

Kiểm định hiệu ứng trái ngược và xung lực trong ngắn hạn tại thị trường chứng khoán Việt Nam

TS. Phạm Hữu Hồng Thái
Th.S. Nguyễn Thị Hiền

1. Giới thiệu

Hiện nay, trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu về chiến lược đầu tư cổ phiếu dựa trên dữ liệu giá quá khứ trong các khoảng thời gian ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Trong đó có hai chiến lược đầu tư đã được nhiều tác giả kiểm định và kết luận có thể thu lợi nhuận tích cực. Đầu tiên, đó là chiến lược trái ngược, là chiến lược sắp xếp theo thứ tự tăng dần suất sinh lợi của cổ phiếu trong quá khứ, khuyến nghị mua cổ phiếu có suất sinh lợi thấp (loser) và bán cổ phiếu có suất sinh lợi cao (winner).

Như vậy tại thị trường chứng khoán (TTCK) mới nổi như ở Việt Nam với hơn 80% là nhà đầu tư (NĐT) cá nhân, thông tin doanh nghiệp thiếu minh bạch, báo cáo tài chính không đáng tin cậy, kiến thức và kinh nghiệm đầu tư còn hạn chế, họ thường đưa ra quyết định mua bán cổ phiếu dựa theo cảm tính và những tin đồn hiện hành về công ty. Giá cổ phiếu do đó thường bị đẩy lên quá cao hoặc xuống quá thấp và tất yếu sau đó sẽ dẫn đến sự điều chỉnh. Chính vì vậy, việc kiểm định chiến lược đầu tư trái ngược và xung lực có tạo ra lợi nhuận trên TTCK Việt Nam hay không là điều cần thiết. Từ đó giúp NĐT có thể dựa vào thông tin giá cả trong quá khứ để đưa ra quyết định mua bán phù hợp.

2. Cơ sở lý thuyết

Cơ sở của chiến lược đầu tư trái ngược và xung lực dựa trên nền tảng lý thuyết tài chính hành vi. Tài chính hành vi là nghiên cứu về hành vi đầu tư dựa trên niềm tin nhà đầu tư không thể hành động một cách hợp lý như phản ứng thái quá, quá tự tin, hối hận,... về quyết định của mình. Các chiến lược đầu tư trái ngược và xung lực được áp dụng để khai thác về hành vi bất hợp lý này. Chiến lược xung lực giả định các nhà đầu tư sẽ bị ảnh hưởng bởi sự chuyển động của giá cả. Khi giá tăng, họ có xu hướng quá tự tin vào cổ phiếu đó và họ sẽ tiếp tục mua vào chính cổ phiếu đó trong tương lai. Trong khi giá có xu hướng giảm, họ tin rằng giá cổ phiếu sẽ tiếp tục giảm và tiếp tục bán cổ phiếu đó trong tương lai. Ngược lại, chiến lược trái ngược giả định các nhà đầu tư phản ứng quá mức với sự biến động của giá cả. Khi giá xuống (lên), họ tiếp tục bán (mua) cổ phiếu cho đến khi giá thị trường dưới (trên) giá trị thực của cổ phiếu. Sau đó họ có xu hướng hối

hận về hành vi của mình và thực hiện mua (bán) lại cổ phiếu đó.

Với chiến lược đầu tư trái ngược, DeBondt và Thaler (1985) là người đầu tiên kiểm định điều này trong dài hạn trên TTCK Mỹ trong giai đoạn 1926 - 1982. Kết quả cho thấy các cổ phiếu có lợi nhuận kém trong 3-5 năm qua sẽ thu được lợi nhuận bình quân cao hơn lợi nhuận thị trường là 19,6% trong 3 năm tiếp theo trong khi các cổ phiếu có lợi nhuận cao trong quá khứ lại cho ra lợi nhuận thấp hơn 5% so với lợi nhuận thị trường. Như vậy, lợi nhuận bình quân của chiến lược trái ngược là 24,6% trong 3 năm ($t = 2,2$). Họ đã kết luận áp dụng chiến lược trái ngược có thể thu được lợi nhuận tại TTCK Mỹ trong khoảng thời gian đó. Các nghiên cứu sau này tại nhiều nước khác nhau cũng xác nhận sự tồn tại lợi nhuận của chiến lược trái ngược như Baytas và Cakici (1999) tại bảy nước phát triển: Mỹ, Canada, Anh, Nhật Bản, Đức, Pháp và Ý; Bildik và Gulay (2007) tại TTCK Thổ Nhĩ Kỳ;...

