

---

# HIỆU ỨNG MOMENTUM TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Nguyễn Thị Yên**

*Bộ môn Toán kinh tế, Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh*

*E-mail: yennt@buh.edu.vn*

**Lê Đức Khánh**

*Công ty cổ phần chứng khoán VPS*

*E-mail: khanhld1@vps.com.vn*

Ngày nhận: 21/7/2020

Ngày nhận bản sửa: 16/9/2020

Ngày duyệt đăng: 05/10/2020

## **Tóm tắt:**

*Nghiên cứu chỉ ra thị trường chứng khoán Việt Nam xuất hiện hiệu ứng momentum ngắn hạn dựa vào dữ liệu tỷ suất sinh lợi theo tuần, giai đoạn từ tháng 1 năm 2007 tới tháng 12 năm 2019. Khi thực hiện chiến lược ở các nhóm cổ phiếu có quy mô khác nhau, mặc dù không tìm thấy hiệu ứng momentum ở nhóm các cổ phiếu có quy mô nhỏ, nhưng hiệu ứng vẫn duy trì ở nhóm các cổ phiếu trung bình và lớn. Các nhân tố rủi ro: rủi ro thị trường, rủi ro quy mô và rủi ro giá trị không giải thích được lợi nhuận của chiến lược momentum. Lợi nhuận chiến lược gây ra bởi các tương quan chuỗi của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Kết quả này chứng tỏ thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả.*

**Từ khóa:** Momentum, danh mục đầu tư, mô hình định giá tài sản.

**Mã JEL:** G11, G14.

## **The momentum effect in the Vietnam Stock Exchange**

### *Abstract:*

*This paper exhibits a short-run momentum effect in weekly returns in the Vietnam Stock Exchange over the period from January 2007 to December 2019. The momentum effect is not found in the group of small stocks, but it exists within medium-size stock and big-size stock groups. The convention risk factors including the market risk factor, the size factor, and the value factor are unable to account for the profitability of momentum strategies. The momentum profitability is driven by serial correlation returns of stocks. It suggests the Vietnamese stock market inefficiency.*

**Keywords:** Momentum effect, investing portfolio, asset pricing model.

**JEL Code:** G11, G14.

## **1. Giới thiệu**

Lý thuyết tài chính truyền thống cho rằng cổ phiếu được định giá theo các nhân tố rủi ro (Bodie & cộng sự, 2017). Hơn nữa, gần như bằng mọi cách không thể tìm được chiến lược giao dịch có lợi nhuận vượt trội. Nói cách khác, giá của chứng khoán là những “bước ngẫu nhiên”, tức là sự thay đổi giá độc lập nhau và không có tương quan chuỗi, do đó dựa vào quá khứ, không thể dự đoán hướng thay đổi, hay dự báo được giá của cổ phiếu trong tương lai (Bodie & cộng sự, 2017).

Tuy nhiên trong những năm qua, nhiều nghiên cứu trên thế giới chỉ ra thành công của chiến lược momentum. Một trong những nghiên cứu đầu tiên và có ảnh hưởng nhất là của Jegadeesh & Titman (1993), sau đó là một loạt các nghiên cứu trên các thị trường các nước như Conrad & Kaul (1998), Frazzini (2006), Gutierrez & Kelley (2007), hay tổng hợp thị trường nhiều nước như Chui & cộng sự (2001), Doukas & McKnight (2005).

---

Ở Việt Nam, nghiên cứu về momentum chưa nhiều. Truong & cộng sự (2007) tìm thấy sự xuất hiện của momentum, đặc biệt hiệu ứng rất mạnh với những cổ phiếu có khối lượng giao dịch lớn. Tuy nhiên, nghiên cứu dựa trên bộ số liệu hạn chế do thị trường đang trong những năm đầu hoạt động. Alphonse & Nguyen (2013) chỉ ra chiến lược momentum có lợi nhuận lớn nhất nếu dựa vào tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu trước đó một tuần và giữ một tuần, thị trường không có hiệu ứng reversal. Chiến lược momentum có lợi nhuận khi đầu tư vào nhóm các cổ phiếu có quy mô nhỏ và lớn, không có lợi nhuận khi đầu tư vào nhóm các cổ phiếu có quy mô trung bình. Trái lại, Võ Xuân Vinh & Võ Văn Phong (2019) chỉ ra rằng chiến lược momentum thực hiện trên 3 nhóm cổ phiếu quy mô chỉ có lãi nếu đầu tư vào cổ phiếu có quy mô trung bình. Bên cạnh đó, chiến lược momentum dựa vào tỷ suất sinh lời của cổ phiếu trong 6 tháng gần nhất sẽ thu được tỷ suất sinh lời dương sau một tháng nắm giữ. Trong khi đó, nghiên cứu của Phan Trần Quang Dũng & Ngô Hồ Quang Hiếu (2019) cho thấy chiến lược momentum thành công nếu dựa trên tỷ suất sinh lời của cổ phiếu trong 3 tháng gần nhất và giữ trong 3 hoặc 6 tháng.

Có thể thấy các nghiên cứu gần đây trên thị trường Việt Nam còn chưa phong phú, chủ yếu mới kiểm định lợi nhuận momentum và nhiều kết quả còn chưa thống nhất. Vì thế mục tiêu đầu tiên của nghiên cứu là xem xét hiệu quả của các chiến lược momentum, từ đó có thể làm rõ một số kết quả trái chiều trong các nghiên cứu đi trước. Bên cạnh đó, nhằm đánh giá vai trò của các yếu tố rủi ro trong lợi nhuận momentum, chúng tôi thực hiện chiến lược trên các nhóm cổ phiếu phân theo quy mô để kiểm soát yếu tố rủi ro, đồng thời kiểm định ý nghĩa thống kê của lợi nhuận vượt trội so với lợi nhuận kỳ vọng bằng cách áp dụng mô hình định giá tài sản (CAPM) và mô hình Fama-French 3 nhân tố (FF3). Ngoài ra, theo Lo & Mackinlay (1990), chiến lược momentum thậm chí có lợi nhuận ngay cả khi giá cổ phiếu tuân theo “bước ngẫu nhiên”, tức là thị trường không có momentum. Do đó, nếu chỉ dựa vào thành công của chiến lược để kết luận thị trường có hiệu ứng như một số nghiên cứu trước đây thì có lẽ chưa chính xác. Nghiên cứu của chúng tôi nhằm đưa ra kết luận chính xác hơn về việc có hay không sự xuất hiện của momentum bằng cách xác định yếu tố chính khiến cho chiến lược momentum có lợi nhuận dựa theo lí luận của Jegadeesh & Titman (1993, 2001), từ đó có thể kết luận về tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan**

