

TÀI CHÍNH HÀNH VI: NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH NHỮNG THIÊN LỆCH TÂM LÝ CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Phạm Sỹ Long*, Hoàng Yến**

Ngày nhận: 15/10/2015

Ngày nhận bản sửa: 25/10/2015

Ngày duyệt đăng: 25/11/2015

Tóm tắt:

Bài viết này giới thiệu tổng quan về lý thuyết tài chính hành vi và vận dụng lý thuyết này để phân tích các thiên lệch tâm lý của nhà đầu tư cá nhân giao dịch chứng khoán, từ đó đề xuất các biện pháp quản lý và giảm thiểu tác động của các thiên lệch không có lợi cho các nhà đầu tư cá nhân. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam là chưa hiệu quả và có điều kiện để áp dụng lý thuyết Tài chính hành vi. Việc ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân chịu ảnh hưởng từ nhiều hiện tượng tâm lý thiên lệch của lý thuyết tài chính hành vi như bám chắc tín niệm, hành vi bầy đàn, tính toán trí óc và tự tin thái quá. Mô hình đánh giá hiệu quả đầu tư chứng khoán ngắn hạn cho thấy các hiện tượng tâm lý thiên lệch có ảnh hưởng đến kết quả đầu tư.

Từ khóa: Hành vi bầy đàn, quản lý danh mục đầu tư, tài chính hành vi, tâm lý thiên lệch, thị trường hiệu quả

Behavioral finance: examining and analysing behavioral biases of individual investors

Abstract:

This paper is an overview of the behavioral finance framework and the application to analyze the behavioral biases of individual securities traders. It also proposes the solutions to manage and mitigate the unhelpful biases for individual traders. The results indicate that the Vietnamese stock market is still inefficient and there are enough conditions to apply the behavioral finance framework. The judgment of individual traders is under the influence of many behavioral biases like belief perseverance, herd behavior, mental accounting and overconfidence. The regression model of rating short-term securities trading performance confirms the existence of behavioral biases and their influence on investment results.

Keywords: herd behavior, portfolio management, behavioral finance, behavioral bias, efficient market

1. Giới thiệu

Tài chính hành vi (*Behavioral finance*) là phương pháp tiếp cận mới cho thị trường tài chính để giải quyết một số vấn đề khó khăn mà mô hình truyền thống gặp phải. Phương pháp này lập luận rằng một số hiện tượng tài chính có thể được giải thích tốt hơn bằng cách sử dụng mô hình mà trong đó nhà đầu tư không hoàn toàn hợp lý. Tính hợp lý là điều kiện cơ bản của các mô hình tài chính truyền thống, theo đó thì hợp lý dựa trên hai nguyên lý. Thứ nhất,

khi nhà đầu tư tiếp nhận thông tin mới, họ sẽ cập nhật niềm tin của họ một cách chính xác. Thứ hai, với niềm tin của mình, nhà đầu tư đưa ra lựa chọn theo chuẩn mực chấp nhận được. Tài chính hành vi phân tích những gì sẽ xảy ra khi một hoặc nhiều hơn một nguyên lý trên được nói lỏng.

Mục tiêu của bài viết này là áp dụng những lý thuyết của tài chính hành vi để phân tích các thiên lệch tâm lý của nhà đầu tư cá nhân giao dịch chứng khoán tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu sẽ được

phân tích để đưa ra những biện pháp quản lý và giảm thiểu tác động xấu của các thiên lệch tâm lý không có lợi cho các nhà đầu tư cá nhân. Các nhà đầu tư đều muốn có được một quy trình ra quyết định hiệu quả, nhưng với những thiên lệch trong tâm lý có thể gây ra các vấn đề trong đầu tư. Việc hiểu biết về bản chất của thiên lệch tâm lý trong đầu tư có thể giúp các nhà đầu tư tránh những vấn đề này và đầu tư tốt hơn.

2. Tổng quan về lý thuyết tài chính hành vi

Theo lý thuyết tài chính truyền thống thì nhà đầu tư là hợp lý và không viển vông, giá của chứng khoán bằng với giá trị cơ bản của chúng. Trong giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH), giá thực tế phản ánh giá trị cơ bản vì nhà đầu tư hiểu rõ về nguyên lý Bayes và có sở thích hợp lý. Không có gì là miễn phí, không có chiến lược đầu tư nào có thể tạo ra thu nhập cao bất thường một cách thường xuyên.

Những hiện tượng mà tài chính hành vi giải thích trái ngược với quan điểm của giả thuyết thị trường hiệu quả, nói cách khác đó là những hiện tượng mà EMH không có khả năng giải thích. Ba điều kiện cơ bản để áp dụng lý thuyết tài chính hành vi là: (i) tồn tại hành vi bất hợp lý, (ii) hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống và (iii) giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường.

Lý thuyết tài chính hành vi giải thích các hiện tượng tâm lý thiên lệch của nhà đầu tư nhằm giải thích các hiện tượng bất thường của thị trường. Các hiện tượng này được chia làm hai loại: các hiện tượng liên quan đến thiên lệch trong nhận thức (*cognitive biases*) và các hiện tượng liên quan đến thiên lệch trong cảm xúc (*emotional biases*).

