

Hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán Việt Nam và khuyến nghị chính sách

NGUYỄN ĐỨC HIỂN
TRẦN THỊ LAN HƯƠNG

Bài viết sử dụng mô hình CCK - mô hình phát triển bởi Chang, Cheng và Khorana (1999) để kiểm nghiệm hành vi bầy đàn trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh của thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ các bằng chứng về sự xuất hiện lệch lạc tâm lý do hành vi đầu tư theo bầy đàn, bài viết đề xuất các giải pháp và kiến nghị góp phần phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới.

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đã vận hành được 13 năm và trải qua những thăng trầm thể hiện qua sự biến động của chỉ số VNIndex. Những biến động trên TTCK Việt Nam thời gian qua cho thấy, việc nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư là hết sức cần thiết. Các bằng chứng về dấu hiệu thị trường “bong bóng” hoặc sụt giảm giá quá mức trong thời gian qua đã cho thấy, các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động một cách sáng suốt và khôn ngoan như mong đợi và có nhiều lệch lạc (bias) trong hành vi. Một trong những lệch lạc quan trọng nhất cần nhận diện, đó là lệch lạc do tâm lý đầu tư bầy đàn (herding).

1. Cơ sở lý luận về hành vi bầy đàn

Theo Bikhchandani, S và Sharma, S (2001), hành vi bầy đàn hay tâm lý bầy đàn là hành vi của một nhà đầu tư bắt chước hành động của các nhà đầu tư khác, hoặc tuân theo các chuyển động của thị trường thay vì dựa trên nguồn thông tin và chiến lược của chính nhà đầu tư. Theo nghĩa rộng, Nguyễn Đức Hiển và cộng sự (2012) cho rằng, hành vi bầy đàn trên TTCK có thể được hiểu là một sự hội tụ của hành vi khi các cá nhân đưa ra quyết định đầu tư cùng một chiều hướng trong một thời điểm nhất định. Hành vi bầy đàn có thể xuất hiện đối với cả nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân và là nguyên nhân chính gây ra những “bong bóng” hoặc khủng hoảng của TTCK.

Các học thuyết kinh tế cổ điển cho rằng: nhà đầu tư suy nghĩ và hành động một cách hợp lý khi mua hoặc bán cổ phiếu. Theo đó, những nhà đầu tư cụ thể được cho là sẽ vận dụng tất cả những thông tin hiện hữu trên mọi cấp độ (vĩ mô và TTCK, thông tin ngành, thông tin từ tổ chức niêm yết) để đưa ra những dự đoán hợp lý về tương lai, từ đó xác định giá trị của công ty hay sức khỏe chung của cả nền kinh tế. Tuy nhiên, các bằng chứng về “bong bóng” chứng khoán thế giới trong những năm 90 (thế kỷ XX) và các đợt khủng hoảng trong lịch sử phát triển của TTCK trên thế giới đã chứng minh rằng, các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động một cách sáng suốt, hợp lý và khôn ngoan như mong đợi. Thay vào đó, hành động của họ được dẫn dắt bởi cảm xúc cũng như tâm lý của đám đông các nhà đầu tư khác. Khi đó, lý thuyết thị trường hiệu quả (lý thuyết cốt lõi của tài chính chuẩn) không còn ý nghĩa và hậu quả là giá của chứng khoán lệch pha hơn nhiều so với giá trị thực của chứng khoán đó.

Theo Bikhchandani, S và Sharma, S (2001), hành vi bầy đàn tồn tại ở hai hình thái cơ bản là hành vi bầy đàn có chủ ý và hành vi bầy đàn không có chủ ý. Xét trên góc độ hành vi bầy đàn không có chủ ý hay còn gọi là hành vi bầy

Nguyễn Đức Hiển, TS.; Trần Thị Lan Hương, ThS.,
Trường đại học Kinh tế quốc dân.

đàn giả (spurious herding), Christie and Hwang (1995) đã định nghĩa hành vi bầy đàn: đó là khi các nhà đầu tư nhỏ lẻ loại bỏ những niềm tin của cá nhân và tiến hành các quyết định đầu tư chủ yếu dựa trên những hành vi mang tính tập thể của thị trường. Theo lý giải của Chang, Cheng và Khorana (1999), hành vi bầy đàn có thể được xem như hành vi thị trường không có chủ ý, khi mà các nhà đầu tư gạt bỏ những niềm tin trước đó của mình bằng việc mù quáng theo gót các nhà đầu tư khác. Ngược lại, hành vi bầy đàn có chủ ý là khi các cá nhân tin tưởng rằng nên sao chép các hành vi của nhà đầu tư khác, đồng thời không quan tâm các thông tin khác cũng như các đánh giá của bản thân về quyết định của mình.