### **2.1. Lý thuyết tài chính truyền thống**

Lý thuyết tài chính truyền thống thường giả định: hành vi của các nhà đầu tư là hợp lý, không ưa thích rủi ro và thị trường vận hành theo cơ chế giao dịch hiệu quả (Bodie & cộng sự, 2017). Nếu một tài sản tồn tại các mức giá khác nhau sẽ làm nảy sinh cơ hội kiếm được lợi nhuận bằng cách mua tài sản với giá rẻ và bán với giá cao. Cơ hội này sẽ nhanh chóng được tận dụng bởi những nhà đầu tư hợp lý, khiến cho cơ chế một giá được thiết lập tức thì, hay nói khác đi giá của cổ phiếu đạt đến điểm cân bằng. Có nhiều mô hình định giá tài sản ở điểm cân bằng, trong số đó là: mô hình định giá tài sản (mô hình CAPM), mô hình 3 nhân tố của Fama và French (mô hình FF3) (Bodie & cộng sự, 2017).

Trọng tâm trong lý thuyết tài chính truyền thống là lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH). Khác với một số mô hình định giá cân bằng, EMH không thừa nhận tất cả các nhà đầu tư hợp lý mà giả định thị trường hợp lý và EMH không phải là một công cụ định giá. EMH cho rằng, các hành động không hợp lý của nhà đầu tư là ngẫu nhiên và về trung bình các hành động ngẫu nhiên đó sẽ triệt tiêu lẫn nhau khiến cho hiệu ứng ròng trên thị trường là bằng không. Ngoài ra, EMH giả định giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ và tức thời mọi thông tin có sẵn và sự thay đổi trong kỳ vọng tỷ suất sinh lời của cổ phiếu chỉ do sự thay đổi của các yếu tố rủi ro. Quá trình hiệu chỉnh giá diễn ra liên tục và nhanh chóng đảm bảo giá của các cổ phiếu không bao giờ chệch khỏi các giá trị hợp lý một cách có hệ thống (Bodie & cộng sự, 2017).

Như vậy, theo lý thuyết tài chính truyền thống, một tài sản tài chính được định giá theo mô hình gồm các rủi ro. Các khoản đầu tư có lợi nhuận cao là do chịu mức rủi ro lớn (Bodie & cộng sự, 2017). Gần như bằng mọi cách không thể xây dựng được một danh mục đầu tư có tỷ suất sinh lời vượt trội so với phần bù rủi ro (Bodie & cộng sự, 2017).

Tuy nhiên, Jegadeesh & Titman (1993, 2001), Alphonse & Nguyen (2012), Fama & French (1996) đều cho rằng các mô hình định giá dựa trên các nhân tố rủi ro truyền thống không giải thích được lợi nhuận momentum.

---

## 2.2. Lý thuyết tài chính hành vi

Theo lý thuyết tài chính hành vi, hiệu ứng momentum trên thị trường là kết quả của phản ứng chậm của nhà đầu tư. Phản ứng này diễn ra trong ngắn hạn và trung hạn, về dài hạn dẫn đến phản ứng thái quá gây ra hiệu ứng reversal.

Hong & Stein (1999) đề xuất mô hình hành vi gồm hai chủ thể giao dịch là newswather và momentum trader (tạm dịch là nhà đầu tư giao dịch theo tin tức và nhà đầu tư giao dịch theo xu hướng). Mô hình bắt đầu hình thành khi thông tin nội gián (private information) lan truyền từ từ trong cộng đồng người giao dịch theo tin tức. Những người này phản ứng khiến giá cổ phiếu dần điều chỉnh tạo nên momentum, nhưng quá trình điều chỉnh không đủ mạnh để giá vượt quá giá trị hợp lý. Do đó, phản ứng ban đầu này là phản ứng chậm. Biến động của giá thu hút chủ thể thứ hai tham gia vào thị trường, thúc đẩy thêm hiệu ứng momentum. Giao dịch ngày càng nhiều của lớp những nhà đầu tư theo xu hướng đến một lúc nào đó khiến giá thị trường vượt quá giá trị hợp lý, phản ứng của họ khi đó là phản ứng thái quá, dẫn đến reversal. Nghiên cứu này sau đó được cung cấp bằng chứng trong bài báo của Hong & cộng sự (2000) trên thị trường chứng khoán Mỹ.

Theo Barberis & cộng sự (1998) và Doukas & McKnight (2005), momentum xuất phát từ tâm lý bảo thủ của nhà đầu tư. Có nghĩa là nhà đầu tư có tâm lý duy trì những quan điểm trước đây, coi trọng những nhìn nhận trong quá khứ, đánh giá thấp những thông tin mới dẫn tới thiếu đi những điều chỉnh hành vi. Nhà đầu tư khó thay đổi hoặc thay đổi rất ít quan điểm đầu tư và khi những điều chỉnh về hành vi xảy ra không đủ thì dẫn tới phản ứng chậm.

