



HÀNH VI BẦY ĐÀN

TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NGUYÊN NHÂN VÀ MỘT SỐ GIẢI PHÁP

TH.S TRẦN THỊ HẢI LÝ

Hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán đề cập đến việc một nhà đầu tư bắt chước hành động của những nhà đầu tư khác để ra quyết định mua bán chứng khoán [1]. Hành vi bầy đàn là một dạng tâm lý vốn có của con người nhưng trở nên mạnh hơn khi con người phải ra quyết định trong môi trường thông tin không đầy đủ, độ tin cậy của thông tin thấp và tồn tại nhiều hạn chế trong vấn đề minh bạch thông tin. Một khi nhà đầu tư không tin vào chất lượng và tính minh bạch của thông tin, kết hợp với khả năng phân tích thông tin bị hạn chế thì họ thường có xu hướng bắt chước hành động của những nhà đầu tư khác trên thị trường. Hành vi bầy đàn không hợp lý trong một xu hướng thị trường nào đó kéo dài liên tục có thể làm giá chứng khoán đi quá xa giá trị cơ bản của chúng, gây nên sự bất ổn trong giá. Bài viết này sẽ sử dụng độ phân tán của tỷ suất sinh lợi để kiểm định hành vi bầy đàn trên thị trường VN trong thời gian qua, bài viết cũng phân tích các nguyên nhân chủ yếu dẫn đến hành vi bầy đàn mạnh trên thị trường, trên cơ sở đó đề xuất một số giải pháp để hạn chế hành vi này, giúp thị trường phát triển ổn định và hiệu quả hơn.

Các cách tiếp cận hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán

Để định lượng sự hiện diện và mức độ của hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán, hiện nay trên thế giới có 2 phương pháp tiếp cận chủ yếu: Phương pháp dựa vào mẫu hình giao dịch của một nhóm các nhà đầu tư nào đó trên thị trường. Lakonishok, Shleifer và Vishny là các tác giả tiên phong sử dụng phương pháp này để nghiên cứu hành vi bầy đàn giữa các nhà quản lý quỹ trên thị trường Mỹ trong nghiên cứu của họ vào năm 1992 [2], sau đó được nhiều tác giả khác sử dụng nhưng chủ yếu trên các thị trường đã phát triển khác. Phương pháp thứ hai là tiếp cận hành vi bầy đàn một cách gián tiếp thông qua việc sử dụng độ phân tán trong tỷ suất sinh lợi của từng chứng khoán so với tỷ suất sinh lợi của thị trường, phương pháp này được Chang, Cheng và Khorana (2000) [3] sử dụng để nghiên cứu hành vi bầy đàn trên thị trường Mỹ, Hồng Kông, Nhật Bản, Đài Loan và Nam Triều Tiên sau đó được sử dụng trên nhiều thị trường mới nổi. Lý do chính dẫn đến việc chọn phương pháp nào trong hai phương pháp trên là do khả năng tiếp cận dữ liệu giao dịch của từng nhóm nhà đầu tư ở các thị trường mới nổi

khó khăn hơn ở các thị trường đã phát triển, trong khi dữ liệu tỷ suất sinh lợi thì luôn có sẵn.

Hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán VN

Một thị trường được xem là vận hành hiệu quả khi giá các chứng khoán phản ánh những thông tin kinh tế và thông tin doanh nghiệp, như vậy nếu như không có thông tin mới nào được đưa ra thì những thay đổi của giá chứng khoán sẽ khá nhỏ, hay nói cách khác thị trường ít xảy ra những trường hợp tăng hoặc giảm mạnh. Thế nhưng ở thị trường VN thì hoàn toàn khác, về mặt định tính, quan sát thị trường VN chúng ta thấy có những phiên giao dịch chỉ số VN-Index tăng mạnh mặc dù không có một thông tin tốt nào về nền kinh tế cũng như tình hình kinh doanh của doanh nghiệp được công bố, và cũng có nhiều phiên VN-Index giảm mạnh dù không có thông tin xấu nào được đưa ra. Một số tác giả đã dùng tài chính học hành vi nói chung để lý giải nhiều hiện tượng tâm lý của nhà đầu tư VN [4].

Với những thị trường mà thông tin giao dịch của các nhà đầu tư gần như không thể tiếp cận như VN thì phương pháp nghiên cứu hành vi bầy đàn dựa vào mẫu hình giao dịch của nhà đầu tư mua và bán chứng khoán là không thể. Vì thế



tác giả sử dụng cách 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, Cheng và Khorana (2000) để tìm chứng cứ bầy đàn trên thị trường VN.