2.1. Các hiện tượng liên quan đến thiên lệch trong nhận thức

2.1.1. Sự bảo thủ (*conservatism*)

Nghiên cứu của Edwards (1968) chỉ ra rằng nhà đầu tư thường chậm cập nhật các thông tin, nên khó thay đổi niềm tin vốn có của họ. Hiện tượng thiên lệch bảo thủ được sử dụng để lý giải tại sao các nhà đầu tư thường đánh giá thấp những kết quả kinh doanh đột biến của các doanh nghiệp. Họ mặc định rằng phần lớn lợi nhuận đột biến có tính ngắn hạn tạm thời mà không tìm hiểu kỹ các yếu tố làm tăng lợi nhuận là ngắn hạn hay dài hạn.

2.1.2. Bám chắc tín niệm (*belief perseverance*)

Con người mỗi khi đã hình thành nên một ý tưởng thì họ thường giữ lấy ý tưởng đó trong một

thời gian dài (Lord & cộng sự, 1979). Hiện tượng thiên lệch này gây ra hai hệ quả có ảnh hưởng lớn. Thứ nhất, nó làm cho con người không chủ động đi tìm kiếm các bằng chứng ngược lại với niềm tin của họ. Thứ hai, nếu tìm thấy những bằng chứng như vậy thì họ thường xem xét, đánh giá nó với một thái độ hết sức ngờ vực.

2.1.3. Trường hợp đại diện (*representativeness*)

Nhà đầu tư thường giả định xác suất của các cổ phiếu đi theo một hướng nhất định bằng cách đánh giá nó tương đối với biểu hiện của nó trong quá khứ (Shefrin, 2002). “Ảo tưởng của con bạc” là một điển hình cho hiện tượng “trường hợp đại diện”, theo đó các nhà đầu tư tin rằng sẽ có một sự đảo ngược trở lại của thu nhập và nếu thu nhập vẫn không đảo chiều thì hành vi thiên lệch này được gọi là phản hồi quy (Wagenaar, 1988).

2.1.4. Sự tham khảo (*anchoring*)

Sự tham khảo là một sự thiên vị nhận thức theo đó nhà đầu tư đặt quá nhiều quan tâm cho phần đầu của thông tin mà họ nhận được khi ra quyết định. Nhà đầu tư lưu giữ một giá trị ban đầu, thông tin mới được sử dụng để điều chỉnh giá trị ban đầu theo giá trị thực tế. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng quá trình điều chỉnh này là rất hiếm khi hoàn thành, và quá thiên lệch với giá trị ban đầu (Goldberg & von Nitzsch, 2001; Slovic & Lichtenstein, 1971; Zieionka, 2004). Về giá, nhà đầu tư thiên về giá gần nhất hoặc giá của chứng khoán nổi bật nhất, và dùng chúng làm tham khảo khi đưa ra các dự đoán chứng khoán trong tương lai (Zieionka, 2004).

2.1.5. Tính toán trí óc (*mental accounting*)

Theo Thaler (1999), nhà đầu tư có xu hướng tách riêng các khoản lợi ích mà đứng ra phải được kết hợp lại với nhau vào các tài khoản ảo trong trí tưởng tượng của họ và tối đa hoá lợi ích từng tài khoản. Và vì thế, đôi khi người ta đưa ra các quyết định nhìn tưởng là hợp lý, mà thật ra là không tối ưu. Lý thuyết tính toán trí óc có thể giải thích nhiều hiện tượng như lựa chọn ngược với sở thích, sợ thua lỗ, và hiệu ứng phân bổ tài khoản. Hiệu ứng phân bổ tài khoản cũng có thể được lý giải bằng hiệu ứng tự lừa dối (sợ rằng nếu bán mà bị lỗ thì sẽ cảm thấy bản thân ra quyết định đầu tư kém), hay hiệu ứng ác cảm với sự tiếc nuối (lo sợ bán rồi thì giá lại tăng).

2.1.6. Sự sẵn có (*availability*)

Theo Tversky & Kahneman (1974), khi ước lượng xác suất của một biến cố, nhà đầu tư thường

tìm trong trí nhớ của họ những thông tin hữu ích có liên quan, đặc biệt là các trường hợp tương tự đã từng xảy ra. Đây thông thường là một hành vi thông minh và hợp lý, song trong một số tình huống nó có thể dẫn đến những đánh giá sai lệch vì không phải tất cả các thông tin đều nổi bật và dễ nhớ ra ngang nhau trong trí nhớ con người. Những sự kiện vừa mới xảy ra hoặc có ấn tượng sâu sắc sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn và làm sai lệch việc đánh giá.

2.2. Các hiện tượng liên quan đến thiên lệch cảm xúc

2.2.1. Tâm lý không thích thiệt hại (loss aversion)

Tversky & Kahneman (1979) đề xuất lý thuyết triển vọng (*Prospect theory*) mô tả cách nhà đầu tư đưa ra những quyết định khi đối đầu với sự lựa chọn có rủi ro. Đường lợi ích chỉ ra tính không cân xứng rõ ràng giữa độ thỏa mãn mà họ có được hoặc mất đi đối với một khoảng giá trị. Sự bất cân xứng này ngụ ý khuynh hướng không ưa thích thiệt hại. Những bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng cái mất được đánh giá cao gấp hai lần so với cái được (Tversky và Kahneman, 1991).

