

# Sự ảnh hưởng của tự tin thái quá đến tần suất giao dịch và quyết định sử dụng đòn bẩy: Nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Việt Nam

## The impact of overconfidence on trading frequency and the decision to use financial leverage: A study in the Vietnamese stock market

Phùng Thái Minh Trang<sup>1\*</sup>, Đỗ Thị Thùy Linh<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Hoa Sen, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

<sup>2</sup>Công ty Cổ phần Chứng Khoán SSI, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

\*Tác giả liên hệ, Email: trang.phungthaiminh@hoasen.edu.vn

### THÔNG TIN

DOI:10.46223/HCMCOUJS.  
econ.vi.19.8.2898.2024

Ngày nhận: 08/08/2023

Ngày nhận lại: 25/01/2024

Duyệt đăng: 30/01/2024

Mã phân loại JEL:

D01; D10

Từ khóa:

kiến thức tài chính; nhà đầu tư cá nhân; sử dụng đòn bẩy; tần suất giao dịch; thị trường chứng khoán Việt Nam; tự tin thái quá

Keywords:

financial knowledge; stock market investors; use of financial leverage; trading frequency; Vietnam stock market; overconfidence

### TÓM TẮT

Kiến thức tài chính đóng vai trò quan trọng trong các quyết định tài chính. Tuy nhiên, các nghiên cứu về tự tin thái quá hoặc thiếu tự tin về kiến thức tài chính còn hạn chế. Do đó, nghiên cứu kiểm tra về hành vi thiên vị này. Sử dụng dữ liệu từ 210 nhà đầu tư cá nhân với ba phương pháp hồi quy đa biến, cấu trúc tuyến tính và hồi quy logit, nghiên cứu tìm thấy cả hai tự tin thái quá và thiếu tự tin về kiến thức tài chính đều ảnh hưởng trực tiếp đến tần suất giao dịch và ảnh hưởng gián tiếp đến sử dụng đòn bẩy. Kết quả hàm ý đến các nhà làm chính sách trong việc nâng cao nhận thức của nhà đầu tư, giúp tránh các hành vi thiên vị trong các quyết định tài chính và góp phần phát triển thị trường chứng khoán bền vững.

### ABSTRACT

Financial knowledge plays a vital role in economic decisions. However, research on overconfidence or underconfidence in financial knowledge is limited. Therefore, the study examines these behavioral biases. Using data on 210 individual investors with three methods of multivariate regression, structural equation model, and logit regression, the results show that over- and under-confidence in financial knowledge directly affect the trading frequency and indirectly affect the use of debt. The results have implications for policymakers in raising investor awareness, helping to avoid behavioral biases in financial decisions, and contributing to sustainable stock market development.

## 1. Giới thiệu

Thị trường tài chính là một trong những thị trường đóng góp chính cho sự phát triển kinh tế của một đất nước. Tại Việt Nam, vốn hóa Thị Trường Chứng Khoán (TTCK) tương đương 82% GDP (Thuế Nhà nước, 2023). Đặc biệt, thành phần tham gia chính của TTCK Việt Nam là Nhà Đầu Tư (NĐT) cá nhân trong nước chiếm 98%; so với tỷ lệ nhà đầu tư tổ chức trong nước chỉ 0.34% (Tạp chí Tài chính, 2022). Điều này cho thấy, hành vi đầu tư của NĐT cá nhân đóng vai trò quan trọng trong sự ổn định chung của TTCK Việt Nam. Quá tự tin (hay tự tin thái quá) là một trong những hành vi thiên lệch phổ biến trong đầu tư tài chính; được định nghĩa là sự quá tự tin vào khả năng của mình khi đưa ra quyết định đầu tư tài chính (Moore & Healy, 2008).

Tự tin thái quá thường xảy ra khi NĐT liên tục đạt tỷ suất sinh lời cao, đặc biệt trong thời gian ngắn; dẫn đến họ càng đầu tư mạo hiểm hơn và thất bại sau đó (Apergis, 2022; Barber & Odean, 2001; Kengatharan & Kengatharan, 2014). Tự tin thái quá cũng ảnh hưởng đến khối lượng mua hoặc bán nhiều hơn (Glaser & Weber, 2007); mức độ mua và bán tăng cao (Grinblatt & Keloharju, 2009; Kansal & Singh, 2018); dự đoán quá cao về tốc độ thay đổi giá (Parhi & Pal, 2022) và mất ổn định của TTCK (Kuranchie-Pong & Forson, 2022; Scheinkman & Xiong, 2003).

Kiến Thức Tài Chính (KTTC) đóng vai trò quan trọng đến quyết định đầu tư cổ phiếu. Cụ thể, cá nhân càng có KTTC càng tham gia TTCK (Kimball & Shumway, 2006; Van Rooij, Lusardi, & Alessie, 2011; Yoong, 2011). Tuy nhiên, quá tự tin về KTTC sẽ dẫn đến kết quả tiêu cực (Kim, Lee, & Hanna, 2020; Vörös & ctg., 2021; Xia, Wang, & Li, 2014; Xiao, Li, & Zhou, 2022). Tại TTCK Trung Quốc, Xia và cộng sự (2014) phát hiện rằng quá tự tin về KTTC ảnh hưởng mức độ tham gia TTCK. Ngoài ra, Nghiên cứu của Luu, Nguyen, Diep, và Duong (2023) cũng tìm thấy tự tin thái quá tác động đến quyết định đầu tư tại TTCK Việt Nam.