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 01/01/2002 đến 31/12/2008 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 theo mô hình:

$$CSAD_t = \alpha + \lambda_1 |R_{m,t}| + \lambda_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

trong đó $CSAD_t$ là độ phân tán trung bình, được tính bằng trung bình độ lệch tuyệt đối của các tỷ suất sinh lợi theo ngày của các cổ phiếu i ($i=1, \dots, N$) trong danh mục so với tỷ suất sinh lợi trung bình theo ngày của danh mục thị trường (ký hiệu là $R_{m,t}$). Nếu không tồn tại hành vi bầy đàn thì CSAD là một hàm số tăng tuyến tính với tỷ suất sinh lợi tuyệt đối của thị trường, nếu những người tham gia thị trường bỏ qua niềm tin của mình và đi theo thị trường khi thị trường có biến động giá lớn thì mối quan hệ tăng tuyến tính giữa CSAD và tỷ suất sinh lợi tuyệt đối của thị trường không còn đúng, thay vào đó mối quan hệ này là tăng phi tuyến hoặc thậm chí giảm, do đó hệ số λ_2 trong mô hình trên

sẽ nhận giá trị âm và có ý nghĩa thống kê. Để xem hành vi bầy đàn có mức độ tương đồng trong hai trường hợp thị trường tăng và thị

trường giảm, tác giả tách toàn bộ chuỗi dữ liệu trên thành hai chuỗi tương ứng với $R_{m,t} > 0$ và $R_{m,t} < 0$, sau đó chạy lại hai hồi quy trên ứng với hai chuỗi dữ liệu này.

Hai giả thuyết sẽ được kiểm định:

Giả thuyết 1: $\lambda \geq 0$, không tồn tại hành vi bầy đàn trên thị trường VN

Giả thuyết 2:

$$\lambda_{2, R_{m,t} > 0} = \lambda_{2, R_{m,t} < 0}$$

hành vi bầy đàn tương đồng trong trường hợp $R_{m,t} > 0$ và $R_{m,t} < 0$

Tác giả thu thập dữ liệu giá đóng cửa của các chứng khoán trên HoSE trong giai đoạn từ ngày 01/01/2002 đến 31/12/2008. Kết thúc ngày 31/12/2008, HoSE có 170 cổ phiếu niêm yết (không tính chứng chỉ quỹ), cổ phiếu HAG giao dịch chính thức vào 22/12/2008 nên được loại ra do số quan sát ít, vì thế còn 169 công ty trong mẫu, số công ty trong mẫu ít nhất là vào ngày 01/01/2002 với 10 công ty. Dữ liệu giá của các chứng khoán được điều chỉnh đối với cổ tức tiền mặt, cổ tức cổ phiếu và cổ phiếu thưởng. Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán i trong ngày t nào đó được tính

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$P_{i,t-1}$ là giá chứng khoán i cuối ngày $t-1$ đã điều chỉnh đối với cổ tức tiền mặt, cổ tức cổ phiếu và cổ phiếu thưởng. Dữ liệu ngày từ 01/01/2002 đến 31/12/2008 cung cấp 1727 quan sát ngày (bằng với tổng số phiên giao dịch của HoSE từ 01/01/2002 đến 31/12/2008), trong đó có 871 quan sát có tỷ suất sinh lợi $R_{m,t}$ âm và 856 quan sát có tỷ suất sinh lợi $R_{m,t}$ dương. Thống

kê mô tả của CSAD và $R_{m,t}$ được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 2 trình bày kết quả kiểm định hành vi bầy đàn cho toàn bộ phân phối của tỷ suất sinh lợi $R_{m,t}$ và cho hai chuỗi $R_{m,t} < 0$ và $R_{m,t} > 0$ được tách ra từ toàn bộ phân phối. Cả trên toàn bộ phân phối, $R_{m,t} < 0$ và $R_{m,t} > 0$, hệ số hồi quy λ_1

dương nhỏ, λ_2 âm mạnh và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, điều đó cho thấy CSAD không có quan hệ tuyến tính với $|R_{m,t}|$ mà quan hệ này là dạng phi tuyến bậc hai. Mối quan hệ này được thể hiện rõ hơn trên Hình 1 (minh họa cho toàn bộ mẫu). CSAD đạt giá trị cực đại khi $|R_{m,t}| = 2,197\%$ ($\lambda_1 / (-2\lambda_2)$). CSAD sẽ tăng nhưng ở mức độ chậm hơn so $|R_{m,t}|$ khi $|R_{m,t}|$ tăng dưới 2,197% và sẽ giảm khi $|R_{m,t}|$ vượt quá 2,197%. Như vậy giả thuyết 1 ở trên bị từ chối, nói cách khác có chứng cứ hành vi bầy đàn rất mạnh trên thị trường VN trong giai đoạn nghiên cứu.

