

# NGHIÊN CỨU “HÀNH VI BẦY ĐÀN” TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Đoàn Anh Tuấn<sup>a\*</sup>, Hoàng Mai Phương<sup>a</sup>

<sup>a</sup>Khoa Kinh tế và Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Đà Lạt, Lâm Đồng, Việt Nam

## Lịch sử bài báo

Nhận ngày 14 tháng 04 năm 2016 | Chính sửa ngày 11 tháng 08 năm 2016

Chấp nhận đăng ngày 10 tháng 10 năm 2016

## Tóm tắt

Thông qua phương pháp đo lường biến động suất sinh lợi trên hai Sàn giao dịch chứng khoán niêm yết TP.HCM (HoSE) và Hà Nội (HNX), bài viết này nghiên cứu sự tồn tại của hành vi bầy đàn của nhà đầu tư trên Thị trường chứng khoán Việt Nam từ 01/06/2007 đến 30/11/2015. Kết quả thực nghiệm cho thấy có sự tồn tại hành vi bầy đàn trên cả hai Sàn HoSE và HNX. Ngoài ra, các kết quả phân tích hồi quy còn chỉ ra rằng trong xu hướng thị trường giảm điểm, hành vi bầy đàn được biểu hiện với mức độ mạnh hơn so với lúc thị trường tăng điểm. Các cơ sở khoa học quan trọng này đã giúp tác giả đưa ra một số giải pháp mang tính định hướng nhằm làm giảm tác động của hành vi bầy đàn và góp phần làm gia tăng tính hiệu quả của thị trường chứng khoán.

**Từ khóa:** CSAD; GARCH; Hành vi bầy đàn; Thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 1. VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ THUYẾT

“Hành vi bầy đàn” hay còn gọi là “Hiệu ứng đám đông” là một hiện tượng tâm lý khá phổ biến trong đời sống kinh tế xã hội. Những người bị hiệu ứng đám đông chi phối thường hành động theo những gì mà người khác đang làm ngay cả khi thông tin riêng của họ cho thấy nên hành động theo một cách khác (Banerjee, 1992). Đây cũng chính là cách hành xử phổ biến của các nhà đầu tư trên thị trường tài chính. Trên thực tế, không chỉ có quyết định của các nhà đầu tư nhỏ lẻ bị ảnh hưởng và chi phối bởi động thái của nhà đầu tư khác mà ngay cả các nhà đầu tư tổ chức cũng không nằm ngoài vòng xoay này. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ dễ dàng bị cuốn vào các “trò chơi tạo xu thế” hay các trò “làm giá” do những giới hạn trong việc sở hữu thông tin hay cố tình bỏ qua thông tin riêng mà thiên về kết quả quan sát hành động của các nhà đầu tư khác. Ngay cả, các tổ chức đầu tư được dẫn dắt và quản lý bởi những cá nhân mà kết quả hoạt động của họ luôn được đánh giá

\* Tác giả liên hệ: Email: tuanda@dlu.edu.vn

thông qua việc so sánh với những người có vị trí và trình độ tương tự hoặc cao hơn, cũng lựa chọn hành động theo đám đông nhằm cải thiện hình ảnh nghề nghiệp hoặc đạt được lợi ích lớn hơn so với khi thực hiện hành động một cách riêng lẻ.

Những nghiên cứu gần đây cho thấy các hiện tượng bất thường của giá chứng khoán xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin trên thị trường giữa những nhà đầu tư cá nhân và những nhà đầu tư tổ chức ngày càng gia tăng (Đoàn, 2010). Đó là tình trạng một hoặc một nhóm các nhà đầu tư sở hữu được thông tin riêng so với phần còn lại của thị trường, hoặc có nhiều thông tin đại chúng hơn về một công ty nào đó (Kim & Verrecchia, 1997). Điều này khiến cho hàng loạt cổ phiếu được mua bán theo xu hướng khiến giá của chúng được thổi phồng quá mức hoặc sụt giảm hơn một nửa giá trị chỉ trong một vài ngày khiến thị trường hoạt động kém hiệu quả, trong nhiều trường hợp dẫn đến mất ổn định thị trường. Đây là hiện tượng chung trên các thị trường mới nổi do tâm lý của các nhà đầu tư chưa thực sự vững vàng và dễ bị tác động bởi những yếu tố xu hướng bên ngoài.

