

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**VŨ THỊ MINH LUẬN**

**ỨNG DỤNG LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ  
TRONG PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN  
VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh tế học (Điều khiển học kinh tế)  
Mã số: 62.31.03.01**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Người hướng dẫn khoa học:**

- 1. PGS.TS. Nguyễn Quang Đông**
- 2. TS. Tôn Tích Quý**

**HÀ NỘI – 2010**

## **LỜI CAM ĐOAN**

*Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu độc lập của bản thân với sự giúp đỡ của các giáo viên hướng dẫn.*

*Những thông tin, số liệu, dữ liệu đưa ra trong luận án được trích dẫn rõ ràng, đầy đủ về nguồn gốc. Những số liệu thu thập và tổng hợp của cá nhân đảm bảo tính khách quan và trung thực.*

Tác giả luận án

**Vũ Thị Minh Luận**

## MỤC LỤC

<b>DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT .....</b>	<b>ii</b>
<b>DANH MỤC CÁC BẢNG.....</b>	<b>iii</b>
<b>DANH MỤC CÁC HỘP, SƠ ĐỒ .....</b>	<b>iv</b>
<b>PHẦN MỞ ĐẦU.....</b>	<b>1</b>
<b>Chương 1. CƠ SỞ LÝ THUYẾT CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ.....</b>	<b>8</b>
1.1. TỔNG QUAN VỀ LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ .....	8
1.2. CÁC LÝ THUYẾT CƠ SỞ CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ .....	36
1.3. MỘT SỐ LÝ THUYẾT TÀI CHÍNH KHÁC PHÁT RIÊN BÊN CẠNH LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ.....	40
<b>Chương 2.KIỂM ĐỊNH TÍNH HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....</b>	<b>51</b>
2.1. PHƯƠNG PHÁP KIỂM ĐỊNH THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ .....	51
2.2. KIỂM ĐỊNH TÍNH HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	72
<b>Chương 3. MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....</b>	<b>121</b>
3.1. NHÀ NƯỚC CẦN TẠO MÔI TRƯỜNG THUẬN LỢI CHO THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ MỘT CÁCH TỔNG THỂ .....	121
3.2. NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THEO EMH.....	124
3.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ.....	168
<b>KẾT LUẬN.....</b>	<b>170</b>
<b>CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ .....</b>	<b>172</b>
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO.....</b>	<b>173</b>
<b>PHỤ LỤC.....</b>	<b>177</b>

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

<b>Viết tắt</b>	<b>Từ tiếng Anh đầy đủ</b>	<b>Nghĩa tiếng Việt tương đương</b>
DN		Doanh nghiệp
EMH	Efficient Market Hypothesis	Lý thuyết thị trường hiệu quả
HASTC		Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội
HoSE		Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
HĐQT		Hội đồng quản trị
OTC	Over - The Counter Market	Thị trường chứng khoán phi tập trung
IPO	Initial Public Offering	Phát hành lần đầu ra công chúng
PR	Public Relationship	Quan hệ công chúng
Sở GDCK		Sở Giao dịch chứng khoán
TT GDCK		Trung tâm Giao dịch chứng khoán
TTHQ		Thị trường hiệu quả
UBCK		Ủy ban Chứng khoán
UBCKNN		Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
WFEMH	Weak form EMH	Thị trường hiệu quả dạng yếu

## DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1. Các kiểm định Thị trường hiệu quả dạng yếu ở một số nước mới nổi và của Việt Nam.....	57
Bảng 2.2. Mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thông tin trong báo cáo tài chính tại một số nước.....	69
Bảng 2.3. Một số nghiên cứu về kiểm định EMH dạng mạnh.....	71
Bảng 2.4. Chứng khoán niêm yết tại HoSE.....	76
Bảng 2.5. Chứng khoán niêm yết tại HASTC.....	77
Bảng 2. 6. Số lượng các công ty niêm yết hàng năm.....	78
Bảng 2.7. Vốn hoá thị trường so với GDP.....	80
Bảng 2.8. Kết quả kiểm định tính ngẫu nhiên các chỉ số của thị trường.....	93
Bảng 2.10. Bảng hệ số tự tương quan đối với chuỗi HaSTC index (từ 14/7/2005 –8/4/2009).....	96
Bảng 2.11. Tham khảo một số cổ phiếu trên HoSE.....	112
Bảng 2.12. Tham khảo một số cổ phiếu trên HASTC.....	116
Bảng 3.2. Đánh giá trình độ nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.....	161