Một điều đặc biệt từ kết quả hồi cho hai trường hợp $R_{m,t} < 0$ và $R_{m,t} > 0$, đó là hệ số

$$|\lambda_{2, R_{m,t} > 0}| > |\lambda_{2, R_{m,t} < 0}| \quad (\text{cụ thể là}$$

$|-24,4| > |-17,7|$). Kiểm định giả thuyết về sự bằng nhau của hệ số λ_2 cho hai trường hợp cho thấy

chúng khác nhau có ý nghĩa thống kê với giá trị kiểm định $F = 20,52$ và $p\text{-value} = 0,000$. Như vậy, giả thuyết thứ hai

$$\lambda_{2, R_{m,t} > 0} = \lambda_{2, R_{m,t} < 0}$$

bị từ chối, hơn nữa vì

$$\lambda_{2, R_{m,t} > 0} - \lambda_{2, R_{m,t} < 0} = -6,689$$

nên có thể thấy hành vi bầy đàn

Bảng 1. Thống kê mô tả độ lệch tuyệt đối từ 1/1/2002 đến 31/12/2008

	CSAD	Rm
Số lượng cổ phiếu trong mẫu	169	169
Số quan sát	1727	1727
Giá trị lớn nhất	0,0406	0,0475
Giá trị nhỏ nhất	0,0000	-0,0474
Trung bình	0,0120	0,0003
Độ lệch chuẩn	0,0068	0,0142

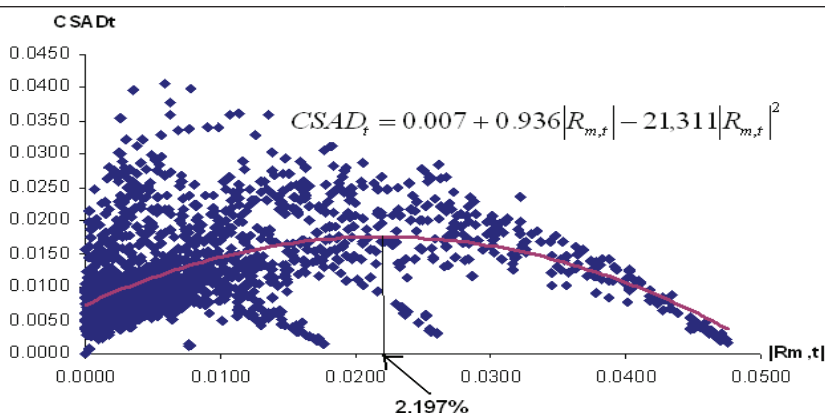
Nguồn: Tính toán của tác giả

trong trường hợp thị trường đi lên mạnh hơn đáng kể trong trường hợp thị trường đi xuống.

Với những kết quả này, tác giả cho rằng hành vi bầy đàn tồn tại rất mạnh trên thị trường VN và hành vi bầy đàn trong trường hợp thị trường tăng cao hơn trường hợp thị trường giảm, như vậy khi thị trường tăng càng mạnh, rủi ro phi hệ thống của các cổ phiếu gần như chuyển thành rủi ro thị trường và chi phối rủi ro tổng thể. Trong những tình

Bảng 2. Kiểm định hành vi bầy đàn toàn bộ phân phối của $R_{m,t}$ và trong trường hợp $R_{m,t} < 0$, $R_{m,t} > 0$

$CSAD_t = \alpha + \lambda_1 R_{m,t} + \lambda_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$						
	$R_{m,t}$		$R_{m,t} < 0$		$R_{m,t} > 0$	
	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
α	0,007(a)	29,070	0,007(a)	20,950	0,007(a)	20,530
λ_1	0,936(a)	22,586	0,815(a)	13,834	1,044(a)	18,005
λ_2	-21,311(a)	-19,940	-17,744(a)	-11,543	-24,433(a)	-16,539
R-squared	0,2344		0,1970		0,2765	
Adjusted R-squared	0,2335		0,1952		0,2748	
F-statistic	263,8447		106,4736		163,0180	
Prob(F-statistic)	0,0000		0,0000		0,0000	
Số quan sát	1727		871		856	
$\lambda_2^{R_{m,t} > 0} - \lambda_2^{R_{m,t} < 0} = -6,689$						
F-statistic					20,52	
Ghi chú: (a) có ý nghĩa thống kê ở 1%					p-value	0,000



Nguồn: Tính toán của tác giả

huống như vậy, các chiến lược đa dạng hóa để giảm thiểu rủi ro ít có tác dụng và rủi ro hệ thống của thị trường là rất lớn.

