến ngày 30/06/2012, gồm 27.591 giao dịch mua bán, với tổng giá trị lên đến 2.204 tỉ đồng. Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ sẵn lòng bán ra cổ phiếu có lời cao hơn 8,5% so với mức độ sẵn lòng bán ra cổ phiếu lỗ. Những nhà đầu tư nam ít chịu ảnh hưởng của hiệu ứng ngược vị thế hơn so với nữ, những tài khoản có giá trị giao dịch càng lớn thì càng ít thể hiện hiệu ứng này, trong khi đó, số lượng giao dịch càng cao lại càng thể hiện hiệu ứng ngược vị thế mạnh.

Từ khóa: Hiệu ứng ngược vị thế, lãi thực hiện, lỗ thực hiện, nhà đầu tư cá nhân.

1. Giới thiệu

Tâm lý có thể thúc đẩy những thiên hướng trong giao dịch mua bán chứng khoán, những thiên hướng này có ảnh hưởng nhất định đến thành quả của nhà đầu tư. Một trong những thiên hướng đó là hiệu ứng ngược vị thế (Disposition Effect), là xu hướng nhà đầu tư bán cổ phiếu lời quá sớm trong khi đó lại giữ cổ phiếu lỗ quá lâu.

Hiệu ứng ngược vị thế đã được Odean (1998), Dhar và Zhu (2006) tìm thấy trên TTCK Mỹ; Chen & cộng sự (2004) tìm thấy trên TTCK Trung Quốc; Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007) tìm thấy trên TTCK Đài Loan.

Tuy vậy, đến nay vẫn chưa có một nghiên cứu nào về hiệu ứng ngược vị thế ở TTCK VN. Việc thực hiện nghiên cứu này nhằm hai mục đích, ở góc độ học thuật, nó góp phần làm phong phú kho tàng thực nghiệm về hiệu ứng ngược vị thế và các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu ứng này. Ở góc độ thực hành, nó đưa tới cho các nhà đầu tư những hàm ý đối với với hoạt động đầu tư.

2. Cơ sở lý thuyết

Tài chính chuẩn tắc giả định con người là lí trí, họ mong muốn tối đa hóa hữu dụng kỳ vọng của mình và luôn đủ sáng suốt để đưa ra những quyết định không bị lệch lạc. Trong khi đó, tài chính hành vi lại cho rằng quyết định của con người chịu tác động của các yếu tố tâm lí. Nhiều nghiên cứu tài chính hành vi đã công bố những kết quả thí nghiệm và thực nghiệm cho thấy con người hành xử không theo hướng tối đa hóa hữu dụng kỳ vọng. Hiệu ứng ngược vị thế là một trong số những khuynh hướng phổ biến trong các quyết định mua hay bán tài sản trong danh mục của nhà đầu tư.

2.1. Hiệu ứng ngược vị thế

Hiệu ứng ngược vị thế (Disposition Effect) là khuynh hướng nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu giảm giá quá lâu, trong khi bán cổ phiếu tăng giá quá sớm. Hầu hết nhà đầu tư tham gia thị trường đều từng nghe qua nguyên tắc cắt lỗ, theo nguyên tắc này, nếu nhà đầu tư đang ở vị thế mua (long position), họ phải bán cổ phiếu ra khi giá đi ngược dự đoán của mình một tỉ lệ phần trăm nhất định. Tuy nhiên, rất nhiều nhà đầu tư gặp khó khăn khi tuân theo nguyên tắc này. Thay vào đó, họ có khuynh hướng bán sớm các cổ phiếu có giá tăng và tiếp tục nắm giữ các cổ

* TS., Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

** ThS., Công ty cổ phần chứng khoán Nhất Việt

Email: hailyth@ueh.edu.vn, thuong.huynhngoc@gmail.com

phiếu đang giảm giá. Đây là biểu hiện của hiệu ứng ngược vị thế. Trong ngắn hạn, hành động bán sớm cổ phiếu lời giúp làm thỏa mãn ham muốn chứng tỏ sự tài giỏi của bản thân và biện hộ cho quyết định trước đó của mình là đúng đắn. Hành động giữ lâu cổ phiếu lỗ giúp họ tránh được việc phải hối tiếc và phải thừa nhận những quyết định kém trong quá khứ của bản thân. Tuy nhiên, trong dài hạn, hiệu ứng ngược vị thế có thể cản trở việc đưa ra những quyết định sáng suốt và có thể dẫn đến thành quả kém cỏi cho toàn bộ danh mục của nhà đầu tư. Và một khi cả thị trường bị tác động một cách có hệ thống bởi hiệu ứng ngược vị thế thì rất có thể số lượng giao dịch và sự khác biệt giữa giá trị thị trường với giá trị nội tại có thể xảy ra.