2.2.2. Tự tin quá mức (overconfidence)

Các nhà đầu tư thường quá tự tin vào quyết định của họ. Khoảng tin cậy của các dự đoán của nhà đầu tư về số lượng, chẳng hạn mức chỉ số chứng khoán trong một năm, là quá hẹp. Nghiên cứu của Alpert & Raiffa (1982) cho thấy 98% khoảng tin cậy của nhà đầu tư có số lượng đúng chỉ chiếm 60% số lần dự đoán. Ngoài ra, nhà đầu tư còn kém hiệu chuẩn khi ước tính xác suất, ví dụ sự kiện mà họ nghĩ là chắc chắn xảy ra chỉ thực sự xảy ra khoảng 80%, và sự kiện họ dự đoán chắc chắn không xảy ra lại thực sự xảy ra trong khoảng 20% (Fischhoff & cộng sự, 1977).

2.2.3. Hành vi bầy đàn (herd behavior)

Hành vi bầy đàn là khuynh hướng của các nhà đầu tư làm theo hành động của một nhóm lớn hơn khi đưa ra các phán đoán cá nhân của họ. Các cá nhân sẽ dùng những phán đoán của riêng họ nếu phán đoán của một số lớn các nhà đầu tư trên thị trường khác với họ. Theo đó, người ta cho rằng sự đồng thuận chung là tốt hơn phán đoán của riêng mình (Zielonka, 2004).

2.2.4. Không thích sự mơ hồ (ambiguity aversion)

Nhà đầu tư không thích những lựa chọn mà họ không biết chắc về nó. Trên thực tế thật khó để biết được chính xác khả năng xảy ra của một biến cố là

bao nhiêu phần trăm. Thuyết lợi ích kỳ vọng cho rằng sự lựa chọn được đánh giá bởi lợi ích kỳ vọng, nhưng theo xác suất có tính ước đoán. Xu hướng lẩn tránh những “tình huống mơ hồ” được gọi là tính “không thích sự mơ hồ”. Nghiên cứu của Heath & Tversky (1991) cho thấy nhà đầu tư thích đánh cược vào những vấn đề phát sinh từ những nguồn quen thuộc nhưng không chắc chắn hơn là từ nguồn không quen biết.

2.2.5. Hối tiếc (regret)

Con người có xu hướng cảm thấy hối tiếc khi phạm lỗi, thậm chí cả những lỗi nhỏ. Thuyết hối tiếc có thể giải thích việc các nhà đầu tư trì hoãn bán những cổ phiếu đang giảm giá trong khi đó lại nhanh chóng bán những cổ phiếu đang lên giá (Shefrin & Statman, 1985).

3. Áp dụng lý thuyết tài chính hành vi nghiên cứu và phân tích những thiên lệch tâm lý của nhà đầu tư cá nhân

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Các hiện tượng tâm lý được đề cập trong tài chính hành vi nêu trên mang tính độc lập và rời rạc, độ phức tạp của việc kiểm nghiệm cũng khác nhau. Vì thế, để vận dụng lý thuyết này vào thực tế, cần thông qua nhiều phương pháp, tuy nhiên vẫn phải đảm bảo tính hệ thống.

Điều tra thực tế tại các công ty chứng khoán ở Việt Nam, nhóm nghiên cứu lập bảng hỏi điều tra gồm ba nhóm câu hỏi chính liên quan đến (a) hoàn cảnh cá nhân nhà đầu tư, (b) thực trạng hoạt động đầu tư và (c) nhóm câu hỏi khảo sát tâm lý. Hình thức điều tra là gửi bảng câu hỏi cho nhà đầu tư cá nhân thông qua các nhân viên môi giới chứng khoán và phát trực tiếp tại một số các công ty chứng khoán lớn tại Việt Nam. Có tổng số 150 bảng câu hỏi được hoàn thành. Các nhà đầu tư tham gia trong cuộc điều tra được lựa chọn ngẫu nhiên ở nhiều lứa tuổi, ngành nghề, giới tính khác nhau để đảm bảo tính khách quan. Tuy nhiên, nhà đầu tư được chọn để khảo sát phải thỏa mãn hai yêu cầu là quan tâm và hoạt động thường xuyên trên thị trường chứng khoán.

Các phương pháp trên sử dụng nhiều công cụ nghiên cứu khác nhau được liệt kê tại bảng 1.

