

## KIỂM ĐỊNH SỰ TỒN TẠI HÀNH VI BẦY ĐÀN CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

• Trịnh Anh Khoa<sup>(\*)</sup>

### Tóm tắt

*Bài viết này nhằm giới thiệu kết quả nghiên cứu kiểm định sự tồn tại của hành vi bầy đàn (hay tâm lý bầy đàn) trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Dữ liệu phục vụ nghiên cứu là chuỗi giá trị chỉ số HNX-Index và giá đóng cửa của các cổ phiếu giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội theo tần suất tuần từ 01 tháng 01 năm 2009 đến 30 tháng 06 năm 2015. Phương pháp độ lệch chuẩn theo không gian CSSD (Cross-sectional standard deviation) và phân tích hồi quy được sử dụng nhằm phân tích dữ liệu thu thập được. Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tồn tại của hiệu ứng bầy đàn trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội.*

*Từ khóa: độ lệch chuẩn theo không gian (CSSD), Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, hành vi bầy đàn.*

### 1. Đặt vấn đề

Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis) cho rằng hành vi của các nhà đầu tư trên thị trường là hợp lý và giá cả của các chứng khoán trên thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán, phản ánh đầy đủ mọi thông tin mà nhà đầu tư đã biết. Tuy nhiên, kết quả của nhiều nghiên cứu thực tế trong thời gian gần đây đã chứng minh phần lớn thị trường chứng khoán là không hiệu quả [4, tr. 46]. Điều này có nghĩa là giá cả của các loại chứng khoán chưa thực sự phản ánh đúng thực tế của thị trường và nhà đầu tư không có cùng mức độ hiểu biết về thông tin. Kết quả là nhà đầu tư sẽ có những hành vi sai lệch trong việc ra quyết định đầu tư. Một trong những hành vi sai lệch của nhà đầu tư là hành vi bầy đàn (hay tâm lý bầy đàn, tâm lý đám đông). Hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán mô tả việc các nhà đầu tư sao chép quyết định đầu tư của nhà đầu tư khác và từ bỏ quyết định đầu tư của mình dù quyết định đó là hợp lý. Những hành vi đầu tư theo kiểu bầy đàn sẽ mang lại cho nhà đầu tư nhiều rủi ro do họ có ít thông tin hay thông tin không đầy đủ. Hành vi bầy đàn có thể dẫn đến những hậu quả nghiêm trọng trên thị trường chứng khoán như việc hình thành các bong bóng chứng khoán, sự sụp đổ của thị trường và thiệt hại lớn cho chính nhà đầu tư.

Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11 tháng 7 năm 1998 của Thủ tướng Chính phủ với tên gọi ban đầu là Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và chính thức đi vào

hoạt động từ năm 2005 với các hoạt động chính là tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán niêm yết, đấu giá cổ phần và đấu thầu trái phiếu. Qua gần 10 năm hoạt động, quy mô của HNX cũng dần được nâng lên và trở thành một trong những kênh cung cấp vốn quan trọng cho các thành phần kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, cũng như các sở giao dịch chứng khoán ở nhiều quốc gia có thị trường chứng khoán còn non trẻ khác, quy mô của HNX còn tương đối nhỏ, thông tin còn chưa đầy đủ và một bộ phận nhà đầu tư có trình độ tương đối thấp. Đây là điều kiện dẫn đến sự tồn tại của hành vi bầy đàn. Nhiều nhà đầu tư cho rằng có sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán Việt Nam thể hiện qua sự biến động bất thường của thị trường trong thời gian qua [4, tr. 46]. Một số nghiên cứu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đã xác định có sự tồn tại của hành vi bầy đàn của nhà đầu tư (Trương Đông Lộc và Trần Thanh Bình, 2013 [4]; Vương và cộng sự, 2006 [7]...). Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào được thực hiện để kiểm định vấn đề này trên HNX. Nghiên cứu này vận dụng các phương pháp định lượng nhằm kiểm định sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên HNX. Kết quả nghiên cứu sẽ là cơ sở khoa học vững chắc cho việc đề ra các giải pháp nhằm hạn chế hành vi bầy đàn trên HNX trong thời gian tới.