Mô hình lý thuyết về tâm lý bầy đàn đã được phát triển bởi nhiều tác giả như Bikhchandani và ctg. (1992); Scharfstein và Stein (1990); hay Devenow và Welch (1996). Riêng nghiên cứu thực nghiệm tập trung chủ yếu vào kiểm định sự tồn tại của tâm lý bầy đàn, trong đó đáng chú ý là công trình nghiên cứu của các nhà quản lý quỹ Lakonishok và ctg. (1992); Wermers (1999); và các nhà phân tích tài chính Trueman (1994); Hong và ctg. (2000); Gleason và Lee (2003); và Clement và Tse (2005). Nổi bật trong các phương pháp định lượng tâm lý bầy đàn phải kể đến hai nghiên cứu của Christie và Huang (1995) (gọi tắt phương pháp này là CH) và của Chang và ctg. (2000) (gọi tắt là CCK). Liên quan đến hành vi bầy đàn tại Thị trường chứng khoán Việt Nam, có các nghiên cứu được đánh giá cao như công trình nghiên cứu của tác giả Trần (2010), Hồ (2007) hay của tác giả Lê (2007). Nhìn chung, các kết quả đạt được từ các công trình trên đều công nhận hành vi bầy đàn có tồn tại trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, do sử dụng các phương pháp nghiên cứu khác nhau, cũng như sử dụng dữ liệu ở những khoảng thời điểm khác nhau nên kết quả đo lường mức độ tác động của hành vi bầy đàn giữa các tác giả còn chưa được thống nhất.

## 2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU

Bài viết này nghiên cứu sự tồn tại của hành vi bày đàn của các nhà đầu tư trên Thị trường chứng khoán Việt Nam, thông qua phương pháp đo lường biến động suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán. Cụ thể, tác giả tập trung phân tích và kiểm định sự tồn tại tâm lý bày đàn của nhà đầu tư trên hai Sàn giao dịch chứng khoán niêm yết TP.HCM (HoSE) và Hà Nội (HNX), đồng thời đi sâu phân tích hiện tượng bất cân xứng của hành vi bày đàn xảy ra trong hai xu hướng thị trường tăng và giảm điểm. Vì thông tin tốt thường tạo ra sự tăng giá cổ phiếu và ngay sau đó giá của cổ phiếu nhỏ đã thể hiện hết thông tin tốt trong đó. Điều này có thể làm tăng thêm sự phân tán của lợi nhuận thị trường trong trường hợp thị trường đi lên mà không thể xảy ra khi thị trường đi xuống. Do đó, sự phân tán này thường được dùng làm cơ sở để giải thích vì sao hành vi bày đàn diễn ra mạnh mẽ đối với thị trường giảm điểm mà đặc biệt là đối với cổ phiếu nhỏ.

Nội dung nghiên cứu này đóng góp những cơ sở khoa học quan trọng không chỉ đối với các nhà đầu tư, nhà tạo lập thị trường mà còn rất hữu ích đối với các nhà quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán, bởi hiện tượng tâm lý đám đông trong đầu tư chứng khoán tác động lớn đến lợi nhuận của các nhà đầu tư và sự phát triển bền vững của Thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH

### 3.1. Nguồn dữ liệu

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng hệ thống dữ liệu về giá chứng khoán được cập nhật theo ngày (daily) để tính lợi nhuận biến động giá cũng như kiểm định các chỉ tiêu khác về hiện tượng tâm lý bày đàn. Nguồn dữ liệu giá chứng khoán được cung cấp bởi Sở Giao dịch chứng khoán TP. HCM và Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hà Nội. Nguồn dữ liệu về giá chứng khoán được cung cấp bởi Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM ([www.hsx.vn](http://www.hsx.vn)), Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội ([www.hnx.vn](http://www.hnx.vn)) và các chỉ số đặc trưng của từng loại chứng khoán được cung cấp bởi Công ty chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam ([www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)). Dữ liệu được thu thập từ ngày 01 tháng 6 năm 2007 đến ngày 30 tháng 11 năm 2015 bao gồm 70 công ty có điều kiện dữ liệu liên tục

trên hai sàn chứng khoán (40 công ty tại HoSE và 30 công ty tại HNX) tương ứng với hơn 2116 quan sát.

