

NGHIÊN CỨU TÂM LÝ ĐÁM ĐÔNG TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● NGUYỄN HOÀNG MINH THÔNG¹ - TRẦN NAM PHƯƠNG¹

- MAI LÊ NGỌC LINH¹ - NGUYỄN QUỐC TÀI¹

- NGÔ QUỐC TẤN¹ - LÊ TUẤN BÁCH^{1*}

¹Phân hiệu Trường Đại học Ngoại thương tại Thành phố Hồ Chí Minh

*Email: letuanbach.hcmc@ftu.edu.vn

DOI: 10.62831/nckh.2026.179.v1

TÓM TẮT:

Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường mới nổi năng động nhưng dễ bị chi phối bởi tâm lý đám đông. Nghiên cứu này cập nhật chuỗi số liệu thực nghiệm mới nhất, tập trung vào việc đo lường và xác định sự tồn tại của hành vi đám đông trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian cập nhật giai đoạn 2017-2025 cũng như thực hiện so sánh hành vi đám đông trên 2 sàn niêm yết TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Bằng việc ứng dụng mô hình độ lệch tuyệt đối chéo (CSAD), kết quả xác nhận hiện tượng đám đông hiện diện trên cả 2 sàn giao dịch chứng khoán niêm yết, trong đó hiện tượng tâm lý đám đông tại sàn HOSE diễn ra mạnh hơn so với sàn HNX. Phát hiện này đặt ra yêu cầu cấp thiết về việc nâng cao tính minh bạch thông tin và thúc đẩy cải thiện tính hiệu quả của thị trường.

Từ khóa: tâm lý, hành vi đám đông, chứng khoán, sàn giao dịch.

1. Đặt vấn đề

Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay được đánh giá là một thị trường mới nổi đầy năng động. Trong cấu trúc thành phần tham gia thị trường, nhóm nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế áp đảo với tỷ trọng hơn 90% giá trị giao dịch hàng ngày (Van, 2024).

Hành vi đám đông có thể dẫn đến sự sai lệch nghiêm trọng giữa giá thị trường và giá trị nội tại của tài sản, từ đó tiềm ẩn rủi ro hệ thống lớn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường nội địa còn thiếu hụt vai trò dẫn dắt của các nhà đầu tư tổ chức. Dù hiện tượng này đã được khám phá trong một số nghiên

cứu nền tảng trước đây, tiêu biểu như công trình của Phan et al. (2023b), việc cập nhật giai đoạn quan sát mới vẫn là yêu cầu cấp thiết nhằm phản ánh chính xác nhất thực trạng hành vi giao dịch ở thời điểm hiện tại. Kế thừa các kết quả nghiên cứu trước, nghiên cứu này được thực hiện nhằm đo lường thực trạng hành vi đám đông thông qua chuỗi số liệu thực nghiệm mới nhất, đồng thời bổ sung phân tích so sánh giữa 2 sàn niêm yết. Qua đó, bài viết kỳ vọng đóng góp thêm những bằng chứng thực nghiệm giá trị về cấu trúc tâm lý hành vi tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Hành vi đám đông được hiểu là tình trạng các cá nhân di chuyển cùng hướng một cách có hệ thống, làm theo hành động của những người xung quanh thay vì tin tưởng vào phân tích độc lập. Biểu hiện thực nghiệm rõ nhất của hiện tượng này là sự thu hẹp mức độ phân tán tỷ suất sinh lợi giữa các cổ phiếu, cho thấy nhà đầu tư không còn chú trọng phân biệt các đặc tính riêng lẻ của từng doanh nghiệp (Bikhchandani & Sharma, 2001).

Nghiên cứu về hành vi đám đông cũng sử dụng các lý thuyết nền tảng về tâm lý học hành vi và truyền dẫn thông tin để giải thích các quyết định tương quan của nhà đầu tư. Thuyết Tài chính hành vi đóng vai trò là khung lý thuyết chủ đạo, chỉ ra các quyết định đầu tư thực tế thường bị chi phối bởi các thiên kiến nhận thức và cảm xúc hơn là sự tính toán thuần túy (Barberis & Thaler, 2003). Trong bối cảnh đó, hành vi đám đông xuất hiện như một cơ chế tâm lý mà nhà đầu tư sử dụng để đối phó với sự không chắc chắn bằng cách tin tưởng vào quyết định của đám đông hơn là phân tích cá nhân.