Quá tự tin (hoặc thiếu tự tin) về KTTC tồn tại trên các TTCK (Phan, Le, & Nguyen, 2020). Cụ thể, nghiên cứu của Phan và cộng sự (2020) báo cáo rằng, giữa ba TTCK Việt Nam, Singapore và Thái Lan, hành vi thiên lệch: tự tin thái quá xuất hiện tại TTCK Việt Nam và Singapore. Trong đó, NĐT Singapore tự tin thái quá hơn NĐT Việt Nam. Ngược lại, NĐT Thái Lan lại có xu hướng thiếu tự tin thay vì quá tự tin. Tuy nhiên, nghiên cứu về lĩnh vực này không nhiều, đặc biệt tại TTCK Việt Nam. Do đó, nghiên cứu đề xuất kiểm tra mối quan hệ giữa tự tin thái quá về KTTC đến mức độ giao dịch cổ phiếu và sử dụng đòn bẩy tại TTCK Việt Nam.

## **2. Cơ sở lý luận**

### **2.1. Lý thuyết tài chính hành vi**

Quyết định tài chính được giải thích bởi hai lý thuyết nền là chuẩn tắc và hành vi. Tuy nhiên, hai lý thuyết nền này có quan điểm trái chiều nhau. Tài chính chuẩn tắc (tài chính truyền thống) giả định rằng các nhà đầu tư được cung cấp thông tin đầy đủ để đưa ra quyết định, và do đó, họ không bị thiên lệch. Trong khi đó, theo tài chính hành vi, nhà đầu tư có thể bị thiên vị trong các quyết định bởi vì họ quá tự tin vào khả năng của mình (Kahneman & Tversky, 1979; Tversky & Kahneman, 1974).

Quá tự tin được định nghĩa bởi Moore và Healy (2008) theo ba cách: (i) đánh giá quá cao khả năng thực sự; (ii) đánh giá quá cao thành tích của mình so với người khác; (iii) niềm tin về độ chính xác quá cao (Moore & Healy, 2008). Người quá tự tin cũng có xu hướng đánh giá quá cao khả năng và kiến thức của bản thân nhưng lại đánh giá thấp kiến thức của người khác (Parhi & Pal, 2022).

Quá tự tin (hoặc thiếu tự tin) là một trong số hành vi thiên vị thuộc nhóm kinh nghiệm (heuristics biases) (Kahneman & Tversky, 1979; Tversky & Kahneman, 1974). Kahneman và Tversky (1979) khẳng định rằng, trong điều kiện rủi ro và không chắc chắn, quyết định dựa vào kinh nghiệm (heuristics) là công cụ hiệu quả giúp đưa ra quyết định. Tuy nhiên, hành vi thiên vị dựa vào kinh nghiệm (như tự tin thái quá) gây ra một số hậu quả như nắm giữ danh mục đầu tư không đa dạng và thua lỗ trong đầu tư (Apergis, 2022; Barber & Odean, 2001; Kuranchie-Pong & Forson, 2022).

Trong nghiên cứu này, tự tin thái quá về Kiến Thức Tài Chính (KTTC) theo định nghĩa cách thứ nhất của Moore và Healy (2008) là niềm tin về KTTC (KTTC chủ quan) cao hơn so với kiến thức thực sự (KTTC khách quan). Một vài nghiên cứu thực nghiệm như Xia và cộng sự (2014); Xiao và cộng sự (2022) đã đo lường tự tin thái quá về KTTC dựa vào định nghĩa này. Cụ

thể, tự tin thái quá sẽ xảy ra nếu điểm trung bình của KTTC chủ quan cao hơn KTTC khách quan, và thiếu tự tin nếu ngược lại. Bên cạnh đó, Xia và cộng sự (2014) tìm thấy tự tin thái quá về KTTC tác động cùng chiều với tần suất giao dịch trên thị trường chứng khoán Trung Quốc. Xiao và cộng sự (2022) tìm thấy tự tin thái quá về KTTC có ảnh hưởng cùng chiều với xác suất trở thành nạn nhân của gian lận trong đầu tư. Tuy nhiên, không nhiều nghiên cứu về tự tin thái quá (hoặc thiếu tự tin) về KTTC. Đặc biệt, không có nghiên cứu nào tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Do đó, nghiên cứu đề nghị một số giả thuyết về hành vi thiên vị này.

## 2.2. Sơ lược nghiên cứu

Nghiên cứu trước đây đã tìm thấy tự tin thái quá ảnh hưởng đến giao dịch quá mức (Barber & Odean, 2001), sở hữu danh mục không đa dạng (Benartzi, 2001), tiếp nhận thông tin mới (phản ứng thái quá) (Said, Rehman, Ullah, & Khan, 2021), tỷ lệ đầu tư cổ phiếu (Longjie & Anfeng, 2017), bong bóng trong đầu cơ (Scheinkman & Xiong, 2003), tỷ suất lợi nhuận (Apergis, 2022; Parhi & Pal, 2022), quyết định lựa chọn cổ phiếu đầu tư (Azam, Hashmi, Hawaldar, Alam, & Baig, 2022) và thị trường biến động mạnh (Kuranchie-Pong & Forson, 2022).

Một số nghiên cứu cũng tìm thấy tự tin thái quá về KTTC có tác động đến các quyết định tài chính. Cụ thể, tại Mỹ, tự tin thái quá về KTTC có ảnh hưởng đến nợ quá hạn (Kim & ctg., 2020) và hài lòng về tài chính (Pearson & Korankye, 2022). Tại nước Hungary, tự tin thái quá về KTTC có ảnh hưởng đến phúc lợi tài chính (Vörös & ctg., 2021). Tại các nước Châu Á như Trung Quốc, tự tin thái quá về KTTC (*QUATUTIN*) có ảnh hưởng đến tần suất giao dịch (Xia & ctg., 2014), tìm kiếm nhà tư vấn tài chính (Porto & Xiao, 2016) và đầu tư lừa đảo (Xiao & ctg., 2022). Tại Nhật, Yeh và Ling (2022) tìm thấy đối với các cá nhân có KTTC thấp, tự tin thái quá tác động đến việc tham gia các hoạt động tài chính. Trái lại, các cá nhân có KTTC cao, sự thiếu tự tin lại làm giảm sự tham gia này. Tuy nhiên, có rất ít nghiên cứu về mối quan hệ giữa *QUATUTIN*, tần suất giao dịch và sử dụng đòn bẩy trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Do đó, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết như sau:

*H1: Càng tự tin thái quá về kiến thức tài chính càng giao dịch cổ phiếu*

*H2: Càng tự tin thái quá về kiến thức tài chính càng sử dụng đòn bẩy để đầu tư cổ phiếu*

Bên cạnh đó, các nghiên cứu cũng tìm thấy tần suất giao dịch có ảnh hưởng đến quyết định tài chính. Cụ thể, tần suất giao dịch ảnh hưởng đến lợi nhuận trên thị trường chứng khoán London (Florackis, Gregoriou, & Kostakis, 2011); biến động lợi nhuận (Xue & Gençay, 2012); chênh lệch giá cổ phiếu cuối ngày (Aitken, Cumming, & Zhan, 2015) và biến động giá cực mạnh (Brogaard & ctg., 2018). Dựa vào kết quả nghiên cứu trước, tần suất giao dịch có thể liên quan đến các quyết định rủi ro, do đó giả thuyết được đề nghị như sau:

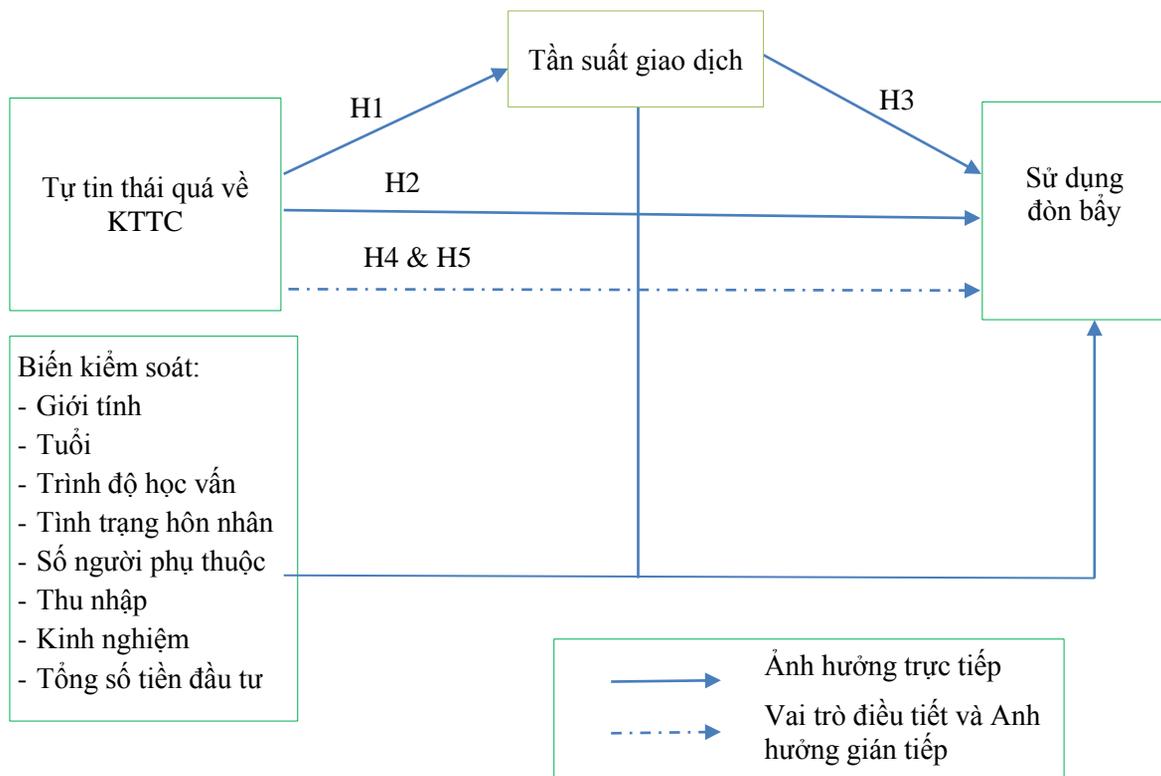
*H3: Càng giao dịch cổ phiếu càng sử dụng đòn bẩy*

Tự tin thái quá ảnh hưởng đến mức độ giao dịch (Barber & Odean, 2001; Said & ctg., 2021). Mặt khác, mức độ giao dịch cũng tác động đến quyết định đầu tư cổ phiếu (Aitken & ctg., 2015; Brogaard & ctg., 2018; Florackis & ctg., 2011). Tuy nhiên, mức độ giao dịch giữ vai trò điều tiết và trung gian trong các quyết định tài chính chưa được khám phá. Do đó, nghiên cứu đề nghị kiểm tra các giả thuyết:

*H4: Mức độ giao dịch điều tiết mối quan hệ giữa tự tin thái quá và sử dụng đòn bẩy*

*H5: Mức độ giao dịch là trung gian kết nối mối quan hệ giữa tự tin thái quá và sử dụng đòn bẩy*

Mô hình nghiên cứu được trình bày trong Hình 1:



**Hình 1.** Mô hình nghiên cứu

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Quy trình khảo sát và phương pháp

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng và dữ liệu được thu thập thông qua khảo sát trực tuyến với nền tảng “Google Form” đến các nhà đầu tư cá nhân đang giao dịch trên TTCK Việt Nam.

Quá trình khảo sát được thực hiện thông qua 02 giai đoạn: (i) khảo sát thử nghiệm 50 NĐT cá nhân ( $N = 50$ ) để kiểm tra độ tin cậy của các biến (thang đo); (ii) khảo sát chính thức đến 210 NĐT cá nhân đang tham gia TTCK Việt Nam ( $N = 210$ ). Thời gian khảo sát từ 12/2022 đến 02/2023 với sự trợ giúp của các công ty chứng khoán như SSI, HSC, Rồng Việt, Yuanta và MBS.