### 3.2. Phương pháp phân tích

Để xác định sự tồn tại của hành vi bầy đàn, tác giả kết hợp hai phương pháp định lượng nổi bật của tác giả Christie và Huang (1995) (gọi tắt phương pháp này là CH) và của Chang và ctg. (2000) (gọi tắt là CCK). Bắt đầu từ các luận giải cho rằng một quyết định mua hay bán của các nhà đầu tư phụ thuộc vào tổng các điều kiện của thị trường. Trong điều kiện bình thường, mô hình định giá tài sản dự đoán tần suất lợi nhuận sẽ tăng lên với trị tuyệt đối của lợi nhuận thị trường, bởi lẽ nhà đầu tư cá nhân đang giao dịch dựa trên những thông tin được phân tích bởi chính họ. Tuy nhiên, vào thời điểm thị trường biến động mạnh, nhận định của nhà đầu tư cá nhân phần lớn bị mất phương hướng và quyết định đầu tư của họ phần lớn phụ thuộc vào những hành động của số đông trên thị trường. Vì thế Christie và Huang (1995) cho rằng tâm lý bầy đàn sẽ chỉ rõ ràng vào thời điểm mà thị trường có những biến động mạnh với lợi nhuận đột biến xảy ra ở danh mục thị trường. Sau đó, tác giả kế thừa mô hình của Chang và ctg. (2000) nhằm đo lường và kiểm định hiện tượng tâm lý bầy đàn với mức độ phân phối của lợi nhuận thị trường như trong công thức (1).

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t \quad (1)$$

Trong đó:  $CSAD_t$  là trị tuyệt đối của độ lệch lợi nhuận ở thời điểm  $t$  (Cross-Sectional Absolute Deviation), chỉ tiêu này đo lường sự phân tán của lợi nhuận. Cụ thể được tính qua công thức (2).

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

Với  $R_{i,t} = \log(p_t) - \log(p_{t-1})$ , là lợi nhuận biến động giá của cổ phiếu công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $R_{m,t}$  là bình quân lợi nhuận biến động giá của  $N$  công ty trong danh mục tại thời điểm  $t$ . Theo ý nghĩa kinh tế của phương trình (1), mối quan hệ tuyến tính giữa mức độ phân tán giữa lợi nhuận từng cổ phiếu riêng lẻ và lợi nhuận thị trường được xem là mô hình định giá tài sản. Theo đó, một sự tăng lên trên giá trị tuyệt đối của lợi nhuận thị

trường sẽ dẫn đến kết quả tăng độ phân tán lợi nhuận của các cổ phiếu riêng lẻ. Vì thế, một hệ số  $\gamma_1$  dương và có ý nghĩa thống kê sẽ là một tham số dự báo không thể thiếu đối với mô hình định giá tài sản. Trong mô hình CCK, khi giá trị tuyệt đối của lợi nhuận trong phương trình (2) tăng lên, đồng nghĩa với việc có hiện tượng phân tán lợi nhuận của các nhà đầu tư.

Vào thời điểm thị trường bị biến động giá mạnh, phản ứng của nhà đầu tư trên mức bình thường dẫn tới hiện tượng tâm lý bầy đàn. Hiện tượng tâm lý này làm tăng mối tương quan giữa những kênh tạo ra lợi nhuận cho các nhà đầu tư và góp phần làm giảm khả năng tạo lợi nhuận đối với nhân tố lợi nhuận thị trường  $R_m$ . Cũng vì lý do này mà mô hình có bao gồm nhân tố  $R_{m,t}^2$  tạo nên đường cong phi tuyến tính và khi nghiên cứu thực nghiệm nếu kết quả hệ số  $\gamma_2$  là âm thì đồng nghĩa rằng có tồn tại hiện tượng tâm lý bầy đàn trên thị trường chứng khoán. Trong trường hợp này, nhà đầu tư bị thiêu về hành động giống nhau theo xu hướng thị trường và đánh mất sự nhận định của chính mình mỗi khi thị trường có sự biến động lớn.

Phương pháp CH được sử dụng để tính  $CSAD_t$  mà theo đó không đòi hỏi phải ước lượng hệ số beta. Để thấy rằng, đối với phương pháp CCK, việc tính  $CSAD_t$  được dựa vào mô hình định giá tài sản CAPM trong khi hệ số beta ( $\beta$ ) của mô hình này còn gặp nhiều tranh cãi. Hơn nữa, phương pháp CCK giả định rằng rủi ro không thay đổi theo thời gian và đo lường rủi ro phải được đặt trong một khoảng thời gian cụ thể, trên thực tế rủi ro thường hay thay đổi theo thời gian.

Để kiểm tra sự ảnh hưởng của hiện tượng bất cân xứng thông tin, tác giả đã sử dụng các phương trình (3) và (4):

$$CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP} |R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP} (R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t \text{ nếu } R_{m,t} > 0 \quad (3)$$

$$CSAD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN} |R_{m,t}^{DOWN}| + \gamma_2^{DOWN} (R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t \text{ nếu } R_{m,t} < 0 \quad (4)$$

Trong đó:  $R_{m,t}^{UP}$  là bình quân lợi nhuận biến động giá của  $N$  công ty trong danh mục tại thời điểm  $t$  trong trường hợp thị trường tăng giá;  $CSAD_t^{UP}$  là  $CSAD_t$  ở thời điểm  $t$  trong trường hợp thị trường tăng giá tương ứng với  $R_{m,t}^{UP}$ . Tương tự vậy, ký hiệu

“DOWN” diễn tả các tham số đối với thị trường giảm giá. Đồng thời các giá trị tuyệt đối của  $R_{m,t}^{UP}$  và  $R_{m,t}^{DOWN}$  được dùng làm cơ sở so sánh hệ số tuyến tính của phương trình (3) và (4).