Nguyên nhân tồn tại hành vi bầy đàn mạnh trên thị trường VN

Như đã đề cập trên đây, hành vi bầy đàn là một dạng tâm lý vốn có của con người, nhưng trở nên mạnh hơn khi con người quyết định phải



làm, trong môi trường thông tin không đầy đủ, độ tin cậy của thông tin thấp, thông tin có nhiều khả năng bị rò rỉ và tồn tại nhiều hạn chế trong vấn đề minh bạch thông tin. Một khi nhà đầu tư không tin tưởng vào chất lượng và tính minh bạch của thông tin mà mình nhận được, hoặc khả năng đánh phân tích thông tin bị hạn chế thì họ thường có xu hướng bất chước hành động của những nhà đầu tư khác trên thị trường. Ở thị trường VN, hành vi bầy đàn mạnh là do những nguyên nhân chủ yếu sau:

- Chất lượng thông tin và minh bạch thông tin còn nhiều bất cập. Trong những năm vừa qua, nhiều bất cập về chất lượng và vi phạm các quy định về minh bạch thông tin liên tiếp xảy ra và đáng ngạc nhiên là số vụ vi phạm có xu hướng tăng theo sự gia tăng của số lượng công ty niêm yết. Điều này cho thấy chất lượng và hệ thống minh bạch thông tin trên thị trường chưa được thực thi hiệu quả, ảnh

hưởng tiêu cực đến tính hiệu quả của thị trường và niềm tin của các nhà đầu tư đối với những thông tin được công bố, theo tác giả đây là nguyên nhân chính khiến nhiều nhà đầu tư hành động theo bầy đàn. Những bất cập về chất lượng thông tin và minh bạch thông tin trên thị trường:

- Bất cập về khả năng so sánh của thông tin trên báo cáo tài chính và tính đơn điệu của thông tin trên báo cáo thường niên. Để ra quyết định, nhà đầu tư cần phải đánh giá, so sánh tình hình tài chính và khả năng sinh lợi của các công ty thông qua nguồn thông tin phổ biến nhất là các báo cáo tài chính và báo cáo thường niên. Tuy nhiên do các doanh nghiệp thực hiện chưa đúng quy định về hạch toán kế toán hoặc hạch toán không đầy đủ, dẫn đến các khoản mục trên báo cáo tài chính chưa phản ánh chính xác tình hình tài chính của doanh nghiệp, khiến cho việc so

sánh hiệu quả hoạt động giữa các doanh nghiệp thông qua kết quả trên báo cáo tài chính trở nên khập khiễng, thậm chí kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp trước và sau kiểm toán chênh lệch nhiều, một số chênh lệch là do sự không nhất quán trong trong hạch toán của doanh nghiệp và của kiểm toán viên. Thông tin trên báo cáo thường niên của doanh nghiệp còn nghèo nàn, báo cáo thường niên hiện nay chỉ đơn thuần trình bày các báo cáo tài chính bắt buộc như bảng cân đối tài sản, báo cáo thu nhập, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và báo cáo thuyết minh các báo cáo tài chính. Báo cáo thuyết minh cũng khá sơ sài và có những khoản mục vẫn chưa được thuyết minh rõ ràng. Báo cáo thường niên của các doanh nghiệp VN hiện nay chưa có phần phân tích của ban quản trị về vị thế tài chính, kết quả hoạt động của doanh nghiệp, phân tích rủi ro mà doanh nghiệp



phải đối mặt. Vì những vấn đề trên nên nhà đầu tư thiếu đi sự tin tưởng vào thông tin doanh nghiệp công bố, trong hoàn cảnh đó việc nhà đầu tư coi trọng các thông tin “rỉ tai” hoặc “tin đồn” hơn những thông tin chính thức mà doanh nghiệp công bố là điều dễ hiểu, dẫn đến tâm lý bầy đàn.

- Doanh nghiệp niêm yết bóp méo báo cáo tài chính. Trong 2008, thị trường VN đã xảy ra trường hợp bóp méo số liệu và đã bị phát hiện (công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết). Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết đã lập báo cáo tài chính quý và năm sai lệch để công bố ra thị trường, bóp méo doanh thu, tạo lợi nhuận giả. Nghiêm trọng là việc thua lỗ của công ty Bông Bạch Tuyết bị che giấu trong nhiều năm. Mặc dù đây là trường hợp vi phạm đầu tiên được phát hiện nhưng nó đã ảnh hưởng xấu lên niềm tin của thị trường về chất lượng thông tin của các báo cáo tài chính được kiểm toán.

