

TÂM LÝ ĐÁM ĐÔNG TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

ThS. Phạm Thị Phương Loan
ĐH Tôn Đức Thắng

Bài báo sử dụng mô hình do Chang, Cheng và Khorana (2000) để kiểm tra sự hiện diện của tâm lý đám đông trên thị trường chứng khoán (TTCK) Tp. Hồ Chí Minh, dựa trên số liệu hàng ngày, hàng tuần, hàng tháng từ tháng 1/2001 đến tháng 12/2008. Kết quả cho thấy tâm lý đám đông hiện hữu theo thời gian ngày và tuần, tâm lý đám đông theo ngày mạnh hơn theo tuần và trong thời gian ngày thì thị trường xuống có tâm lý đám đông mạnh hơn thị trường lên.

Giới thiệu

Tâm lý đám đông hình thành khi cá nhân có hành vi tuân theo hành động của tập thể sau khi quan sát những động thái và những được-mất phát sinh từ các động thái này (Hirshleifer và Teoh, 2003). Hành vi theo đám đông có thể do thông tin riêng không được chia sẻ công khai (Bikhchandani, Hirshleifer và Welch, 1992) hay do thiếu thông tin vì mô đáng tin cậy trên thị trường (Chang và các đồng tác giả, 2000).

Tâm lý đám đông thu hút nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà nghiên cứu học thuật. Những nhà đầu tư chuyên nghiệp quan tâm đến tâm lý đám đông vì khi đó giá có thể lệch hướng khỏi giá trị nền tảng và mang đến cho họ cơ hội giao dịch sinh lời (Tan, Chiang, Mason và Nelling; 2008). Tâm lý đám đông cũng thu hút các nhà nghiên cứu vì tác động của

hành vi của nhà đầu tư lên sự dao động của giá chứng khoán có thể ảnh hưởng đến đặc điểm rủi ro, sinh lợi của chứng khoán và mô hình định giá tài sản (Tan và các đồng tác giả, 2008).

Sàn giao dịch chứng khoán đầu tiên của Việt Nam ra đời tháng 7/2000 tại Tp. Hồ Chí Minh với tên gọi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, sau đổi tên thành Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE). Đến tháng 3/2005, sàn giao dịch thứ hai ra đời tại Hà Nội có tên gọi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HASTC), sau

đó đổi tên thành Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Thị trường giao dịch chứng khoán đang phát triển của Việt Nam là đối tượng để nghiên cứu này áp dụng mô hình do Chang và các đồng tác giả (2000) đề xuất nhằm kiểm tra, liệu tâm lý đám đông có hiện hữu không. Số liệu giao dịch cổ phiếu của HOSE được chọn vì HOSE ra đời sớm hơn so với HNX. Tính đến ngày 9/4/2010, trên sàn HOSE có 284 chứng khoán niêm yết, trong đó có 222 cổ phiếu, 58 trái phiếu và 4 chứng chỉ với tổng giá trị niêm yết là 122.513, 834 tỷ đồng (Bảng 1).

Bảng 1: Quy mô niêm yết thị trường trên HOSE

	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ	Trái phiếu	Khác
Số chứng khoán niêm yết	284,00	222,00	4,00	58,00	0,00
Tỉ trọng (%)	100,00	78,17	1,41	20,42	0,00
Khối lượng niêm yết (ngàn chứng khoán)	11.230.053,66	10.864.517,04	252.055,53	113.481,09	0,00
Tỉ trọng (%)	100,00	96,75	2,24	1,01	0,00
Giá trị niêm yết (triệu đồng)	122.513.834,74	108.645.170,44	2.520.555,30	11.348.109,00	0,00
Tỉ trọng (%)	100,00	88,68	2,06	9,26	0,00

Nguồn: Trang <http://www.hnx.vn/>, tháng 4.2010.