Nghiên cứu kiểm tra các giả thuyết thông qua ba phương pháp hồi quy đa biến (OLS), thứ tự logit (Logit) và cấu trúc tuyến tính (SEM) và phần mềm được sử dụng là SPSS và AMOS. Bên cạnh đó, mô tả dữ liệu và kiểm định về hệ số tương quan được thực hiện trước khi kiểm tra các giả thuyết.

#### 3.2. Cấu trúc biến và nguồn gốc thang đo

Mô hình tổng quát bao gồm 10 biến. Trong đó, tự tin thái quá về KTTC là biến độc lập chính là (*QUATUTIN*). Sử dụng đòn bẩy là biến phụ thuộc chính. Biến trung gian là Tần suất giao dịch. Bảy biến kiểm soát là giới tính, tuổi, trình độ học vấn, tình trạng hôn nhân, thu nhập, kinh nghiệm, yếu thích rủi ro, kiến thức tài chính.

KTTC khách quan có nguồn gốc từ thang đo của (Xia & ctg., 2014) với 06 câu. Câu hỏi để đo lường KTTC chủ quan là “*mức độ tự tin của bạn về câu trả lời đúng?*” với 1 là hoàn toàn không tự tin và 5 là hoàn toàn tự tin. Các nghiên cứu như Moore và Healy (2008); Xia và cộng sự (2014); Xiao và cộng sự (2022) cũng sử dụng câu hỏi này để đo lường KTTC chủ quan.

Tự tin thái quá về KTTC được đo lường dựa vào nghiên cứu của Xia và cộng sự (2014). Mức độ tự tin về KTTC được chia thành 04 nhóm. Nhóm 1: mức độ tự tin ngây thơ khi cả hai KTTC chủ quan và khách quan đều thấp hơn mức trung bình. Nhóm 2: thiếu tự tin khi KTTC chủ quan thấp nhưng KTTC khách quan cao hơn mức trung bình. Nhóm 3: mức độ tự tin (năng lực) khi cả hai KTTC chủ quan và khách quan đều cao hơn mức trung bình. Nhóm 4: tự tin thái quá khi KTTC chủ quan cao nhưng KTTC khách quan thấp hơn mức trung bình.

## 4. Kết quả

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày mô tả dữ liệu (N = 210). Trong đó, NĐT nam chiếm 43% và nữ chiếm 57%, 60% độc thân và 40% có gia đình hoặc từng có gia đình. Điều này giải thích 66% NĐT không có con. Đa số NĐT trẻ từ 25 đến 35 chiếm 53%; do đó giải thích được 68% NĐT có kinh nghiệm đầu tư dưới 03 năm. 82% NĐT đã tốt nghiệp Đại học/Cao đẳng; 43% có thu nhập trung bình tháng từ 10 triệu tới 30 triệu; và 62% có tổng vốn đầu tư dưới 200 triệu.

Nhà đầu tư (37%) giao dịch cổ phiếu từ 01 đến 03 lần một tháng và 24% sử dụng đòn bẩy dưới 50%. 25% NĐT có mức độ tự tin (ngây thơ) và 18% là tự tin (năng lực); 33% thiếu tự tin và 24% có xu hướng tự tin thái quá.

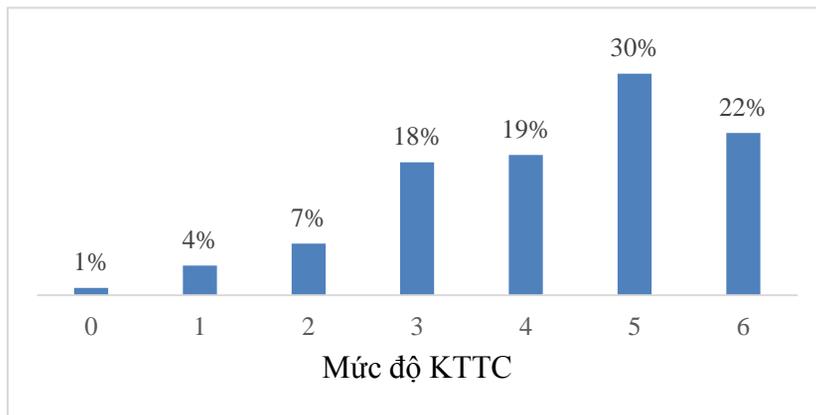
**Bảng 1**

Thống kê mô tả

Diễn giải	Số lượng	%
<b>1. Giới tính</b>		
Nam (= 1)	90	42.9%
Nữ	120	57.1%
<b>2. Tuổi</b>		
< 25	51	24.3%
25 - 35	112	53.3%
36 - 45	32	15.2%
46 - 55	11	5.2%
56 hoặc hơn	4	1.9%
<b>3. Hôn nhân</b>		
Kết Hôn (= 1)	84	40.0%
Độc Thân	126	60.0%
<b>4. Số lượng con</b>		
Không có	138	65.7%
1 con	24	11.4%
2 con	36	17.1%
3 con	12	5.7%
<b>5. Học vấn</b>		
Trung học cơ sở hoặc thấp hơn	9	4.3%
Đại học/Cao đẳng	172	81.9%
Thạc sĩ hoặc cao hơn	29	13.8%

