

Các nhà đầu tư có phản ứng quá mức với các thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam?

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC

1. Giới thiệu chung

Trong một nghiên cứu gần đây, Hồ Viết Tiến (2006) kết luận rằng thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả ở mức thấp nhất (weak form)¹. Điều này có nghĩa là các đặc tính bất thường (anomaly) có thể tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Một trong những đặc tính bất thường của thị trường chứng khoán đó là sự phản ứng quá mức (overreaction). Giả thuyết về sự phản ứng quá mức của thị trường chứng khoán (các nhà đầu tư) cho rằng các cổ phiếu có sự tăng giá mạnh ở thời điểm hiện tại sẽ giảm giá mạnh trong tương lai và ngược lại (De Bondt và Thaler, 1985). Nếu giả thuyết này là đúng thì các nhà đầu tư có thể kiếm được lợi nhuận bất thường (lợi nhuận cao hơn mức bình quân chung của thị trường) bằng cách thiết lập các chiến lược kinh doanh “ngược” (contrarian strategy). Sự phản ứng quá mức là chủ đề của nhiều công trình nghiên cứu cho thị trường chứng khoán ở cả các nước phát triển và đang phát triển trong vài thập kỷ qua. Tuy nhiên, cho đến nay chưa có một công trình nghiên cứu nào liên quan đến vấn đề này cho thị trường chứng khoán Việt Nam được công bố. Nghiên cứu này cố gắng tìm kiếm những bằng chứng thực tế về sự phản ứng quá mức trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng cách sử dụng dãy số giá cổ phiếu theo thời gian với tần số tuần (weekly prices data) của tất cả các cổ phiếu được niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (TPHCM) từ tháng 5 năm 2002 đến tháng 8 năm 2005.

Phần còn lại của bài viết này chúng tôi sẽ tóm tắt các kết quả nghiên cứu liên quan

đến sự phản ứng quá mức của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, trình bày số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu và tóm tắt kết quả nghiên cứu.

2. Tóm tắt các kết quả nghiên cứu liên quan đến sự phản ứng quá mức của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán (sau đây được gọi tắt là sự phản ứng quá mức)

Sự phản ứng quá mức là chủ đề được các nhà nghiên cứu về tài chính đặc biệt quan tâm trong những thập niên gần đây. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này tập trung vào thị trường chứng khoán Mỹ (Antoniou và Galarriotis, 2005). Những bằng chứng thực tế đầu tiên ủng hộ cho giả thuyết về sự phản ứng quá mức được tìm thấy trong một nghiên cứu của De Bondt và Thaler (1985). Sử dụng dãy số lợi nhuận (được tính bằng chênh lệch giá cổ phiếu giữa 2 quan sát liên kế nhau) theo thời gian với tần suất tháng của tất cả các loại cổ phiếu được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York từ tháng 1-1926 đến tháng 12-1986, De Bondt và Thaler thành lập hai danh mục (portfolio), đó là danh mục “thắng” (winner) và danh mục “thua” (loser), dựa trên lợi nhuận bất thường (lợi nhuận của từng loại cổ phiếu trừ lợi nhuận của chỉ số chứng khoán) của các loại cổ phiếu. Kết quả là, danh mục “thua” trong giai đoạn quan sát có lợi nhuận trong giai đoạn tiếp theo cao hơn

Trương Đông Lộc, TS, Đại học Cần Thơ.

1. Theo Fama (1970), tính hiệu quả của thị trường được chia làm 3 mức độ từ thấp đến cao như sau: mức độ yếu (weak form), mức độ khá mạnh (semi-strong form) và mức độ mạnh (strong form).

danh mục “thắng” 24,6%. Điều này chứng tỏ rằng có một sự phản ứng quá mức của các nhà đầu tư với các thông tin được công bố trên thị trường. Theo De Bondt và Thaler (1985), các bằng chứng này hàm ý rằng thị trường chứng khoán New York không hiệu quả ở mức độ thấp nhất (weak form). Trong một nghiên cứu sau đó, De Bondt và Thaler (1987) cũng tìm thấy có một sự đảo ngược mang tính hệ thống trong biến động giá của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán New York. Tuy nhiên, các tác giả cho rằng sự phản ứng quá mức không phải là do sự khác biệt về quy mô giữa hai danh mục và khác biệt trong đo lường rủi ro.