- Nhiều doanh nghiệp vi phạm quy định công bố thông tin về huy động vốn, chào bán chứng

khoán ra công chúng. Hơn nữa minh bạch việc sử dụng nguồn vốn huy động ít được quan tâm từ cả góc độ quản lý nhà nước và nhà đầu tư. Vào năm 2006 và 2007 với sự tăng giá chứng khoán liên tục, các doanh nghiệp đua nhau phát hành, nhà đầu tư tranh mua chứng khoán. Tuy nhiên công tác hậu kiểm sau khi vốn được huy động bị bỏ ngỏ. Vì thế có trường hợp vốn huy động được không phải tập trung vào sản xuất theo phương án huy động vốn, thay vào đó vốn huy động được sử dụng sai mục đích, đầu tư dàn trải, thậm chí không ít trong số doanh nghiệp huy động vốn thêm chỉ để đầu tư tài chính.

- Vi phạm quy định giao dịch, thao túng giá, giao dịch nội gián, và tung tin đồn sai sự thật. Hành vi sai phạm này chủ yếu đến từ phía nhà đầu tư, các cổ đông nội bộ và một số công ty chứng khoán. Thực tế có những công ty chứng khoán chấp nhận các phiếu đặt lệnh không hợp lệ, không đầy đủ thông tin, có trường hợp nhân viên công ty chứng khoán ký vào phiếu lệnh thay nhà đầu tư. Một

số công ty chứng khoán có hiện tượng chen lệnh của nhân viên hoặc lệnh tự doanh của mình lên trên lệnh của nhà đầu tư hoặc ưu tiên lệnh của những nhà đầu tư thân tín. Đối với hành vi thao túng giá, một số nhà đầu tư sử dụng nhiều tài khoản để cùng lúc đặt lệnh mua và bán một loại chứng khoán, một số trường hợp các nhà đầu tư thông đồng với nhau để cùng thực hiện các lệnh mua và bán khối lượng lớn trên một mã chứng khoán nhằm tạo ra cung cầu giả về chứng khoán này. Thị trường tồn tại khá phổ biến hành vi giao dịch nội gián, một số cá nhân có lợi thế về mặt thông tin đã thực hiện giao dịch để hưởng lợi trước khi thông tin đó được công bố rộng rãi ra công chúng. Hơn 8 năm hoạt động của thị trường chứng khoán, có những tin đồn ảnh hưởng đến uy tín của các công ty niêm yết và ảnh hưởng không tốt tới thị trường. Các quy định xử phạt vi phạm hành chính đối với các hành vi vi phạm còn khá nhẹ nên các vi phạm vẫn tiếp diễn và có trường hợp tái diễn.



- Ý thức của công ty niêm yết trong vấn đề minh bạch thông tin còn thấp, doanh nghiệp chưa hiểu hết lợi ích và tầm quan trọng của việc minh bạch thông tin đối với sự ổn định và phát triển của doanh nghiệp nên nhiều trường hợp công bố mang tính chiếu lệ, sơ sài, nhiều doanh nghiệp công bố báo cáo tài chính định kỳ chậm trễ so với thời gian quy định. Có những doanh nghiệp công bố thông tin trên các kênh thông tin không nhất quán về mặt thời gian, chẳng hạn như thông tin đưa lên website của doanh nghiệp xảy ra trước thời điểm thông tin được công bố trên website của Sở giao dịch, cũng có trường hợp doanh nghiệp cập nhật kết quả kinh doanh của tháng một cách khá tùy tiện, đại loại như công ty XYZ công bố, đến hết 28/10/2009 lợi nhuận tăng thêm khoảng 100 tỷ đồng...

- Khả năng phân tích thông tin của nhà đầu tư VN còn hạn chế. Bên cạnh vấn đề bất cập về chất lượng thông tin và minh bạch thông tin, phải nói đến khả năng đánh giá và phân tích thông tin của các nhà đầu tư trên thị trường VN trong những năm qua còn hạn chế. Giai đoạn thị trường tăng mạnh cũng là giai đoạn mà lượng tài khoản nhà đầu tư tăng mạnh, trên HoSE lượng tài khoản nhà đầu tư tăng từ 13.520 tài khoản năm 2002 lên 106.393 tài khoản năm 2006 và 349.402 tài khoản vào năm 2007 [5] (theo Báo cáo thường niên HoSE 2008), trong đó tài khoản của nhà đầu tư cá nhân chiếm 99% tổng số tài khoản của các nhà đầu tư trên thị trường, với kinh nghiệm chưa nhiều nên các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường VN ít có khả năng phân thông tin,

họ mua/bán chứng khoán theo hành động của các nhà đầu tư khác, nếu quan sát thấy các nhà đầu tư khác mua, họ cũng mua và ngược lại, điều này dễ làm cho nhà đầu tư rơi vào cạm bẫy của các đối tượng làm giá trên thị trường.