Quá trình xử lý dữ liệu trước tiên là tổng hợp kết quả thu được từ 150 mẫu điều tra bằng công cụ Microsoft Excel. Sau đó, nhóm câu hỏi có quan hệ với nhau được tiếp tục xử lý riêng. Qua việc sử dụng

Bảng 1: Các công cụ ứng dụng

Tên công cụ	Nội dung	Mục đích
Bảng câu hỏi khảo sát	17 câu hỏi khảo sát	Thu thập dữ liệu phục vụ cho việc phân tích và đánh giá các hiện tượng tâm lý được đề cập trong lý thuyết tài chính hành vi
Thống kê định tính	Sử dụng kiểm định Spearman và Kendall để xem xét quan hệ giữa hai biến định tính	Xem xét hai hiện tượng tâm lý có quan hệ với nhau hay không, cùng hay ngược chiều, kết quả có phản ánh đúng lý thuyết hay không
Thống kê định lượng	Xác định các tham số đặc trưng của mẫu: giá trị nhỏ nhất, lớn nhất, trung bình, trung vị, sai số chuẩn	Đánh giá sự phổ biến và sức ảnh hưởng của hiện tượng tâm lý thông qua các biến lượng
Hồi quy tuyến tính	Ước lượng các tham số trong mô hình tuyến tính bằng cách hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS)	Xác định cụ thể sức ảnh hưởng của các yếu tố tâm lý đến hiệu quả đầu tư ngắn hạn của nhà đầu tư cá nhân

hai công cụ kiểm định tính độc lập - phụ thuộc giữa các biến số để kết luận liệu kết quả thu được ở hai hay nhiều câu hỏi có sự liên quan với nhau theo đúng lý thuyết tài chính hành vi hay không.

Công cụ thứ nhất là kiểm định giả thuyết về tính độc lập giữa hai dấu hiệu định tính, sử dụng phần mềm Stata 11.

Giả thuyết gốc H_0 : hai dấu hiệu độc lập với nhau.

Giả thuyết H_1 : hai dấu hiệu phụ thuộc nhau.

Mức ý nghĩa được lựa chọn là $\alpha=5\%$.

Công cụ thứ hai là phép hồi quy tuyến tính theo phương pháp bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS), được sử dụng trong mô hình đánh giá hiệu quả đầu tư ngắn hạn, nó cho thấy sự phụ thuộc của hiệu quả đầu tư ngắn hạn vào một số yếu tố như mức độ chấp nhận rủi ro, kinh nghiệm, tâm lý...

3.2. Số liệu và kết quả

Kết quả cuộc điều tra được sử dụng trực tiếp cho việc nghiên cứu các hiện tượng tâm lý của lý thuyết tài chính hành vi và tác động của thiên lệch tâm lý

đến kết quả đầu tư. Việc giải thích ý nghĩa từng câu hỏi và các đáp án được thực hiện xen lẫn trong quá trình phân tích kết quả dưới đây. Bên cạnh việc sử dụng thông tin thu thập từ cuộc điều tra, việc phân tích và áp dụng lý thuyết tài chính hành vi cũng dựa vào nhiều quan sát thực tế khác và các nguồn thông tin khác nhau.

3.2.1. Tính hiệu quả của thị trường và điều kiện áp dụng lý thuyết tài chính hành vi

Điều kiện áp dụng lý thuyết tài chính hành vi là sự vi phạm ba yếu tố của giả thuyết thị trường hiệu quả.

a. Hành vi bất hợp lý của nhà đầu tư

Kết quả cuộc điều tra đã cho thấy nhà đầu tư cá nhân mắc phải sai lầm phi lý trí như là tự tin thái quá. Để khảo sát tâm tâm lý tự tin trong đầu tư, các câu hỏi 1, 2, 3 và 4 được thiết kế theo thang đo Likert 5 điểm (1: Hoàn toàn không đồng ý,... 5: Hoàn toàn đồng ý). Kết quả cho thấy tâm lý tự tin thái quá là khá phổ biến trong các nhà đầu tư được khảo sát.

Bảng 2: Kết quả câu hỏi 1, 2, 3 và 4

Câu hỏi	Nội dung	Kết quả trung bình
1	Nhà đầu tư tự tin rằng họ có khả năng lựa chọn chứng khoán tốt hơn những người khác	3.1
2	Nhà đầu tư hoàn toàn kiểm soát được hoạt động đầu tư của mình	4.2
3	Mọi thành công trong quá trình đầu tư đều là do kỹ năng riêng của họ	3.4
4	Nhà đầu tư hoàn toàn hiểu biết về thị trường	3.2

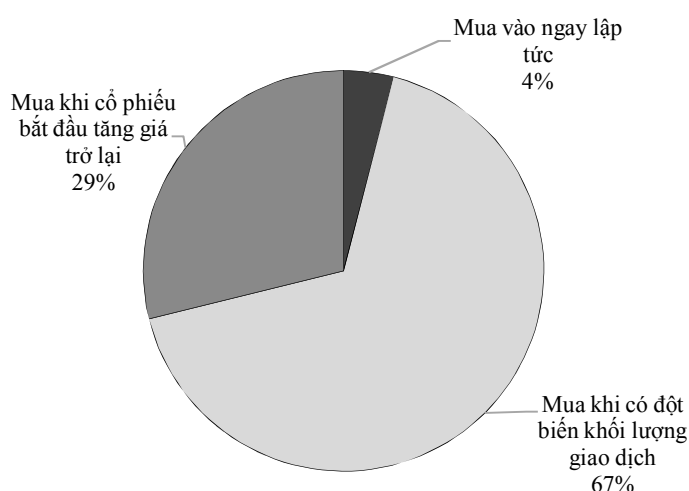
(Nguồn: Dữ liệu từ khảo sát của tác giả)