Daniel & cộng sự (1998) cho rằng tâm lý tự tin thái quá và sai lầm do tự quy kết (self-attribution bias) gây ra momentum. Nhà đầu tư tự tin thái quá đánh giá quá cao khả năng của mình hoặc thông tin mà họ hiện có, thờ ơ các thông tin khác và hạ thấp những rủi ro. Baber & Odean (2000) thống nhất tần suất giao dịch là một thước đo sự tự tin. Các ông cho rằng, những nhà đầu tư có tâm lý tự tin thường nghĩ họ có thể là sẽ là người chiến thắng thị trường, nên để nắm bắt được nhiều hơn cơ hội kiếm lợi nhuận, họ sẽ giao dịch thường xuyên dẫn đến xuất hiện momentum. Tuy nhiên, thực tế thì ngược lại, Barber & Odean (2000) kết luận những nhà đầu tư giao dịch càng nhiều thì càng thua lỗ.

Tâm lý neo đậu, định kiến do tình huống có sẵn, lệch lạc do tình huống điển hình của nhà đầu tư có thể khiến họ phản ứng chậm với thông tin và gây ra momentum. Tâm lý neo đậu khiến nhà đầu tư có xu hướng giữ niềm tin về kỳ vọng giá cổ phiếu xung quanh một điểm nào đó, hay đặt quá nhiều niềm tin vào một thông tin. Họ hoàn toàn không điều chỉnh hoặc điều chỉnh rất ít những niềm tin này khi nhận thông tin mới. Nhà đầu tư có tâm lý định kiến do tình huống có sẵn là người có tâm lý nhớ lại những sự kiện xảy ra trong quá khứ khi gặp một tình huống tương tự ở hiện tại và nó ảnh hưởng tới kỳ vọng về cổ phiếu trong tương lai. Khi thông tin quá phức tạp, nhà đầu tư không có khả năng phân tích đầy đủ, nên thường dựa vào một tình huống điển hình, coi nó như là khuôn mẫu tin cậy, dẫn đến phản ứng chậm không phù hợp với thông tin mới.

Lý thuyết triển vọng cho rằng con người có tâm lý sợ thua lỗ (Kahneman & Tversky, 2013). Sự thua lỗ gây đau đớn nhiều hơn niềm vui, khi giá trị của mất mát và lợi nhuận như nhau. Do nhà đầu tư xử lý lợi ích và thua lỗ không đối xứng, dẫn đến hiệu ứng đảo ngược tức là bán cổ phiếu thắng quá sớm và giữ cổ phiếu thua quá lâu. Điều này có thể khiến cho nhà đầu tư phản ứng chậm với thông tin mới. Cụ thể, khi tin tức tốt được công bố, giá của cổ phiếu không ngay lập tức tăng lên giá trị hợp lý vì nhà đầu tư bán quá sớm hoặc thiếu lệnh mua. Bên cạnh đó, khi tin tức xấu được công bố, giá giảm ít vì thiếu người bán do một số nhà đầu tư chưa muốn đóng vị thế thua. Frazzini (2006) đưa ra bằng chứng tin tức tốt có ảnh hưởng mạnh tới phản ứng của nhà đầu tư, còn tin tức xấu thường ảnh hưởng chậm hơn.

## 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

### 3.1. Dữ liệu

Dữ liệu bao gồm các số liệu theo tuần của các cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2007-2019. Dữ liệu được cung cấp bởi công ty cổ phần Tài Việt. Số liệu mỗi cổ phiếu bao gồm giá đóng cửa, vốn hóa thị trường, tỷ số P/B. Giá cổ phiếu là giá đã điều chỉnh sau khi chi trả cổ tức hoặc chia tách cổ phiếu, được lấy vào ngày thứ tư hàng tuần để tránh các hiệu ứng ngày đầu tuần và hiệu ứng ngày cuối tuần. Công thức tính tỷ suất sinh lời của cổ phiếu  $i$  tại tuần  $t$  như sau:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, \text{ trong đó } P_{i,t} \text{ và } P_{i,t-1} \text{ tương ứng là giá của cổ phiếu } i \text{ ở tuần } t \text{ và tuần } t-1.$$

Do danh mục được xây dựng dựa vào tỷ suất sinh lời lũy tích trong 13 tuần và đánh giá tỷ suất sinh lời của danh mục trong 13 tuần tiếp theo, nên các cổ phiếu giao dịch ít hơn 26 tuần bị loại khỏi mẫu. Những cổ phiếu không giao dịch hoặc có thị giá dưới 3000 đồng tại tuần cuối của giai đoạn hình thành danh mục bị loại để tránh ảnh hưởng của những cổ phiếu thanh khoản kém và cổ phiếu nhỏ (Gutierrez & Kelley, 2006). Cuối cùng, mẫu gồm 66 cổ phiếu vào đầu năm 2007, cuối năm 2019 gồm 361 cổ phiếu. Tỷ suất sinh lời của chỉ số VN-Index được lấy đại diện cho tỷ suất sinh lời thị trường. Lãi suất trái phiếu phi chính phủ 5 năm đại diện cho lãi suất phi rủi ro, số liệu được lấy từ Bloomberg.

### 3.2. Phương pháp thành lập danh mục

Nghiên cứu áp dụng phương pháp thành lập danh mục của Gutierrez & Kelley (2006). Cụ thể, tại đầu mỗi tuần  $t$ , các cổ phiếu được sắp xếp từ nhỏ đến lớn theo cấu trúc ngũ phân vị dựa vào giá trị của tỷ suất sinh lời lũy tích trong  $J$  tuần gần nhất (từ tuần  $t-1$  tới tuần  $t-J$ , gọi là *giai đoạn hình thành danh mục*), sau đó phân bổ tương ứng vào 5 danh mục lấy trọng số bằng nhau P1, P2, P3, P4 và P5. Danh mục P5 gồm các cổ phiếu có lợi suất cao nhất (“cổ phiếu thắng”) gọi là danh mục thắng (W), ngược lại danh mục P1 gọi là danh mục thua (L) gồm các cổ phiếu có lợi suất thấp nhất (“cổ phiếu thua”). Công thức tính lợi suất lũy tích của cổ phiếu  $i$  trong giai đoạn hình thành danh mục:

$$\prod_{j=1}^J (1 + R_{i,t-j}) - 1$$

Chiến lược momentum mua danh mục W và đồng thời bán danh mục L, gọi là danh mục Winner-Minus-Loser (W-L), được giữ trong  $K$  tuần tiếp theo, gọi là *giai đoạn kiểm định danh mục*. Các giai đoạn hình thành có thể chồng lấn hoặc không chồng lấn. Ưu điểm của chiến lược có chồng lấn là làm tăng số quan sát dẫn đến tăng độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, nhưng nhược điểm là phải giao dịch nhiều, chi phí giao dịch tăng. Hai giai đoạn có thể liền nhau (không có trễ) hoặc cách nhau một khoảng thời gian (có trễ). Chiến lược có trễ có ưu điểm tránh đảo giá ngắn hạn và ảnh hưởng của hành vi mua bán không thường xuyên (Jegadeesh & Titman, 1993). Nghiên cứu lựa chọn chiến lược có chồng lấn; nếu các danh mục được hình thành từ tuần  $t$ , trường hợp không có trễ thì danh mục được giữ từ tuần  $t$  tới tuần  $t+K-1$ , trường hợp có trễ 1 tuần thì danh mục được giữ từ tuần  $t+1$  tới tuần  $t+K$ .

Như vậy ở mỗi tuần  $t$ , có  $K$  danh mục đang được đầu tư - một danh mục được hình thành ở tuần hiện tại  $t$ , một danh mục được hình thành ở tuần  $t-1$ , v.v. tiếp tục cho tới một danh mục được hình thành ở tuần  $t-K-1$ . Tỷ suất sinh lời của chiến lược ở mỗi tuần  $t$  được tính từ tỷ suất sinh lời trung bình của  $K$  danh mục. Nếu lợi nhuận trung bình của danh mục W-L mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê thì thị trường có momentum. Ngược lại, nếu nó mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê thì thị trường có reversal. Thống kê  $t$  được sử dụng để kiểm định ý nghĩa thống kê của lợi nhuận trung bình của các chiến lược đầu tư. Do có tự tương quan trong lợi nhuận của danh mục và phương sai của các sai số ngẫu nhiên không đồng nhất nên khi tính thống kê  $t$ , tất cả các độ lệch chuẩn đồng loạt được điều chỉnh theo phương pháp Newey-West (Gutierrez & Kelley, 2006).

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Lợi nhuận của chiến lược momentum

Để kiểm định hiệu ứng momentum trong ngắn hạn, nghiên cứu tiến hành chiến lược có chồng lấn, trường hợp có trễ 1 tuần và không có trễ với  $J=1, 4, 8, 13$  tuần và  $K=1, 4, 8, 13$  tuần. Dẫn đến tổng số có 32 chiến lược momentum ngắn hạn.

Bảng 1 trình bày kết quả tỷ suất sinh lời trung bình của các danh mục W, L và lợi nhuận của danh mục W-L với các giá trị tương ứng của  $J$  và  $K$ . Kết quả của chiến lược momentum có trễ và không có trễ tương đối thống nhất. Lợi nhuận trung bình của các chiến lược đều dương và 28/32 lợi nhuận trung bình có ý nghĩa thống kê. Danh mục với  $J=1$  có lợi nhuận trung bình thấp nhất nhưng rủi ro thấp nhất, danh mục có  $J=13$  có lợi nhuận trung bình cao nhất nhưng rủi ro cũng cao nhất<sup>1</sup>. Lợi nhuận trung bình của chiến lược momentum

**Bảng 1. Tỷ suất sinh lời của danh mục L, danh mục W và lợi nhuận danh mục W-L**

Bảng này trình bày tỷ suất sinh lời trung bình và thống kê  $t$  (giá trị trong ngoặc) của các danh mục L, W và lợi nhuận danh mục W-L tương ứng với  $J=1, 4, 8, 13$  và  $K=1, 4, 8, 13$  trong giai đoạn 2007-2019. Thống kê  $t$  được tính theo sai số chuẩn Newey-West với trễ  $K-1$ . Bảng 1A là kết quả của chiến lược có chông lán và có trễ 1 tuần. Bảng 1B là kết quả của chiến lược có chông lán và không có trễ. (\*\*\*) (\*\*), (\*) tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

		Bảng 1A				Bảng 1B			
J		K = 1	4	8	13	K = 1	4	8	13
1	L	0,0007 (0,42)	0,0012 (0,70)	0,0013 (0,70)	0,0013 (0,65)	0,0026* (1,69)	0,0019 (1,07)	0,0017 (0,90)	0,0016 (0,79)
	W	0,0024* (1,62)	0,0024* (1,41)	0,0022 (1,21)	0,0023 (1,20)	0,0029* (1,80)	0,0025* (1,67)	0,0028* (1,29)	0,0028 (1,50)
	W-L	0,0017* (1,80)	0,0012** (2,02)	0,0009** (2,07)	0,0010*** (2,78)	0,0003 (0,25)	0,0012 (1,46)	0,0012** (2,00)	0,0012** (2,36)
4	L	0,0003 (0,19)	0,0004 (0,21)	0,0007 (0,36)	0,0007 (0,33)	0,0022 (1,33)	0,0011 (0,62)	0,0012 (0,64)	0,0011 (0,52)
	W	0,0029** (1,97)	0,0026 (1,55)	0,0024 (1,36)	0,0024 (1,32)	0,0028* (1,81)	0,0031* (1,78)	0,0028 (1,56)	0,0029 (1,55)
	W-L	0,0026** (2,49)	0,0022*** (2,67)	0,0017** (2,40)	0,0017*** (2,88)	0,0006 (0,51)	0,0020** (2,12)	0,0015** (2,15)	0,0018*** (3,08)
8	L	-0,0001 (-0,04)	-0,0001 (-0,06)	-0,0001 (-0,07)	0,0002 (0,09)	0,0014 (0,83)	0,0007 (0,38)	0,0005 (0,23)	0,0006 (0,29)
	W	0,0028* (1,89)	0,0023* (1,43)	0,0023* (1,34)	0,0022 (1,22)	0,0028* (1,88)	0,0026 (1,55)	0,0026 (1,50)	0,0025 (1,36)
	W-L	0,0028*** (2,68)	0,0025** (2,51)	0,0025*** (2,86)	0,0020** (2,51)	0,0015 (1,29)	0,0019* (1,83)	0,0022** (2,47)	0,0019** (2,33)
13	L	-0,0005 (-0,34)	-0,0004 (-0,18)	0,0001 (0,07)	0,0005 (0,2)	0,0007 (0,46)	-0,0000 (-0,02)	0,0003 (0,14)	0,0006 (0,27)
	W	0,0036** (2,44)	0,0031* (1,86)	0,0028 (1,62)	0,0027 (1,45)	0,0033** (2,21)	0,0033* (1,95)	0,0030* (1,71)	0,0028 (1,52)
	W-L	0,0041*** (4,02)	0,0034*** (3,19)	0,0027*** (2,65)	0,0022** (2,28)	0,0026** (2,34)	0,0033*** (3,04)	0,0027*** (2,72)	0,0023** (2,37)