<b>Diễn giải</b>	<b>Số lượng</b>	<b>%</b>
<b>6. Thu nhập (VND)/ tháng</b>		
< 10 triệu	56	26.7%
10 - < 30 triệu	91	43.3%
30 - < 50 triệu	34	16.2%
50 - < 100 triệu	20	9.5%
Từ 100 triệu trở lên	9	4.3%
<b>7. Kinh nghiệm đầu tư</b>		
< 03 năm	142	67.6%
03 - < 05 năm	28	13.3%
05 - < 10 năm	22	10.5%
10 năm hoặc hơn	18	8.6%
<b>8. Tổng số vốn đầu tư</b>		
< 200 triệu	130	61.9%
200 - < 500 triệu	40	19.0%
500 - < 01 tỷ	12	5.7%
01 - 03 tỷ	11	5.2%
> 03 tỷ	17	8.1%
<b>9. Tần suất giao dịch cổ phiếu</b>		
Ít hơn một năm một lần	17	8.1%
01 - 03 lần/năm	21	10.0%
01 - 02 lần/quý	24	11.4%
01 - 03 lần/tháng	78	37.1%
01 - 06 lần/tuần	41	19.5%
Ít nhất một lần một ngày	29	13.8%
<b>10. Mức độ tự tin</b>		
Tự tin (ngây thơ)	52	25.0%
Tự tin (năng lực)	38	18.0%
Thiếu tự tin	70	33.0%
Quá tự tin	50	24.0%
<b>11. Tỷ lệ sử dụng nợ</b>		
Không vay nợ (100% vốn)	97	46.2%
< 50%	50	23.8%
50%	21	10.0%
> 50% - <100%	27	12.9%
100% nợ	15	7.1%

Hình 2 liên quan đến KTTC của NĐT cá nhân. NĐT nhìn chung có KTTC khách quan trung bình khá (Mean = 4.2/6). Trong đó, 22% đạt điểm cao nhất (tuyệt đối); 30% NĐT đạt 5/6 điểm; 19% đạt 4/6 điểm; 18% đạt 3/6 điểm và 12% đạt dưới trung bình từ 0 đến 2 điểm. Nhìn chung, đa số NĐT có KTTC khách quan mức độ 5/6. So với kết quả của nghiên cứu trước như Xia và cộng sự (2014), phần lớn NĐT Trung Quốc có KTTC khách quan đạt điểm 3/6 và 4/6.



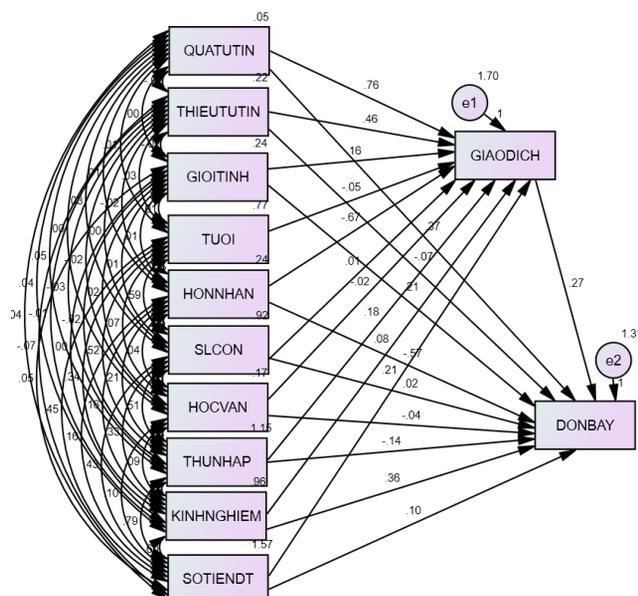
**Hình 2.** Kiến thức tài chính khách quan của nhà đầu tư

## 4.2. Kết quả

### 4.2.1. Các yếu tố ảnh hưởng đến tần suất giao dịch

Nghiên cứu phát triển 03 mô hình từ 1 - 3 (xem Bảng 2 và Hình 3) để kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến tần suất giao dịch (*GIAODICH*). Trong đó, mô hình 1 sử dụng phương pháp OLS, mô hình 2 (Logit) và mô hình 3 (SEM). Kết quả được trình bày trong Bảng 2, *QUATUTIN*, *THIEUTUTIN* hoặc cả hai *QUATHIEUTUTIN* đều ảnh hưởng cùng chiều với *GIAODICH* cho cả 04 mô hình.

*GIAODICH* có mối quan hệ với *QUATUTIN* với hệ số hồi quy là 0.761\*\* và với *THIEUTUTIN* là 0.458\*\*; nghĩa là, càng tự tin thái quá (hoặc càng thiếu tự tin) thì càng giao dịch cổ phiếu thường xuyên. Bên cạnh đó, một vài nhân khẩu học như *HONNHAN* và *SOTIENDT* cũng có ảnh hưởng đến *GIAODICH*. Nhà đầu tư đã lập gia đình có tần suất giao dịch ít hơn nhà đầu tư độc thân. Cá nhân có số tiền đầu tư càng lớn càng giao dịch cổ phiếu thường xuyên.



**Hình 3.** Mô hình cấu trúc tuyến tính

**Bảng 2**

Các yếu tố ảnh hưởng đến tần suất giao dịch

	(1) <b>OLS</b>	(2) <b>Logit</b>	(3) <b>SEM</b>
<i>QUATUTIN (= 1)</i>	0.761 (1.664)*		0.761 (1.706)*
<i>QUATUTIN (0 so với 1)</i>		-1.646 (5.988)**	
<i>THIEUTUTIN (= 1)</i>	0.458 (2.216)**		0.458 (2.271)**
<i>THIEUTUTIN (0 sv 1)</i>		-0.640 (4.915)**	
<i>GIOITINH (Nam = 1)</i>	0.158 (0.826)		0.158 (0.846)
<i>GIOITINH (0 sv 1)</i>		-0.218 (0.684)	
<i>TUOI</i>	-0.046 (-0.281)		-0.046 (-0.288)
<i>TUOI (&lt; 25 vs ≥ 56)</i>		0.890 (0.462)	
<i>HONNHAN (= 1)</i>	-0.668 (-2.278)**		-0.668 (-2.334)***
<i>HONNHAN (0 sv 1)</i>		0.958 (3.923)**	
<i>SLCON</i>	0.014 (0.083)		0.014 (0.085)
<i>SLCON (0 sv ≥ 3)</i>		-0.075 (0.009)	
<i>HOCVAN</i>	-0.021 (-0.087)		-0.021 (-0.089)
<i>HOCVAN (THPT sv Cao học)</i>		-0.007 (0.000)	
<i>THUNHAP</i>	0.179 (1.397)		0.179 (1.432)