2.2. Bằng chứng về hiệu ứng ngược vị thế trên các TTCK quốc tế

2.2.1. Bằng chứng tại Mỹ

Shefrin và Statman là hai học giả đầu tiên đưa ra phân tích chính thức về hiệu ứng ngược vị thế. Nghiên cứu của họ vào năm 1985 đã mô tả cách thức các nhà đầu tư cá nhân nắm giữ những cổ phiếu trong danh mục đầu tư của họ với các khoảng thời gian khác nhau, tùy thuộc vào thành quả trước đó của cổ phiếu này, theo đó các nhà đầu tư thường nắm giữ các cổ phiếu lỗ quá lâu trong khi lại bán các cổ phiếu lời quá sớm.

Sau đó, Odean (1998) tiếp nối chủ đề này và cũng tìm thấy bằng chứng về hiệu ứng ngược vị thế ở một mẫu lớn các nhà đầu tư cá nhân từ một công ty môi giới chiết khấu, trung bình 14,8% khoản lời đã được hiện thực hóa (PGR, Proportion of Gains Realized), trong khi chỉ 9,8% khoản lỗ được thực hiện (PLR, Proportion of Losses Realized), các nhà đầu tư hiện thực các khoản lời lớn hơn 50% so với việc hiện thực hóa các khoản lỗ. Ngoài ra, Odean còn tìm thấy những hành vi như vậy dường như không xuất phát từ những động cơ hợp lý, bởi thực tế, những cổ phiếu có lời trong quá khứ thường có thành quả tốt hơn so với những cổ phiếu lỗ sau ngày nhà đầu tư bán cổ phiếu.

Dhar & Zhu (2006) nhận thấy có những biến thể đáng kể trong hiệu ứng ngược vị thế ở cấp độ nhà đầu tư cá nhân. Họ phân tích các dữ liệu giao dịch từ một nhà môi giới chiết khấu lớn để khám phá hiệu ứng ngược vị thế và cố gắng giải thích sự khác biệt

của hiệu ứng này giữa các nhà đầu tư khác nhau. Dựa vào những phát hiện trong kinh tế học thí nghiệm và tâm lý học xã hội, họ đưa ra giả thiết rằng những khác biệt trong sự hiểu biết của nhà đầu tư về thị trường tài chính và tần số giao dịch là một phần nguyên nhân của sự biến thể trong hiệu ứng ngược vị thế của các cá nhân. Sử dụng các biến nhân khẩu học và kinh tế - xã hội làm những đại diện cho sự hiểu biết của nhà đầu tư, nghiên cứu này tìm thấy các cá nhân giàu có và các cá nhân làm việc trong các ngành nghề chuyên nghiệp biểu hiện hiệu ứng ngược vị thế thấp hơn, tần số giao dịch có xu hướng làm giảm hiệu ứng ngược vị thế.

2.2.2. Bằng chứng ngoài nước Mỹ

Nhà đầu tư tổ chức thường đầu tư vào các cổ phiếu có thành quả hoạt động trước đây tốt, trong khi những nhà đầu tư cá nhân dường như đi ngược lại trào lưu trên. Nghĩa là, nhiều khả năng họ sẽ mua những cổ phiếu có thành quả trong quá khứ dưới mức trung bình (Grinblatt & Keloharju, 2000). Trong một nghiên cứu toàn diện hơn về hoạt động giao dịch sử dụng bộ dữ liệu của Phần Lan, Grinblatt & Keloharju (2001) xác nhận sự hiện diện của hiệu ứng ngược vị thế. Họ cũng thấy rằng tồn tại hiệu ứng giá tham chiếu, trong đó các cá nhân có nhiều khả năng bán cổ phiếu nếu giá của chúng đạt đến mức cao của tháng trước đó.

Một nghiên cứu tại TTCK Trung Quốc của Chen & cộng sự (2004) cho thấy những nhà đầu tư Trung Quốc hay mắc phải các sai lầm trong giao dịch như: Những cổ phiếu bị bán ra lại có hoạt động tốt hơn so với những cổ phiếu họ đã mua vào, họ miễn cưỡng hiện thực hóa các cổ phiếu lỗ. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng cho thấy những nhà đầu tư kinh nghiệm không giảm được lỗi nhận thức. Hiệu ứng ngược vị thế được tác giả tính toán với PGR là 0,519 trong khi đó PLR là 0,310, như vậy PGR lớn hơn 0,209 so với PLR. Kết quả này cho thấy TTCK Trung Quốc (theo nghiên cứu này) có hiệu ứng ngược vị thế mạnh hơn so với TTCK Mỹ (theo kết quả của Odean (1998), chênh lệch giữa PGR so với PLR chỉ là 0,05). Chen & cộng sự (2007) cung cấp lời giải thích cho hành vi bán cổ phiếu của nhà đầu tư, đó là việc hiện thực hóa khoản lãi cho phép một người duy trì lòng tự trọng, trong khi hiện thực hóa khoản lỗ làm

cho người đó thừa nhận một quyết định đầu tư sai lầm, do đó thường bị né tránh.

Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007) tìm thấy bằng chứng thực nghiệm hiệu ứng ngược vị thế trên TTCK Đài Loan. Theo nghiên cứu này, có đến 84% nhà đầu tư Đài Loan bán cổ phiếu lời sớm hơn so với cổ phiếu lỗ, nhà đầu tư cá nhân, doanh nghiệp và những nhà lướt sóng không ưa thích hiện thực hóa các cổ phiếu lỗ, trong khi đó quỹ hỗ tương và nhà đầu tư nước ngoài lại có mức độ hiệu ứng ngược vị thế thấp hơn.

Shapira & Venezia (2001) tìm thấy hiệu ứng ngược vị thế trong mẫu đại diện các nhà đầu tư tại TTCK Israel. Tác giả so sánh hiệu ứng ngược vị thế ở những nhà đầu tư ra quyết định độc lập và hiệu ứng ngược vị thế ở những nhà đầu tư được tư vấn bởi nhà môi giới chuyên nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu ứng ngược vị thế ở nhóm ra quyết định độc lập lớn hơn so với nhóm được tư vấn bởi chuyên gia.

3. Dữ liệu và phương pháp

3.1. Dữ liệu

TTCK VN là một thị trường non trẻ, số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường hầu hết nhà đầu tư là cá nhân. Theo báo cáo thường niên của Trung tâm lưu ký VN, tổng số lượng tài khoản toàn thị trường cuối năm 2011 là 1.170.000 tài khoản. Theo một báo cáo khác của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, số lượng tài khoản nhà đầu tư cá nhân chiếm đến 99,6% tổng số lượng tài khoản toàn thị trường. Điều này cho thấy nhà đầu tư cá nhân là lực lượng chủ yếu tham gia TTCK ở VN. Với thực tế này, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân để phù hợp với phần phổ biến của thị trường.

Dữ liệu giao dịch của 100 khách hàng cá nhân được một công ty chứng khoán cung cấp. Công ty này chỉ mới được thành lập từ năm 2008, nhưng nhờ chiến lược phát triển gắn liền với khách hàng nên công ty đã lọt vào 15 công ty hàng đầu về thị phần môi giới. Hiện tại, đây là một trong số ít ỏi các công ty không bị thua lỗ.

Với bộ dữ liệu được thu thập từ ngày 01/06/2010 đến ngày 30/06/2012, kết quả thu thập cho thấy có tới 27.591 giao dịch mua bán, với tổng giá trị lên

đến 2.204 tỉ đồng (Bảng 1). Trong giai đoạn này, xu hướng chung của thị trường là giảm nhưng mức độ biến động không quá lớn.

Bảng 1. Mô tả tổng quan dữ liệu

Số lượng tài khoản	100
Thời kỳ nghiên cứu	01/06/2010 đến 30/06/2012
Giá trị giao dịch (Tỉ đồng)	2.203,7
Giá trị mua (Tỉ đồng)	1.120,4
Giá trị bán (Tỉ đồng)	1.083,3
Tổng số lượng giao dịch	27.591

Nguồn: Tác giả thu thập từ dữ liệu giao dịch tại một công ty chứng khoán

Tác giả tiến hành loại bỏ những giao dịch bán mà cổ phiếu không được mua trong giai đoạn nghiên cứu. Sau đó, điều chỉnh tất cả dữ liệu giá mua, giá bán theo tỉ lệ điều chỉnh. Dữ liệu điều chỉnh được tính toán bằng cách lấy giá thực tế giao dịch chia cho tỉ lệ điều chỉnh, với tỉ lệ điều chỉnh được tính bằng cách lấy giá đóng cửa chưa điều chỉnh chia cho giá đóng cửa đã điều chỉnh.

Tiếp theo, tác giả tính toán những tham số chính để xác định hiệu ứng ngược vị thế, bao gồm: tỉ lệ lãi thực hiện cho mẫu (PGR mẫu), tỉ lệ lỗ thực hiện cho mẫu (PLR mẫu), tỉ lệ lãi thực hiện cho từng nhà đầu tư (PGR), tỉ lệ lỗ thực hiện cho từng nhà đầu tư (PLR).