Bảng 3: Kết quả câu hỏi 8, 9 và 10

Câu hỏi	Nội dung	Kết quả trung bình
8	Nhà đầu tư có tham khảo quyết định của người khác khi tiến hành đầu tư	3.4
9	Nhà đầu tư có nhìn vào khối lượng giao dịch để ra quyết định đầu tư	3.6
10	Nếu nhà đầu tư không có thông tin gì, trong khi các nhà đầu tư khác liên tục mua/bán, họ có hành động theo người khác hay không	2.8

Nguồn: Dữ liệu từ khảo sát của tác giả

Hình 1: Sự lựa chọn của nhà đầu tư cá nhân khi có cổ phiếu bị định giá thấp



Nguồn: Dữ liệu từ khảo sát của tác giả

b. Hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống

Hiện tượng các nhà đầu tư có hành động phi lý trí tương tự như nhau có hai nguyên nhân. Thứ nhất là do họ có cách tư duy và ra quyết định tương tự nhau. Cuộc khảo sát cho thấy điều này khá phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam bởi trong nhiều câu hỏi các nhà đầu tư có những lựa chọn khá thống nhất. Nguyên nhân thứ hai bắt nguồn từ tâm lý bầy đàn.

Để khảo sát tâm lý bầy đàn, các câu hỏi 8, 9 và 10 được thiết kế theo thang đo Likert 5 điểm (1: Hoàn toàn không đồng ý, ..., 5: Hoàn toàn đồng ý). Kết quả khảo sát cho thấy có tâm lý bầy đàn xuất hiện một cách hệ thống trong đầu tư chứng khoán.

c. Giới hạn kinh doanh chênh lệch giá

Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá gặp rất nhiều hạn chế ở Việt Nam tại thời điểm hiện nay, do quy mô thị trường chứng khoán còn rất nhỏ, ít nhà đầu tư chuyên nghiệp và hình thức bán khống chưa được luật pháp cho phép.

Câu hỏi số 12 trong bảng hỏi đưa ra một tình huống khi nhà đầu tư nhận thấy một cổ phiếu bị

định giá thấp hơn giá trị thực, họ sẽ hành động ra sao. Kết quả là hầu hết các nhà đầu tư đều không chọn cách mua vào ngay lập tức để tạo áp lực cân bằng thị trường.

Với những nguyên nhân trên, khả năng áp dụng lý thuyết tài chính hành vi đối với các nhà đầu tư cá nhân giao dịch chứng khoán tại Việt Nam là khả thi và có cơ sở.

3.2.2. Khảo sát thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro trong việc ra quyết định đầu tư

Cơ sở để phân tích thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro trong tài chính hành vi là lý thuyết triển vọng. Nhằm xác nhận lại sự đúng đắn của lý thuyết này đối với tâm lý các nhà đầu tư cá nhân, chúng tôi sử dụng cặp câu hỏi 13 và 17, tương tự như thí nghiệm của Tversky & Kahneman (1979).

Câu hỏi số 13 đưa ra hai sự lựa chọn trong điều kiện có lãi, trong khi câu hỏi số 17 đưa ra hai lựa chọn trong điều kiện lỗ. Đúng như lý thuyết triển vọng, nhà đầu tư luôn có xu hướng không thích sự thiệt hại, hay nói cách khác là sẵn sàng chấp nhận rủi ro để không bị thiệt hại. Trong tình huống có lãi,

Bảng 4: Kết quả câu hỏi 13 và 17

Câu 13 \ Câu 17	Phương án A	Phương án B	Tổng
Phương án A	10	92	102
Phương án B	17	31	48
Tổng	27	123	150

Nguồn: Dữ liệu từ khảo sát của tác giả

có 68% nhà đầu tư chọn phương án thu lợi và tránh rủi ro; trong khi ở tình huống lỗ, 82% sẵn sàng chấp nhận rủi ro để tránh thiệt hại.

3.2.3. Ảnh hưởng của các hiện tượng tâm lý khác trong quá trình đầu tư

Ngoài tâm lý khi đối mặt với rủi ro, quá trình cân nhắc và ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam còn chịu ảnh hưởng từ nhiều hiện tượng tâm lý khác của lý thuyết tài chính hành vi. Chúng tôi phân chia những ảnh hưởng này vào ba hoạt động chính của nhà đầu tư và đánh giá các tác động của nó.

a. Tiếp nhận thông tin

Câu hỏi số 11 được thiết kế nhằm đánh giá tầm ảnh hưởng của các nguồn thông tin khác nhau đến mỗi nhà đầu tư cá nhân. Các đáp án được sắp xếp theo thứ tự giảm dần mức độ công khai của thông tin. Kết quả nhận được cho thấy có 52% số nhà đầu tư dựa chủ yếu vào nguồn thông tin chính thống từ báo đài và truyền thông trong quá trình đầu tư; 24% số nhà đầu tư coi các diễn đàn đầu tư là nguồn thông tin chủ đạo; chỉ 9% coi phân tích của chuyên gia là thông tin tham khảo chính; và 15% tin tưởng vào thông tin riêng từ bạn bè và người thân. Như vậy, các nguồn thông tin công khai vẫn đóng vai trò quan trọng nhất đối với số đông nhà đầu tư, tuy nhiên ý kiến và xu hướng của những nhà đầu tư khác cũng rất được xem trọng.