Trong quá trình nghiên cứu sự tác động âm và dương của lợi nhuận thị trường bình quân,  $R_{m,t}$ , đến sự phân tán lợi nhuận thị trường sẽ được kiểm định một cách riêng lẻ. Những mô hình này cho phép xem xét hành vi bày đàn trong điều kiện xu hướng thị trường là tăng hay giảm. Thị trường được xem là tăng điểm khi mà lợi nhuận bình quân bằng trọng số lớn hơn không, ngược lại sẽ là thị trường giảm điểm.

## 4. KẾT QUẢ PHÂN TÍCH

### 4.1. Phân tích thống kê mô tả

Bảng 1 và Bảng 2 mô tả các kết quả thống kê đối với lợi nhuận thị trường hàng ngày và bình quân mức phân tán của lợi nhuận cùng với các độ lệch chuẩn liên quan cho mỗi sàn giao dịch chứng khoán.

**Bảng 1. Thống kê mô tả của lợi nhuận thị trường hàng ngày và trị tuyệt đối của độ phân tán lợi nhuận (CSAD) từ 1/6/2007 đến 30/11/2015 tại HoSE**

Chỉ số	$R_{m,t}$	CSAD	R-UP <sup>a</sup>	R-DOWN <sup>b</sup>	CSAD-UP <sup>c</sup>	CSAD-DOWN <sup>d</sup>
Trung bình	-0.0003	0.0083	0.0065	-0.0068	0.0084	0.0082
Trung vị	-0.0003	0.0082	0.0053	-0.0054	0.0084	0.0080
Lớn nhất	0.0204	0.0189	0.0204	0.0000	0.0172	0.0189
Nhỏ nhất	-0.0214	0.0000	0.0000	-0.0214	0.0000	0.0006
Độ lệch chuẩn	0.0085	0.0031	0.0052	0.0054	0.0030	0.0031
Độ nghiêng	-0.0543	-0.0067	0.8662	-0.9457	-0.2405	0.2076
Độ nhọn	2.9444	3.6710	2.9070	3.0658	3.7189	3.6823
Kiểm định Jarque-Bera	0.772	23.367***	76.509***	94.773***	19.013***	16.879***
Số quan sát	2116	2116	1036	1080	1036	1080

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* Có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức sai số 1%, 5% và 10%. <sup>a</sup>Lợi nhuận thị trường tại thời điểm  $t$  khi thị trường tăng điểm ( $R \geq 0$ )  $R_{m,t}^{UP}$ . <sup>b</sup>Lợi nhuận thị trường tại thời điểm  $t$  khi thị trường giảm điểm ( $R < 0$ )  $R_{m,t}^{DOWN}$ . <sup>c</sup>CSAD tại thời điểm  $t$  khi  $R_{m,t}^{UP}$ . <sup>d</sup>CSAD tại thời điểm  $t$  khi  $R_{m,t}^{DOWN}$

Ngoài ra, các bảng trên cũng thể hiện kết quả thống kê tóm tắt được phân loại khi thị trường tăng và giảm điểm cho hai sàn chứng khoán. Lợi nhuận bình quân của thị

Trường chứng khoán Việt Nam (HoSE) trong giai đoạn nghiên cứu đạt âm 0.03% trong khi tại sàn Hà nội (HNX) chỉ tiêu này là âm 0.05%. Chỉ tiêu này nếu được tính riêng cho thị trường tăng điểm, tại sàn HoSE đạt 0.65% và HNX đạt 0.79%, còn đối với Thị trường giảm điểm kết quả này tại hai sàn tương ứng là âm 0.68% và âm 0.74%. Khi thị trường được chia ra hai phần tăng điểm và giảm điểm, tổng số quan sát cho mỗi phần tương ứng là 1036 và 1080 (HoSE) và 955 và 1161 (HNX).