Bên cạnh đó, lý thuyết bất cân xứng thông tin (asymmetric information theory) chỉ ra, các thành viên trên thị trường không sở hữu lượng thông tin giống nhau (Cipriani & Guarino, 2008). Ở đây, những nhà đầu tư ít thông tin thường coi hành động giao dịch của đám đông là tín hiệu đại diện cho thông tin của những người am hiểu thị trường hơn. Từ đó, họ thực hiện bắt chước để hưởng lợi thay vì tự mình tiến hành các định giá phức tạp. Cơ chế này đặc biệt phổ biến tại các thị trường mới nổi, nơi mức độ minh bạch còn hạn chế và chi phí thu thập thông tin cá nhân còn khá cao (Bikhchandani & Sharma, 2001). Tiếp đến, lý thuyết thác thông tin giải thích, khi các quyết định được đưa ra theo trình tự, nhà đầu tư có thể bỏ qua tín hiệu cá nhân để đi theo xu hướng của những người đi trước (Banerjee, 1992). Khi đủ lượng hành động nhất quán tích lũy, nhà đầu tư tin tín hiệu đám đông mang lại thông tin chính xác hơn so với phân tích cá nhân. Cuối cùng, lý thuyết giao dịch nhiều nhấn mạnh vai trò của

những người giao dịch dựa trên tin đồn hoặc cảm tính thay vì giá trị căn bản (Black, 1986). Khi các giao dịch nhiều này trở nên tương quan, chúng tự động tạo ra các rủi ro hệ thống làm đẩy giá tài sản rời xa giá trị nội tại.

2.2. Bằng chứng thực nghiệm và giả thuyết về hành vi đám đông tại thị trường chứng khoán Việt Nam

Các nghiên cứu quốc tế về hành vi đám đông đã ghi nhận sự khác biệt rõ rệt về mức độ biểu hiện giữa các loại hình thị trường. Một trong những công trình sớm nhất của Christie & Huang (1995) đã kiểm tra sự phân tán tỷ suất sinh lợi tại Hoa Kỳ và tìm thấy bằng chứng đám đông là không đáng kể, gọi mở các thị trường minh bạch thường có khả năng chống lại tâm lý đám đông tốt hơn. Tuy nhiên, Chang et al. (2000) đã thách thức quan điểm này khi phát hiện sự hiện diện rõ rệt của hành vi đám đông tại các thị trường châu Á như Hàn Quốc và Đài Loan. Phát hiện này làm nổi bật tầm quan trọng của cấu trúc thị trường đối với tâm lý nhà đầu tư, đặc biệt là tại các môi trường có tính minh bạch thấp. Tiếp tục hướng nghiên cứu này, Chiang & Zheng (2010) đã khảo sát 18 thị trường chứng khoán và ghi nhận hành vi đám đông xuất hiện mạnh mẽ tại nhiều quốc gia đang phát triển. Những nghiên cứu của Demirer & Kutan (2006) hay Economou et al. (2011) cũng đồng tình, tại các thị trường chưa hoàn thiện, nhà đầu tư có xu hướng từ bỏ phân tích cơ bản để đi theo cảm tính chung của thị trường.

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, các bằng chứng thực nghiệm cũng đã liên tục khẳng định sự hiện diện của tâm lý đám đông trong nhiều năm qua. Nghiên cứu của Vo & Phan (2017) cho thấy, nhà đầu tư nội địa thường có xu hướng bắt chước các biến động chung của thị trường thay vì dựa vào các thông tin phân tích độc lập. Bên cạnh đó, Nguyen (2022) nhấn mạnh, sự áp đảo của các nhà đầu tư cá nhân cùng với sự thiếu vắng các tổ chức tài chính chuyên nghiệp đã làm trầm trọng thêm tình trạng bắt chước trong các hoạt động giao dịch. Các công trình khác của Nguyen et al. (2016) cũng chỉ ra, các điều kiện thanh khoản và hạn chế

giao dịch đặc thù nội địa là các nhân tố thúc đẩy mạnh mẽ hành vi này. Gần đây nhất, Phan et al. (2023a) khẳng định, hành vi đám đông thường trở nên cực đoan hơn khi thị trường rơi vào trạng thái bất ổn cao. Những kết quả này dẫn đến việc hình thành giả thuyết nghiên cứu:

H1: Hành vi đám đông vẫn tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Lựa chọn mô hình nghiên cứu

Để nhận diện và đo lường hành vi đám đông trên thị trường chứng khoán, nghiên cứu này kế thừa và sử dụng mô hình độ lệch chuẩn tuyệt đối chéo Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) do Chang et al. (2000) phát triển. Khác với các phương pháp đo lường cũ chỉ tập trung vào những ngày thị trường có biến động cực đoan, mô hình CSAD được đánh giá là ưu việt hơn nhờ khả năng phát hiện sự hội tụ của tỷ suất sinh lời giữa các cổ phiếu trên toàn thị trường trong mọi điều kiện giao dịch. Phương pháp này cung cấp một thước đo liên tục và phản ánh chính xác hơn về tâm lý bất chước của đám đông.

3.2. Định nghĩa các biến số

Các biến số cốt lõi trong mô hình đo lường hành vi đám đông được định nghĩa và tính toán cụ thể như sau:

$CSAD_t$: Là độ lệch chuẩn tuyệt đối chéo của tỷ suất sinh lời các cổ phiếu so với tỷ suất sinh lời bình quân của thị trường tại ngày giao dịch t . Biến này đại diện cho mức độ phân tán lợi suất, được xác định qua công thức:

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

$R_{i,t}$: Là tỷ suất sinh lời của cổ phiếu i tại ngày t , được tính toán thông qua logarit tự nhiên của tỷ lệ giá đóng cửa ngày t so với giá đóng cửa ngày $t-1$.

$R_{m,t}$: Là tỷ suất sinh lời của toàn thị trường tại ngày t . Biến số này được tính bằng trung bình cộng tỷ suất sinh lời của tất cả các cổ phiếu có giao dịch trong mẫu quan sát tại ngày t .

N : Là tổng số lượng cổ phiếu đang niêm yết và có giao dịch hợp lệ trên sàn tại ngày t .

3.3. Mô hình kiểm định

Để lượng hóa mối quan hệ giữa độ phân tán lợi suất và biến động của thị trường chung, phương trình hồi quy cơ sở được thiết lập như sau:

$$CSAD_t = \gamma_0 + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

Trong mô hình này, hệ số được quan tâm nhất là γ_2 , đóng vai trò là thước đo xác định sự hiện diện của hành vi đám đông. Về mặt lý thuyết, các mô hình định giá tài sản hợp lý cho thấy, khi biến động thị trường tăng lên ($|R_{m,t}|$ lớn), sự phân tán về tỷ suất sinh lời giữa các cổ phiếu ($CSAD_t$) cũng sẽ tăng theo một tỷ lệ tuyến tính, tương ứng với việc hệ số γ_1 mang dấu dương.

Tuy nhiên, nếu các nhà đầu tư trên thị trường bị chi phối bởi tâm lý đám đông, họ sẽ bỏ qua các rủi ro và thông tin đặc thù của từng doanh nghiệp để giao dịch đồng pha theo xu hướng chung. Sự cộng hưởng này khiến tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu riêng lẻ xích lại gần hơn với mức trung bình của thị trường, làm độ phân tán tăng chậm lại hoặc thậm chí giảm xuống. Do đó, nếu hệ số phi tuyến γ_2 mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê, giả thuyết về sự tồn tại của hành vi đám đông trên thị trường sẽ được chấp nhận. Ngoài ra, trong quá trình ước lượng, nghiên cứu ứng dụng phương pháp sai số chuẩn mạnh Newey-West (HAC) nhằm khắc phục các khuyết tật về phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan thường gặp trong chuỗi dữ liệu tài chính.

3.4. Nguồn dữ liệu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp theo chuỗi thời gian với tần suất giao dịch theo ngày, được trích xuất trực tiếp từ cơ sở dữ liệu tài chính chuyên sâu FiinPro. Mẫu nghiên cứu bao gồm toàn bộ các cổ phiếu đang niêm yết trên 2 sàn giao dịch trọng điểm là HOSE và HNX. Để đảm bảo tính bao quát, giai đoạn nghiên cứu được kéo dài trong 9 năm, bắt đầu từ ngày 01/01/2017 đến ngày 31/12/2025. Nhằm nâng cao độ tin cậy cho mô hình, bộ dữ liệu thô đã được làm sạch bằng cách loại bỏ các mã cổ phiếu kém thanh khoản, các cổ phiếu mới niêm yết chưa đủ dữ liệu hoặc bị hủy niêm yết giữa chừng. Sau quá trình chọn lọc khắt khe, tổng số quan sát hợp lệ được đưa vào phân tích là 2.248 ngày giao dịch.