	(1) OLS	(2) Logit	(3) SEM
<i>THUNHAP</i> (< 10 sv ≥ 100 triệu/tháng)		-1.593 (2.977)*	
<i>KINHNGHIEM</i>	0.084 (0.706)		0.084 (0.724)
<i>KINHNGHIEM</i> (< 3 - ≥ 10 năm)		-0.550 (0.693)	
<i>SOTIENDT</i>	0.209 (2.158)**		0.209 (2.212)**
<i>SOTIENDT</i> (< 200 triệu sv > 3 tỷ)		-1.140 (3.112)*	
Hệ số chặn	3.128***	536.77***	
Hệ số R <sup>2</sup> điều chỉnh/Pseudo R <sup>2</sup> / R <sup>2</sup>	0.098	0.193	0.141
Hệ số F thay đổi/Chi-square	3.272***	749.01**	1.861
Bậc tự do	10	1	1

\*: p < 10%; \*\* p < 5%; \*\*\* p < 1%. Biến phụ thuộc: Tần suất giao dịch (*GIAODICH*)  
 SEM mô hình phù hợp: GFI: 0.999; NFI: 0.997; TLI: 0.916; RMSEA: 0.064  
 QUATUTIN: tự tin thái quá; THIEUTUTIN: thiếu tự tin; GIOITINH: giới tính; TUOI: tuổi; HONNHAN: hôn nhân;  
 SOLUONGCON: số lượng con; HOCVAN: học vấn; THUNHAP: thu nhập; KINHNGHIEMĐT: Kinh nghiệm đầu  
 tư; SOTIENDT: Số tiền đầu tư; Hệ số t trong ngoặc đơn

#### 4.2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến sử dụng đòn bẩy

Nghiên cứu phát triển 04 mô hình 1 - 4 để kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến sử dụng đòn bẩy. Mô hình 1 và 3 sử dụng phương pháp OLS và mô hình 2 và 4 (SEM). Trong đó, tác động trực tiếp của các biến (mô hình 1 và 2), vai trò điều tiết của *GIAODICH* (mô hình 3) và vai trò trung gian của *GIAODICH* (mô hình 4).

Kết quả được trình bày trong Bảng 3, cho thấy *GIAODICH* ảnh hưởng đến *DONBAY* tại 0.273\*\*\* (xem mô hình 1). Liên quan đến nhân khẩu học, *HONNHAN* và *KINHNGHIEM* có ảnh hưởng đến sử dụng đòn bẩy. Cụ thể, nhà đầu tư độc thân có xu hướng sử dụng đòn bẩy cao hơn nhà đầu tư đã lập gia đình. Cá nhân càng có kinh nghiệm đầu tư càng sử dụng đòn bẩy trong đầu tư cổ phiếu.

Bên cạnh đó, *GIAODICH* cũng có vai trò điều tiết và trung gian. (i) Trong vai trò điều tiết, *GIAODICH* x *QUATUTIN* có ảnh hưởng đến *DONBAY* tại 0.143\* (xem mô hình 3); nghĩa là nhà đầu tư tự tin thái quá càng giao dịch thường xuyên càng sử dụng đòn bẩy.

(ii) Trong vai trò trung gian (xem mô hình 4), *QUATUTIN* (*THIEUTUTIN*) tác động đến *GIAODICH*, và sự tác động này ảnh hưởng đến *DONBAY*. Cụ thể, *QUATUTIN* -> *GIAODICH* -> *DONBAY* tại 0.209\*\*; và *THIEUTUTIN* -> *GIAODICH* -> *DONBAY* tại 0.125\*. Kết quả nghĩa là nhà đầu tư tự tin thái quá (hoặc thiếu tự tin) có xu hướng giao dịch cổ phiếu thường xuyên, và điều này khiến họ sử dụng đòn bẩy.

**Bảng 3**

Các yếu tố ảnh hưởng đến sử dụng đòn bẩy

	(1) OLS	(2) SEM	(3) OLS (Điều tiết)	(4) SEM (Trung gian)
<i>QUATUTIN (= 1)</i>	0.297 (0.738)	0.367 (0.940)	-0.099 (-0.219)	
<i>THIEUTUTIN (= 1)</i>	-0.028 (-0.154)	-0.068 (-0.386)	-0.012 (-0.066)	
<i>GIAODICH</i>	0.273 (4.400)***	0.274 (4.528)***	0.263 (4.084)***	
<i>QUATUTIN x GIAODICH</i>			0.143 (1.881)*	
<i>THIEUTUTIN x GIAODICH</i>			-0.001 (-0.015)	
<i>QUATUTIN-&gt; GIAODICH-&gt; DONBAY</i>				0.209**
<i>THIEUTUTIN-&gt;GIAODICH-&gt;DONBAY</i>				0.125**
<i>GIOITINH (Nam = 1)</i>	0.215 (1.283)	0.207 (1.263)	0.219 (1.305)	
<i>TUOI</i>	-0.189 (-1.331)		-0.196 (-1.383)	
<i>HONNHAN (= 1)</i>	-0.522 (-2.012)**	-0.571 (-2.270)**	-0.547 (-2.112)**	
<i>SLCON</i>	0.101 (0.683)	0.023 (0.177)	0.106 (0.722)	
<i>HOCVAN</i>	-0.023 (-0.111)	-0.037 (-0.180)	-0.03 (-0.142)	
<i>THUNHAP</i>	-0.11 (-0.977)	-0.144 (-1.346)	-0.095 (-0.839)	
<i>KINHNGHIEM</i>	0.367 (3.528)***	0.36 (3.544)***	0.357 (3.426)***	
<i>SOTIENDT</i>	0.112 (1.308)	0.101 (1.213)	0.120 (1.410)	
Hệ số chặn	0.957***		0.986***	
Hệ số R <sup>2</sup> điều chỉnh/ R <sup>2</sup>	0.199	0.234	0.205	
Hệ số F thay đổi/Chi-square	5.712	1.861	5.149***	
Bậc tự do	11	1	13	