Giả thuyết về sự phản ứng quá mức tồn tại trong thị trường chứng khoán Mỹ một lần nữa được xác nhận thông qua kết quả nghiên cứu của Howe (1986). Sử dụng dãy số lợi nhuận theo thời gian với tần suất tuần của tất cả các loại cổ phiếu được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York trong giai đoạn 1963-1981, Howe chứng minh rằng các thông tin “tốt” (good news) làm cho giá cổ phiếu tăng cao ngay khi thông tin được công bố, nhưng lại sụt giảm trong giai đoạn 50 tuần tiếp theo. Ngược lại, các thông tin “xấu” (bad news) sẽ làm cho giá cổ phiếu tăng cao hơn mặt bằng chung của thị trường trong khoảng thời gian 20 tuần sau khi thông tin được công bố. Ngoài ra, Howe còn chỉ ra rằng khác biệt trong lợi nhuận bình quân lũy kế giữa danh mục các cổ phiếu với thông tin “xấu” và danh mục các cổ phiếu với thông tin “tốt” là lớn hơn không trong suốt giai đoạn quan sát. Tương tự, các nghiên cứu được thực hiện bởi Brown và Harlow (1988), Chopra và các cộng sự (1992), Ma và các cộng sự (2005) đã cung cấp các bằng chứng vững chắc để khẳng định rằng sự phản ứng quá mức tồn tại trong thị trường chứng khoán Mỹ.

Trong một nghiên cứu khác, Zarowin (1990) xem xét lại các bằng chứng về sự phản ứng quá mức đã được công bố trong

hai nghiên cứu của De Bondt và Thaler. Sử dụng cùng bộ số liệu với De Bondt và Thaler, Zarowin tìm thấy rằng có một sự khác biệt lớn hơn không và có ý nghĩa về mặt thống kê trong lợi nhuận khác thường (abnormal returns) giữa danh mục “thua” và danh mục “thắng”. Trái ngược với kết quả nghiên cứu của De Bondt và Thaler (1987), Zarowin chỉ ra rằng kết quả này là do quy mô của các công ty thuộc danh mục “thua” nhỏ hơn quy mô của các công ty thuộc danh mục “thắng” chứ không phải do sự phản ứng quá mức của các nhà đầu tư. Ngoài ra, các bằng chứng tương tự còn được tìm thấy trong nghiên cứu của Clare và Thomas (1995) cho thị trường chứng khoán London trong giai đoạn 1955-1990.

Trái ngược với hầu hết các nghiên cứu được đề cập ở trên, Davidson III và Dutia (1989), bằng việc sử dụng một mẫu nghiên cứu gần như bao gồm tất cả các loại cổ phiếu được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York (NYSE) và American Exchange (AMEX) trong giai đoạn 1963-1985, đã tìm ra các bằng chứng bác bỏ giả thuyết có sự phản ứng quá mức trên thị trường chứng khoán Mỹ. Cụ thể, họ đã chứng minh được rằng các cổ phiếu thuộc danh mục “thắng” sẽ tiếp tục “thắng” và các cổ phiếu thuộc danh mục “thua” sẽ tiếp tục “thua” trong khoảng thời gian ít nhất là một năm sau đó. Nói một cách khác, giá của các loại cổ phiếu đã có sự trì hoãn trong phản ứng (delayed reaction) đối với thông tin.

Baytas và Cakici (1999) đã kiểm định giả thuyết về sự phản ứng quá mức cho 7 thị trường chứng khoán ở các nước phát triển (Mỹ, Canada, Anh, Nhật, Đức, Pháp và Ý) trong giai đoạn 1982-1991. Kết quả là nghiên cứu của họ đã chỉ ra rằng sự phản ứng quá mức tồn tại trong tất cả các thị trường chứng khoán ở trên, trừ thị trường chứng khoán của Mỹ.