Với:

- $PGR \text{ mẫu} = \frac{\text{Tổng lãi thực hiện của mẫu (Real Gains mẫu)}}{[\text{Tổng lãi thực hiện của mẫu} + \text{Tổng lãi danh nghĩa của mẫu (Paper Gains mẫu)}]}$
- $PLR \text{ mẫu} = \frac{\text{Tổng lỗ thực hiện của mẫu (Real Losses mẫu)}}{[\text{Tổng lỗ thực hiện của mẫu} + \text{Tổng lỗ danh nghĩa của mẫu (Paper Losses mẫu)}]}$
- $PGR = \frac{\text{Lãi thực hiện (Real Gains)}}{[\text{Lãi thực hiện} + \text{Lãi danh nghĩa (Paper Gains)}]}$
- $PLR = \frac{\text{Lỗ thực hiện (Real Losses)}}{[\text{Lỗ thực hiện} + \text{Lỗ danh nghĩa (Paper Losses)}]}$

3.2. Phương pháp

Dựa theo phương pháp chuẩn trong Odean (1998), đầu tiên, tác giả tính toán và so sánh PGR mẫu và PLR mẫu, hiệu ứng ngược vị thế tồn tại nếu

PGR mẫu lớn hơn PLR mẫu. Sau đó, kiểm định sự tồn tại của hiệu ứng ngược vị thế bằng cách sử dụng kiểm định trung bình để xác định trung bình chuỗi giá trị PGR có lớn hơn trung bình chuỗi giá trị PLR hay không.

Giả thuyết:

H_0 : Giá trị trung bình của PGR $\leq$ giá trị trung bình của PLR

H_1 : Giá trị trung bình của PGR $>$ giá trị trung bình của PLR

Nghiên cứu của Odean là một trong những nghiên cứu tiên phong nhưng chỉ dừng lại ở việc tìm bằng chứng của hiệu ứng ngược vị thế, một số nghiên cứu sau đó đã xem xét thêm các nhân tố có quan hệ với hiệu ứng ngược vị thế. Chẳng hạn, Chen & cộng sự (2004) tìm thấy sự khác nhau trong hiệu ứng ngược vị thế ở những đặc trưng cá nhân khác nhau như: độ tuổi nhà đầu tư, hoạt động giao dịch, giá trị tài khoản, thời gian tài khoản được kích hoạt. Một nghiên cứu khác của Dhar & Zhu (2006) về mối quan hệ của sự giàu có, chuyên nghiệp, độ tuổi và kinh nghiệm với hiệu ứng ngược vị thế. Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007) tìm thấy có sự tác động của nhân tố giới tính, nhóm nhà đầu tư cá nhân, tổ chức... có ảnh hưởng đến hiệu ứng ngược vị thế.

Dựa trên các nghiên cứu trên cùng với thực tế dữ liệu thu thập được, chúng tôi xem xét mối quan hệ của những nhân tố sau đến hiệu ứng ngược vị thế tại VN:

- Giá trị giao dịch: Tổng giá trị giao dịch mua và bán trong giai đoạn nghiên cứu. Trong giới hạn nguồn dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu này, tác giả chưa thể tiếp cận thông tin tổng thu nhập hàng năm của từng khách hàng trong mẫu như nghiên cứu của

Dhar & Zhu (2006). Do vậy, để đánh giá mức độ thịnh vượng của nhà đầu tư đến hiệu ứng ngược vị thế, tác giả sử dụng nhân tố đại diện là giá trị giao dịch, với kỳ vọng rằng giá trị giao dịch càng cao có thể cho thấy khả năng tài chính của nhà đầu tư tham gia thị trường.

- Số lượng giao dịch: Tổng số lượng giao dịch mua và giao dịch bán trong giai đoạn nghiên cứu.
- Thời gian kích hoạt tài khoản: Đây là thời gian được tính toán từ khi nhà đầu tư có giao dịch đầu tiên đến cuối tháng 6/2012.
- Độ tuổi: Tuổi của nhà đầu tư.
- Giới tính: Giới tính của nhà đầu tư.

Mô hình hồi quy đa biến sau được sử dụng để phân tích mối quan hệ của các nhân tố nói trên với hiệu ứng ngược vị thế:

$$DE = a + b_1 * \ln tgd + b_2 * \ln slgd + b_3 * \ln tuoi + b_4 * \ln tgh + b_5 * Dgtinh + e_t$$

Trong đó:

DE được tính toán dựa vào PGR và PLR của từng nhà đầu tư. $DE = PGR - PLR$

$\ln tgd$: logarit của giá trị giao dịch

$\ln slgd$: logarit số lượng giao dịch

$\ln tuoi$: logarit tuổi của nhà đầu tư

$\ln tgh$: logarit thời gian kích hoạt

$Dgtinh$: biến giả giới tính, với nam nhận giá trị 1, nữ nhận giá trị 0.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Các đặc điểm của mẫu nghiên cứu

Bảng 2 cho thấy giá trị giao dịch thấp nhất của mẫu là 1,3 tỉ đồng, cao nhất là 254,7 tỉ đồng, trung bình mỗi nhà đầu tư giao dịch khoảng 22 tỉ đồng.