**Bảng 2. Thống kê mô tả của lợi nhuận thị trường hàng ngày và trị tuyệt đối của độ phân tán lợi nhuận (CSAD) từ 1/6/2007 đến 30/11/2015 tại HNX**

Chỉ số	$R_{m,t}$	CSAD	R-UP <sup>a</sup>	R-DOWN <sup>b</sup>	CSAD-UP <sup>c</sup>	CSAD-DOWN <sup>d</sup>
Trung bình	-0.0005	0.0111	0.0079	-0.0074	0.0117	0.0107
Trung vị	-0.0012	0.0108	0.0060	-0.0056	0.0116	0.0101
Lớn nhất	0.0417	0.0281	0.0417	0.0000	0.0281	0.0257
Nhỏ nhất	-0.0456	0.0000	0.0000	-0.0456	0.0000	0.0027
Độ lệch chuẩn	0.0102	0.0042	0.0070	0.0067	0.0041	0.0042
Độ nghiêng	0.0409	0.4680	1.4304	-1.7661	0.3660	0.5787
Độ nhọn	4.4034	3.2146	5.3563	6.6152	3.6164	3.0272
Kiểm định Jarque-Bera	102.518***	47.841***	321.665***	726.971***	21.445***	38.139***
Số quan sát	2116	2116	955	1161	955	1161

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* Có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức sai số 1%, 5% và 10%. <sup>a</sup>Lợi nhuận thị trường tại thời điểm  $t$  khi thị trường tăng điểm ( $R \geq 0$ )  $R_{m,t}^{UP}$ . %. <sup>b</sup>Lợi nhuận thị trường tại thời điểm  $t$  khi thị trường giảm điểm ( $R < 0$ )  $R_{m,t}^{DOWN}$ . <sup>c</sup>CSAD tại thời điểm  $t$  khi  $R_{m,t}^{UP}$ . <sup>d</sup>CSAD tại thời điểm  $t$  khi  $R_{m,t}^{DOWN}$ .

Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng chỉ ra một mức biến động cao với độ lệch chuẩn của lợi nhuận tại sàn HoSE là 0.85%/ngày và tại HNX là 1.02%/ngày. Nếu xét biến động riêng cho từng phần tăng và giảm điểm, sàn HoSE đạt tương ứng là 0.52% và 0.54%, trong khi đó sàn HNX đạt ở mức cao hơn 0.70% và 0.67%. Lợi nhuận lớn nhất tại hai sàn lần lượt là 2.04%/ngày và 4.17%/ngày, trong khi lợi nhuận nhỏ nhất tại hai sàn là âm 2.14% và âm 4.56%.

Mức phân tán trung bình của lợi nhuận của toàn bộ thị trường là 0.83%/ ngày tại sàn HoSE và 1.11%/ngày tại sàn HNX, với sai số chuẩn lần lượt là 0.31% và 0.42%. Với kết quả ban đầu của *CSAD-UP* và *CSAD-DOWN* cho thấy trong thị trường tăng điểm mức độ phân tán của lợi nhuận thị trường (0.84%) cao hơn so với thị trường giảm điểm

(0.82%). Con số này cũng nhất quán với kết thống kê tại sàn HNX khi  $CSAD-UP$  là 1.17% và  $CSAD-DOWN$  là 1.07%. Đây cũng là bằng chứng ban đầu chứng tỏ các nhà đầu tư thường gặp phải vấn đề tâm lý “ngại rủi ro”. Theo lý thuyết hành vi này, so với những gì đạt được trong thị trường tăng điểm, nhà đầu tư thường lo lắng ở mức độ lớn hơn khi đối mặt những rủi ro tiềm tàng trong thị trường giảm điểm. Chính điều này thường dẫn đến kết quả hành vi bày đàn tại thị trường giảm điểm là lớn hơn so với thị trường tăng điểm (độ phân tán lợi nhuận trong thị trường giảm điểm thường nhỏ hơn). Vấn đề này cũng sẽ được phân tích và kiểm định chi tiết trong phần tiếp theo của bài viết này.

Dựa vào kết quả  $p$ -value của phương pháp kiểm định Jarque-Bera, ngoại trừ lợi nhuận thị trường sàn HoSE, phân phối phần dư của lợi nhuận thị trường của HNX và độ phân tán của hai sàn giao dịch không phải là phân phối chuẩn. Các giá trị về độ nghiêng và độ nhọn của các biến dữ liệu cho thấy dãy phân phối của các biến này có đặc điểm của độ nhọn vượt chuẩn (leptokurtosis). Điều này giải thích rằng các thủ tục kiểm định sau này bằng phương pháp OLS phải được quan tâm kỹ lưỡng đến các giả định về phân phối chuẩn.