Có nhiều công trình nghiên cứu về hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân trong hơn 20 năm qua. Trong số các công trình nghiên cứu về hành vi bầy đàn của nhà đầu tư tổ chức, tiêu biểu phải kể đến nghiên cứu của Grinblatt, Titman và Wermers (1997) về giao dịch của các quỹ tương hỗ trong 10 năm cho thấy thước đo tính bầy đàn LSV là 2,5; nghiên cứu của Wermers (1999) tìm thấy các mức độ bầy đàn cao trong các chứng khoán nhỏ và giao dịch của các quỹ định hướng tăng trưởng trong mẫu nghiên cứu từ năm 1975 đến năm 1994; nghiên cứu của Nofsinger và Sias (1999) về các giao dịch theo quán tính và tính bầy đàn đã phát hiện hành vi bầy đàn tồn tại trên thị trường chứng khoán của Mỹ; Sias (2004) nỗ lực giải quyết những ảnh hưởng của giao dịch theo quán tính và hành vi bầy đàn thông qua việc phân tích tỷ lệ mua của tổ chức qua các quý liên kế.

Về các công trình nghiên cứu về hành vi bầy đàn cá nhân có thể kể đến các công trình tiêu biểu của Choe, Kho và Stulz (1999), Kim và Wei (2002) nghiên cứu về hành vi bầy đàn trong thời kỳ khủng hoảng Châu Á cho phát hiện về tâm lý bầy đàn rất mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài trước khủng hoảng; Feng và Seacholes (2004) nghiên cứu về giao dịch

có tương quan của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường Trung Quốc; Kumar và Lee (2006) nghiên cứu về hành vi bầy đàn của 62.387 hộ gia đình ở Mỹ; Kaniel, Saar và Titman (2008) không nghiên cứu về hành vi tự bầy đàn mà nghiên cứu các giao dịch cá nhân trên Sở Giao dịch chứng khoán New York (NYSE), kết quả họ tìm thấy các nhà đầu tư cá nhân thường mua hoặc bán cùng nhau (tính bầy đàn).

Theo Nguyễn Đức Hiền và cộng sự (2012), nguyên nhân dẫn đến tâm lý bầy đàn được các nghiên cứu đúc kết do 3 nhóm chính: (i) yếu tố thông tin; (ii) danh tiếng; (iii) thù lao. Theo Bikhchandani, Hirshleifer và Welch (1992), Scharfstein và Stein (1990), do tính không chắc chắn của thông tin thị trường (nhà đầu tư không biết các thông tin là đúng hay sai, có bị chi phối, bóp méo không?) đẩy các nhà đầu tư đánh giá thông tin nhận được dựa vào quan sát hành động của các nhà đầu tư khác để giảm chi phí kiểm tra, đánh giá thông tin, loại bỏ bớt các khó khăn. Về nguyên nhân bầy đàn theo danh tiếng, Trueman (1994) cho rằng một nhà phân tích kém thường đưa ra dự báo tương tự như những dự báo mà những nhà phân tích trước đã thực hiện vì nó sẽ tốt hơn những gì họ có thể làm với các thông tin đã có, từ đó tạo ra hành vi bầy đàn với mục đích nhận được đánh giá tốt của các nhà đầu tư khác. Bầy đàn do thù lao thường xảy ra đối với các nhà quản lý quỹ đầu tư vì mức thù lao cho họ thường được trả theo tỷ suất sinh lợi của danh mục so với một tiêu chuẩn tham chiếu. Tiêu chuẩn này có thể chỉ là dựa vào chỉ số hoặc tỷ suất lợi nhuận của các nhà quản lý quỹ khác. Do đó họ thường quan sát các nhà đầu tư khác hoặc các tiêu chuẩn tham chiếu, làm theo những người khác hoặc theo các tiêu chuẩn để bắt chước, dẫn tới hành vi bầy đàn xuất hiện.

2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

2.1. Phương pháp nghiên cứu

Trên thế giới đã có nhiều phương pháp nghiên cứu về hành vi bầy đàn. Những phương pháp chính đã được sử dụng trong việc kiểm

định hành vi bầy đàn trên thị trường tài chính bao gồm:

- Lakonishok, Shleifer và Vishny (LSV) (1992) xây dựng cách thức tiếp cận hành vi bầy đàn dựa trên những tiêu chí từ những giao dịch được tiến hành bởi một tập hợp con của người tham gia thị trường trong một khoảng thời gian.