- Không được phép bán khống và chu kỳ giao dịch T+3. Bầy đàn trong trường hợp thị trường đi lên mạnh hơn trong trường hợp thị trường đi xuống là một đặc trưng của thị trường VN so với các thị trường đã phát triển, điều này có thể do các nhà đầu tư chưa được phép sử dụng nghiệp vụ bán khống và chu kỳ giao dịch T+3 (trên HoSE) trong giai đoạn nghiên cứu. Việc chưa cho phép bán khống cản trở nhà đầu tư kiếm lời khi thị trường giảm và các quan điểm định giá theo xu hướng ngược lại bị bỏ qua nên những thông tin bất lợi không được chiết khấu vào trong giá, vì thế xu hướng giá lên kéo dài. Cơ chế giao dịch T+3 cũng đóng góp vào việc hạn chế bầy đàn khi thị trường giảm, vì những nhà đầu tư đã mua cổ phiếu một hoặc hai ngày trước không thể bán lại, làm áp lực giảm giá trở nên chậm hơn.

- Hàng hóa trên thị trường còn hạn chế. Hàng hóa hạn chế khiến nhà đầu tư ít có cơ hội để lựa chọn hàng hóa cho danh mục đầu tư của mình. Sở hữu cổ phần nhà nước vẫn còn cao trong các công ty niêm yết mà số cổ phần này ít (hoặc không) được giao dịch trên thị trường, nên khi nhu cầu tăng mạnh thì thị trường dễ rơi vào khan hiếm hàng hóa. Do lo sợ phải đứng ngoài thị trường khi thị trường tăng nên nhiều nhà đầu tư cố gắng mua vào bằng mọi giá, đẩy giá tăng mạnh hơn và thanh khoản “cạn kiệt” ở nhiều phiên giao dịch

trong năm 2006 và 2007. Hành vi bầy đàn góp phần không nhỏ vào việc tạo nên bong bóng giá chứng khoán trong năm 2006 và 2007, giá các cổ phiếu trên thị trường đã tăng cao quá mức và sau đó là sự sụt giảm sâu trong năm 2008.

Giải pháp giảm hành vi bầy đàn trên thị trường VN

Hành vi bầy đàn tồn tại rất mạnh trên thị trường VN, sự tăng giá liên tục cũng như sự đảo chiều mạnh mẽ của thị trường trong những năm vừa qua ở mức độ nào đó cho thấy thị trường khá bất ổn và hàm chứa nhiều rủi ro hệ thống. Từ những nguyên nhân được phân tích trên đây, một vài giải pháp để giảm bớt hành vi bầy đàn trên thị trường VN là:

- Tăng chất lượng thông tin và minh bạch thông tin. Thông tin có chất lượng và thông tin được minh bạch sẽ tạo niềm tin cho nhà đầu tư để họ tự tin đưa ra quyết định đầu tư dựa vào thông tin chính thức mà doanh nghiệp công bố chứ không phải nghe những tin hành lang. Để thông tin trong các báo cáo tài chính có chất lượng thì trước hết các doanh nghiệp cần tuân thủ các nguyên tắc hạch toán kế toán, không để xảy ra chênh lệch quá lớn giữa báo cáo tài chính trước và sau kiểm toán. Các cơ quan chức năng cũng cần cụ thể hóa các chuẩn mực và hướng dẫn thực hành chi tiết, chẳng hạn như đối với việc lập dự phòng các khoản đầu tư cổ phiếu chưa niêm yết, làm sao để xác định giá trị thị trường khi lập báo cáo, để tạo sự nhất quán trong hạch toán của doanh nghiệp và của kiểm toán viên.

- Tăng thêm nội dung thông tin trên báo cáo thường niên, chẳng hạn như yêu cầu báo cáo thường



niên phải có phần phân tích của ban quản lý công ty về tình hình kinh doanh, tỷ trọng doanh thu và thu nhập từ hoạt động chính, rủi ro mà công ty sẽ phải đối mặt trong hoạt động, chính sách quản trị rủi ro, mục tiêu tăng trưởng, báo cáo chi tiết về thay đổi vốn cổ phần... để giúp nhà đầu tư có nhiều thông tin và hiểu rõ hơn về doanh nghiệp trong việc ra quyết định.