Nguồn: Theo tính toán của các tác giả.

cao nhất là 0,41% mỗi tuần với nếu dựa vào 13 tuần gần nhất và giữ trong 1 tuần. Thị trường không xuất hiện reversal ngắn hạn.

Tỷ suất sinh lời trung bình của tất cả các danh mục L đều không có ý nghĩa thống kê, trong đó chỉ có 6/32 lợi nhuận trung bình âm. Tỷ suất sinh lời trung bình của tất cả các danh mục W đều dương, trong đó 17/32 lợi nhuận có ý nghĩa thống kê. Kết quả này dẫn đến câu hỏi liệu các thông tin để xây dựng các danh mục có đáng tin hay không? Để kiểm chứng, tỷ suất sinh lời của các danh mục W, L và W-L được tính trong giai đoạn hình thành danh mục, kết quả được trình bày trong Bảng 2. Tất cả các tỷ suất sinh lời trung bình của các danh mục đều có ý nghĩa thống kê và đều phù hợp với kỳ vọng (tỷ suất sinh lời trung bình của danh mục L nhận giá trị âm và tỷ suất sinh lời trung bình của danh mục W nhận giá trị dương, do đó lợi nhuận trung bình của danh mục W-L nhận giá trị dương). Chứng tỏ 32 chiến lược momentum là dựa trên thông tin đáng tin cậy.

Tỷ suất sinh lời trung bình của danh mục L trong giai đoạn hình thành danh mục mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê đã chuyển thành dấu dương và thậm chí mất ý nghĩa trong các tuần tiếp theo, cũng như sự

**Bảng 2. Tỷ suất sinh lời của danh mục L, W và lợi nhuận danh mục W-L trong giai đoạn hình thành danh mục**

Bảng này trình bày tỷ suất sinh lời trung bình của danh mục L và W, lợi nhuận danh mục W-L và thống kê  $t$  (giá trị trong ngoặc) của các danh mục trong giai đoạn hình thành danh mục với  $J=1, 4, 8, 13$ . Thống kê  $t$  được tính theo sai số chuẩn Newey-West với trễ  $J-1$ . (\*\*\*) (\*\*\*) và (\*) tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

	1	4	8	13
L	-0,0641*** (-46,56)	-0,1194*** (-23,10)	-0,1619*** (-15,75)	-0,2002*** (-12,12)
W	0,0799*** (43,68)	0,1696*** (18,36)	0,2533*** (12,84)	0,3386*** (10,44)
W-L	0,1430*** (110,89)	0,2690*** (46,52)	0,4252*** (32,55)	0,5388*** (26,88)

Nguồn: Theo tính toán của các tác giả.

thay đổi đáng kể của tỷ suất sinh lời trung bình và ý nghĩa thống kê của danh mục W và danh mục W-L có thể do có nhiều cổ phiếu đã thay đổi danh mục qua mỗi tuần.

Chúng tôi tính xác suất có điều kiện của biến cố một cổ phiếu thuộc danh mục  $P_i$  nếu nó thuộc vào danh mục  $P_j$  ở tuần trước đó ( $P_i$  và  $P_j$  là danh mục P1, P2, P3, P4 hoặc P5 hình thành từ ngũ phân vị dựa vào giá trị tỷ suất sinh lời lũy tích  $J$  tuần gần nhất). Để ngắn gọn tác giả chỉ trình bày trường hợp  $J=4$  trong Bảng 3. Kết quả cho thấy sau một tuần có 58,25% cổ phiếu thuộc danh mục L tiếp tục nằm trong danh mục L; 41,75% cổ phiếu thuộc danh mục L đã chuyển sang danh mục khác, trong đó có 2,91% cổ phiếu này chuyển sang danh mục W. Sau một tuần khả năng có 61,21% cổ phiếu thắng vẫn tiếp tục là cổ phiếu thắng; 38,79% chuyển sang danh mục khác, trong đó có 3,37% trở thành cổ phiếu thua. Kết quả này cho thấy danh mục W và danh mục L gồm các cổ phiếu có tỷ suất sinh lời có biến động lớn. Hai danh mục đều có xấp xỉ khoảng 40% cổ phiếu tăng hoặc giảm giá mạnh so với tương quan toàn thị trường. Biến động mạnh này có thể do cổ phiếu có thông tin hoặc kết quả kinh doanh đột biến tốt; hoặc ngược lại cổ phiếu có thông tin hoặc kết quả kinh doanh không như kỳ vọng.