\*: p < 10%; \*\*: p < 5%; \*\*\* p < 1%. Biến phụ thuộc: Sử dụng đòn bẩy (DONBAY). Hệ số t trong ngoặc. Chú thích các biến xem Bảng 2

### 4.3. Thảo luận

Nghiên cứu đã kiểm tra 05 giả thuyết và kết quả được trình bày trong Bảng 4. Đối với H1, nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ giữa *QUATUTIN* với *GIAODICH*. Nghĩa là, nhà đầu tư tự tin thái quá có xu hướng giao dịch thường xuyên, và do đó, H1 được chấp nhận. Kết quả này cũng đồng nhất với các nghiên cứu trước (Barber & Odean, 2001; Longjie & Anfeng, 2017; Xia & ctg., 2014). Cụ thể, Xia và cộng sự (2014) tìm thấy càng tự tin thái quá, càng tham gia thị trường chứng khoán Trung Quốc.

Liên quan đến H3, *GIAODICH* ảnh hưởng cùng chiều với *DONBAY*; đó là, nhà đầu tư giao dịch càng thường xuyên càng sử dụng đòn bẩy. Kết quả này đóng góp thêm vào kho tàng lý thuyết về hành vi tài chính rủi ro, cùng với các nghiên cứu trước như tần suất giao dịch gây ra biến động mạnh về giá cổ phiếu (Brogaard & ctg., 2018) hay lợi nhuận biến động mạnh (Xue & Gençay, 2012).

Liên quan đến vai trò điều tiết và trung gian (H4 và H5), nghiên cứu cũng tìm thấy *GIAODICH* có cả vai trò điều tiết và trung gian trong mối quan hệ giữa *QUATUTIN* và *DONBAY*; vì vậy, H4 và H5 được chấp nhận. Kết quả này cho thấy vai trò quan trọng của *GIAODICH* trong các quyết định tài chính, và đóng góp vào kho tàng lý thuyết về tự tin thái quá và các quyết định rủi ro.

Tuy nhiên, giả thuyết H2 bị bác bỏ vì không giải thích được mối quan hệ giữa *QUATUTIN* và *DONBAY*. Kết quả này không đồng nhất với các nghiên cứu trước, như *QUATUTIN* tác động đến nợ quá hạn (Kim & ctg., 2020); đầu tư lừa đảo (Xiao & ctg., 2022). Một lý do để giải thích mối quan hệ H2 không có ý nghĩa thống kê. Đó là, cá nhân tự tin thái quá có thể sẽ không sử dụng đòn bẩy nếu họ không tham gia thị trường chứng khoán. Điều này được xác nhận khi nghiên cứu tìm thấy vai trò điều tiết và trung gian của *GIAODICH* giải thích được mối quan hệ giữa *QUATUTIN* và *DONBAY*.

### Bảng 4

Kết quả các giả thuyết

Giả thuyết		Kết quả
H1	<i>QUATUTIN</i> -> <i>GIAODICH</i>	Chấp nhận
H2	<i>QUATUTIN</i> -> <i>DONBAY</i>	Bác bỏ
H3	<i>GIAODICH</i> -> <i>DONBAY</i>	Chấp nhận
H4	<i>QUATUTIN</i> x <i>GIAODICH</i> -> <i>DONBAY</i>	Chấp nhận
H5	<i>QUATUTIN</i> -> <i>GIAODICH</i> -> <i>DONBAY</i>	Chấp nhận

Chú thích: Các biến xem Bảng 2

### 5. Kết luận, hàm ý quản trị và đề nghị nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng 03 phương pháp OLS, Logit và SEM để kiểm tra các giả thuyết. Kết quả tìm thấy rằng *QUATUTIN* ảnh hưởng trực tiếp đến *GIAODICH* và gián tiếp đến *DONBAY* thông qua vai trò điều tiết và trung gian của *GIAODICH*. Bốn trong năm giả thuyết được chấp nhận.

Nghiên cứu có một số hàm ý quản trị. Nhà đầu tư nên chú ý và kiểm soát mức độ tự tin về KTTT khi tham gia thị trường chứng khoán bởi vì tự tin thái quá (hoặc thiếu tự tin) đều dẫn đến các quyết định mạo hiểm. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng quan tâm đến tần suất giao dịch cổ phiếu bởi vì hành vi này ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định sử dụng đòn bẩy. Đặc biệt, khi

TTCK đang trong thời kỳ suy thoái, việc sử dụng đòn bẩy cao có thể dẫn đến vỡ nợ hoặc phá sản. Các nhà làm chính sách cần có thêm các hội thảo và các khóa huấn luyện về đầu tư chứng khoán và sử dụng đòn bẩy hiệu quả. Các nhà hoạch định nên đưa ra các mức nợ khác nhau (tỷ lệ đòn bẩy) tùy thuộc vào điều kiện thị trường đang phát triển, bão hòa hay suy thoái.

Nghiên cứu cũng có một số hạn chế. Thứ nhất, mối quan hệ trực tiếp giữa tự tin thái quá (hoặc thiếu tự tin) và sử dụng đòn bẩy không có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, một số nhân khẩu học như giới tính, tuổi, học vấn cũng không ảnh hưởng đến tần suất giao dịch và sử dụng đòn bẩy. Do đó, các nghiên cứu sau nên kiểm tra lại các mối quan hệ này. Cuối cùng, mẫu quan sát nhỏ và phạm vi nghiên cứu giới hạn ở Việt Nam. Vì vậy, các nghiên cứu sau cần tăng thêm mẫu quan sát và mở rộng phạm vi nghiên cứu ngoài lãnh thổ Việt Nam.