Một vấn đề cần quan tâm hơn đó là việc nâng cao ý thức của doanh nghiệp đối với chất lượng thông tin và minh bạch thông tin. Các cơ quan chức năng (chẳng hạn như Ủy ban Chứng khoán Nhà nước hoặc Sở Giao dịch Chứng khoán) cần tổ chức các buổi hội thảo hoặc các buổi gặp gỡ lãnh đạo doanh nghiệp để nói về lợi ích của việc nâng cao chất lượng thông tin và minh bạch thông tin của doanh nghiệp, dần dần thay đổi suy nghĩ không mấy thiện cảm của các nhà lãnh đạo doanh nghiệp hiện nay về minh bạch thông tin.

Ngoài ra cần phải chuẩn hóa

việc minh bạch thông tin để đảm bảo các nhà đầu tư có cơ hội tiếp cận thông tin như nhau, chẳng hạn quy định thông tin phải được công bố cùng lúc trên các phương tiện công bố thông tin, trên website của Sở Giao dịch Chứng khoán, và website của doanh nghiệp. Thậm chí thông tin chỉ nên được công bố qua một kênh chính thống là Sở giao dịch càng tốt. Các doanh nghiệp không được tùy tiện cập nhật thông tin tài chính khi không được yêu cầu... Hơn nữa, cần chế tài chặt chẽ và mạnh tay đối với các hành vi gian dối ảnh hưởng đến chất lượng thông tin và minh bạch hóa thông tin của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường.

Đối với các hành vi giao dịch nội gián, thông tin sai sự thật và đầu cơ làm giá, thứ nhất cần phải thay đổi mức hình phạt theo hướng tăng mạnh mức xử phạt hành chính, vì hiện tại theo quy định tại các điều 26, 27 và 28 của Nghị định 36/2007/NĐ-CP mức xử phạt đối với các hành vi này chỉ từ 30

triệu đến 50 triệu đối với cá nhân và 50 triệu đến 70 triệu đối với các tổ chức đầu tư là quá thấp. Thứ hai, cần xem xét và bãi bỏ quy định mỗi nhà đầu tư chỉ có một tài khoản giao dịch mà hiện tại đã và đang bộc lộ nhiều hạn chế và tạo sự bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư, tạo cơ hội cho những kẻ bất chính lợi dụng kẽ hở để làm giá. Thứ ba, sớm nâng cấp cơ sở hạ tầng để chuyển đổi từ hệ thống lưu ký hai cấp sang hệ thống lưu ký một cấp, từ đó các cơ quan chức năng có thể quản lý trực tiếp đến tài khoản của từng nhà đầu tư chứ không phải chỉ quản lý tài khoản tổng hợp của thành viên lưu ký như hiện nay, điều này sẽ giúp phát hiện sớm những giao dịch đáng ngờ. Gần đây sự kiên quyết đối với các hành vi sai phạm này trên thị trường chứng khoán đã đã được thể hiện trong Thông tư liên tịch 46 /2009/TTLT-BTC-BCA ngày 11 tháng 3 năm 2009 của Bộ Tài chính và Bộ Công an, và cũng đã được đưa vào trong Luật số 37/2009/QH12 sửa đổi, bổ sung một số điều của Bộ luật hình sự số 15/1999/QH10 ngày 19/6/2009 có hiệu lực từ ngày 1/1/2010. Tuy nhiên các quy định pháp lý này trở thành công cụ giúp hạn chế hành vi giao dịch nội gián, thao túng giá và thông tin sai sự thật đến mức nào một phần tùy thuộc vào năng lực của những người chịu trách nhiệm giám sát thị trường, vì thế cần phải nâng cao năng lực chuyên môn và khả năng phát hiện sai phạm của họ (như khả năng phân tích diễn biến khối lượng giao dịch và giá, đối tượng thực hiện giao dịch... đối những giao dịch bất thường) cũng là vấn đề đáng được quan tâm.

- Tăng tính chuyên nghiệp của các nhà đầu tư cá nhân và khuyến



khích phát triển các nhà đầu tư tổ chức. Tăng cường hiểu biết của nhà đầu tư và khả năng phân tích thông tin để họ tự phân tích thông tin và ra quyết định. Nhà đầu tư cần hiểu rằng, đầu tư trên thị trường chứng khoán luôn hàm chứa rủi ro, điều quan trọng là nhà đầu tư cần phải thiết lập được mục tiêu đầu tư của mình về cả hai khía cạnh rủi ro và tỷ suất sinh lợi, kiên định với mục tiêu đầu tư tương ứng với khẩu vị rủi ro của mình, tránh hành động mù quáng theo những tin đồn trên thị trường. Bên cạnh đó phát triển các nhà đầu tư tổ chức bao gồm không chỉ các quỹ đóng mà cả các quỹ mở, các quỹ hưu bổng... Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã cho thấy một thị trường ổn định và phát triển không thể thiếu các nhà đầu tư tổ chức, với quy trình định giá chuyên nghiệp và kỷ luật đầu tư nghiêm ngặt, các tổ chức đầu tư sẽ góp phần giúp thị trường hoạt động hiệu quả hơn.