- Wermers (1995) đề xuất một phương pháp tiếp cận dựa trên thay đổi trong danh mục đầu tư (PCM) được thiết kế để nắm bắt cả định hướng và cường độ giao dịch của nhà đầu tư.

- Christie và Huang (CH) (1995) đề xuất phương pháp sai số chéo giữa lợi suất của các chứng khoán cá thể trong giai đoạn thị trường có những biến động mạnh về giá.

- Chang, Cheng và Khorana (CCK) (1999) gần đây đã đề xuất một biến thể của phương pháp CH, cho thấy rằng dựa theo các giả định CAPM, mô hình định giá tài sản hợp lý cho thấy độ phân tán của tỷ suất sinh lời, được đo bằng độ lệch tuyệt đối của sai số chuẩn chéo lợi nhuận, phải là một hàm tuyến tính với suất sinh lời của thị trường

- Nofsinger and Sias (1999) sử dụng phương pháp tiếp cận riêng khi nghiên cứu về hành vi bầy đàn và thông tin giao dịch phản hồi từ các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư có tổ chức, đã phát hiện hành vi bầy đàn tồn tại trên thị trường Mỹ. Ngoài ra, Caparrelli và cộng sự (2004) sử dụng một phương pháp khác để kiểm định hành vi bầy đàn phổ biến ở thị trường Italia. Để phân biệt thành vi bầy đàn có chủ ý và hành vi bầy đàn giả tạo, họ áp dụng một cách tiếp cận đã được đề xuất bởi Hwang và Salmon (2004). Cách tiếp cận này cho thấy rằng sẽ tồn tại hành vi bầy đàn có chủ định nếu quan sát được các biến thể không đáng kể trong sai số chéo của beta của các cổ phiếu riêng lẻ và beta của thị trường.

Mô hình sử dụng trong bài viết là dạng cải tiến của CCK- mô hình phát triển bởi Chang, Cheng và Khorana để kiểm nghiệm hành vi bầy đàn trên TTCK Việt Nam.

Mô hình CCK:

$$CSAD = \alpha + \beta_1 * \text{abs}(rm) + \beta_2 (rm)^2 + \xi$$

Trong đó: $CSAD = \text{Average abs}(ri - rm)$.

CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation) là độ phân tán trung bình, được tính bằng trung bình độ lệch tuyệt đối của các tỷ suất sinh lời theo ngày của các cổ phiếu trong danh mục so với tỷ suất sinh lời theo ngày của thị trường (chỉ số chứng khoán).

β_1 : Hệ số của biến $\text{abs}(rm)$ - mức sinh lời tuyệt đối của thị trường.

β_2 : Hệ số của biến $(rm)^2$, bình phương của mức sinh lời của thị trường.

ri : Tỷ suất sinh lời của cổ phiếu i .

rm : Tỷ suất sinh lời của thị trường, thể hiện qua tỷ suất sinh lời theo ngày của các chỉ số HNX Index và VN Index.

ξ : Lỗi ngẫu nhiên.

Trong bài viết, với mục đích là kiểm nghiệm hành vi bầy đàn, tác giả chỉ quan tâm đến hệ số β_2 . Theo như Chang, Cheng, và Khorana đã giải thích trong bài nghiên cứu của mình, khi thị trường biến động mạnh (thị trường đi lên hoặc đi xuống), nếu tồn tại hành vi bầy đàn giữa các nhà đầu tư (những người có xu hướng hành động và ra quyết định đầu tư dựa trên sự biến động và xu hướng của thị trường), độ phân tán của tỷ suất sinh lời, đo lường bởi CSAD sẽ giảm hoặc tăng với tốc độ giảm dần. Do đó, khi β_2 âm, nghĩa là tồn tại hành vi bầy đàn.

2.2. Dữ liệu nghiên cứu về hành vi bầy đàn

Dữ liệu sử dụng trong bài viết bao gồm có giá và khối lượng giao dịch của tất cả các cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh từ ngày giao dịch đầu tiên của từng cổ phiếu đến ngày 21-3-2012 và các chỉ số chứng khoán VN Index và Large Cap Index (chỉ số các cổ phiếu có vốn hóa lớn), Small Cap Index (chỉ số đại diện cho các cổ phiếu có vốn hóa nhỏ). Với mục đích tính mức sinh lời theo ngày của từng cổ phiếu, bài viết chỉ sử dụng giá đóng cửa của mỗi ngày giao dịch.

3. Bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của hành vi bầu đàn trên thị trường chứng khoán Việt Nam

- Kết quả kiểm định chung cho cả thời kỳ

Bảng 1 cho kết quả kiểm định tâm lý bầu đàn chung trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh như sau:

$$CSAD = 0,011795 + 0,759738 \cdot \text{abs}(\text{rm}) + (-17,45644) (\text{rm})^2.$$

BẢNG 1: Kết quả kiểm định tâm lý bầu đàn chung

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 10:13				
Sample: 1 2046				
Included observations: 2046				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011795	0.000307	38.38632	0.0000
ABS(RVNI)	0.759738	0.042721	17.78376	0.0000
RVNI^2	-17.45644	1.042920	-16.73804	0.0000
R-squared	0.134115	Mean dependent var		0.016206
Adjusted R-squared	0.133267	S.D. dependent var		0.007638
S.E. of regression	0.007111	Akaike info criterion		-7.052907
Sum squared resid	0.103304	Schwarz criterion		-7.044661
Log likelihood	7218.124	F-statistic		158.2174
Durbin-Watson stat	1.023085	Prob(F-statistic)		0.000000

Từ kết quả này, ta có thể rút ra các kết luận:

- Mô hình kiểm định tâm lý bầu đàn – CCK có ý nghĩa thống kê ở mức 1% do F stat ≈ 0 .

- Hệ số $\beta_2 = -17,45$ là mức âm khá mạnh, điều này chứng tỏ có bằng chứng cho sự tồn tại của hành vi bầu đàn trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX) giai

đoạn từ ngày 5-1-2004 tới ngày 21-3-2012.

- Kết quả kiểm định tâm lý bầu đàn tồn tại khi thị trường tăng điểm

Khi thị trường tăng điểm, bài viết thực hiện kiểm định mô hình CCK với điều kiện tỷ lệ sinh lợi (RVNI) là dương. Kết quả kiểm định thể hiện ở bảng 2:

$$CSAD = 0,012467 + 0,694477 \cdot \text{abs}(\text{rm}) + -15,96867 (\text{rm})^2$$

Bảng 2: Kết quả kiểm định hành vi bầu đàn khi thị trường tăng điểm

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 10:58				
Sample: 1 2046 IF RVNI>0				
Included observations: 1048				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012467	0.000440	28.34437	0.0000
ABS(RVNI)	0.694477	0.060321	11.51306	0.0000
RVNI^2	-15.96867	1.454816	-10.97642	0.0000
R-squared	0.112581	Mean dependent var		0.016484
Adjusted R-squared	0.110883	S.D. dependent var		0.007744
S.E. of regression	0.007302	Akaike info criterion		-6.998506
Sum squared resid	0.055717	Schwarz criterion		-6.984323
Log likelihood	3670.217	F-statistic		66.28612
Durbin-Watson stat	1.155398	Prob(F-statistic)		0.000000

Kết quả kiểm định cho thấy khi thị trường tăng điểm, trên sàn HSX tồn tại tâm lý bầy đàn khá mạnh với $\beta_2 = -15,96$.

• *Kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn tồn tại khi thị trường giảm điểm*

Kiểm định mô hình CCK để kiểm định

trong điều kiện tỷ lệ sinh lời của thị trường (RVNI) là âm cho kết quả như bảng 3 với kết quả ước lượng CSAD như sau:

$$CSAD = 0,011081 + 0,833711 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 19,23051(\text{rm})^2$$

BẢNG 3: Kết quả kiểm định hành vi bầy đàn khi thị trường giảm điểm

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/12 Time: 10:59				
Sample(adjusted): 3 2031 IF RVNI<0				
Included observations: 997 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011081	0.000429	25.83571	0.0000
ABS(RVNI)	0.833711	0.060528	13.77408	0.0000
RVNI^2	-19.23051	1.498884	-12.82989	0.0000
R-squared	0.160634	Mean dependent var		0.015921
Adjusted R-squared	0.158945	S.D. dependent var		0.007519
S.E. of regression	0.006896	Akaike info criterion		-7.112757
Sum squared resid	0.047269	Schwarz criterion		-7.097999
Log likelihood	3548.709	F-statistic		95.11334
Durbin-Watson stat	0.592905	Prob(F-statistic)		0.000000

Qua kết quả ước lượng CSAD ta thấy $\beta_2 = -19,23$, điều này chứng tỏ tâm lý bầy đàn xuất hiện trong điều kiện thị trường giảm điểm.