Câu hỏi số 6 nhằm điều tra phản ứng của nhà đầu tư đối với thông tin mới được công bố, chúng tôi đưa ra trường hợp thông tin xấu để kiểm tra hiện tượng bám chắc tín niệm có thực sự hiện hữu hay không. Mức độ nhạy cảm của nhà đầu tư được chia làm ba nấc: không phản ứng (đáp án a), phản ứng ngay lập tức (đáp án b) và phản ứng chậm (đáp án c). Kết quả thu được cho thấy có 54% số nhà đầu tư phản ứng ngay lập tức (bán cổ phiếu có tin xấu),

41% chậm phản ứng và 5% nhà đầu tư bảo thủ sẽ không có phản ứng nào. Như vậy, hiện tượng bám chắc tín niệm phổ biến ở mức tương đối trong tâm lý các nhà đầu tư cá nhân.

Điều đáng chú ý là có sự tương quan giữa kết quả thu được ở câu hỏi số 6 và câu hỏi số 11. Thực hiện kiểm định Spearman và Kendall trên Stata để phân tích tích tính độc lập – phụ thuộc của hai tập đáp án và thu được:

Kiểm định Spearman:

Number of obs = 150

Spearman's rho = 0.3542

Test of H₀: Q6 and Q11 are independent

Prob > |t| = 0.0000

Với mức ý nghĩa $\alpha=0,05$, kiểm định cho thấy có cơ sở để bác bỏ H₀, nghĩa là kết quả hai câu hỏi 6 và 11 có sự tương quan với nhau. Hệ số Spearman dương phản ánh tương quan là cùng chiều. Mỗi liên hệ này có thể diễn giải là nhà đầu tư càng dựa nhiều vào những nguồn thông tin không công khai thì mức độ bảo thủ niềm tin của họ càng cao.

b. Quyết định mua bán chứng khoán

Hiện tượng tâm lý thiên lệch được coi là có tác động đáng kể nhất đối với hành vi mua bán của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam là hành vi bầy đàn. Câu hỏi số 7 được thiết kế nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của hiện tượng này. Kết quả cho thấy chỉ 26% nhà đầu tư tự tin và hành động dựa trên nghiên cứu và đánh giá của bản thân, 21% tham khảo lời khuyên của chuyên gia và các báo cáo khuyến nghị của các công ty chứng khoán để ra quyết định. Xu hướng của thị trường là một tiêu chuẩn kỹ thuật thường được nhiều nhà đầu tư chú ý, song xét trên quan điểm tâm lý hành vi, đây chính là việc quan sát và hành động theo số đông của nhà đầu tư. Kết quả điều tra đã phản ánh

có tới 38% nhà đầu tư dựa vào xu hướng thị trường và 15% nhà đầu tư tham khảo xu hướng của các nhà đầu tư khác khi đưa ra quyết định mua bán.

c. Quản lý danh mục đầu tư

Câu hỏi số 5 nhằm mục đích điều tra sơ bộ về sự phân bổ vốn của nhà đầu tư vào các khoản đầu tư ngắn hạn và dài hạn. Kết quả cho thấy có tới hơn 76% đối tượng khảo sát dành hơn một nửa vốn đầu tư để kiếm lời ngắn hạn. Qua đó, có thể thấy một xu hướng rõ ràng là ưu tiên cho việc kiếm lợi nhuận nhanh chóng từ các đợt sóng ngắn của thị trường.

Câu hỏi số 14 đưa ra trường hợp khi tổng nguồn vốn thay đổi theo chiều hướng tăng khi nhà đầu tư có lợi nhuận, liệu họ có tái phân bổ lợi nhuận với tỷ lệ thích hợp sang khoản mục đầu tư dài hạn hay không. Kết quả cho thấy phần lớn các nhà đầu tư lựa chọn giữ lại toàn bộ số lãi để tiếp tục với những đầu tư ngắn hạn, có tới 71% nhà đầu tư tham gia cuộc điều tra giữ lại toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư ngắn hạn, trong khi chỉ 29% phân bổ một phần sang đầu tư dài hạn. Điều này cho thấy rằng hiện tượng tính toán trí óc có thể là nguyên nhân của sự bất hợp lý này.

Câu hỏi số 16 nhằm mục đích kiểm chứng lại hiện tượng tính toán trí óc có thực sự hiện hữu phổ biến trong tâm lý nhà đầu tư cá nhân hay không. Tình huống được đưa ra là nhà đầu tư nắm trong tay hai cổ phiếu A và B có giá trị nội tại như nhau, chỉ khác ở chỗ cổ phiếu A sắp tiến hành chia cổ tức bằng tiền mặt, nhà đầu tư cần bán gấp cổ phiếu để thu tiền mặt. Kết quả điều tra cho thấy 86% nhà đầu tư chọn ưu tiên bán B mà không bán A cho thấy hiện tượng tính toán trí óc có ảnh hưởng tới họ. Kết quả này cho thấy sự bất hợp lý của nhà đầu tư trong quản lý danh mục là khá rõ ràng.