Có thể thấy chiến lược momentum có trễ đem lại lợi nhuận cao hơn. Do đó các phân tích ở các mục tiếp sau đây về lợi nhuận của chiến lược momentum, các tác giả lựa chọn nghiên cứu chiến lược có trễ và trường hợp  $J=4, K=4$  làm đại diện.

#### 4.2. Chiến lược momentum trên nhóm các cổ phiếu phân theo quy mô

Lý thuyết tài chính truyền thống thường gắn lợi nhuận với rủi ro, trong đó có nhân tố rủi ro quy mô. Vì thế trong mục này sẽ đánh giá lợi nhuận của chiến lược momentum thực hiện trên các nhóm cổ phiếu khác nhau phân theo quy mô. Áp dụng phương pháp hình thành danh mục kép, tại đầu mỗi tuần  $t$ , dựa vào vốn hóa thị trường ở tuần cuối cùng trong giai đoạn hình thành danh mục, các cổ phiếu được sắp xếp theo quy mô từ nhỏ đến lớn và phân chia vào 3 danh mục quy mô S, M, B với tỷ lệ 30%, 40% và 30%. Sau đó thực hiện chiến lược momentum cho mỗi danh mục quy mô. Hiệu quả của chiến lược với  $J=4, K=4$  và có trễ 1 tuần được trình bày trong Bảng 4.

**Bảng 3. Ma trận xác suất chuyển danh mục**

	P1( $t$ )	P2( $t$ )	P3( $t$ )	P4( $t$ )	P5( $t$ )
P1( $t-1$ )	0,5825	0,2291	0,1036	0,0558	0,0291
P2( $t-1$ )	0,2221	0,3568	0,2424	0,1294	0,0494
P3( $t-1$ )	0,1019	0,2409	0,3255	0,2371	0,0946
P4( $t-1$ )	0,0617	0,1280	0,2374	0,3543	0,2187
P5( $t-1$ )	0,0337	0,0488	0,0892	0,2163	0,6121

Nguồn: Theo tính toán của các tác giả.

**Bảng 4. Tỷ suất sinh lời của danh mục L, W và danh mục W-L trên các nhóm quy mô**

Bảng này trình bày tỷ suất sinh lời trung bình của danh mục L và W, lợi nhuận danh mục W-L và thống kê  $t$  (giá trị trong ngoặc) của các danh mục L, W và W-L với  $J=4$ ,  $K=4$  và có trễ 1 tuần, chiến lược được thực hiện trên toàn bộ mẫu và 3 nhóm cổ phiếu phân theo quy mô (S, M, B). Thống kê  $t$  được tính theo sai số chuẩn Newey-West với trễ  $K-1$ . (\*\*\*) (\*\*\*) và (\*) tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

	Toàn bộ cổ phiếu	S	M	B
L	0,0004 (0,21)	0,0022 (1,12)	0,0001 (0,08)	-0,0012 (-0,63)
W	0,0026 (1,55)	0,0029 (1,53)	0,0031* (1,71)	0,0024* (1,39)
W-L	0,0022*** (2,67)	0,0008 (0,65)	0,0029*** (2,83)	0,0036*** (3,37)

*Nguồn: Theo tính toán của các tác giả.*

Bảng 4 cho thấy trong ba nhóm cổ phiếu phân theo quy mô, hiệu ứng momentum chỉ xuất hiện với các nhóm cổ phiếu có quy mô trung bình và lớn. Theo Banz (1981), Fama & French (1996) cổ phiếu nhỏ có rủi ro cao hơn nên tỷ suất sinh lời có xu hướng lớn hơn, vì thế kết quả này chưa cho thấy rõ ảnh hưởng của quy mô tới lợi nhuận momentum. Để có thể kết luận chắc chắn hơn, tác giả tiến hành hồi quy các lợi nhuận của chiến lược momentum theo các mô hình CAPM và mô hình FF3.

#### 4.3. Lợi nhuận vượt trội của chiến lược momentum

Thực hiện hồi quy mô hình CAPM và mô hình FF3 cho tỷ suất sinh lời của danh mục L và W, lợi nhuận danh mục W-L với chiến lược  $J=4$ ,  $K=4$  và có trễ 1 tuần, kết quả được trình bày ở Bảng 5 và Bảng 6. Phương pháp tính nhân tố quy mô và nhân tố giá trị theo Fama & French (1996). Hệ số Alpha trong các mô hình định giá cho biết lợi nhuận vượt trội của danh mục sau khi bù cho rủi ro hệ thống. Nếu hệ số Alpha nhận giá trị dương và có ý nghĩa thống kê thì có nghĩa lợi nhuận của danh mục cao hơn lợi nhuận kỳ vọng.

Từ Bảng 5 và Bảng 6 có thể thấy, các kết quả về hệ số Alpha và Beta trong hai mô hình định giá tương đối thống nhất. Kết quả hồi quy phù hợp với kết quả trong mục 4.2, chiến lược momentum thực hiện trên toàn

**Bảng 5. Ước lượng mô hình CAPM cho lợi nhuận chiến lược momentum**

Bảng này trình bày ước lượng trung bình và thống kê  $t$  (giá trị trong ngoặc) của hệ số Alpha và Beta trong mô hình CAPM của các danh mục với  $J=4$ ,  $K=4$  và có trễ 1 tuần. Thống kê  $t$  được tính theo sai số chuẩn Newey-West với trễ  $K-1$ . (\*\*\*) (\*\*\*) và (\*) tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

	Hệ số	Toàn bộ cổ phiếu	S	M	B
L	Alpha	-0,0009 (-0,59)	0,0009 (0,49)	-0,0012 (-0,71)	-0,0025 (-1,50)
	Beta	0,2154*** (3,72)	0,2144*** (3,27)	0,2176*** (3,73)	0,1797** (3,12)
W	Alpha	0,0012 (0,78)	0,0015 (0,82)	0,0017 (1,03)	0,0010 (0,62)
	Beta	0,1385** (2,40)	0,1468** (2,29)	0,1363** (2,48)	0,1255* (1,94)
W-L	Alpha	0,0022** (2,57)	0,0006 (0,53)	0,0029*** (2,76)	0,0035** (3,30)
	Beta	-0,0769*** (-3,34)	-0,0676* (-1,85)	-0,0813*** (-2,72)	-0,0542* (-1,71)