Liên quan đến các thị trường chứng khoán mới nổi (emerging stock markets), Da Costa (1994) nghiên cứu sự phản ứng quá

mức cho thị trường chứng khoán Braxin trong giai đoạn 1970-1989. Sử dụng mô hình thị trường và mô hình CAPM có điều chỉnh, Da Costa chỉ ra rằng danh mục các cổ phiếu "thua" có lợi nhuận cao hơn lợi nhuận của thị trường là 17,63%, trong khi đó danh mục các cổ phiếu "thắng" có lợi nhuận thấp hơn lợi nhuận của thị trường là 20,25% cho khoảng thời gian 24 tháng kể từ khi xác lập các danh mục. Trong một nghiên cứu khác, Bowman và Iverson (1998) kiểm định giả thuyết về sự phản ứng quá mức trong ngắn hạn cho thị trường chứng khoán Niu Dilân bằng cách sử dụng dãy số lợi nhuận của cổ phiếu theo thời gian với tần suất tuần trong suốt giai đoạn 1967-1986. Kết quả chủ yếu của nghiên cứu này cho thấy rằng giả thuyết về sự phản ứng quá mức trong ngắn hạn không thể bị bác bỏ cho thị trường chứng khoán Niu Dilân. Cụ thể là, lợi nhuận bất thường của danh mục các cổ phiếu "thua" và danh mục các cổ phiếu "thắng" ở tuần sau khi xác lập các danh mục lần lượt là 2,4% và -1,5%.

Ở khu vực châu Á, Otchere và Chan (2003) nghiên cứu sự phản ứng quá mức trong ngắn hạn cho thị trường chứng khoán Hồng Kông bằng cách sử dụng dãy số lợi nhuận của cổ phiếu theo thời gian với tần suất ngày từ tháng 3-1996 đến tháng 6-1998. Một cách tổng quát, các bằng chứng thu được từ nghiên cứu này cho thấy rằng sự phản ứng quá mức tồn tại trong thị trường chứng khoán Hồng Kông. Cụ thể là, sự đảo ngược về giá của danh mục các cổ phiếu "thắng" và "thua" thể hiện rõ trong giai đoạn trước khủng hoảng hơn là trong giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính ở châu Á. Tuy nhiên, sau khi tính đến các chi phí giao dịch, Otchere và Chan tìm thấy rằng các nhà đầu tư không thể kiếm được lợi nhuận bất thường nếu chỉ đơn thuần dựa trên chiến lược đầu tư trái ngược. Bên cạnh đó, Wang và các cộng sự (2004) đã nghiên cứu sự phản ứng quá mức trong ngắn hạn cho thị trường chứng khoán Trung Quốc bằng việc sử dụng dãy số lợi nhuận theo thời

gian với tần suất tuần của 301 cổ phiếu từ tháng 8-1994 đến tháng 7-2000. Các tác giả đã tìm thấy các bằng chứng có ý nghĩa về sự phản ứng quá mức trong ngắn hạn cho thị trường chứng khoán Trung Quốc. Cụ thể là, danh mục "thua" có lợi nhuận cao hơn lợi nhuận của thị trường 0,55%, trong khi đó danh mục "thắng" có lợi nhuận thấp hơn lợi nhuận của thị trường 0,52% trong một tuần tiếp theo sau khi xác lập các danh mục.

Tóm lại, sự phản ứng quá mức được tìm thấy ở rất nhiều thị trường chứng khoán, bao gồm cả thị trường chứng khoán phát triển và thị trường chứng khoán mới nổi. Hơn thế nữa, một vài nghiên cứu còn chỉ ra rằng có sự trì hoãn trong phản ứng của giá cổ phiếu đối với thông tin trên thị trường chứng khoán Mỹ. Trên cơ sở kết quả của các nghiên cứu này, chúng tôi kỳ vọng rằng sự phản ứng quá mức có thể tồn tại trong thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

Số liệu sử dụng

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi lợi nhuận theo thời gian với tần suất tuần (weekly returns series) của tất cả các loại cổ phiếu được niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán TP HCM từ ngày 2-5-2002 đến ngày 24-8-2005. Để xác định chuỗi lợi nhuận với tần suất tuần, đầu tiên chúng tôi thu thập giá đóng cửa của tất cả các loại cổ phiếu với tần suất tuần. Sau đó lợi nhuận của mỗi loại cổ phiếu giữa hai tuần liên kế nhau được tính bởi công thức sau:

$$r_{it} = \log(p_{it}) - \log(p_{i,t-1}) = \log(p_{it} / p_{i,t-1}) \quad (1)$$

Trong đó: p_{it} là giá đóng cửa của cổ phiếu i tại ngày thứ tư của tuần thứ t và $p_{i,t-1}$ là giá đóng cửa của cổ phiếu i tại ngày thứ tư của tuần thứ $t-1$. Nếu ngày thứ tư của một tuần nào đó là ngày cổ phiếu không có giao dịch, thì giá đóng cửa của ngày thứ năm (hoặc thứ ba nếu ngày thứ năm vẫn không có giao dịch) sẽ được chọn để thay thế. Nếu cả hai ngày thứ ba và thứ năm của một tuần nào đó đều không có giao dịch (không có

giá đóng cửa) thì lợi nhuận của tuần đó sẽ được bỏ qua (xem như là thiếu thông tin). Việc chọn giá đóng cửa ở ngày thứ tư để tính lợi nhuận của các loại cổ phiếu là nhằm để tránh những ảnh hưởng của các

giao dịch cuối tuần (Huber, 1997).