3.2.4. Mô hình đánh giá hiệu quả đầu tư chứng khoán ngắn hạn của các nhà đầu tư cá nhân

Qua những phân tích trên, có thể nhận thấy xu hướng đầu tư ngắn hạn chiếm phần chủ đạo trong hoạt động của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dưới đây là mô hình phân tích hiệu quả của các nhà đầu tư cá nhân khi tham gia đầu tư chứng khoán ngắn hạn.

Từ quan sát thực tế, hiệu quả trong hoạt động đầu tư ngắn hạn của nhà đầu tư có thể phụ thuộc vào một số yếu tố sau đây:

X1: Thái độ khi gặp thua lỗ, được thể hiện qua sự sẵn sàng chấp nhận cắt lỗ ở mức bao nhiêu phần

trăm. Đây là biến đại diện cho mức độ chấp nhận rủi ro khi thua lỗ của nhà đầu tư, một phần đại diện cho hiện tượng bảo thủ và bám chắc tín niệm.

X2: Kinh nghiệm đầu tư, là số năm đầu tư trên thị trường chứng khoán.

X3: Ảnh hưởng của tâm lý đám đông, được thể hiện qua đánh giá của nhà đầu tư về tỷ lệ ảnh hưởng của tin đồn, đột biến khối lượng giao dịch, sự tham khảo ý kiến của cộng đồng đầu tư trong các quyết định đầu tư.

X4: Lợi thế của nhà đầu tư chuyên môn, có giá trị bằng 1 nếu nhà đầu tư làm việc trong ngành chứng khoán, bằng 0 nếu là nhà đầu tư ngoài ngành.

X5: Tần suất giao dịch, là mức độ thường xuyên mua đi bán lại chứng khoán của nhà đầu tư, thể hiện qua số lượng giao dịch trung bình trong 1 tuần. Tần suất giao dịch có thể coi là thể hiện hiện tượng tự tin quá mức, nhà đầu tư càng tự tin thái quá vào trình độ của bản thân thì số giao dịch của họ càng nhiều.

Biến phụ thuộc (Y) trong mô hình là tỷ lệ thành công trong những quyết định đầu tư chứng khoán ngắn hạn của các nhà đầu tư cá nhân.

Hàm hồi quy tuyến tính tổng thể sẽ có dạng:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$$

Như vậy, với mức ý nghĩa 0,05, các giá trị Prob đều thấp hơn mức ý nghĩa 0,05 cho thấy giả thiết các hệ số góc và hệ số chặn bằng 0 bị bác bỏ, kiểm định F cũng có kết quả tương tự. Như vậy, các biến độc lập có ảnh hưởng tới biến phụ thuộc Y. Hệ số $R^2 > 0,8$ cho thấy mô hình khá phù hợp (Bảng 5).

Thông kê Durbin-Watson d nằm trong khoảng giá trị giữa dU và 4-dU (dU=1,854). Vì vậy, có thể kết luận mô hình không có tự tương quan âm hay dương.

Như vậy, mô hình phù hợp để đánh giá hiệu quả đầu tư ngắn hạn có thể được viết như sau:

$$Y = 74,49361 - 1,432792 * X_1 + 1,246283 * X_2 - 0,328388 * X_3 + 4,175432 * X_4 - 0,467721 * X_5$$

Mô hình hồi quy trên cho thấy tỷ lệ thành công trong đầu tư chứng khoán ngắn hạn tỷ lệ thuận với kinh nghiệm đầu tư và lợi thế chuyên môn; tỷ lệ nghịch với mức độ chấp nhận rủi ro khi thua lỗ, ảnh hưởng của tâm lý đám đông và tần suất giao dịch. Kết quả này cũng cho thấy tồn tại ảnh hưởng của các hiện tượng tâm lý dẫn đến hành vi phi lý trí của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán cũng như tác động xấu của chúng đến kết quả đầu tư ngắn hạn.

Bảng 5: Kết quả ước lượng hồi quy

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Included observations: 150 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	74.49361	4.764541	16.532847	0.0000
X1	-1.432792	0.292721	-10.578351	0.0000
X2	1.246283	0.331567	4.043892	0.0021
X3	-0.328388	0.067838	-3.237175	0.0000
X4	4.175432	1.477421	2.573915	0.0161
X5	-0.467721	0.148925	-4.454532	0.0005
R-squared	0.824512	F-statistic		245.1276
Adjusted R-squared	0.810457	Durbin-Watson stat		1.854314

(Nguồn: Tổng hợp bằng dữ liệu từ cuộc khảo sát)

4. Một số biện pháp giảm thiểu tác động của các hiện tượng tâm lý thiên lệch nhà đầu tư cá nhân

Các hiện tượng tâm lý thiên lệch được trình bày ở trên là kết quả được tích lũy lâu dài của quá trình ra quyết định của con người. Một số hiện tượng tâm lý này giúp đỡ chúng ta trong việc ra quyết định hàng ngày, tuy nhiên chúng có thể là không có ích cho việc đạt được thành công trong đầu tư. Thực tế cho thấy chúng ta không thể tránh né được các hiện tượng tâm lý thiên lệch trong đầu tư nhưng chúng ta nên nhận biết được chúng để có thể giảm thiểu những tác động xấu mà chúng có thể gây ra.