### 2. Cơ sở lý thuyết của vấn đề nghiên cứu

Trong những thập niên gần đây, vấn đề hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán đã trở thành mối quan tâm của nhiều quốc gia. Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm kiểm định sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán. Tiêu biểu có thể kể đến nghiên cứu của Ohlson (2010)

<sup>(\*)</sup> Học viên cao học, Khoa Kinh tế, Trường Cao đẳng Công đồng Sóc Trăng.

về hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán Thụy Điển [5]; Chen và cộng sự (2004) nghiên cứu hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán Trung Quốc [2]; nghiên cứu của Belhoula, Naoui (2011) về hành vi bầy đàn của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Mỹ [1]... Tại Việt Nam đã có một số nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm định sự tồn tại hành vi bầy đàn trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh bao gồm: Trương Đông Lộc, Trần Thanh Bình (2013) [4]; Vương và cộng sự (2006) [7]... Mặc dù không gian nghiên cứu khác nhau nhưng phần lớn các nghiên cứu đều sử dụng CSSD do Christie, Huang (1995) đề xuất như một biến phụ thuộc để đo lường sự khác biệt về lợi nhuận của cổ phiếu so với lợi nhuận thị trường khi hiệu ứng bầy đàn xảy ra.

Theo Christie và Huang (1995) hành vi bầy đàn xuất hiện khi nhà đầu tư kìm nén niềm tin, sự mong đợi của họ và ra quyết định đầu tư theo quyết định của thị trường [3]. Hiện tượng này được thể hiện trong hai tình huống: khi lợi nhuận thị trường tăng mạnh hoặc giảm mạnh. Khi đó, lợi nhuận đạt được của nhà đầu tư sẽ không khác biệt nhiều so với lợi nhuận của danh mục thị trường. Hay nói cách khác, khi có sự hiện diện của hành vi bầy đàn, giá trị CSSD sẽ thấp hơn giá trị CSSD trung bình khi thị trường có sự biến động mạnh. Vì vậy, để kiểm định giả thuyết về sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán cần đo lường mối quan hệ giữa CSSD và sự biến động của thị trường.

Những phiên tăng giá mạnh là những phiên mà chỉ số thị trường tăng từ 1% trở lên và những phiên giảm giá mạnh là những phiên mà chỉ số thị trường giảm từ 5% trở lên [3]. Việc sử dụng tỷ lệ 1% và 5% theo đề xuất của Christie và Huang cho trường hợp HNX là phù hợp vì biên độ dao động giá được quy định đối với HNX tương đối cao ( $\pm 10\%$  đối với cổ phiếu).

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu là chuỗi giá trị của chỉ số HNX-Index và giá đóng cửa của các cổ phiếu giao dịch trên HNX theo tần suất tuần từ ngày 01 tháng 01 năm 2009 đến ngày 30 tháng 06 năm 2015. Theo Trương Đông Lộc (2013) để tránh ảnh hưởng của các giao dịch cuối tuần có

thể chọn giá đóng cửa của cổ phiếu vào thứ tư hoặc thứ ba và thứ năm để thay thế. HNX thực hiện chu kỳ thanh toán T+3 đối với cổ phiếu giao dịch theo phương thức giao dịch báo giá và khối lượng giao dịch nhỏ hơn 100.000 (cổ phiếu) đối với phương thức giao dịch thỏa thuận. Vì vậy, trong nghiên cứu này, chúng tôi chọn giá đóng cửa của các cổ phiếu vào ngày thứ ba của mỗi tuần. Nếu trong tuần nào đó, ngày thứ ba là ngày không có giao dịch (ngày lễ...) thì dữ liệu được chọn là giá đóng cửa của ngày thứ tư, nếu vẫn không có giao dịch thì xem như không có dữ liệu. Dữ liệu của nghiên cứu là chuỗi giá trị trong 336 tuần.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm định sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên HNX, nghiên cứu sử dụng phương pháp CSSD và mô hình hồi quy như đề xuất của Christie, Huang (1995) [3]. Theo phương pháp này, chúng tôi tính toán sự thay đổi lợi nhuận (giá) của từng cổ phiếu và sự thay đổi của lợi nhuận thị trường (chỉ số HNX-Index) sau mỗi tuần theo công thức (1) [6]:

$$r_{i,Mt} = \frac{P_{i,Mt} - P_{i,M(t-1)}}{P_{i,M(t-1)}} \times 100 (\%) \quad (1)$$

Trong đó:

$r_{i,Mt}$ : là lợi nhuận của cổ phiếu  $i$  hoặc lợi nhuận của thị trường ở tuần thứ  $t$ ;

$P_{i,Mt}$ : là giá của cổ phiếu  $i$  hoặc chỉ số HNX-Index ở tuần thứ  $t$ ;

$P_{i,M(t-1)}$ : là giá của cổ phiếu  $i$  hoặc chỉ số HNX-Index ở tuần thứ  $t - 1$ .