Mô hình và số liệu

Christie and Huang (1995) sử dụng độ lệch chuẩn cắt ngang của suất sinh lợi (cross-sectional standard deviation of returns-CSSD) để kiểm tra hành vi theo đám đông trên TTCK Mỹ. Công thức tính của CSSD như sau:

$$CSSD_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (R_{i,t} - R_{m,t})^2}{N-1}} \quad (1)$$

trong đó:

$R_{i,t}$ là suất sinh lợi của chứng khoán công ty i vào thời điểm t , $R_{m,t}$ là trung bình cắt ngang của N suất sinh lợi trong danh mục chứng khoán của thị trường vào thời điểm t , N là số lượng chứng khoán trong danh mục thị trường.

Phương pháp tính này định lượng độ lệch trung bình của các suất sinh lợi so với suất sinh lợi trung bình của thị trường.

CSSD được hồi quy theo mô hình:

$$CSSD_t = a + b_1 D_t^L + b_2 D_t^U + e_t \quad (2)$$

Trong đó D^L và D^U là hai biến giả. $D^L = 1$ nếu suất sinh lợi trung bình của thị trường vào ngày t nằm trong 1% và 5% phía dưới dưới của phân phối suất sinh lợi trung bình thị trường (và bằng 0 nếu các trường hợp khác). $D^U = 1$ nếu suất sinh lợi trung bình của thị trường vào ngày t nằm trong 1% và 5% phía dưới trên của phân phối suất sinh lợi trung bình thị trường (và

bằng 0 nếu các trường hợp khác).

Trong điều kiện bình thường, vì nhà đầu tư cá nhân giao dịch dựa trên thông tin riêng, đa dạng của mình nên sự phân tán trong suất sinh lợi tăng cùng với giá trị tuyệt đối của suất sinh lợi thị trường.

Tuy nhiên trong điều kiện dao động thị trường mạnh, nhà đầu tư có xu hướng không dựa trên thông tin riêng của mình mà các quyết định đầu tư tuân theo hành động tập thể trên thị trường. Trong trường hợp có sự hiện diện của hành vi theo đám đông, suất sinh lợi chứng khoán có xu hướng tụ họp xung quanh suất sinh lợi chung của thị trường. Hành vi này sẽ dẫn đến sự gia tăng phân tán ở tốc độ giảm dần và nếu tâm lý đám đông mạnh, sự phân tán giảm đi. Theo mô hình (2), giá trị b_1 và b_2 âm có ý nghĩa thống kê ngụ ý có sự hiện diện của tâm lý đám đông.

Trong một nghiên cứu thực tiễn khác ở nhiều TTCK trên thế giới, Chang và các đồng tác giả (2000) đề xuất cách tiếp cận mới mạnh hơn để phát hiện tâm lý đám đông dựa trên quan hệ giữa độ lệch tuyệt đối cắt ngang của suất sinh lợi (cross-sectional absolute deviation of returns-CSAD) và suất sinh lợi chung của thị trường. Cách tính của CSAD như sau:

$$CSAD_t = \sum_{i=1}^N \frac{|R_{i,t} - R_{m,t}|}{N} \quad (3)$$

trong đó:

$R_{i,t}$ suất sinh lợi của chứng khoán công ty i vào thời điểm t , $R_{m,t}$ là trung bình cắt ngang của N suất sinh lợi trong danh mục chứng khoán của thị trường vào thời điểm t , N là số lượng chứng khoán trong danh mục thị trường.

Các tác giả sử dụng hàm hồi quy phi tuyến tính để kiểm tra quan hệ giữa sự phân tán suất sinh lợi (CSAD) và suất sinh lợi chung của thị trường theo phương trình sau:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t \quad (4)$$

Nếu có sự hiện diện của tâm lý đám đông thì các tác giả kỳ vọng sự phân tán suất sinh lợi giảm (hoặc tăng ở tốc độ giảm) cùng với sự gia tăng trong suất sinh lợi của thị trường. Khi đó hệ số γ_2 mang dấu âm có hàm ý có sự hiện diện của hành vi theo đám đông. Nếu không có tâm lý đám đông, quan hệ trên là tuyến tính tăng, tức là sự phân tán suất sinh lợi tăng theo tỷ lệ với sự gia tăng của suất sinh lợi thị trường.