Với chiến lược đầu tư xung lực, Jegadeesh và Titman (1993) là những người đầu tiên phát hiện ra điều này khi thực hiện kiểm định trên TTCK Mỹ trong giai đoạn 1965 — 1989. Kết quả cho thấy, mua cổ phiếu có lợi nhuận cao và bán cổ phiếu có lợi nhuận thấp trong quá khứ trong các khoảng thời gian 3, 6, 9 và 12 tháng sẽ thu được lợi nhuận tích cực. Sau Jegadeesh và Titman, có rất nhiều nghiên cứu kiểm định về điều này tại TTCK các nước khác nhau như Rouwenhorst (1998) kiểm định tại 12 quốc gia châu Âu; Rouwenhorst (1999) kiểm định tại TTCK các nước mới nổi; Chui, Titman và Wei kiểm định tại TTCK Châu Á;... Kết quả đều cho thấy tồn tại lợi nhuận xung lực tại các thị trường này, trong đó lợi nhuận thu được ở TTCK các nước mới nổi ít hiệu quả hơn tại các nước phát triển.

Bên cạnh đó, một số tác giả đã kiểm định và kết luận có sự tồn tại lợi nhuận của cả hai chiến lược đầu tư cùng một lúc như nghiên cứu của Conrad và Kaul (1998) tại TTCK Mỹ, Kang và các cộng sự (2002) tại TTCK Trung Quốc, Tafdil Husni (2005) tại TTCK Malaysia;...

3. Dữ liệu, phương pháp và kết quả nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài là lợi nhuận hàng tháng của 258 cổ phiếu niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP HCM (HOSE) từ 2005 - 2011, loại bỏ

cổ phiếu của công ty quản lý quỹ, cổ phiếu bị đưa vào diện kiểm soát, cảnh báo và cổ phiếu có thời gian niêm yết dưới 1 năm.

Để phân tích lợi nhuận của chiến lược trái ngược và xung lực, nghiên cứu sử dụng phương pháp của Jegadeesh và Titman (1993). Đầu tiên, cổ phiếu sẽ được sắp xếp theo thứ tự suất sinh lợi tăng dần trong r tháng qua (r là thời gian hình thành DMĐT; $r = 1, 2, 3, 6$ tháng). Cổ phiếu sau khi sắp xếp sẽ chia thành 3, 5 và 7 danh mục có tỷ trọng bằng nhau thay vì 10 danh mục như Jegadeesh và Titman do số lượng cổ phiếu niêm yết tại HOSE tương đối thấp, điều này phù hợp với nghiên cứu của Joseph Kang, Ming-Hua Liu & Xiaoyan Ni (2002) tại TTCK Trung Quốc, ngoài ra Wang và các cộng sự (2012) cho rằng lợi nhuận của chiến lược trái ngược và xung lực có thể bị ảnh hưởng bởi việc phân chia DMĐT nên nghiên cứu này thực hiện nhiều cách phân chia danh mục khác nhau để so sánh. Danh mục đầu sẽ bao gồm những cổ phiếu có lợi nhuận thấp (loser) và danh mục cuối bao gồm những cổ phiếu có lợi nhuận cao (winner). Sau đó, sẽ thực hiện nắm giữ danh mục trong h tháng (h là thời gian nắm giữ danh mục; $h = 1, 2, 3, 6$ tháng). Như vậy, có tổng cộng 16 chiến lược hình thành và nắm giữ danh mục khác nhau, không có khoảng cách giữa thời gian hình thành và nắm giữ danh mục. Cuối cùng, để kiểm tra sự tồn tại lợi nhuận của chiến lược trái ngược và xung lực, tính toán lợi nhuận bình quân mỗi tháng trong suốt chu kỳ nắm giữ danh mục “winner” và “loser”, thực hiện mua danh mục “winner” và bán khống danh mục “loser” (W-L). Nếu kết quả này lớn hơn 0 và có ý nghĩa thống kê thì tồn tại lợi nhuận xung lực hay nói cách khác, nếu áp dụng chiến lược đầu tư xung lực tức mua danh mục cổ phiếu có lợi nhuận cao và bán danh mục cổ phiếu có lợi nhuận thấp trong quá khứ sẽ thu được lợi nhuận tích cực. Ngược lại sẽ tồn tại lợi nhuận trái ngược.