Bảng 2. Mô tả dữ liệu

Nhân tố	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Tổng số
Giá trị giao dịch	100	22,04	38,51	1,3	254,7	2.203,7
Số lượng giao dịch	100	275,91	261,26	29,0	1528,0	27.591,0
Độ tuổi	100	38,69	10,79	22,0	72,0	-
Thời gian kích hoạt	100	31,36	8,82	6,0	43,0	-

Nguồn: Tác giả tính toán

Tổng số lượng giao dịch, gồm cả giao dịch mua và giao dịch bán, lên đến 27.591 giao dịch, tương đương trung bình một nhà đầu tư thực hiện 276 giao dịch trong giai đoạn nghiên cứu. Nhà đầu tư trẻ nhất trong mẫu có độ tuổi 22, trong khi đó, nhà đầu tư lớn tuổi nhất là 72 tuổi, độ tuổi trung bình của mẫu là gần 39 tuổi.

Công ty chứng khoán cung cấp dữ liệu giao dịch khách hàng được thành lập năm 2008, do vậy, dữ liệu về thời gian kích hoạt tài khoản tương đối giới hạn. Với nhà đầu tư có thời gian kích hoạt lâu nhất là 43 tháng, tương đương 3 năm rưỡi, trong khi đó, nhà đầu tư kích hoạt tài khoản mới nhất trong mẫu chỉ khoảng nửa năm. Trung bình mẫu có thời gian kích hoạt tài khoản khoảng hơn 31 tháng, tương đương hơn 2 năm rưỡi.

Tỉ lệ nam trong mẫu chiếm 56% và nữ chiếm 44%. Mức độ chênh lệch về giới trong mẫu không quá lớn. Trong nghiên cứu của Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007) tại thị trường Đài Loan, tỉ lệ nam trong mẫu chỉ chiếm 45%.

4.2. Hiệu ứng ngược vị thế tại TTCK VN

Bảng 3 cho thấy giá trị trung bình của PGR và PLR lần lượt là 0,337 và 0,252. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư sẵn lòng bán 33,7% cổ phiếu lời, trong khi đó chỉ chấp nhận bán 25,2% cổ phiếu thua lỗ. Trung bình chênh lệch giữa PGR và PLR là 0,086, có nghĩa mức độ sẵn lòng bán cổ phiếu lời lớn hơn 8,5% so với bán đi cổ phiếu lỗ.

Theo Bảng 4(b), hiệu ứng ngược vị thế thể hiện trên số liệu tổng mẫu. PGR mẫu lớn hơn PLR mẫu là 0,06, với PGR mẫu đạt 0,213, PLR mẫu đạt 0,152, nghĩa là tỉ lệ lãi thực hiện của mẫu lớn hơn 6% so với tỉ lệ lỗ thực hiện của mẫu. Theo Bảng 4(c), mức độ phổ biến của hiệu ứng ngược vị thế lên đến 80%, nói cách khác 80% nhà đầu tư trong mẫu có tỉ lệ lãi thực hiện lớn hơn tỉ lệ lỗ thực hiện. Kết quả này không chênh lệch nhiều với nghiên cứu của Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007), tỉ lệ nhà đầu tư có PGR lớn hơn PLR đạt 85,5%.

Tuy nhiên, chỉ xét trên tổng mẫu sẽ không phản ánh được mức độ hiệu ứng ngược vị thế ở góc độ nhà đầu tư. Hơn nữa, xét trên tổng mẫu rất dễ mắc phải sai số khi mẫu tồn tại một vài nhà đầu tư có

giao dịch nhiều hơn hẳn so với những nhà đầu tư khác, khi đó, các chỉ số PGR mẫu và PLR mẫu sẽ không phản ánh chân thật mức độ phổ biến của toàn bộ nhà đầu tư trong mẫu. Để khắc phục hạn chế này, tác giả tiến hành tính toán PGR, PLR cho từng nhà đầu tư và kiểm định giả thuyết giá trị trung bình của PGR lớn hơn giá trị trung bình của PLR. Với H_0 trong trường hợp này là, giá trị trung bình của PGR bé hơn hoặc bằng giá trị trung bình của PLR.

Bảng 5 cho thấy trung bình PGR cao hơn trung bình PLR 0,085. Với khoảng tin cậy 95%, trị số p-value = 0,000, giả thuyết H_0 bị bác bỏ, có nghĩa giá trị trung bình của PGR lớn hơn giá trị trung bình của PLR. Kết quả này cho thấy có bằng chứng về hiệu ứng ngược vị thế trên TTCK VN.