Để kiểm tra khả năng mức độ của tâm lý đám đông có thể không đồng bộ trong điều kiện thị trường lên và xuống, Chang và các đồng tác giả (2000) đưa ra các phương trình:

$$CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP} |R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP} (R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t \text{ if } R_{m,t} > 0 \quad (5)$$

$$CSAD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN} |R_{m,t}^{DOWN}| + \gamma_2^{DOWN} (R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t \text{ if } R_{m,t} < 0 \quad (6)$$

với $|R_{m,t}^{UP}|, |R_{m,t}^{DOWN}|$ là giá trị tuyệt đối của trung bình suất sinh lợi của thị trường vào ngày t khi thị trường lên, xuống.

Để kiểm tra tâm lý đám đông trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng số liệu giá các cổ phiếu hàng ngày, tuần, tháng từ 1/1/2001 đến 31/12/2008 với suất sinh lợi được tính theo công thức riêng $R_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$ suất sinh lợi thị trường tính toán dựa trên chỉ số VN-Index.

Kết quả thực nghiệm

Bảng 2 tóm tắt kết quả thống kê của $CSAD_t$ và suất sinh lợi trung bình của thị trường $R_{m,t}$. Bảng 3 tóm tắt kết quả hồi quy toàn thị trường của $CSAD_t$ theo $R_{m,t}$ theo ngày, tuần, tháng. Các hệ số γ_2 âm và có ý nghĩa thống kê (trừ trường hợp dữ liệu tháng có hệ số γ_2 âm nhưng không có ý nghĩa thống kê) cho thấy có sự hiện diện của tâm lý đám đông. Tâm lý đám đông thời gian ngày mạnh hơn thời gian tuần vì giá trị tuyệt đối của γ_2 theo số liệu ngày lớn hơn theo số liệu tuần. Kết quả này nhất quán với quan sát của Christie và Huang (1995) “hành vi theo đám đông là hiện tượng ngắn hạn” và với các trường hợp khảo sát của Tan và các đồng tác giả (2008), Caporale, Economou và Philippas (2008).

Bảng 2: Thống kê mô tả

Jan 2001- Dec 2008	Dữ liệu ngày		Dữ liệu tuần		Dữ liệu tháng	
	CSAD	$R_{m,t}$	CSAD	$R_{m,t}$	CSAD	$R_{m,t}$
Observations	1,881	1,881	400	400	96	96
Minimum	0.0002	-0.0766	0.0000	-0.1350	0.0058	-0.3550
Maximum	0.0820	0.0774	0.1104	0.1277	0.2465	0.3369
Mean	0.0129	0.0002	0.0251	0.0012	0.0691	0.0032
Standard deviation	0.0084	0.0178	0.0184	0.0370	0.0445	0.1188

Nguồn: Kết quả truy suất từ Eviews 4.0.

Bảng 3: Kết quả hồi quy toàn thị trường

$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 R_{m,t} + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$			
	Dữ liệu ngày	Dữ liệu tuần	Dữ liệu tháng
α	0.0092	0.0144	0.046
t-statistic	(29.963)*	(10.743)*	(6.603)*
γ_1	0.4992	0.6411	0.269
t-statistic	(13.857)*	(8.243)*	(1.916)***
γ_2	-7.0196	-3.6160	-0.004
t-statistic	(-10.266)*	(-5.185)*	(-0.007)
Adjusted R^2	0.110	0.214	0.234

Ghi chú: Số liệu trong ngoặc là các thống kê t dựa trên các sai số chuẩn theo nghiên cứu của Newey–West (1987). Ký hiệu *,** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Kết quả truy suất từ Eviews 4.0.