Kết quả kiểm định lợi nhuận của chiến lược trái ngược và xung lực trong ngắn hạn tại TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2005 đến 2011 cho thấy:

(1) Hầu như trong tất cả các trường hợp kiểm định, việc phân chia cổ phiếu thành 7 danh mục cho ra lợi nhuận cao nhất và phân chia cổ phiếu thành 3 danh mục cho ra lợi nhuận thấp nhất. Như vậy càng phân nhỏ DMĐT thì hiệu quả đem lại càng cao. Các kết luận tiếp theo dưới đây sẽ dựa trên việc phân chia cổ phiếu thành 7 danh mục do việc phân chia này đem lại hiệu quả cao nhất.

(2) Lợi nhuận xung lực tồn tại tại TTCK Việt Nam trong hầu hết 16 chiến lược được kiểm tra nhưng chỉ có trường hợp thời gian hình thành DMĐT 1 tháng cho hiệu quả cao và có ý nghĩa thống kê với mức lợi nhuận cao nhất là chiến lược (1 x 1) đạt 2,73% mỗi tháng ($t = 2,64$ ***), các chiến lược còn lại với thời gian hình thành DMĐT 1 tháng dao động từ 1,63% đến 1,82% và đều đạt mức ý nghĩa thống kê 5%. Với các thời gian

hình thành DMĐT 2, 3 và 6 tháng thì lợi nhuận của 12 chiến lược này rất thấp (dưới 1%/ tháng) và không đạt mức ý nghĩa thống kê ở mức 10% ngoại trừ chiến lược (2 x 6) với lợi nhuận 0,97% mỗi tháng ($t = 2,05$ **) và chiến lược (3 x 6) với lợi nhuận 0,78% mỗi tháng ($t = 1,60$ *).

(3) Trong 16 chiến lược được kiểm tra, ta thấy lợi nhuận của danh mục “winner” và “loser” đều lớn hơn 0, trong đó lợi nhuận của danh mục “winner” luôn lớn hơn lợi nhuận của danh mục “loser”. Điều đó cho thấy, nếu ta áp dụng chiến lược đầu tư xung lực, tức mua danh mục “winner” và bán khống danh mục “loser” sẽ làm giảm đi lợi nhuận so với việc chỉ thực hiện mua danh mục “winner”. Hầu như trong tất cả các trường hợp, lợi nhuận danh mục “winner” đều cho hiệu quả cao, dao động từ 1.63% đến 2.69% mỗi tháng và hầu hết đều có mức ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Nhìn chung, lợi nhuận của danh mục “winner” với thời gian hình thành DMĐT ngắn sẽ cho hiệu quả cao hơn thời gian hình thành DMĐT dài.