Bảng 6 so sánh hiệu ứng ngược vị thế tìm thấy trong nghiên cứu này với những nghiên cứu trước đó trên thị trường quốc tế, chúng ta có thể thấy hiệu ứng ngược vị thế ở VN có mức độ lớn hơn so với Mỹ và Đài Loan, bé hơn so với Trung Quốc. Những khác biệt này có thể do đặc điểm của TTCK VN và đặc trưng của giai đoạn nghiên cứu không giống với những nghiên cứu tại các quốc gia nói trên. TTCK VN trẻ hơn so với thị trường Mỹ và Đài Loan. Bên cạnh đó, đặc trưng thị trường trong giai đoạn nghiên cứu ở VN chủ yếu là giảm, trong nghiên cứu tại Trung Quốc của Chen & cộng sự (2004) chủ yếu là tăng cũng có thể dẫn đến kết quả khác biệt (theo Kim & Nofsinger, 2004) hành vi nhà đầu tư khác nhau giữa thị trường giá lên và thị trường giá xuống mạnh mẽ).

4.3 Phân tích những thuộc tính ảnh hưởng đến hiệu ứng ngược vị thế tại VN

Bảng 7 trình bày kết quả của mô hình hồi quy đa biến giữa chênh lệch tỉ lệ lãi thực hiện và tỉ lệ lỗ thực hiện (DE) với giá trị giao dịch, số lượng giao dịch, tuổi, thời gian kích hoạt tài khoản và giới tính của nhà đầu tư. Chúng ta thấy rằng độ tuổi và thời gian kích hoạt không có ảnh hưởng đến hiệu ứng ngược vị thế trên TTCK VN, với p-value tương ứng là 0,21 và 0,171.

Bảng 7 cũng cho thấy hệ số nhân tố giới tính mang dấu âm (-0,064) và có ý nghĩa ở mức 1%, do đó, giới tính có ảnh hưởng ngược đến hiệu ứng ngược vị thế, những nhà đầu tư nữ thể hiện hiệu ứng ngược vị thế lớn hơn các nhà đầu tư nam. Hệ số

Bảng 3. Mô tả các biến phụ thuộc PGR, PLR và DE

	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
PGR	100	0,337	0,1292	0,00	0,80
PLR	100	0,252	0,1337	0,00	0,60
DE	100	0,085	0,1128	-0,20	0,30

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 4. Giá trị PGR mẫu, PLR mẫu, PGR, PLR của nhà đầu tư

(a) Tổng RG, RL, PG, PL mẫu	
Tổng lãi thực hiện mẫu (Tổng RG mẫu)	4.964
Tổng lỗ thực hiện mẫu (Tổng RL mẫu)	6.579
Tổng lãi danh nghĩa mẫu (Tổng PG mẫu)	18.390
Tổng lỗ danh nghĩa mẫu (Tổng PL mẫu)	36.633
(b) PGR mẫu, PLR mẫu	
PGR mẫu	0,213
PLR mẫu	0,152
PGR mẫu - PLR mẫu	0,06
(c) Trung bình PGR, PLR tất cả nhà đầu tư	
PGR	0,337
PLR	0,252
PGR - PLR	0,085
Tỉ lệ % nhà đầu tư có PGR > PLR	80%

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 5. Kiểm định giả thuyết giá trị trung bình của PGR lớn hơn giá trị trung bình của PLR

Biến số	N	Trung bình	Sai số chuẩn	Độ lệch chuẩn	[95% Khoảng tin cậy]	
PGR	100	0,337	0,0129221	0,1292207	0,3113598	0,3626402
PLR	100	0,252	0,0133696	0,1336965	0,2254717	0,2785283
Diff	100	0,085	0,0118386	0,1183856	0,0615097	0,1084903
Trung bình (Diff) = mean(PGR-PLR)				t = 7,1799		
Ho: trung bình (Diff) = 0				Bậc tự do = 99		
Ha: trung bình (Diff) < 0		Ha: trung bình (Diff) != 0		Ha: trung bình (Diff) > 0		
Pr(T < t) = 1,0000		Pr(T > t) = 0,0000		Pr(T > t) = 0,0000		

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 6. So sánh hiệu ứng ngược vị thế tại VN với một số quốc gia

	VN	Mỹ	Đài Loan	Trung Quốc
PGR	0,337	0,148	0,094	0,519
PLR	0,252	0,098	0,0232	0,310
DE (PGR-PLR)	0,085	0,05	0,0708	0,209

Nguồn: Tác giả và kết quả nghiên cứu trước đó của Odean (1998) tại Mỹ, Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007) tại Đài Loan; và Chen & cộng sự (2004) tại Trung Quốc.