Số lượng cổ phiếu được niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán TPHCM từ ngày 2-5-2002 đến ngày 24-8-2005 được trình bày trong bảng 1 dưới đây.

BẢNG 1: Số lượng công ty niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán TPHCM từ tháng 5-2002 đến tháng 8-2005

Thời gian	2-5-2002	25-12-2002	31-12-2003	29-12-2004
Số lượng công ty	16	19	22	26

Phương pháp nghiên cứu

Để xác định xem sự phản ứng quá mức trong ngắn hạn (short-run overreaction) có tồn tại trong thị trường chứng khoán Việt Nam hay không, trong nghiên cứu này chúng tôi áp dụng phương pháp nghiên cứu đã được sử dụng bởi Wang và các cộng sự (2004). Theo phương pháp này, đầu tiên chúng tôi tính lợi nhuận bất thường (abnormal returns) cho mỗi loại cổ phiếu bằng công thức sau đây:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

Trong đó $AR_{i,t}$ là lợi nhuận bất thường của cổ phiếu i ở tuần thứ t , $R_{i,t}$ là lợi nhuận thực tế của cổ phiếu i ở tuần thứ t , $R_{m,t}$ là lợi nhuận của thị trường ở tuần t (được đo lường bằng chênh lệch của VNINDEX ở tuần thứ t và tuần $t-1$).

Sau đó cổ phiếu sẽ được xếp hạng theo thứ tự giảm dần của lợi nhuận bất thường. Trên cơ sở xếp hạng này, danh mục các cổ phiếu có lợi nhuận bất thường cao nhất (danh mục “thắng” - winner) và thấp nhất (danh mục “thua” loser) được xác lập. Do số lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường không nhiều nên chỉ có 7 loại cổ phiếu có lợi nhuận bất thường cao nhất được xếp vào danh mục “thắng” (winner portfolio) và 7 loại cổ phiếu có lợi nhuận bất thường thấp nhất được xếp vào danh mục “thua” (loser portfolio). Kế đến, danh mục “thắng” và danh mục “thua” sẽ được giám sát trong khoảng thời gian 12 tuần tiếp theo. Lợi nhuận bất thường bình quân cho mỗi tuần tiếp theo sau

tuần xác lập các danh mục được tính cho danh mục “thắng” và danh mục “thua” bằng công thức sau đây:

$$AR_{p,t} = \frac{1}{7} \left(\sum_{i=1}^7 AR_{i,t} \right) \quad (3)$$

Trong đó, $AR_{p,t}$ là lợi nhuận bất thường bình quân cho mỗi danh mục ($p = W$ cho danh mục “thắng” và $p = L$ cho danh mục “thua”) tại tuần thứ t . Tiếp theo, lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế (average cumulative abnormal returns) được tính cho mỗi giai đoạn theo dõi (tracking period) bằng công thức sau:

$$ACAR_{p,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{p,t} \quad (4)$$

Trong đó, $ACAR_{p,t}$ là lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế cho mỗi danh mục ($p = W$ cho danh mục “thắng” và $p = L$ cho danh mục “thua”) tại tuần quan sát t và n là giai đoạn theo dõi ($n = 2, 3, 4, 8$ và 12). Cuối cùng, kiểm định giả thuyết “phản ứng quá mức” được dựa trên sự khác biệt về lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế giữa danh mục “thua” và danh mục “thắng”. Sự khác biệt này được tính bằng công thức sau:

$$ACAR_{D,t} = ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t} \quad (5)$$