Kết luận

Nghiên cứu dựa trên mô hình của Chang và các đồng tác giả (2000) để kiểm tra sự hiện diện hành vi theo đám đông trên TTCK Tp. Hồ Chí Minh. Dựa trên số liệu hàng ngày, tuần, tháng từ 1/1/2001 đến 31/12/2008, kết quả cho thấy có sự hiện diện của hành vi theo đám đông trên thị trường. Tâm lý đám đông thời gian ngày mạnh hơn thời gian tuần, còn trong thời gian tháng, chưa thể khẳng định có tâm lý

Bảng 4 tóm tắt kết quả hồi quy trong điều kiện thị trường bất cân xứng (chỉ lên hoặc xuống) theo ngày, tuần, tháng. Các hệ số γ_2 âm và có ý nghĩa thống kê (trừ trường hợp dữ liệu tháng có các hệ số γ_2 không có ý nghĩa thống kê). Đối với số liệu ngày và tuần, kết quả cho thấy tâm lý đám đông ở thị trường xuống mạnh hơn ở thị trường lên (giá trị tuyệt đối của γ_2 ở thị trường xuống lớn hơn ở thị trường lên) nhưng kết quả kiểm định Wald cho thấy tâm lý đám đông ở thị trường lên và xuống chỉ có sự khác biệt thống kê tính bất cân xứng ở thời gian ngày, không có sự khác biệt thống kê ở thời gian tuần. Riêng đối với số liệu tháng, do kết quả hồi quy toàn thị trường cho thấy hệ số γ_2 không có ý nghĩa thống kê nên không xét đến tâm lý đám đông có tính bất cân xứng hay không trong điều kiện thị trường lên và xuống.

Bảng 4. Kết quả hồi quy thị trường lên và xuống

4A: Kết quả hồi quy thị trường lên			
$CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP} R_{m,t}^{UP} + \gamma_2^{UP} (R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t$			
	Dữ liệu ngày (912 quan sát)	Dữ liệu tuần (191 quan sát)	Dữ liệu tháng (48 quan sát)
α	0.0097	0.0153	0.050
t-statistic	(20.225)*	(6.786)*	(4.496)*
γ_1	0.3963	0.56129	0.0958
t-statistic	(7.182)*	(4.526)*	(0.418)
γ_2	-5.8966	-2.7522	0.9857
t-statistic	(-5.359)*	(-2.333)**	(1.119)
Adjusted R^2	0.062	0.180	0.272
4B: Kết quả hồi quy thị trường xuống			
$CSAD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN} R_{m,t}^{DOWN} + \gamma_2^{DOWN} (R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t$			
	Dữ liệu ngày (963 quan sát)	Dữ liệu tuần (187 quan sát)	Dữ liệu tháng (48 quan sát)
α	0.0087	0.018	0.0430
t-statistic	(22.110)*	(9.799)*	(5.560)*
γ_1	0.6188	0.493	0.3728
t-statistic	(12.987)*	(4.478)*	(2.414)**
γ_2	-8.5082	-2.766	-0.660
t-statistic	(-9.810)*	(-3.022)**	(-1.266)
Adjusted R^2	0.174	0.1399	0.219
4 C: Wald Test $H_0: \gamma_2^{UP} - \gamma_2^{DOWN} = 0$			
$\gamma_2^{UP} - \gamma_2^{DOWN}$	Dữ liệu ngày	Dữ liệu tuần	Dữ liệu tháng
F-statistic value	(5.633762)**	(0.000136)	

Nguồn: Kết quả truy suất từ Eviews 4.0.

đám đông. Kiểm tra hành vi theo đám đông trong điều kiện thị trường bất đối xứng (thị trường chỉ lên hoặc xuống) theo thời gian ngày và tuần thì tâm lý đám đông hiện diện không có sự khác biệt thống kê giữa hai thị trường này trong thời gian tuần nhưng có sự khác biệt thống kê trong thời gian ngày. Dựa vào giá trị tuyệt đối của hệ số γ_2 trong thời gian ngày thì thị trường xuống có tâm lý đám đông mạnh hơn thị trường lên.