Các giá trị  $r_{i,Mt}$  sau khi tính sẽ được sử dụng để tính CSSD. Độ lệch chuẩn theo không gian của lợi nhuận cổ phiếu và danh mục thị trường được tính toán như sau [3]:

$$CSSD_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (r_{it} - r_{Mt})^2}{N - 1}} \quad (2)$$

Trong đó:

$CSSD_t$ : là độ lệch chuẩn theo không gian của lợi nhuận các cổ phiếu giao dịch với lợi nhuận của danh mục (hay lợi nhuận thị trường) ở tuần thứ  $t$ ;

$r_{it}$ : là lợi nhuận của cổ phiếu  $i$  ở tuần thứ  $t$ ;

$r_{Mt}$ : là lợi nhuận của danh mục ở tuần thứ  $t$ ;

$N$ : là tổng cổ phiếu giao dịch trên thị trường.

Cuối cùng, để kiểm định sự tồn tại của hành

vi bày đàn trên HNX, mô hình hồi quy với biến giả được sử dụng trong nghiên cứu [3]:

$$CSSD_t = \alpha + \beta_1 D_t^L + \beta_2 D_t^U + e_t \quad (3)$$

Trong đó:

$\alpha$ : là hằng số của mô hình hồi quy và có giá trị dương trong mô hình hồi quy (3);

$\beta_1, \beta_2$ : là các hệ số hồi quy;

$D_t^L$ : được quy ước nhận giá trị 1 nếu lợi nhuận thị trường giảm mạnh vào tuần thứ t và nhận giá trị 0 trong các trường hợp còn lại;

$D_t^U$ : được quy ước nhận giá trị 1 nếu lợi nhuận thị trường tăng mạnh vào tuần thứ t và nhận giá trị 0 trong các trường hợp còn lại;

$e_t$ : là sai số của mô hình hồi quy.

Hành vi bày đàn được xem là tồn tại khi có ít nhất một trong hai hệ số  $\beta_1, \beta_2$  đạt giá trị âm và có ý nghĩa thống kê.

#### 4. Kết quả và thảo luận

Trên cơ sở dữ liệu thu thập được, chúng tôi thống kê một số đặc điểm của bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm: số phiên giao dịch có sự tăng mạnh của chỉ số thị trường là 40 phiên (chiếm 11,9% tổng số phiên giao dịch), số phiên giao dịch có sự giảm mạnh của chỉ số thị trường là 38 phiên (chiếm 11,3% tổng số phiên giao dịch). Chi tiết được nêu trong Bảng 1.

**Bảng 1. Thống kê số phiên giao dịch có sự biến động mạnh của chỉ số thị trường**

Chỉ tiêu	Số phiên	Tỷ lệ (%)
Số phiên có chỉ số thị trường tăng từ 1% trở lên	40	11,9
Số phiên có chỉ số thị trường giảm hoặc tăng dưới 1%	296	88,1
<i>Tổng cộng</i>	<i>336</i>	<i>100</i>
Số phiên có chỉ số thị trường giảm từ 5% trở lên	38	11,3
Số phiên có chỉ số thị trường tăng hoặc giảm dưới 5%	298	88,7
<i>Tổng cộng</i>	<i>336</i>	<i>100</i>

*Nguồn: tính toán của tác giả từ dữ liệu thực tế thu thập được trên HNX, Vietstock.*

Độ lệch chuẩn của tất cả các phiên có giá trị trung bình đạt 0,1099, giá trị độ lệch chuẩn nhỏ nhất đạt xấp xỉ 0,000 và độ lệch chuẩn lớn nhất đạt giá trị 0,9860. Độ lệch chuẩn của các phiên tăng mạnh và các phiên giảm mạnh đều có giá trị

trung bình và giá trị lớn nhất tương ứng thấp hơn so với giá trị trung bình và giá trị lớn nhất của độ lệch chuẩn tất cả các phiên giao dịch. Chi tiết được nêu trong Bảng 2.

**Bảng 2. Độ lệch chuẩn theo không gian của mẫu dữ liệu nghiên cứu**

Chỉ tiêu	CSSD các phiên tăng mạnh	CSSD các phiên giảm mạnh	CSSD tất cả các phiên
Giá trị trung bình	0,0987	0,0748	0,1099
Giá trị nhỏ nhất	0,0000	0,0000	0,0000
Giá trị lớn nhất	0,2750	0,2530	0,9860

*Nguồn: tính toán của tác giả từ dữ liệu thực tế thu thập được trên HNX, Vietstock.*

Từ các giá trị độ lệch chuẩn theo không gian được tính toán và các giá trị  $D_t^L, D_t^U$  theo quy ước, phương pháp hồi quy với hai biến giả này được ứng dụng để kiểm định mối tương quan giữa sự biến động mạnh của lợi nhuận thị trường với  $CSSD_t$ . Kết quả mô hình hồi quy được nêu trong Bảng 3 cho thấy biến  $D_t^L$  có mối tương quan nghịch với  $CSSD_t$  và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, biến  $D_t^U$  cũng có hệ số tương quan âm nhưng không có ý nghĩa thống kê.