*Nguồn: Theo tính toán của các tác giả.*

**Bảng 6. Ước lượng mô hình FF3 cho lợi nhuận chiến lược momentum**

Bảng này trình bày ước lượng trung bình và thống kê  $t$  (giá trị trong ngoặc) tương ứng của hệ số Alpha, Beta và hai hệ số tương ứng với rủi ro SMB và rủi ro HML trong mô hình FF3 của các danh mục với  $J=4$ ,  $K=4$  và có trễ 1 tuần. Thống kê  $t$  được tính theo sai số chuẩn Newey-West với trễ  $K-1$ . (\*\*\*), (\*\*) và (\*) tương ứng chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

	Hệ số	Toàn bộ cổ phiếu	S	M	B
L	Alpha	-0.0013 (-0.82)	0.0001 (0.09)	-0.0015 (-0.91)	-0.0022 (-1.29)
	Beta	0.2710*** (3.76)	0.2705*** (3.45)	0.2814*** (3.85)	0.2098*** (2.91)
	SMB	0.8054** (2.19)	0.8566** (2.05)	0.9154** (2.45)	0.3741** (0.96)
	HML	-0.4688 (-1.26)	-0.1737 (-0.44)	-0.6032 (-1.58)	-0.6709 (-1.71)
W	Alpha	0.0011 (0.70)	0.0009 (0.54)	0.0014 (0.90)	0.0014 (0.81)
	Beta	0.2082*** (2.87)	0.2282*** (2.77)	0.2204*** (3.02)	0.1692** (2.07)
	SMB	0.9678*** (2.72)	1.1854*** (2.70)	1.1871** (2.49)	0.5494 (1.40)
	HML	-0.8849** (-2.12)	-0.6487 (-1.38)	-0.9373** (-2.40)	-0.9450** (-2.00)
W-L	Alpha	0.0024*** (2.82)	0.0008 (0.64)	0.0030*** (2.90)	0.0036*** (3.38)
	Beta	-0.0628** (-2.15)	-0.0423 (-0.94)	-0.0610 (-1.54)	-0.0405 (-1.00)
	SMB	0.1624 (0.85)	0.3288 (1.13)	0.2717 (0.91)	0.1753 (0.68)
	HML	-0.4161** (-2.26)	-0.4750* (-1.69)	-0.3341 (-1.38)	-0.2740 (-1.13)

Nguồn: Theo tính toán của các tác giả.

bộ mẫu, nhóm cổ phiếu có quy mô lớn và quy mô trung bình có lợi nhuận và lợi nhuận vượt trội có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Bên cạnh đó, các hệ số Alpha tương ứng với các danh mục L và các danh mục W không có ý nghĩa thống kê, do đó hai danh mục này không có tỷ suất sinh lời vượt trội so với rủi ro hệ thống, thống nhất với kết quả trong mục 4.1 và mục 4.2. Do hệ số Beta của danh mục L lớn hơn danh mục W nên các danh mục L có rủi ro hơn các danh mục W trên toàn bộ mẫu hay trên từng nhóm cổ phiếu quy mô. Hệ số Beta của danh mục W-L âm cho thấy khi thị trường tăng giá, lợi nhuận của chiến lược giảm.

Ngoài ra, kết quả hồi quy mô hình FF3 cũng cho thấy trên toàn bộ cổ phiếu, các hệ số SMB trong danh mục W-L không có ý nghĩa thống kê, do đó độ nhạy cảm của danh mục L và danh mục W với nhân tố quy mô có thể coi là như nhau. Rủi ro quy mô không có ảnh hưởng tới lợi nhuận của danh mục W-L, khẳng định thêm kết quả trong mục 4.2. Trong khi đó hệ số HML có giá trị trung bình âm và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%, chứng tỏ độ nhạy cảm của danh mục L với nhân tố giá trị lớn hơn danh mục W. Nhìn chung danh mục L có rủi ro cao hơn danh mục W. Kết quả này thống nhất với các nghiên cứu của Jegadeesh & Timan (1993, 2001).

Tóm lại, lợi nhuận của chiến lược momentum sau khi bù đắp cho các yếu tố rủi ro dựa theo hai mô hình định giá đều dương và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%, giá trị trung bình tương ứng là 0,22% và 0,24% thậm chí vẫn lớn so với lợi nhuận thô là 0,22% và 0,20% trong Bảng 1A và 1B. Do đó, các nhân tố rủi ro

---

như rủi ro thị trường, rủi ro quy mô và rủi ro không giải thích được lợi nhuận momentum.

## 5. Kết luận và thảo luận

Nghiên cứu chỉ ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam chiến lược momentum có lợi nhuận dựa vào tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu trong 4, 8 hoặc 13 tuần gần nhất và giữ 1, 4, 8 hoặc 13 tuần. Trong đó, chiến lược có lợi nhuận cao nhất là dựa vào tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu 13 tuần gần nhất và giữ chúng trong 1 tuần với 0,41% mỗi tuần.