Bảng 1. Kết quả kiểm định hành vi đám đông trên thị trường chứng khoán Việt Nam

	HOSE		HNX	
	Hệ số	Thống kê t	Hệ số	Thống kê t
γ_0	1.3032***	70.50	1.5191***	106.14
γ_1	0.6419***	15.31	0.9861***	25.50
γ_2	-0.0668***	-5.02	-0.0728***	-5.41
R^2	0.5227		0.6920	
R^2 điều chỉnh	0.5223		0.6917	
Thống kê F	624.68		1216.83	
Xác suất > F	0.0000		0.0000	

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng từ Bảng 1 cho thấy, hệ số tuyến tính γ_1 đạt 0.6419 tại HOSE và 0.9861 tại HNX, đều mang giá trị dương với mức ý nghĩa 1%, phản ánh độ phân tán tỷ suất sinh lời đồng biến với biến động thị trường trong điều kiện bình thường. Tuy nhiên, hệ số phi tuyến γ_2 lại mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê 1% trên cả 2 sàn, cụ thể đạt -0.0668 tại HOSE và -0.0728 tại HNX. Các số liệu này cung cấp bằng chứng định lượng mạnh mẽ ủng hộ giả thuyết nghiên cứu khi thị trường dao động với biên độ lớn, độ phân tán lợi suất có xu hướng thu hẹp lại, xác nhận sự tồn tại của hành vi đám đông trên toàn thị trường.

Mức độ đám đông này phản ánh chính xác đặc thù của các thị trường cận biên và đang phát triển, đồng thuận với các phát hiện trước đây tại Việt Nam từ các nghiên cứu của Vo & Phan (2019) hay Phan et al. (2023a). Cấu trúc thị trường hiện bị chi phối nặng nề bởi các nhà đầu tư cá nhân, những người thường thiếu quyền truy cập vào dữ liệu độc quyền và các công cụ phân tích cơ bản chuyên sâu. Trong môi trường bất cân xứng thông tin, nhóm này dễ bị dẫn dắt bởi tâm lý và tham gia giao dịch quyết liệt theo các chỉ báo chung của đám đông còn hơn là dựa trên giá trị cốt lõi của doanh nghiệp. Thêm vào đó, tỷ trọng khiêm tốn của các nhà đầu tư tổ chức khiến thị trường thiếu đi một bộ đệm ổn định quan trọng, vốn có chức năng hấp thụ các biến động giá phi lý ở những thị trường phát triển hơn.

Đáng chú ý, cường độ đám đông ở mức -0.0668 tại HOSE diễn ra mạnh hơn đáng kể so với mức -0.0728 của HNX, hoàn toàn nhất quán với kết luận của Bui et al. (2018). Với quy mô vốn hóa áp đảo và sự thống trị trên các phương tiện truyền thông tài chính, HOSE sở hữu lượng thanh khoản dồi dào cho phép các lệnh giao dịch cảm tính được khớp tức thời. Khi các cú sốc vĩ mô xuất hiện, nhà đầu tư cá nhân có xu hướng tháo chạy về nơi thanh khoản, ồ ạt đổ dồn vào các tài sản quen thuộc trên HOSE, làm giảm độ phân tán lợi suất một cách giả tạo. Ngược lại, HNX tập trung nhiều doanh nghiệp nhỏ với rủi ro đặc thù cao và thanh khoản thấp hơn. Đặc điểm này tạo ra những rào cản giao dịch đáng kể, diễn hình như chênh lệch giá mua bán rộng và thời gian khớp lệnh chậm. Chính những rào cản kỹ thuật này đã vô tình kiềm chế tốc độ bùng phát của hiệu ứng lây lan tâm lý, khiến hành vi đám đông trên HNX ít cực đoan hơn ngay cả trong những đợt hoảng loạn.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại của hành vi đám đông trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo phân tích, sự hội tụ hành vi này phổ biến bắt nguồn từ các đặc thù cấu trúc. Một mặt, thị trường bị chi phối tuyệt đối bởi nhà đầu tư cá nhân thiếu công cụ phân tích cơ bản. Trong môi trường bất cân xứng thông tin, nhóm này dễ bị dẫn dắt bởi tâm lý đám đông thay vì định giá tài sản độc lập. Mặt khác, tỷ lệ tham gia thấp của các nhà