Nếu $ACAR_{D,t}$ khác không nhưng không có ý nghĩa về mặt thống kê thì giả thuyết H_0 về sự phản ứng quá mức sẽ bị bác bỏ. Tuy nhiên, nếu $ACAR_{D,t}$ dương hoặc âm và có ý nghĩa về mặt thống kê thì điều này có nghĩa là sự phản ứng quá mức (overreaction) hoặc sự phản ứng quá thấp (underreaction) theo

thứ tự tồn tại trong thị trường chứng khoán Việt Nam.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả kiểm định giả thuyết về sự phản ứng quá mức được trình bày ở bảng 2 và bảng 3. Cụ thể là, bảng 2 trình bày những khác biệt về lợi nhuận bất thường giữa danh mục “thua” và danh mục “thắng” cho các tuần sau thời điểm thiết lập các danh mục, trong khi đó sự khác biệt về lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế cho mỗi giai đoạn quan sát giữa hai danh mục trên được tóm tắt ở bảng 3. Từ bảng 2, chúng ta có thể dễ dàng nhận thấy rằng danh mục “thắng” có mức lợi nhuận cao hơn mức bình quân của thị trường là 1,28%, trong khi danh mục “thua” có mức lợi nhuận thấp hơn mức bình quân của thị trường là 1,44% tại thời điểm thiết lập hai danh mục này. Điều quan trọng là, kết quả thu được từ nghiên cứu này đã bác bỏ giả thuyết về sự phản ứng quá mức cho tất cả các tuần sau thời điểm thiết lập các danh mục. Ngược lại, chúng tôi tìm thấy sự khác biệt trong lợi nhuận bất thường giữa danh mục “thua” và danh mục “thắng” cho các tuần sau khi các danh mục được thiết lập phần lớn là âm, điều này có nghĩa là các cổ phiếu có sự tăng giá mạnh ở tuần này sẽ tiếp tục tăng giá ở các tuần tiếp theo và ngược lại. Hay nói cách

khác, giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam phản ứng quá thận trọng với các thông tin được công bố. Cụ thể là, các cổ phiếu có sự tăng giá cao nhất ở tuần thiết lập danh mục (danh mục “thắng”) tiếp tục có sự tăng giá cao hơn mức bình quân của thị trường là 0,11%, và các cổ phiếu có sự giảm giá mạnh nhất ở tuần thiết lập danh mục (danh mục “thua”) tiếp tục có sự giảm giá cao hơn mức bình quân của thị trường là 0,36% ở tuần T+5. Tổng hợp lại chúng ta thấy rằng danh mục “thắng” có sự tăng giá cao hơn 0,47% so với danh mục “thua”. Về mặt thống kê, sự chênh lệch này có ý nghĩa ở mức 6%.

Hơn thế nữa, sự so sánh lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế giữa danh mục thắng và danh mục thua (được trình bày ở bảng 3) cho thấy các cổ phiếu có sự giảm giá mạnh nhất ở tuần thiết lập danh mục tiếp tục có sự giảm giá ở tất cả các giai đoạn được nghiên cứu sau thời điểm thiết lập các danh mục (n = 2, 3, 4, 8 và 12). Nói một cách khác, sự khác biệt trong lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế giữa danh mục thua và danh mục thắng (ACAR_D) là âm. Tuy nhiên, tất cả các khác biệt này đều không có ý nghĩa về mặt thống kê. Vì vậy, giả thuyết về sự phản ứng quá mức của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam hoàn toàn bị bác bỏ.

BẢNG 2: Khác biệt trong lợi nhuận bất thường bình quân giữa danh mục “thua” và danh mục “thắng” sau thời điểm thành lập các danh mục

Tuần	Danh mục “thắng”	Danh mục “thua”	“thua” - “thắng”	
	AR	AR	AR	Mức ý nghĩa
F	0,0128	-0,0144	-0,0272	0,00
T+1	-0,0007	-0,0047	-0,0040	0,44
T+2	-0,0041	-0,0024	0,0018	0,62
T+3	0,0002	0,0002	0,0000	0,99
T+4	-0,0033	-0,0039	-0,0006	0,79
T+5	0,0011	-0,0036	-0,0047	0,06
T+6	0,0001	-0,0001	-0,0003	0,87
T+7	0,0019	-0,0022	-0,0042	0,19
T+8	0,0001	-0,0036	-0,0037	0,27
T+9	-0,0004	-0,0020	-0,0016	0,48
T+10	-0,0025	-0,0044	-0,0019	0,17
T+11	-0,0011	-0,0037	-0,0026	0,51
T+12	0,0004	-0,0011	-0,0015	0,43

Ghi chú: F là tuần thành lập danh mục (tuần quan sát); mức ý nghĩa được dựa trên kiểm định t (one-sample t test) với giả thuyết H₀: khác biệt trong lợi nhuận bất thường bình quân giữa hai danh mục là bằng không.