Bảng 7. Kết quả hồi quy đa biến

$$DE = a + b_1 \cdot \ln(\text{gtgd}) + b_2 \cdot \ln(\text{slgd}) + b_3 \cdot \ln(\text{tuoi}) + b_4 \cdot \ln(\text{tgkh}) + b_5 \cdot \text{Dgtinh} + e_i$$

	Tổng bình phương sai số (Sum of Squares)	Bậc tự do (df)	Bình phương trung bình (MS)	Số quan sát	100
				Thống kê F(5,94)	4,48
Hồi quy	0,258189	5	0,051638	Prob > F	0,0006
Phần dư	1,002211	94	0,010662	R ²	0,2048
Tổng	1,260400	99	0,012731	R ² hiệu chỉnh	0,1626
				Sai số chuẩn	0,1033

DE	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê t	P> t	95% khoảng tin cậy	
lngtgd	-0,039363	0,012116	-3,25	0,002	-0,063420	-0,015305
lnslgd	0,028276	0,015294	1,85	0,068	-0,002091	0,058642
lntuoi	0,050909	0,040356	1,26	0,210	0,029219	0,131038
lntgkh	0,040582	0,029449	1,38	0,171	0,017890	0,099054
Dgtinh	-0,063742	0,021260	-3,00	0,003	0,105954	-0,021531
Hệ số chặn	0,562317	0,298952	1,88	0,063	0,031259	1,155893

Nguồn: Tác giả tính toán

nhân tố giá trị giao dịch mang dấu âm (-0,039) và có ý nghĩa ở mức 1% cho thấy những tài khoản có giá trị giao dịch càng lớn càng thể hiện hiệu ứng ngược vị thế thấp hơn, phù hợp với kết quả nghiên cứu của Chen và cộng sự (2004). Hệ số nhân tố số lượng giao dịch có dấu dương (0,028) và có ý nghĩa ở mức 1%, cho thấy những tài khoản có số lượng giao dịch càng lớn thường bán cổ phiếu lời sớm hơn bán cổ phiếu lỗ, điều này ngược với kết quả nghiên cứu của Dhar và Zhu (2006), Chen & cộng sự (2004), theo kết quả nghiên cứu của các tác giả này, những nhà đầu tư thực hiện nhiều giao dịch, thể hiện hiệu ứng ngược vị thế thấp hơn những nhà đầu tư thực hiện ít giao dịch.

Các nhân tố trên giải thích được 16,26% hiệu ứng ngược vị thế. Phân tích phương sai cho thấy hồi quy này phù hợp, với giá trị của thống kê F là 4,48, có ý nghĩa ở mức 1%.

Tuy nhiên, do thực tế dữ liệu và các thước đo đại diện cho các nhân tố trong mô hình hồi quy đa biến không hoàn toàn giống với các thước đo trong các nghiên cứu trước đó trên thị trường quốc tế, nên nảy sinh mối lo ngại có thể dẫn đến việc bỏ sót các biến quan trọng, là một trong những nguồn gốc gây ra sự không vững của các hệ số được ước lượng từ mô hình, tác giả tiến hành một vài kiểm định sau khi chạy hồi quy đa biến trên đây, bao gồm: kiểm định biến bị bỏ sót, phương sai thay đổi, và đa cộng

tuyến. Bảng 8 tóm lược các kết quả kiểm định này và cho thấy các ước lượng của mô hình là phù hợp.

Bảng 8. Một số kiểm định chính về sự phù hợp của mô hình

Kiểm định phương sai thay đổi

Giả thuyết H_0 : Phương sai không đổi

$$\chi^2(1) = 0,0800$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0,7792$$

Kiểm định bỏ sót biến

Giả thuyết H_0 : Không bỏ sót biến

$$F(3,91) = 1,6200$$

$$\text{Prob} > F = 0,1906$$

Kiểm định đa cộng tuyến

VIP trung bình 1,2

Nguồn: Tác giả tính toán

5. Kết luận

5.1. Những kết luận chính

Hiệu ứng ngược vị thế được tìm thấy phổ biến trên TTCK VN, với 80% nhà đầu tư trong mẫu có hiện tượng bán cổ phiếu lời sớm hơn so với bán cổ phiếu lỗ. Mức độ sẵn lòng bán cổ phiếu lời là 33,7%, trong khi đó, mức độ sẵn lòng bán cổ phiếu lỗ chỉ là 25,2%. Điều này cho thấy nhà đầu tư có xu hướng thích hiện thực hóa khoản lời hơn khoản lỗ (chênh lệch này được ghi nhận ở mức 8,5%). Với kết quả này, hiệu ứng ngược vị thế trên TTCK VN mạnh hơn Mỹ (Odean, 1998) và Đài Loan (Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean, 2007), bé hơn Trung Quốc (Chen & cộng sự, 2004).

Giá trị giao dịch, số lượng giao dịch và giới tính có ảnh hưởng đến hiệu ứng ngược vị thế. Trong đó, những tài khoản có giá trị giao dịch lớn và nam giới có mức độ hiệu ứng ngược vị thế giảm, còn số lượng giao dịch lại cho thấy xu hướng bán cổ phiếu lời nhanh hơn bán cổ phiếu lỗ khi số lượng giao dịch lớn dần. Trong khi đó, thời gian kích hoạt và độ tuổi không có ý nghĩa thống kê khi giải thích cho hiệu ứng ngược vị thế.