So sánh mức độ mạnh yếu của hành vi bầy đàn trong trường hợp thị trường tăng điểm và giảm điểm:

$$H_0: \beta_{1_{\text{rhsx}<0}} = \beta_{1_{\text{rhsx}>0}}, \beta_{2_{\text{rhsx}<0}} = \beta_{2_{\text{rhsx}>0}}$$

$$H_1: \beta_{2_{\text{rhsx}<0}} \neq \beta_{2_{\text{rhsx}>0}}, \beta_{1_{\text{rhsx}<0}} \neq \beta_{1_{\text{rhsx}>0}}$$

Để kiểm định giả thuyết này, chúng ta dùng kiểm định F:

$$F = \frac{(RSS_r - RSS_1 - RSS_2) / k}{(RSS_r + RSS_2) / (N - 2k)}$$

k: số tham số sử dụng trong mô hình, k=3.
N=2046

▪ RSS_R : Tổng bình phương các phần dư trong mô hình tổng thể, $RSS_R=0,103304$

▪ RSS_1 : Tổng bình phương các phần dư khi thị trường giảm điểm, $RSS_1=0,055717$

▪ RSS_2 : Tổng bình phương các phần dư khi thị trường tăng điểm, $RSS_2=0,047269$

Tìm được $F\text{-stat} = 2,099 > 2,08 = F(0.01, 3, 2040)$

Do đó, chúng ta có thể loại bỏ H_0 với mức ý nghĩa 1%.

Vì vậy, có bằng chứng để kết luận hành vi bầy đàn là khác nhau trong trường hợp thị trường tăng điểm và giảm điểm. Bằng quan sát hệ số β_2 , ta có thể kết luận, hành vi bầy đàn xuất hiện với mức độ mạnh hơn khi thị trường giảm điểm. Hay nói cách khác, các nhà đầu tư theo tâm lý đám đông rõ rệt hơn khi thị trường có xu hướng giảm điểm.

• *Kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn phân chia theo từng giai đoạn phát triển của TTCK*

- *Giai đoạn 2004-2006:*

Kết quả kiểm định: $CSAD = 0,008062 + 0,945097 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 18,08382(\text{rm})^2$

β_2 có giá trị âm tương đối mạnh và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% chứng tỏ có sự xuất hiện của hành vi bầy đàn khá mạnh khi thị trường tăng trưởng giai đoạn 2004-2006.

- *Giai đoạn từ 11-6-2006 đến 11-7-2007:*

Kết quả kiểm định: $CSAD = 0,012323 + 0,856905 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 18,49251(\text{rm})^2$

Qua đó, ta thấy β_2 có giá trị âm tương đối mạnh và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% chứng tỏ có sự xuất hiện của hành vi bầy đàn khá mạnh khi thị trường tăng trưởng đột biến giai đoạn 2006-2007.

- *Giai đoạn từ 11-2007 đến 7-2008:*

Kết quả kiểm định: $CSAD = 0,016795 + 0,097172 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 5,612666(\text{rm})^2$

Trong giai đoạn này của thị trường, β_2 âm nhưng âm không lớn và không có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên, ở mức 5% thì β_2 lại có ý nghĩa thống kê. Điều đó có nghĩa là khi thị trường lao dốc, hành vi bầy đàn của nhà đầu tư xuất hiện không rõ nét lắm và không mạnh. Khác so với khi thị trường bùng nổ ở giai đoạn trước, giai đoạn này nhà đầu tư có vẻ thận trọng khi xem xét quyết định rút khỏi thị trường.

- *Giai đoạn từ 2009 - 2011:*

Kết quả kiểm định: $CSAD = 0,017161 + 0,473873 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 14,46652(\text{rm})^2$

Hệ số β_2 lúc này âm tương đối và có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ trong giai đoạn này, hành vi bầy đàn có xuất hiện nhưng có phần yếu hơn so với các giai đoạn khác của thị trường.

• *Kết quả kiểm định tâm lý bầy đàn theo nhóm cổ phiếu*

Mục đích phần nghiên cứu này nhằm kiểm định mức độ của hành vi bầy đàn đối với nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và nhỏ trên HSX.