## 4.2. Về sự tồn tại của hành vi bày đàn

Phần mục này trình bày các kết quả liên quan được ước lượng bằng các phương pháp khác nhau. Các kết quả của phương pháp ước lượng bình quân bé nhất OLS trong bảng 3 nhằm mục đích kiểm tra hành vi bày đàn tổng hợp toàn thị trường với tất cả các mẫu thu thập. Hệ số ước lượng của biến  $|R_{m,t}|$  có ý nghĩa thống kê thể hiện một mối quan hệ tuyến tính giữa lợi nhuận thị trường và sự phân tán của nó phù hợp với mô hình định giá tài sản. Giá trị âm của hệ số ước lượng biến  $R_{m,t}^2$  đạt được cho cả hai sàn chứng khoán HoSE và HNX đã chỉ ra rằng hành vi bày đàn có tồn tại trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Giá trị  $R$  bình phương của phương pháp OLS đạt 22.183% tại sàn HoSE và 21.738% tại sàn HNX nói lên rằng khoảng 21.183% thay đổi trong độ phân tán lợi nhuận thời điểm ( $CSAD$ ) có thể được giải thích bằng lợi nhuận thị trường hằng ngày và giá trị bình phương của nó. Khi mô hình ban đầu được ước lượng lại bằng phương pháp Newey-West nhằm khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, kết quả tại cột thứ 3 của Bảng 3 cho thấy có một số thay đổi về sai số chuẩn cũng như thông số kiểm định  $t$ -statistic



so với phương pháp trước đó. Mặc dù phương pháp Newey-West giải quyết vấn đề về sai số chuẩn và làm cho kết quả ước lượng hợp lý hơn, nhưng trong trường hợp này kết quả của các tham số được ước lượng không thay đổi ý nghĩa so với kết quả hồi quy trước đó. Ở bước tiếp theo tác giả tiếp tục ước lượng phương trình hồi quy bằng mô hình GARCH (1,1), là mô hình được các nhà khoa học đánh giá khá cao trong xử lý các dữ liệu tài chính và chuỗi thời gian. Kết quả ước lượng một lần nữa cho thấy hệ số hồi quy của biến  $R_{m,t}^2$  đạt giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức cao (mức 1%) cho cả hai Sàn giao dịch chứng khoán HoSE và HNX. Điều này có thể khẳng định rằng sự tồn tại của hành vi bầy đàn trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này cũng nhất quán với các kết quả nghiên cứu của Chang và ctg. (2000) về hành vi bầy đàn tại các thị trường chứng khoán mới nổi như Đài Loan, Hàn Quốc cũng như các kết quả nghiên cứu tại Việt Nam của Kallinterakis (2007) và của My và Truong (2011).

**Bảng 3. Phân tích hành vi bầy đàn trên Thị trường chứng khoán Việt Nam**

Kết quả hồi quy	Phương pháp OLS		Phương pháp OLS có kết hợp Newey-West		Mô hình GARCH	
	HoSE (1)	HNX (2)	HoSE (3)	HNX (4)	HoSE (5)	HNX (6)
Mean equation						
Constant	0.011*** (34.67)	0.009*** (35.95)	0.010*** (31.91)	0.009*** (28.89)	0.012*** (40.55)	0.011*** (44.745)
Absolute market return $ R_{m,t} $	0.287*** (5.08)	0.314*** (7.17)	0.257*** (3.28)	0.314*** (5.40)	0.249*** (6.69)	0.335*** (9.74)
Square term of market return $R_{m,t}^2$	-18.642*** (-8.51)	-8.112*** (-3.85)	-19.634*** (-5.66)	-9.111*** (-2.94)	-17.344*** (-9.611)	-8.452*** (-4.22)
Conditional variance equation						
RESID (-1) <sup>2</sup>					0.216*** (5.52)	0.120*** (4.31)
GARCH (-1)					0.728*** (16.01)	0.808*** (17.93)
R <sup>2</sup> (%)	22.183	21.738	22.183	21.738	21.946	21.694
Adj. R <sup>2</sup> (%)	22.042	21.596	22.047	21.596	21.591	21.338
F-statistic	86.151***	82.586***	74.535***	66.899***	104.15***	105.62***

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* Có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức sai số 1%, 5% và 10%. Phương trình ước lượng được sử dụng trong bảng trên là  $CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$ . Giá trị trong dấu ngoặc đơn là giá trị thống kê  $t$ -statistic đối với phương pháp OLS và  $z$ -statistic đối với mô hình GARCH.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

### 4.3. Đánh giá sự bất cân xứng trong hành vi bầy đàn lúc thị trường tăng và giảm điểm

Kết quả kiểm định sự bất cân xứng của hành vi bầy đàn tại Thị trường chứng khoán Việt Nam giữa xu hướng thị trường tăng và giảm được thể hiện trong Bảng 4. Mặc dù mô hình GARCH (1,1) có nhiều vượt trội trong việc ước lượng các hệ số thống kê đối với mô hình tài chính chuỗi thời gian, nhưng vì mô hình GARCH đòi hỏi mẫu thống kê phải là liên tục cho nên ta không thể áp dụng mô hình này trong trường hợp số liệu thị trường được chia ra thành phần gồm thị trường tăng và giảm điểm. Thay vào đó, ta dùng mô hình ước lượng OLS có kết hợp phương pháp Newey-West để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan của mô hình.