5.2. Hàm ý cho thực tiễn

Hiệu ứng ngược vị thế có thể làm giảm hiệu quả danh mục, theo Odean (1998) và Chen & cộng sự (2004), những cổ phiếu bán ra lại thường có biến

động về giá tốt hơn so với những cổ phiếu mua vào, điều này có nghĩa hiệu ứng ngược vị thế có thể gây tổn thất thành quả đầu tư của nhà đầu tư. Kết quả thực nghiệm ở thị trường VN và các thị trường khác có hàm ý quan trọng rằng nhà đầu tư cần thực hiện kỷ luật cắt lỗ và để khoản lãi tiếp tục, họ cũng nên tính táo đối diện với các khoản lỗ, không nên xem các khoản lỗ danh nghĩa chỉ là các khoản lỗ trên giấy tờ bởi trong phần lớn các trường hợp khoản lỗ danh nghĩa cũng là khoản lỗ thực sự trong các phạm trù kinh tế. Cho dù thỉnh thoảng một cổ phiếu lỗ có thể tăng giá và trở thành cổ phiếu có lời và điều này phần nào làm yên lòng nhà đầu tư nhưng lại cản trở các quyết định hợp lý của họ. Nhà đầu tư không nên đánh giá thành quả danh mục chỉ dựa trên tỉ suất sinh lợi thực hiện, thay vào đó là tỉ suất sinh lợi của toàn bộ danh mục đầu tư, nghĩa là phải tính đến cả những khoản đầu tư còn lại (có thể lỗ lớn) trong danh mục.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu này có những hạn chế nhất định. Mặc dù số lượng giao dịch của mẫu rất lớn song số nhà đầu tư trong mẫu còn hạn chế. Công ty chứng khoán cung cấp dữ liệu cho nghiên cứu này có thời gian hoạt động tương đối ngắn (công ty được thành lập năm 2008) có thể ảnh hưởng đến biến số thời gian kích hoạt tài khoản trong việc giải thích cho hiệu ứng ngược vị thế.

Ngoài ra, một lí do khách quan có thể ảnh hưởng đến kết quả phân tích, xuất phát từ các quy định của VN, khá nhiều tài khoản của nhà đầu tư ở VN không phải do chính nhà đầu tư đứng tên mà thông qua những người khác nên việc ghi nhận độ tuổi theo số liệu của công ty chứng khoán chưa hẳn phản ánh đúng độ tuổi thực tế của nhà đầu tư giao dịch, điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả phân tích về mối quan hệ giữa độ tuổi và hiệu ứng ngược vị thế. Thu nhập thực tế của nhà đầu tư để đại diện cho mức độ giàu có của họ cũng chưa thể thu thập được với điều kiện dữ liệu hiện tại ở VN.

Cuối cùng, tác giả chưa xem xét khuynh hướng hiện thực hóa các khoản lời và lỗ ở thị trường VN có sự khác nhau ở các quy mô khoản lời, lỗ khác nhau. Những nghiên cứu trong tương lai có thể phân tích thêm điều này hoặc cải thiện những hạn chế dữ liệu trên đây ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, & Terrance Odean (2007), "Is the Aggregate Investor Reluctant to Realise Losses? Evidence from Taiwan", *European Financial Management*, 13 (3), 423-447.
- Chen, Gong-Meng, Kenneth A. Kim, John R. Nofsinger, & Oliver M. Rui (2004), *Behavior and Performance of Emerging Market Investors: Evidence from China*, Working Paper.
- Chen, Gong-meng, Kenneth A. Kim, John R. Nofsinger, & Oliver M. Rui (2007), "Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors", *Journal of Behavioral Decision Making*, 20 (4), 425-451.
- Grinblatt, Mark, & Matti Keloharju (2000), "The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A study of Finland's Unique Data Set", *Journal of Financial Economics*, 55 (1), 43-67.
- Grinblatt, Mark, & Matti Keloharju (2001), "What Makes Investors Trade?", *Journal of Finance*, 56 (2), 589-616.
- Kenneth A. Kim, & John R. Nofsinger (2004), "The Behavior of Japanese Investors During Bull and Bear Markets", *Journal of Behavioral Finance*, 8 (3), 138-153.
- Neumann, John von & Morgenstern, Oskar (1944), *Theory of Games and Economic Behavior* Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Ravi Dhar & Ning Zhu (2006), "Up Close and Personal? An Individual Level Analysis of The Disposition Effect", *Management Science*, 25 (5), 726-740.
- Shapira, Zur, & Itzhak Venezia (2001), "Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors", *Journal of Banking and Finance*, 25 (8), 1573-1587.
- Shefrin, Hersh, & Meir Statman (1985), "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long", *Journal of Finance*, 40 (3), 777-790.
- Terrance Odean (1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *Journal of Finance*, 53 (5), 1775-1798.