BẢNG 3: Khác biệt trong lợi nhuận bất thường bình quân lũy kế giữa danh mục “thua” và danh mục “thắng”

Tuần	ACAR _t	ACAR _w	ACAR _D	Mức ý nghĩa
T+2	-0,0071	-0,0049	-0,0023	0,75
T+3	-0,0069	-0,0047	-0,0022	0,77
T+4	-0,0108	-0,0079	-0,0029	0,76
T+8	-0,0204	-0,0046	-0,0158	0,30
T+12	-0,0316	-0,0082	-0,0234	0,22

Ghi chú: Mức ý nghĩa được dựa trên kiểm định t (one-sample t test) với giả thuyết H₀: khác biệt trong lợi nhuận bất thường tích lũy bình quân giữa hai danh mục là bằng không.

5. Kết luận

Bài viết này nghiên cứu giả thuyết về sự phản ứng quá mức của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự phản ứng quá mức không tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại chỉ ra: giá cổ phiếu phản ứng quá thận trọng với các thông tin được công bố trên thị trường. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với hầu hết các nghiên cứu đã được công bố. Tuy nhiên, nghiên cứu này có một hạn chế là giai đoạn nghiên cứu tương đối ngắn (chỉ khoảng 3 năm) và số cổ phiếu được nghiên cứu không nhiều./

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Antoniou, Antonios and Emilius C. Galarotis, 2005. “Contrarian Profits and the Overreaction Hypothesis: The Case of the Athens Stock exchange”, *European Financial Management*, 11 (1), 71-98.
2. Baytas, Ahmet and Nusret Cakici, 1999. “Do Markets Overreact: International Evidence”, *Journal of Banking & Finance*, 23, 1121-1144.
3. Bowman, Robert G. and David Iverson, 1998. “Short-Run Overreaction in the New Zealand Stock Market”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 475-491.
4. Brown, Keith C. and W. Van Harlow, 1988. “Market Overreaction: Magnitude and Intensity”, *Journal of Portfolio Management*, 14 (2), 6-13.
5. Chopra, Navin, Josef Lakonishok, and Jay R. Ritter, 1992. “Measuring Abnormal Performance: Do stocks Overreact?” *Journal of Financial Economics*, 31, 235-268.
6. Clare, Andrew and Stephen Thomas, 1995. “The Overreaction Hypothesis and the UK Stock Market”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (7), 961-973.
7. Da Costa, Newton C.A., 1994. “Overreaction in the Brazilian Stock Market”, *Journal of Banking and Finance*, 18, 633-642.
8. Davidson III, Wallace N. and Dipa Dutia, 1989. “A Note on the Behavior of Security Returns: A Test of Stock Market Overreaction and Efficiency”, *The Journal of Financial Research*, 12 (3), 245-252.
9. De Bondt, Werner F. M. and Richard Thaler, 1985. “Does the Stock market Overreact?”, *Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.
10. De Bondt, Werner F. M. and Richard Thaler, 1987. “Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality”, *Journal of Finance*, 42 (3), 557-581.
11. Fama, Eugene F., 1970. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” *Journal of Finance*, 25, 383-417.
12. Hồ, Việt Tiến, 2006. “Thị trường cổ phiếu Việt Nam có hiệu quả không?”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 185, 186.
13. Howe, John S., 1986. “Evidence on Stock Market Overreaction”, *Financial Analysis Journal*, 74-77.
14. Huber, Peter, 1997. “Stock Market Returns in Thin markets: Evidence from the Vienna Stock Exchange” *Applied Financial Economics*, 7, 493-498.
15. Otchere, Isaac and Jonathan Chan, 2003. “Short-Term Overreaction in the Hong Kong Stock Market: Can a Contrarian Trading Strategy Beat the Market?”, *The Journal of Behavioral Finance*, 4 (3), 157-171.
16. Wang, J., B. M. Burton, and D. M. Power, 2004. “Analysis of the Overreaction Effect in the Chinese Stock Market”, *Applied Economics Letters*, 11, 437-442.
17. Zarowin, Paul, 1990. “Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (1), 113-125.