- Tăng lượng chứng khoán tự do giao dịch và đa dạng hơn các loại hàng hóa. Với tỷ lệ sở hữu nhà nước trong các công ty niêm yết khá cao như hiện nay, việc giảm sở hữu nhà nước là một giải pháp để giúp số lượng cổ phiếu tự do giao dịch trên thị trường tăng, làm tăng hàng hóa cho thị trường. Hơn nữa nhiều nghiên cứu trên thế giới đã kết luận sở hữu nhà nước giảm sẽ gia tăng hiệu quả quản trị công ty do gia tăng giám sát của các nhà đầu tư chuyên nghiệp bên ngoài, từ đó thông tin tài chính và tình hình hoạt động của doanh nghiệp sẽ được minh bạch hơn. Ngoài ra cần xem xét đưa ra thị trường nhiều loại hàng hóa khác đặc biệt là xây dựng lộ trình phát triển thị trường phái sinh để tăng cơ hội đầu tư

cũng như giúp nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro cho danh mục đầu tư của họ.

- Xây dựng lộ trình rút ngắn chu kỳ giao dịch T+3 hiện nay. Mặc dù từ ngày 15/6/2009 Ủy ban Chứng khoán đã cho phép HoSE áp dụng phương thức thanh toán trực tiếp với thời gian thanh toán rút xuống còn T+1 so với T+3 trước đó, nhưng quy trình thanh toán này chỉ áp dụng cho các giao dịch thỏa thuận với khối lượng lớn từ 100.000 cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ. Trong khi ở thị trường VN, nhà đầu tư cá nhân chiếm đại đa số nhưng khối lượng giao dịch của họ nhỏ nên quy định trên cũng chưa giúp cải thiện được nhiều thanh khoản cho thị trường. Bên cạnh đó, thực trạng vượt rào T+3 xảy ra ở các công ty chứng khoán đối với một nhóm khách hàng nào đó đang gây ra tình trạng bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư. Rút ngắn chu kỳ giao dịch xuống T+1 ngoài việc giúp tăng thanh khoản cho thị trường còn có nhiều lợi ích khác như giảm rủi ro hoạt động (do xử lý tự động) và giảm rủi ro tín dụng (do rút ngắn 2/3 thời gian). Tuy nhiên việc chuyển đổi nên có lộ trình cụ thể, lộ trình này có thể bao gồm ba giai đoạn: giai đoạn đề xuất dự án; giai đoạn đấu thầu và thực hiện nâng cấp cơ sở hạ tầng ở Sở giao dịch và Trung tâm lưu ký, đây cũng là giai đoạn để các thành viên đầu tư hạ tầng sẵn sàng cho việc kết nối với hệ thống trung tâm khi chuyển sang T+1; giai đoạn thử nghiệm hệ thống, giai đoạn này vẫn thực hiện cơ chế giao dịch T+3 để đánh giá mức độ ổn định trước khi chuyển sang giao dịch theo T+1.

Mặc dù tác giả thừa nhận rằng hành vi bày 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 bày 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, giảm rủi ro cho nhà đầu tư và tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn của các doanh nghiệp để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Trần Ngọc Thơ – Hồ Quốc Tuấn, “Ứng dụng tài chính hành vi vào phân tích thực tiễn”, Tạp chí *Phát triển kinh tế*, số 201 tháng 7/2007, trang 2-5 (chú thích [4])

Lê Đạt Chí, “Tài chính hành vi và những bất thường của thị trường chứng khoán VN”, Tạp chí *Phát triển kinh tế*, số 201 tháng 7.2007, trang 6-9 (chú thích [4])

HOSE, Báo cáo thường niên 2008, Tháng 2.2009 (chú thích [5]);

Website của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM www.hsx.vn

Bikhchandani, S. and Sharma, S., 2001, “Herd Behavior in Financial Markets”, IMF Staff Papers, International Monetary Fund, Vol 47, 279–310 (chú thích [1])

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* No. 24, 1651–1679 (chú thích [3])

Lakonishok, Shleifer, Vishny, 1992, “The impact of Institutional trading on stock prices”, *Journal of Financial Economics* Vol. 32, 23–43 (chú thích [2])