Đặt ra cam kết, mục tiêu, rà soát và phản hồi

Nhà đầu tư nên chính thức hóa các mục tiêu và yêu cầu đầu tư, áp dụng cho cả khi tự đầu tư hay đầu tư thông qua tư vấn. Việc làm này tạo ra một cam kết đầu tư, khi thị trường thay đổi và kéo theo cảm xúc thì cam kết đầu tư sẽ là công cụ để ngăn chặn các quyết định phi lý trí.

Nhà đầu tư nên đặt ra mục tiêu đầu tư, các mục tiêu đầu tư cần gắn liền với tình trạng tài chính của nhà đầu tư. Khi thị trường suy thoái, nhà đầu tư cần rà soát lại rủi ro và thu nhập của danh mục đầu tư

trong tổng thể bối cảnh tài chính của mình. Phương pháp này có thể hạn chế được tâm lý thiên lệch tự nhiên là không thích thiệt hại.

Ngoài ra, nhà đầu tư có thể sử dụng thông tin phản hồi để giảm thiểu những hành vi thiên lệch. Xem xét một cách cẩn trọng kết quả của các quyết định trong quá khứ có thể giúp nhà đầu tư học được cách kiểm soát và loại bỏ được các hành vi thiên lệch không có lợi.

Sử dụng danh sách kiểm tra

Việc sử dụng danh sách kiểm tra (*checklists*) được công nhận rộng rãi là hữu hiệu trong việc ra quyết định, đặc biệt là những quyết định quan trọng hay quyết định dưới một sức ép đáng kể. Một danh sách kiểm tra được lập bởi các kiến thức chuyên môn và được cô đọng dưới các hướng dẫn ngắn gọn để hành động. Sử dụng danh sách kiểm tra có thể hỗ trợ đầu tư tránh được các cạm bẫy của các hiện tượng tâm lý thiên lệch phổ biến như trường hợp đại diện, sẵn có, bảo thủ, tham khảo, quá tự tin...

Đặt câu hỏi “tại sao không?”

Nhà đầu tư thường có xu hướng ra quyết định một hành động rồi tìm lý do để kiểm chứng tính đúng đắn của hành động đó, điều này có thể bỏ qua các lý do

chống lại hành động. Nhà đầu tư có thể xây dựng một quy trình ra quyết định tốt hơn bằng cách đưa vào danh sách kiểm các câu hỏi như “tại sao không nên làm?” và “điều gì sẽ xảy ra nếu làm?”. Bằng

phương pháp này nhà đầu tư có thể quản lý và giảm thiểu được các tác động xấu của thiên lệch tâm lý bầy đàn, quá tự tin khi thị trường đi lên và không thích thiệt hại khi thị trường đi xuống. □

Tài liệu tham khảo

- Alpert, M., & Raiffa, H. (1982), ‘A progress report on the training of probability assessors’, in *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A. (ed.), Cambridge University Press, 294–305.
- Edwards, W. (1968), *Conservatism in human processing. Formal Representation of Human Judgment*, Wiley New York, 17-52.
- Fischhoff, B., Slovic, P. & Lichtenstein, S. (1977), ‘Knowing with certainty: the appropriateness of extreme confidence’, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3, 552–564.
- Goldberg, J. & von Nitzsch, R. (2001), *Behavioral Finance*, John Wiley & Sons.
- Heath, C. & Tversky, A. (1991), ‘Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty’, *Journal of Risk and Uncertainty*, 4(1), 5–28.
- Lord, C., Ross, L. & Lepper, M. (1979), ‘Biased Assimilation and Attitude Polarization: The effects of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence’, *Journal of Personality and Social Psychology*, 37, 2098-2109.
- Shefrin, H. (2002), *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*, Oxford University Press.
- Shefrin, H. & Statman, M. (1985), ‘The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence’, *Journal of Finance*, 40 (3), 777-790.
- Slovic, P. & Lichtenstein, S. (1971), ‘Comparison of Bayesian and regression approaches to the study of information processing in judgment’, *Organizational behavior and human performance*, 6(6), 649-744.
- Thaler, R. (1999), ‘Mental accounting matter’, *Journal of Behavioral decision making*, 12, 183-206.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974), ‘Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases’, *Science*, 185 (4157), 1124–1131.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1979), ‘Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk’, *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1991), ‘Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model’, *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1039-1061.
- Wagenaar, W.A. (1988), *Paradoxes of gambling behaviour*, Lawrence Erlbaum Associates Inc.
- Zielonka, P. (2004), ‘Technical analysis as the representation of typical cognitive biases’, *International Review of Financial Analysis*, 13(2), 217-225.

Thông tin tác giả:

***Phạm Sỹ Long**, Thạc sỹ.

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Quản trị kinh doanh, trường Đại học Kinh tế quốc dân

Email: phamsylong@gmail.com

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu của tác giả: Kinh tế học, tài chính, quản trị kinh doanh

****Hoàng Yến**, Phó giáo sư, Tiến sỹ.

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Kinh tế học, trường Đại học Kinh tế quốc dân

- Địa chỉ Email: hoangy@gmail.com