đầu tư tổ chức khiến thị trường mất đi bộ đệm ổn định, tạo điều kiện cho dòng thanh khoản dồi dào, diễn hình tại HOSE khuếch đại tức thời các lệnh giao dịch cảm tính. Về vấn đề này, các nghiên cứu tương lai có thể mở rộng tìm hiểu về tác động của các luồng thông tin phi chính thức như mạng xã hội và các hội nhóm đầu tư đến mức độ bùng phát hành vi đám đông

của nhà đầu tư cá nhân. Bên cạnh đó, việc đánh giá hiệu quả của các công cụ điều tiết từ cơ quan quản lý như cơ chế ngắt mạch thị trường hay yêu cầu minh bạch công bố thông tin trong việc kiểm chế các giao dịch cảm tính cũng là một hướng đi thiết thực nhằm củng cố tính bền vững cho các thị trường chứng khoán cận biên ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). Chapter 18 A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets. *SSRN Electronic Journal*, 47(3).
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 528-543.
- Bui, N. D., Nguyen, L. T. B., Nguyen, N. T. T., et al. (2018). Herding in frontier stock markets: evidence from the Vietnamese stock market. *Accounting & Finance*.
- Chang, E. C., Cheng, J. W., Khorana, A., et al. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking & Finance*, 24(10), 1651-1679.
- Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1911-1921.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market? *Financial Analysts Journal*, 51(4), 31-37.
- Cipriani, M., & Guarino, A. (2008). Herd Behavior and Contagion in Financial Markets. *The B.E. Journal of Theoretical Economics*, 8(1).
- Demirer, R., & Kutun, A. M. (2006). Does herding behavior exist in Chinese stock markets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 16(2), 123-142.
- Economou, F., Kostakis, A., Philippas, N., et al. (2011). Cross-country effects in herding behaviour: Evidence from four south European markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(3), 443-460.
- Nguyen, M. H., Nguyen, H. N., Nguyen, N. D. L., et al. (2016). Foreign Investor Trading and Herding Behavior in Vietnam Stock Market. *Journal of International Economics and Management*, 89, 84-95.
- Nguyen, T. T. T. (2022). A Study of Herding Behavior on Vietnam Stock Market. *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*, 4(4), 93-98.
- Phan, H. M., Le, T. N. Q., Vu, V. D. H., et al. (2023a). Herd behavior in Vietnam's stock market: Impacts of COVID-19. *Cogent Economics & Finance*, 11(2).
- Phan, T. N. T., Bertrand, P., Phan, H. H., et al. (2023b). The role of investor behavior in emerging stock markets: Evidence from Vietnam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87.
- Van, T. (2024). Vietnam's stock market remains resilient in 2024. *Vietnam Investment Review - VIR*.
- Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2017). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33-41.

Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2019). Herding and equity market liquidity in emerging market. Evidence from Vietnam. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 24.

Ngày nhận bài: 16/3/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 31/3/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 18/4/2026

HERDING BEHAVIOR IN THE VIETNAMESE STOCK MARKET

● **NGUYEN HOANG MINH THONG¹**

● **TRAN NAM PHUONG¹**

● **MAI LE NGOC LINH¹**

● **NGUYEN QUOC TAI¹**

● **NGO QUOC TAN¹**

● **LE TUAN BACH¹**

¹Foreign Trade University - Ho Chi Minh City Campus

ABSTRACT:

The Vietnamese stock market is a dynamic emerging market that remains highly susceptible to crowd psychology. This study updates the empirical evidence by measuring and identifying the presence of herding behavior in the Vietnamese stock market over the period 2017-2025, while also comparing such behavior across the two listed exchanges, the Ho Chi Minh Stock Exchange (HoSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX). By applying the Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) model, the results confirm the existence of herding behavior on both exchanges, with crowd psychology found to be stronger on HOSE than on HNX. These findings highlight the urgent need to enhance information transparency and improve market efficiency.

Keywords: herding behavior, stock, exchange.