Tại sàn HoSE, có thể thấy rằng hệ số hồi quy của biến  $R_{m,t}^2$  mang số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả hai mô hình thị trường tăng và giảm điểm, thể hiện sự tồn tại hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư trong cả hai xu hướng. So sánh sự khác biệt của hành vi bầy đàn đối với hai xu hướng tăng và giảm được kiểm định qua phương pháp Quandt-Andrews breakpoint đối với hai hệ số  $\gamma_2^{UP}$  và  $\gamma_2^{DOWN}$ . Kết quả cho thấy có sự khác biệt ở mức ý nghĩa 1% ( $F$ -statistic là 16.351) giữa hành vi bầy đàn lúc thị trường tăng và giảm tại Sàn HoSE. Kết hợp so sánh với kết quả hệ số hồi quy biến  $R_{m,t}^2$  của hai cột (1) và (2) cho phép ta khẳng định rằng hành vi bầy đàn lúc thị trường giảm xuất hiện mạnh hơn so với thị trường tăng điểm. Đối với Sàn chứng khoán HNX, hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư cũng được xác định tồn tại trong cả hai xu hướng thị trường tăng và giảm điểm. Giống như Sàn HoSE, hệ số hồi quy của  $R_{m,t}^2$  tại hai cột (3) và (4) đều có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả so sánh hai hệ số  $\gamma_2^{UP}$  và  $\gamma_2^{DOWN}$  còn cho thấy có sự khác biệt lớn trong hành vi bầy đàn giữa hai xu hướng thị trường, điều đó được khẳng định qua hệ số  $F$ -statistic bằng 12.351 và đồng thời có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Như vậy, các kết quả kiểm định Quandt-Andrews một lần nữa xác định và ủng hộ các nhận định trước đây, cho rằng hành vi bầy đàn trong xu thế thị trường giảm điểm thường xuất hiện với cường độ mạnh hơn.

**Bảng 4. Phân tích hành vi bầy đàn trong thị trường tăng điểm và giảm điểm**

Kết quả hồi quy	Phương pháp OLS có kết hợp Newey-West (HoSE)		Phương pháp OLS có kết hợp Newey-West (HNX)	
	UP	DOWN	UP	DOWN
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.009***	0.008***	0.010***	0.009***
Absolute market return $ R_{m,t} $	0.308*** (3.53)	0.445*** (4.09)	0.472*** (5.67)	0.363*** (3.71)
Square term of market return $R_{m,t}^2$	-14.799*** (-5.71)	-18.932*** (-8.24)	-8.089*** (-3.62)	-11.871*** (-5.36)
R <sup>2</sup> (%)	27.737	19.490	19.748	24.578
Adj. R <sup>2</sup> (%)	27.466	19.203	19.425	24.327
F-statistic	84.926***	40.801***	44.662***	61.837***
Quandt-Andrews breakpoint test H <sub>0</sub> : $\gamma_2^{UP} - \gamma_2^{DOWN} = 0$	4.133		3.782	
F-statistic	16.351***		12.351***	

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* Có ý nghĩa thống kê lần lượt ở các mức sai số 1%, 5% và 10%. Phương trình ước lượng được sử dụng trong bảng trên là  $CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP}|R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP}(R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t$  nếu  $R_{m,t} > 0$  và  $CSAD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN}|R_{m,t}^{DOWN}| + \gamma_2^{DOWN}(R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t$  nếu  $R_{m,t} < 0$ . Giá trị trong dấu ngoặc đơn là giá trị thống kê t-statistic.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

## 5. KẾT LUẬN

Với những thị trường mà thông tin giao dịch của các nhà đầu tư rất khó để tiếp cận như Việt Nam thì việc sử dụng phương pháp tiếp cận hành vi bầy đàn dựa trên độ phân tán tỷ suất sinh lợi của các chứng khoán so với tỷ suất sinh lợi thị trường của Chang và ctg. (2000) để tìm chứng cứ bầy đàn được xem là tương đối hiệu quả. Theo phương pháp này, tác giả sẽ hồi quy độ phân tán trung bình của tỷ suất sinh lợi các chứng khoán giao dịch trên HoSE từ 01/06/2007 đến 30/11/2015 so với tỷ suất sinh lợi thị trường theo tỷ suất sinh lợi tuyệt đối của thị trường và tỷ suất sinh lợi thị trường bình phương trong cùng thời kỳ. Kết quả thực nghiệm đã chứng tỏ có sự tồn tại hành vi bầy đàn trên cả hai sàn HoSE và HNX của Thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, các kết quả phân tích hồi quy còn chỉ ra rằng trong xu hướng thị trường giảm điểm, hành vi bầy đàn luôn biểu hiện với mức độ mạnh hơn so với thị trường tăng điểm.