Nhóm cổ phiếu có vốn hóa lớn: bao gồm 17 cổ phiếu trên sàn HSX đã được đưa vào nhóm tính Large Cap Index trên website: <http://www.cophieu68.com/>. Đó là: CTG, DPM, EIB, FPT, KBC, KDC, MSN, OGC, PVF, SSI, STB, VCB, VIC, VPL, VNM, HAG, BVH.

Nhóm cổ phiếu có vốn hóa nhỏ: bao gồm 21 cổ phiếu với mức vốn hóa từ 100 tỷ đồng - 1000 tỷ đồng và có thanh khoản cao trên thị trường, đã được đưa vào nhóm tính Small Cap Index trên <http://www.cophieu68.com/>. Đó là:

DIC, DQC, GTT, HLA, IJC, KSA, KSS, LAF, MCG, MCV, NTB, NVT, SBT, SRC, TCM, TDC, TS4, VHG, VIS, VMD, VNE.

Dữ liệu được lựa chọn trong phần này: từ ngày 2-1-2009 đến ngày 21-3-2012.

- Kết quả kiểm định đối với nhóm cổ phiếu có vốn hóa thị trường lớn:

$CSAD_{LC} = 0,012878 + 0,488196 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 13,03908(\text{rm})^2$

- Kết quả kiểm định đối với nhóm cổ phiếu có vốn hóa thị trường nhỏ:

$CSAD_{SM} = 0,020897 + 0,322028 \cdot \text{abs}(\text{rm}) - 13,38792(\text{rm})^2$

Qua các kết quả trên, ta có thể kết luận:

- Hành vi bầy đàn xuất hiện với cả hai nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ.

- Bằng trực quan quan sát hệ số β_2 , ta có thể nhận xét rằng độ mạnh của hành vi bầy đàn đối với hai nhóm cổ phiếu này là tương đối giống nhau. Hành vi bầy đàn của nhà đầu tư có vẻ không phụ thuộc nhiều vào mức vốn hóa của thị trường. Hay nói cách khác, hành vi bầy đàn có thể xuất hiện trên bất kỳ cổ phiếu nào.

4. Hàm ý và các hệ quả khi nhà đầu tư cá nhân có tâm lý bầy đàn và các khuyến nghị chính sách

4.1. Hàm ý và các hệ quả khi tồn tại tâm lý đầu tư bầy đàn

Kết quả kiểm định cho thấy hành vi bầy đàn xuất hiện trên TTCK Việt Nam với cả hai nhóm cổ phiếu có mức vốn hóa lớn và cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ và trong cả 2 thời kỳ thị trường tăng giá và thị trường giảm giá. Về mức độ, hành vi bầy đàn trong thời kỳ thị trường giảm điểm có mức độ mạnh hơn so với thời kỳ thị trường tăng điểm.

Tâm lý bầy đàn cho hàm ý thị trường đang không hiệu quả, bị bóp méo. Hệ quả là, nếu như tâm lý bầy đàn kéo dài và có hệ thống sẽ làm cho thị trường bất ổn, thậm chí dẫn đến sự sụp đổ. Theo nghiên cứu của Nguyễn Đức Hiên và cộng sự (2012), tâm lý bầy đàn cũng là một trong các nguyên nhân chính làm cho TTCK

phát triển quá nóng giai đoạn 2006-2007 và quá lạnh trong những năm 2009-2011. Nghiên cứu của Bikchadani và Sharma (2001) đã chỉ ra rằng, khi có nhiều người bắt chước nhau từ các thông tin sai lệch (điều này phổ biến trên các thị trường chứng khoán mới nổi như Việt Nam) và tạo thành đám đông, một khi bất cứ ai nhận ra thông tin đó là sai, hành vi bắt chước đó sẽ khiến cho tất cả các nhà đầu tư cùng phản ứng ngược trở lại, điều này làm cho thị trường bất ổn và đẩy thị trường vào cơn khủng hoảng. Kết quả nghiên cứu của Nakagawa, Oiwa và Takeda (2010) cho thấy hành vi bầy đàn mạnh mẽ của các tổ chức tài chính trong những năm 1980 có thể là nguyên nhân góp phần vào sự hình thành bong bóng của giá tài sản và sau sự sụp đổ của các bong bóng giá – tài sản.