**Bảng 3. Kết quả mô hình hồi quy**

Chỉ tiêu	Hệ số tương quan	Mức ý nghĩa
Hằng số (Constant)	0,115	0,000
$D_t^L$	-0,042	0,034 <sup>a</sup>
$D_t^U$	-0,014	0,467

*Ghi chú: Biến phụ thuộc:  $CSSD_t$ ; <sup>a</sup> là có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.*

*Nguồn: kết quả hồi quy từ dữ liệu thực tế thu thập được trên HNX, Vietstock.*

Từ kết quả mô hình hồi quy có thể khẳng định có sự hiện diện hành vi bày đàn của nhà đầu tư trên HNX. Cụ thể, sự giảm mạnh của chỉ số thị trường dẫn đến sự giảm xuống của độ lệch chuẩn theo không gian của lợi nhuận cổ phiếu so với lợi nhuận thị trường là do hành vi bày đàn của nhà đầu tư gây ra. Đối với các phiên có sự tăng mạnh của chỉ số thị trường thì kết quả nghiên cứu này chưa thể khẳng định được có phải do hành vi bày đàn gây ra hay không. Điều này có thể được kiểm chứng ở các kết quả nghiên cứu sau.

### 5. Kết luận

Hành vi bầy đàn là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến sự bất ổn và sự hình thành các bong bóng chứng khoán. Tại các thị trường chứng khoán còn non trẻ như thị trường chứng khoán Việt Nam, hành vi bầy đàn rất dễ xuất hiện và gây bất ổn cho thị trường. Những nguyên nhân chính dẫn đến hành vi bầy đàn là do cơ chế quản lý thị trường chứng khoán chưa thực sự phát huy được hiệu lực, thông tin bất cân xứng và trình độ của nhà đầu tư còn thấp. Nghiên cứu này được thực hiện trên bộ dữ liệu tương

đôi lớn và có thời gian dài đã tạo cơ sở khoa học vững chắc cho việc khẳng định có sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên HNX. Trong thời gian tới, để hạn chế và dần đi đến ngăn chặn hành vi bầy đàn trên HNX đòi hỏi phải tiếp tục củng cố hệ thống pháp lý, cơ chế giám sát thị trường và minh bạch hóa thông tin cho nhà đầu tư. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng cần nâng cao vốn hiểu biết về đầu tư chứng khoán và tham khảo các dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán để tránh tác động của hành vi bầy đàn trong việc ra quyết định đầu tư./.

### Tài liệu tham khảo

- [1]. Belhoula, M. & Naoui, K. (2011), “Herding and positive feedback trading in American Stock Market: A two co-directional behavior of investors”, *International Journal of Business and Management*, 6 (9), p. 244-252.
- [2]. Chen, G., Oliver, M. & Xu, Y. (2004), *When will investors herd? – Evidence from the Chinese Stock Markets*, School of Accounting and Finance at the Hong Kong Polytechnic University.
- [3]. Christie, W.G. & Huang, C. R. (1995), “Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?”, *Financial Analysts Journal*, 51 (4), p. 31-37.
- [4]. Trương Đông Lộc, Trần Thanh Bình (2013), “Hiệu ứng bầy đàn của các nhà đầu tư trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh”, *Tạp chí Ngân hàng*, (Số 15), tr. 46-52.
- [5]. Per, O. (2010), *Herd Behavior on the Swedish Stock Exchange*, Master Thesis in Finance, Jonkoping University.
- [6]. Nguyễn Ngọc Vũ (2010), “Tính toán hệ số bêta ( $\beta$ ) của một số công ty niêm yết tại Sàn Giao dịch Chứng khoán Hà Nội”, *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, Đại học Đà Nẵng, (Số 2), tr. 169-175.
- [7]. Vương, Q. H., Farber, A. & Nguyen, V. H. (2006), “Policy impactson Vietnam Stock Market: A case of anomalies and disequilibria 2000 – 2006”, *CEB Working paper*, (06/005).

### TESTING THE EXISTENCE OF HERD BEHAVIOR AMONG INVESTORS ON THE HA NOI STOCK EXCHANGE

#### Summary

This article aims to present testing results on the existence of herd behavior (or herb psychology) on the Hanoi Stock Exchange. Data were the value series of HNX-Index and the closing price of the stocks traded on the Hanoi Stock Exchange of the weekly frequency from 01 January 2009 to 30 June 2015. The CSSD method (Cross-sectional standard deviation) and regression analysis were used to analyze collected data. The results show that there was the existence of herd impacts among investors on the Hanoi Stock Exchange.

Keywords: cross-sectional standard deviation (CSSD), Hanoi Stock Exchange (HNX), herd behavior  
 Ngày nhận bài: 15/9/2015; ngày nhận lại: 23/11/2015; Ngày duyệt đăng: 31/3/2016.