4. Nguyên nhân tồn tại lợi nhuận xung lực tại TTCK Việt Nam

4.1. Lỗi đo lường dữ liệu

Theo Lehmann (1990), Park (1995), và Conrad, Gultekin và Kaul (1997), lợi nhuận trái ngược và xung lực trong ngắn hạn có thể là giả tạo do việc mất thanh khoản tạm thời của cổ phiếu, hiệu ứng một số cổ phiếu nhỏ bị dẫn dắt bởi các cổ phiếu lớn hay hiệu ứng chênh lệch giữa giá mua và giá bán (bid-ask spread). Để kiểm tra xem những điều này có tác động đến lợi nhuận của chiến lược trái ngược và xung lực hay không, Lehmann (1990) đã thực hiện bỏ qua 1 ngày giữa thời gian hình thành và nắm giữ danh mục; Kang và các cộng sự (2002), Shi (2010) đã thực hiện bỏ qua 1 tuần khi thực hiện kiểm định điều này tại TTCK Trung Quốc; Jegadeesh và Titman (1993) thực hiện bỏ qua 1 tuần khi kiểm định tại TTCK Mỹ. Để kiểm định vấn đề nêu trên, nghiên cứu này thực hiện bỏ qua một tuần giữa thời gian hình thành và nắm giữ danh mục, mà cụ thể là 5 phiên giao dịch vào cuối mỗi chu kỳ hình thành DMĐT.

Kết quả cho thấy, hầu như lợi nhuận xung lực vẫn tồn tại trong 16 chiến lược được kiểm tra nhưng chỉ có ý nghĩa thống kê đối với chiến lược (1' x 1'), (1' x 6'), (2' x 3'), (2' x 6') và (3' x 6'), trong đó chiến lược (1' x 1') vẫn là chiến lược hiệu quả nhất với lợi nhuận 1,85% mỗi tháng ($t = 1,80$ **). Việc thực hiện mua danh mục “winner” vẫn cho hiệu quả cao (từ 1,51% đến 2,99% mỗi tháng) và đa phần đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Như vậy, sau khi điều chỉnh về lỗi đo lường dữ liệu, lợi nhuận xung lực vẫn tồn tại tại TTCK Việt Nam.

4.2. Phân bù của nhân tố rủi ro thị trường

Hiện nay trên thế giới đã có nhiều mô hình nhân tố

được công nhận khi giải thích về lợi nhuận của chứng khoán dựa trên dữ liệu giá quá khứ như mô hình CAPM, mô hình 3 nhân tố Fama - French. Trong nghiên cứu này, đề tài áp dụng mô hình CAPM để giải thích lợi nhuận xung lực tại TTCK Việt Nam.

Mô hình CAPM có dạng sau:

$$R_{p,t} - r_{f,t} = \alpha + \beta(R_{m,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad P \in (W, L)$$

$$R_{W,t} - R_{L,t} = \alpha^m + \beta^m(R_{m,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- $R_{W,t}$: Lợi nhuận trung bình hàng tháng của danh mục "winner".
- $R_{L,t}$: Lợi nhuận trung bình hàng tháng của danh mục "loser".
- $r_{f,t}$: Lãi suất phi rủi ro trong thời gian tương ứng.
- $R_{m,t}$: Lợi nhuận thị trường, trong trường hợp này là lợi nhuận của Vn-Index trong khoảng thời gian tương ứng.
- $\varepsilon_{i,t}$: Sai số tại thời điểm t.

Nếu α^m lớn hơn 0 có ý nghĩa thống kê thì lợi nhuận của DMĐT (W-L) không thể giải thích hết bởi nhân tố thị trường, hay nói cách khác lợi nhuận xung lực vẫn tồn tại ngay cả khi điều chỉnh rủi ro.

Bảng 1 dưới đây trình bày kết quả dùng mô hình CAPM để giải thích lợi nhuận của chiến lược xung lực tồn tại tại TTCK Việt Nam. Phần này chọn ra chiến lược (1 x 1), là chiến lược sắp xếp cổ phiếu dựa trên lợi nhuận 1 tháng trước, nắm giữ 1 tháng tiếp theo làm chiến lược đại diện để phân tích.