Tâm lý bầy đàn nhìn chung tạo ra hệ lụy xấu cho nhà đầu tư vì họ luôn phụ thuộc vào các quyết định đầu tư của người khác, bỏ qua các nhận định và phân tích của cá nhân. Điều này dần theo thời gian làm họ bị mất đi lý trí cũng như khả năng nhanh nhạy, phản ứng trước những thay đổi của thị trường. Trong điều kiện của thị trường chứng khoán Việt Nam, hệ lụy này càng nguy hiểm hơn khi có sự dẫn dắt, làm giá của các nhà đầu tư lớn, có ý định lũng đoạn thị trường.

4.2. Khuyến nghị về chính sách

4.2.1. Tái cấu trúc Sở Giao dịch chứng khoán

Kết quả nghiên cứu đã khẳng định các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam là không hợp lý, dễ bị tổn thương, có tâm lý đầu tư ngắn hạn và bầy đàn là chủ yếu. Với đặc điểm về hành vi của nhà đầu tư như trên, theo cách tiếp cận của tài chính hành vi, để phát triển bền vững TTCK, không nên tạo môi trường cho các lệch lạc về hành vi của nhà đầu tư bằng việc tách biệt giữa 2 Sở Giao dịch chứng khoán như Việt Nam đang duy trì như hiện nay.

Ngày 1-3-2012, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 252/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020, trong đó có khẳng định thực

hiện “tái cấu trúc mô hình tổ chức thị trường chứng khoán theo hướng cả nước chỉ có 1 Sở Giao dịch chứng khoán”.

Vì vậy, bài viết này cung cấp thêm luận cứ cho đề xuất sáp nhập 2 Sở Giao dịch chứng khoán và từng bước cổ phần hóa Sở Giao dịch chứng khoán để đảm bảo sự thống nhất trong hoạt động, thuận tiện cho quản lý cũng như công tác quản trị của Sở Giao dịch. Việc sáp nhập 2 Sở Giao dịch chứng khoán là phù hợp với xu hướng chung đang diễn ra tại nhiều quốc gia để tiết kiệm chi phí, nâng cao sức cạnh tranh và hiệu quả của thị trường.

4.2.2. Hình thành thị trường chứng khoán phái sinh

Để hạn chế tâm lý bầy đàn, ngoài việc minh bạch hóa thông tin và kiểm soát thông tin, cần cải thiện cơ chế hoạt động của giá cổ phiếu thông qua việc tăng cường sự liên thông và điều tiết từ TTCK với các thị trường khác. Trong đó, cần thiết phải thành lập thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam vì việc phát triển thị trường chứng khoán phái sinh sẽ tạo điều kiện cho nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro và hạn chế các lệch lạc trong hành vi nhà đầu tư. Đồng thời, thông qua thị trường chứng khoán phái sinh cũng sẽ giúp cho các cơ quan quản lý nhà nước điều tiết và quản lý thị trường cổ phiếu và trái phiếu tốt hơn. Tuy nhiên, mặt trái của thị trường chứng khoán phái sinh là nếu không có sự kiểm soát tốt sẽ dễ dẫn đến sự đầu cơ, lũng đoạn thị trường, thậm chí dẫn đến những khủng hoảng của thị trường chứng khoán. Vì vậy, Nhà nước cần xây dựng các chính sách nhằm đảm bảo việc triển khai các công cụ phái sinh được bền vững. Một số chính sách cần lưu ý như: quy định về giới hạn số lượng và giá mua; các yêu cầu về vốn và thế chấp khi giao dịch các chứng khoán phái sinh.

Cần thành lập cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán phái sinh và trước mắt tập trung phát triển các chứng khoán phái sinh trên TTCK tập trung, sau đó là các chứng khoán phái sinh trên thị trường OTC.

4.2.3. Phát triển các định chế đầu tư

Để đảm bảo phát triển bền vững TTCK Việt Nam, cần tập trung phát triển các nhà đầu tư

có tổ chức, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức trong nước, vì các nhà đầu tư có tổ chức có kinh nghiệm và chiến lược đầu tư cũng như triết lý đầu tư rõ ràng sẽ giúp cho thị trường ổn định, hạn chế các cú sốc.

4.2.4. Thành lập cơ quan bảo vệ nhà đầu tư cá nhân và tăng cường tính minh bạch của TTCK Việt Nam

Cần thành lập một cơ quan bảo vệ nhà đầu tư cá nhân trực thuộc Ủy ban Chứng khoán nhà nước. Cơ quan này chịu trách nhiệm soạn thảo các quy định bảo vệ nhà đầu tư, giúp thiết lập hệ thống dịch vụ và hỗ trợ kiến thức cho nhà đầu tư cá nhân.