Tâm lý đám đông hiện hữu trên những TTCK đang phát triển như Việt Nam do nhiều nguyên nhân: (i) Theo Chang và các đồng tác giả (2000), hành vi theo đám đông có thể là kết quả của sự can thiệp cao của Chính phủ thông qua chính sách tài khóa hay thông qua lệnh mua bán trực tiếp với số lượng lớn; (ii) Hành vi theo đám đông do thiếu thông tin vì mô đáng tin cậy trên thị trường. Khi việc công bố thông tin không đầy đủ, nhà đầu tư thiếu thông tin cơ bản về các công ty và do đó nhà đầu tư giao dịch dựa trên các tin đồn hoặc tập trung vào các thông tin vĩ mô; (iii) TTCK đang phát triển như Việt Nam có nhiều nhà đầu tư lướt sóng ngắn hạn. Loại nhà đầu tư này thường chỉ dựa vào một nguồn thông tin và dẫn tới có hành vi tương đồng (Froot, Scharfstein và Stein; 1992), tức gây ra tâm lý đám đông trên thị trường. Tại Việt Nam, các cơ quan quản lý tăng cường các biện pháp để bảo vệ nhà đầu tư và giúp TTCK hoạt động minh bạch. Cụ

thể, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 09/2010/TT-BTC, ngày 15/1/2010 hướng dẫn về công bố thông tin trên TTCK. Một trong những nội dung chính sửa đổi được quan tâm nhất tại Thông tư này là các quy định về công bố thông tin của công ty đại chúng và tổ chức niêm yết nhằm tăng cường tính minh bạch của thị trường, bảo vệ tốt hơn quyền lợi của nhà đầu tư. Đối với các tổ chức phát hành, công ty niêm yết, việc công bố thông tin công khai và chính xác để nhà đầu tư an tâm không phải dựa vào tin đồn hoặc thông tin không chính xác khi ra quyết định giao dịch. Theo nghiên cứu của Chang và các đồng tác giả (2000), tâm lý đám đông hiện hữu tại các TTCK phát triển ít hơn tại các TTCK đang phát triển. Có thể lý giải rằng, một trong những lý do là nhà đầu tư trên TTCK phát triển có nhiều kinh nghiệm trong giao dịch và trang bị tốt kiến thức, thông tin. Đối với nhà đầu tư tại Việt Nam, trong khi chờ đợi thị trường vận hành một cách hoàn hảo thì nhà đầu tư phải biết chọn lựa thông tin đúng và ra quyết định phù hợp.

Hạn chế của nghiên cứu này là phần xử lý số liệu phải trải qua nhiều bước trung gian nên thời gian kéo dài. Ngoài ra, nghiên cứu chưa xem xét hành vi theo đám đông trên TTCK Hà Nội để có cái nhìn tổng quan trên toàn TTCK đang phát triển của Việt Nam ■

Tài liệu tham khảo

1. Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., and Welch, I. (1992), *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades*, *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 5, pp. 992-1026.
2. Caporale, G.M., Economou, F., and Philippas, N. (2008), *Herding behaviour in extreme market conditions: the case of the Athens Stock Exchange*, *Economics Bulletin*, Vol. 7, No. 17, pp.1-13.
3. Chang, E.C., Cheng, J.W., and Khorana, A. (2000), *An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, pp. 1651-1679.
4. Christie, W.G., and Huang, R.D. (1995), *Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market?*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, pp. 31-37.
5. Newey, W. K. and West, K. (1987), *A simple positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix*, *Econometrica*, Vol. 55, No. 3, pp. 703-708.
6. Hirshleifer, D. and Teoh, S.T. (2003), *Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis*, *European Financial Management Journal*, Vol. 9, No. 1, pp. 25-66.
7. Froot, K. A., Scharfstein, D. S., and Stein, J. C. (1992), *Herd on the Street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation*, *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1461-1484.
8. Tan, L., Chiang, T. C., Mason, J. R. and Nellling, E. (2008), *Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares*, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 16, No. 1-2, pp. 61-77
9. Trang web <http://www.hnx.vn/>.