Chiến lược mua các cổ phiếu thắng và bán các cổ phiếu thua luôn sinh ra lợi nhuận, nếu giả định momentum xuất hiện trong chuỗi tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Tuy nhiên, nó vẫn có thể đạt lợi nhuận ngay cả khi giá cổ phiếu tuân theo “bước ngẫu nhiên”, tức là thị trường không có momentum (Lo & Mackinlay, 1990). Do đó lợi nhuận của chiến lược momentum không chỉ do tương quan chuỗi của tỷ suất sinh lời mà còn do yếu tố khác gây ra. Theo Jegadeesh & Titman (1993) và Conrad & Kaul (1998), yếu tố thứ hai này là chênh lệch chéo giữa các kỳ vọng tỷ suất sinh lời. Nếu lợi nhuận momentum do yếu tố thứ nhất thì chứng tỏ thị trường không hiệu quả. Nếu lợi nhuận do yếu tố thứ hai thì lợi nhuận momentum là phần bù rủi ro hệ thống, khi đó lợi nhuận của chiến lược momentum trong các tập mẫu con sẽ nhỏ hơn trong toàn bộ cổ phiếu, do chênh lệch kỳ vọng tỷ suất sinh lời giữa các cổ phiếu trong mẫu con nhỏ hơn. Tuy nhiên, kết quả phân tích ở mục 4.2 và 4.3 cho thấy, các nhân tố rủi ro thị trường và rủi ro quy mô không giải thích lợi nhuận momentum. Mặt khác, lợi nhuận momentum trong các nhóm cổ phiếu lớn và trung bình trội hơn hẳn so với lợi nhuận momentum trên toàn bộ cổ phiếu. Kết quả, chênh lệch giữa các kỳ vọng tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu không phải là thành phần chính của lợi nhuận momentum, vì thế chính tương quan của chuỗi tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu làm cho danh mục W-L có lợi nhuận. Nói cách khác, có hiệu ứng momentum trong tỷ suất sinh lời của cổ phiếu. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả. Nhà đầu tư có thể cân nhắc lựa chọn chiến lược momentum để tìm kiếm lợi nhuận.

Kết quả của bài viết cũng phù hợp với những nghiên cứu về lý thuyết tài chính hành vi. Theo Nguyễn Đức Hiền (2012), nhà đầu tư Việt Nam là nhà đầu tư không hợp lý, có hành vi bầy đàn. Hơn nữa theo Hofstede Insights (2020) chỉ số cá nhân (Individualism score) của người Việt Nam là 20 trong thang chỉ số 1-100. Điều đó cho thấy nhà đầu tư Việt Nam có tính cá nhân (individualism) thấp, hay ngược lại có xu hướng theo chủ nghĩa tập thể (collectivist). Chui & cộng sự (2010) gọi những nhà đầu tư đó có văn hóa không chú trọng duy lý cá nhân. Những nhà đầu tư này chậm ra quyết định đầu tư giống như nhà đầu tư tự tin thái quá hoặc nhà đầu tư có tâm lý tự quy kết theo lý luận của Daniel & cộng sự (1998) dẫn đến xuất hiện hiệu ứng momentum và về dài hạn sẽ xuất hiện hiệu ứng reversal.

### Ghi chú:

1. Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời của danh mục với  $J=1$  thấp hơn các danh mục khác, ngược lại độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời của danh mục với  $J=13$  cao hơn các danh mục khác. Thông tin sẽ cung cấp nếu được yêu cầu.

### Tài liệu tham khảo

- Alphonse, P. & Nguyen, T.H. (2013), ‘Momentum effect: Evidence from the Vietnamese stock market’, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 183, DOI: 10.5296/ajfa.v5i2.4310
- Banz, R.W. (1981), ‘The relationship between return and market value of common stocks’, *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Barberis, N., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998), ‘A model of investor sentiment’, *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- Barber, B.M. & Odean, T. (2000), ‘Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors’, *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2017), *Investments*, UK: McGraw-Hill/Irwin.
- Conrad, J. & Kaul, G. (1998), ‘An anatomy of trading strategies’, *The Review of Financial Studies*, 11(3), 489-519.

- 
- Chui, A.C., Titman, S. & Wei, K.J. (2010), 'Individualism and momentum around the world', *The Journal of Finance*, 65(1), 361-392.
- Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998), 'Investor psychology and security market under-and overreactions', *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885.
- Doukas, J.A. & McKnight, P.J. (2005), 'European momentum strategies, information diffusion, and investor conservatism', *European Financial Management*, 11(3), 313-338.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1996), 'Multifactor explanations of asset pricing anomalies', *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84.
- Frazzini, A. (2006), 'The disposition effect and underreaction to news', *The Journal of Finance*, 61(4), 2017-2046.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993), 'Returns to buying winners and selling losers; implications for stock market efficiency', *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (2001), 'Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations', *The Journal of Finance*, 56(2), 699-720.
- Gutierrez Jr, R.C. & Kelley, E.K. (2008), 'The long-lasting momentum in weekly returns', *The Journal of Finance*, 63(1), 415-447.
- Hofstede Insights (2020), *Country Comparison*, retrieved on July 1<sup>st</sup> 2019, from <<https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/vietnam/>>.
- Hong, H. & Stein, J.C. (1999), 'A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets', *The Journal of Finance*, 54(6), 2143-2184.
- Hong, H., Kubik, J.D. & Solomon, A. (2000), 'Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts', *The Rand Journal of Economics*, 31(1), 121-144, DOI: 10.2307/2601032.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (2013), 'Choices, values, and frames', *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I*, 269-278, DOI: [https://doi.org/10.1142/9789814417358\\_0016](https://doi.org/10.1142/9789814417358_0016).
- Lo, A.W. & Mackinlay, A.C. (1990), 'When are contrarian profits due to stock market overreaction?', *The Review of Financial Studies*, 3(2), 175-205.
- Nguyễn Đức Hiền (2012), 'Hành vi nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam', luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Phan Trần Trung Dũng & Ngô Hồ Quang Hiếu (2019), 'Hiệu ứng động lực trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Thương mại*, 134, 2-9.
- Truong, C., Veeraraghavan, M. & Nguyen, T.M.T. (2007), 'Delayed Price Discovery and Momentum Strategies: Evidence from Vietnam', *SSRN Electronic Journal*, DOI: 10.2139/ssrn.983832
- Võ Xuân Vinh & Võ Văn Phong (2019), 'Vai trò của quy mô đối với hiệu ứng momentum trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 209, 56-69.