Để bảo vệ các nhà đầu tư cá nhân, cần tăng tính minh bạch của TTCK Việt Nam. Các giải pháp như sau:

- Tách bạch giám sát trực tiếp thực hiện qua giám sát tuân thủ các quy định của pháp luật và giám sát gián tiếp thực hiện qua giám sát các giao dịch không công bằng.

- Ủy ban Chứng khoán nhà nước cần có bộ phận chuyên trách để thẩm định thông tin của các tổ chức niêm yết, thông tin trong các bản tin của các công ty chứng khoán và trên các diễn đàn quan trọng để sớm có chấn chỉnh các sai lệch về thông tin, cũng như phát hiện và xử lý các hành vi có tính chất cố ý nhằm trục lợi trên TTCK.

- Phân cấp hoạt động giám sát giao dịch cho các Sở Giao dịch chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán nhà nước chỉ thực hiện giám sát các thành viên giao dịch.

- Nghiên cứu thành lập cơ quan giám sát dịch vụ tài chính độc lập (FSA) để thực hiện các nhiệm vụ như: hoạch định chính sách và các tiêu chí giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính; cấp, thu hồi giấy phép hoạt động của các đối tượng quản lý; thanh tra, giám sát và xử lý các vi phạm trong lĩnh vực dịch vụ tài chính; cung cấp các thông tin về phân tích dự báo đối với hoạt động của thị trường dịch vụ tài chính.

- Công khai các thông tin về tình hình kinh tế vĩ mô và các thông tin liên quan đến TTCK Việt Nam.

4.2.5. Hạn chế cơ chế thúc đẩy hành vi bầy đàn và các lệch lạc do kinh nghiệm (heuristic bias)

Về dài hạn, để đảm bảo phát triển bền vững TTCK Việt Nam, cần hạn chế tạo ra môi trường cho hành vi định giá không hợp lý xuất hiện và phát triển, từ đó hạn chế và triệt tiêu cơ chế thúc đẩy hành vi bầy đàn và các lệch lạc do kinh nghiệm. Các khuyến nghị cụ thể như sau:

- Hạn chế các chính sách ưu đãi đầu tư đối với các doanh nghiệp nhà nước cũng như ưu đãi đối với các doanh nghiệp nhà nước khi cổ phần hóa. Tái cấu trúc các tập đoàn kinh tế và các doanh nghiệp nhà nước.

- Thực hiện kiểm soát việc cung cấp thông tin khi thực hiện cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước; đánh giá và kiểm soát quá trình IPO (đặc biệt là việc định giá) các doanh nghiệp nhà nước.

- Hoàn thiện chế tài xử lý vi phạm trên TTCK. Hiện nay, vi phạm trên TTCK Việt Nam ngày càng nhiều và tinh vi hơn. Một trong các nguyên nhân chính là do các chế tài xử lý còn chưa nghiêm, khung xử phạt còn nhẹ nên không có tác dụng răn đe. Vì vậy, Ủy ban Chứng khoán nhà nước cần sửa đổi các quy định về xử phạt vi phạm trong chứng khoán. Ngoài ra, để việc thanh tra và xử lý vi phạm trên TTCK được nhanh chóng và hiệu quả, chúng tôi khuyến nghị Bộ Tài chính cần phân cấp và giao quyền nhiều hơn cho Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

- Thiết lập hệ thống công bố thông tin tự động nối mạng trực tiếp từ Sở Giao dịch chứng khoán đến các công ty chứng khoán, các tổ chức niêm yết./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bikhchandani, S. & Sharma, S. 2000, *Herd behavior in financial markets*, IMF staff papers, vol.47, no.3, pp. 279-310.
2. Chang, E.C., Cheng, J.C. & Khorana, A. 1999, *An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective*, Journal of Banking and Finance, vol.24, pp. 1651-1679.
3. Christie, W.G. & Huang, R.D. 1995, *Following the pied piper: do individual returns herd around the market?*, Financial Analysts Journal, vol. 51, no.4, pp.31-37.
4. Nofsinger, JR & Sias, RW 1999, *Herd and feedback trading by institutional and individual investors*, the Journal of Finance, vol. 54, no.6.
5. Nguyễn Đức Hiến, Trần Thị Lan Hương, Nguyễn Thế Hưng (2012), Đề tài NCKH cấp bộ "Nghiên cứu hành vi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam" Mã số 2009.133.06.
6. Nguyễn Đức Hiến (2012), Hành vi nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam, Luận án Tiến sĩ, Đại học Kinh tế quốc dân.