Mặc dù hành vi bầy đàn là một dạng tâm lý của con người nên không thể triệt tiêu hoàn toàn, nhưng với những giải pháp phù hợp, hành vi bầy đàn không hợp lý sẽ được hạn chế, từ đó góp phần giảm bớt tình trạng bong bóng và những đổ vỡ mang tính hệ thống của thị trường, giúp thị trường phát triển ổn định và chuyên nghiệp hơn. Để giảm tác động của hành vi bầy đàn đối với Thị trường chứng khoán, các cơ quan quản lý thị trường cần quan tâm hơn nữa đến các giải pháp định hướng như: Đổi mới cơ chế minh bạch hóa thông tin và nâng cao hiệu lực của các quy định pháp luật trên thị trường chứng khoán; Xem xét thay đổi chính sách biên độ giao dịch, cải thiện hạ tầng thông tin; Nâng cao năng lực nhà đầu tư và khuyến khích phát triển nhà đầu tư tổ chức.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Banerjee, A. V. (1992). A simple-model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100, 992-1026.
- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24, 1651-1679.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the pied piper: Do individual returns herd around the market? *Financial Analysts Journal*, 51, 31-37.
- Clement, M. B., & Tse, S. Y. (2005). Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *Journal of Finance*, 60, 307-341.
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40, 603-615.
- Đoàn, A. T. (2010). Nâng cao tính hiệu quả của Thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Dự báo*, 16, 17-19.
- Gleason, C. A., & Lee, C. M. C. (2003). Analyst forecast revisions and market price discovery. *The Accounting Review*, 78, 193-225.
- Hồ, Q. T. (2007). Tài chính hành vi: Nghiên cứu ứng dụng tâm lý học vào tài chính. *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, 3, 27-30.
- Hong, H., Kubik, J. D., & Solomon, A. (2000). Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts. *Rand Journal of Economics*, 31, 121-144.
- Kallinterakis, V. (2007). *Herding and the thin trading bias in a start-up market: Evidence from Vietnam*. Working paper. Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1105976](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105976)

- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1997). Pre-announcement and event-period private information. *Journal of Accounting & Economics*, 24(3), 395-419.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 32, 23-44.
- Lê, Đ. C. (2007). Tài chính hành vi và những bất thường của Thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 201, 6-9.
- My, T. N., & Truong, H. H. (2011). Herding behaviour in an emerging stock market: Empirical evidence from Vietnam. *Research Journal of Business Management*, 5(2), 51-76.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80, 465-479.
- Trần, T. H. L. (2010). Hành vi bầy đàn trên Thị trường chứng khoán Việt Nam, một số nguyên nhân và giải pháp. *Tạp chí Tài chính & Phát triển*, 5, 18-25.
- Trueman, B. (1994). Analyst forecasts and herding behavior. *Review of Financial Studies*, 7, 97-124.
- Wermers, R. (1999). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *Journal of Finance*, 54, 581-622.

## EVIDENCE OF TIME-VARYING HERDING BEHAVIOR FROM THE VIETNAMESE STOCK MARKET

Doan Anh Tuan<sup>a\*</sup>, Hoang Mai Phuong<sup>a</sup>

<sup>a</sup>The Faculty of Economics and Business Administration, Dalat University, Lamdong, Vietnam

\*Corresponding author: tuanda@dlu.edu.vn

### Article history

Received: April 14<sup>th</sup>, 2016 | Received in revised form: August 11<sup>th</sup>, 2016

Accepted: October 10<sup>th</sup>, 2016

---

### Abstract

Using a regression model of the cross-sectional dispersion in stock returns, this study investigates investor herding behavior in Vietnamese stock market spanning the period from June 01, 2007 to November 30, 2015. We find that herding behavior is present in both Ho Chi Minh and Hanoi Stock Exchanges. Importantly, the results show an asymmetry in level of herding behavior in which the herding effect appears to be stronger during falling markets than during rising markets. The study also highlights important policy implications that can help to reduce investors' complicated nonlinear reactions in the Vietnamese Stock market.

**Keywords:** Asymmetry; Herding behavior; Stock return dispersion; Vietnamese Stock market.

---