### Tài liệu tham khảo

- Aitken, M., Cumming, D., & Zhan, F. (2015). High frequency trading and end-of-day price dislocation. *Journal of Banking & Finance*, 59, 330-349.
- Apergis, N. (2022). Overconfidence and US stock market returns. *Finance Research Letters*, 45, 1-5.
- Azam, M. Q., Hashmi, N. I., Hawaldar, I. T., Alam, M. S., & Baig, M. A. (2022). The Covid-19 pandemic and overconfidence bias: The case of cyclical and defensive sectors. *Risks*, 10(3), 1-15.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Benartzi, S. (2001). Excessive extrapolation and the allocation of 401 (k) accounts to company stock. *The Journal of Finance*, 56(5), 1747-1764.
- Brogaard, J., Carrion, A., Moyaert, T., Riordan, R., Shkilko, A., & Sokolov, K. (2018). High frequency trading and extreme price movements. *Journal of Financial Economics*, 128(2), 253-265.
- Florackis, C., Gregoriou, A., & Kostakis, A. (2011). Trading frequency and asset pricing on the London stock exchange: Evidence from a new price impact ratio. *Journal of Banking & Finance*, 35(12), 3335-3350.
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1-36.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of Finance*, 64(2), 549-578.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 47(2), 263-291.
- Kansal, P., & Singh, S. (2018). Determinants of overconfidence bias in Indian stock market. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(4), 381-394.
- Kengatharan, L., & Kengatharan, N. (2014). The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: Study on investors of Colombo stock exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 1-23.
- Kim, K. T., Lee, J., & Hanna, S. D. (2020). The effects of financial literacy overconfidence on the mortgage delinquency of US households. *Journal of Consumer Affairs*, 54(2), 517-540.

- Kimball, M., & Shumway, T. (2006). *Investor sophistication, and the participation, home bias, diversification, and employer stock puzzles*. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.
- Kuranchie-Pong, R., & Forson, J. A. (2022). Overconfidence bias and stock market volatility in Ghana: testing the rationality of investors in the Covid-19 era. *African Journal of Economic and Management Studies*, 13(1), 147-161.
- Longjie, X., & Anfeng, Z. (2017). The impact of managers overconfidence on corporate investment. *International Journal of Social Science and Humanity*, 7(2), 109-114.
- Luu, Q. T., Nguyen, L. D., Diep, V. N., & Duong, K. D. (2023). Behavioral factors influencing individual investors' decision making in Vietnam market. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 10(2), 264-280.
- Moore, D. A., & Healy, P. J. (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 115(2), 502-517.
- Parhi, S. P., & Pal, M. K. (2022). Impact of overconfidence bias in stock trading approach: A study of High Net worth Individual (HNI) stock investors in India. *Benchmarking: An International Journal*, 29(3), 817-834.
- Pearson, B., & Korankye, T. (2022). The association between financial literacy confidence and financial satisfaction. *Review of Behavioral Finance*, 15(6), 935-946.
- Phan, D. T. T., Le, T. V. H., & Nguyen, H. T. T. (2020). Overconfidence bias, comparative evidences between Vietnam and selected ASEAN countries. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 101-113.
- Porto, N., & Xiao, J. J. (2016). Financial literacy overconfidence and financial advice seeking. *Journal of Financial Service Professionals*, 70(4), 78-88.
- Said, B., Rehman, S. U., Ullah, R., & Khan, J. (2021). Investor overreaction and global financial crisis: A case of Pakistan stock exchange. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1-18.
- Scheinkman, J. A., & Xiong, W. (2003). Overconfidence and speculative bubbles. *Journal of Political Economy*, 111(6), 1183-1220.
- Shefrin, H. (2002). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Tạp chí Tài chính. (2022). *Năng lực của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Thực trạng và một số giải pháp cải thiện [Capacity of individual investors in the Vietnamese stock market: Current situation and some solutions for improvement]*. Truy cập ngày 10/05/2023 tại <https://tapchitaichinh.vn/nang-luc-cua-nha-dau-tu-ca-nhan-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-thuc-trang-va-mot-so-giai-phap-cai-thien.html>
- Thuế Nhà nước. (2023). *Vốn hoá thị trường chứng khoán Việt Nam tương đương 82% GDP [Vietnam's stock market capitalization is equivalent to 82% of GDP]*. Truy cập ngày 10/05/2023 tại <https://thuenhanuoc.vn/tapchi/chuyen-muc/tai-chinh-tien-te/61f313a6-b4d2-4f92-a0e2-7f08894cda6d>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131. doi:10.1126/science.185.4157.1124
- Van Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449-472.

- Vörös, Z., Szabó, Z., Kehl, D., Kovács, O. B., Papp, T., & Schepp, Z. (2021). The forms of financial literacy overconfidence and their role in financial well-being. *International Journal of Consumer Studies*, 45(6), 1292-1308.
- Xia, T., Wang, Z., & Li, K. (2014). Financial literacy overconfidence and stock market participation. *Social Indicators Research*, 119(3), 1233-1245.
- Xiao, X., Li, X., & Zhou, Y. (2022). Financial literacy overconfidence and investment fraud victimization. *Economics Letters*, 212, 1-5.
- Xue, Y., & Gençay, R. (2012). Trading frequency and volatility clustering. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 760-773.
- Yeh, T.-m., & Ling, Y. (2022). Confidence in financial literacy, stock market participation, and retirement planning. *Journal of Family and Economic Issues*, 43(1), 169-186.
- Yoong, J. (2011). Financial illiteracy and stock market participation: Evidence from the RAND American life panel. *Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace*, 76, Article 39.