Bảng 1 - Kết quả hồi quy bằng mô hình CAPM của danh mục "winner", "loser" và "W - L" với chiến lược (1 x 1)

Danh mục	α (p - value)	β (p - value)	R ²
Winner	0,015 (0,216)	1,010 (0,000)	0,487
Loser	-0,011 (0,336)	0,873 (0,000)	0,447
W - L	0,027 (0,010)	0,137 (0,151)	0,025

Từ kết quả trên ta thấy, lợi nhuận của danh mục "winner" và "loser" phụ thuộc vào lợi nhuận thị trường tuy nhiên phần bù rủi ro thị trường lại không thể giải thích được lợi nhuận của danh mục "W - L" khi hệ số alpha trong trường hợp này lớn hơn 0 có ý nghĩa thống kê và hệ số beta lại không có ý nghĩa thống kê. Hay nói cách khác, lợi nhuận xung lực vẫn tồn tại tại TTCK Việt Nam ngay cả khi điều chỉnh rủi ro. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Kang và các cộng sự (2002) khi kiểm định về điều này tại TTCK Trung Quốc.

5. Kết luận

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là ước lượng mức lợi nhuận NĐT sẽ đạt được khi áp dụng chiến lược đầu tư trái ngược, xung lực trong ngắn hạn tại TTCK Việt Nam và tìm hiểu nguyên nhân lợi nhuận thu được khi áp dụng hai chiến lược. Bằng cách sử dụng phương pháp nghiên cứu của Jegadeesh và Titman (1993), nghiên cứu này thực hiện kiểm tra lợi nhuận của chiến lược trái ngược và xung lực trong khoảng thời gian 2005 - 2011 tại Sở GDCK TPHCM của 16 chiến

lược đầu tư với thời gian hình thành và nắm giữ danh mục lần lượt là 1, 2, 3 và 6 tháng. Ngoài ra, khi thực hiện phân chia danh mục để chọn ra nhóm "loser" và "winner", tác giả đã thực hiện phân chia cổ phiếu thành 3, 5 và 7 danh mục để so sánh các kết quả với nhau. Bên cạnh đó, tác giả còn kiểm tra một số nhân tố có thể là nguyên nhân tạo ra lợi nhuận khi áp dụng hai chiến lược đầu tư nêu trên như lỗi do lường dữ liệu, phần bù rủi ro thị trường.

Kết quả cho thấy, lợi nhuận xung lực tồn tại trong 16 chiến lược được kiểm định nhưng chỉ cho hiệu quả cao và có ý nghĩa thống kê với thời gian hình thành DMĐT 1 tháng. Khi thực hiện bỏ qua 1 tuần giữa thời gian hình thành và nắm giữ DMĐT cũng như áp dụng mô hình CAPM thì lợi nhuận xung lực vẫn tồn tại. Bên cạnh đó, nghiên cứu này khuyến nghị nên thực hiện phân chia cổ phiếu thành 7 DMĐT và chỉ mua danh mục "winner" thay vì đầu tư theo chiến lược xung lực.

Tài liệu tham khảo

1. Baytas, A. and Cakici, N. (1999), "Do Markets Overreact: International Evidence", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 23, pp. 1121-1144.
2. Bildik, R. and Gulay, G. (2007), "Profitability of Contrarian Strategies: Evidence from the Istanbul Stock Exchange", *International Review of Finance*, Vol. 7, pp. 61—87.
3. Chan, L. K. C. (1988), "On the Contrarian Investment Strategy", *The Journal of Business*, Vol. 61, No. 2, pp. 147-163.
4. Chui, A. C. W., Titman, S., and Wei, K. C. J. (2000), "Momentum, Legal Systems, and Ownership Structure: An Analysis of Asian Stock Markets", NBER Working Paper.
5. Conrad, J. and Kaul, G. (1998), "An Anatomy of Trading Strategies", *The Review of Financial Studies*, Vol. 11, No. 3, pp. 489-519.
6. DeBondt, W. F. and Thaler, R. (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, pp. 793-805.
7. Fama, E. F. and French, K. R. (1996), "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1, pp. 55-84.
8. Husni, T. (2005), "Testing Momentum and Contrarian Strategies In The Malaysia Stock Exchange", Andalas University, Padang, Indonesia.
9. Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *The Journal of Finance*, Vol. 48, issue 1, pp. 65-91.
10. Kang J., Liu M. and Ni S. (2002), "Contrarian and momentum strategies in the Chinese stock market: 1993-2000", Nanyang Business School, Nanyang Technological University, Singapore.