## DANH MỤC CÁC HỘP, SƠ ĐỒ

Hộp 3.1. Thông tin chứng khoán còn chậm.....	140
Hộp 3.2. Phân loại người chơi chứng khoán theo sự sở hữu thông tin.....	158
Hộp 3.3. Cải cách hay tận thu? .....	166
Sơ đồ 1.1. Ba dạng hiệu quả của Lý thuyết thị trường hiệu quả.....	16
Sơ đồ 2.1. Quan sát phản ứng của thị trường với mốc công bố thông tin .....	61
Sơ đồ 2.2. So sánh mức vốn hoá với GDP.....	80
Sơ đồ 2.3. Biểu đồ giá DPM .....	112
Sơ đồ 2.4. Biểu đồ giá FPT .....	114
Sơ đồ 2.5. Biểu đồ giá cổ phiếu HPG .....	115
Sơ đồ 2.6. Biểu đồ giá cổ phiếu ACB.....	116
Sơ đồ 2.7. Biểu đồ giá cổ phiếu KBC 2008.....	117
Sơ đồ 2.8. Biểu đồ giá PVI 2008 .....	118

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài luận án

Xây dựng thị trường vốn là bước tất yếu để hình thành cơ cấu vận hành của mọi nền kinh tế thị trường. Đối với Việt Nam, vấn đề này lại càng trở nên quan trọng khi chúng ta đang dốc mọi cố gắng tiếp tục công cuộc đổi mới kinh tế. Thị trường chứng khoán Việt Nam, một công cụ đắc lực giúp huy động vốn, sử dụng vốn, tập trung và phân tán các nguồn tiết kiệm, được ra đời vào 7/2000 đã khẳng định điều đó. Kể từ đó thị trường chứng khoán đã có những đóng góp nhất định cho nền kinh tế.

Tuy vậy, trong quá trình phát triển của mình, thị trường chứng khoán cho thấy nó chưa thật sự ổn định. Thể hiện ở chỗ có khi trong thời gian rất ngắn, có khi các chỉ số thị trường còn rất thấp, nó đã tiến đến những kỷ lục đáng kể, và ngược lại khi đang ở trên thế thượng phong thì thị trường lại có thể tụt dốc một cách thê thảm khó mà tưởng tượng nổi. Và tất nhiên, theo nghĩa là phong vũ biểu cho nền kinh tế và đúng bản chất của thị trường chứng khoán thì thị trường của Việt Nam chưa có được điều đó.

Đã có nhiều các tác giả trên các diễn đàn về thị trường chứng khoán tỏ ra băn khoăn, không ít công ty chứng khoán không định hướng được, có khá nhiều nhà đầu tư tỏ ra khó xử khi tham gia thị trường... Hiệu quả đầu tư và hiệu quả của thị trường hiện ở mức nào, thị trường chứng khoán có đáng tin cậy và công bằng đối với mọi người hay không, nếu tham gia liệu thành công đến hay bị thua thiệt?... Đó chính là nhiều câu hỏi mà người đầu tư đặt ra mà thượng tầng của thị trường chứng khoán Việt Nam cần phải giải đáp và tìm ra được những quỹ đạo quản lý phù hợp. Nghiên cứu về Lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH) sẽ giúp làm sáng tỏ một số vấn đề liên quan trên.

Theo hướng định lượng, khi phân tích về tính hiệu quả của thị trường chứng khoán tại các nước, lý thuyết thị trường hiệu quả được xem như công cụ trung tâm, rất quan trọng và dường như là sự lựa chọn đầu tiên, tuy vậy ở Việt Nam, lý thuyết này được ứng dụng còn ít và mọi sự hiểu biết và khai thác hầu như còn rất hạn chế.

Để đưa ra những đánh giá về thị trường chứng khoán Việt Nam, luận án đã dựa vào Lý thuyết thị trường hiệu quả - lý thuyết quan trọng bậc nhất của nền tài chính học hiện đại, và đề tài ***“Ứng dụng lý thuyết thị trường hiệu quả trong phân tích thị trường chứng khoán Việt Nam”*** sẽ là một vấn đề đáng được quan tâm cả phương diện lý luận và thực tiễn.

## **2. Mục đích nghiên cứu của luận án**

Trong khi phân tích tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam, luận án sẽ phải tập trung trả lời các câu hỏi sau:

- Lý thuyết thị trường hiệu quả là gì? Tầm quan trọng và ứng dụng của nó thế nào trong phân tích tính hiệu quả của một thị trường chứng khoán.

- Thị trường chứng khoán Việt Nam có hiệu quả không? Hiệu quả ở dạng nào? Yếu, mạnh hay trung bình?

- Nếu thị trường chứng khoán Việt Nam chưa hiệu quả, hoặc tính hiệu quả còn yếu, có thể làm cho thị trường trở nên hiệu quả hơn hay không?

Giải đáp các vấn đề đó, luận án sẽ hướng tới giải quyết một số công việc cụ thể sau:

- Làm rõ các khái niệm về lý thuyết thị trường hiệu quả, ứng dụng của lý thuyết này trong thị trường chứng khoán, nêu ra được các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin.

- Kiểm định về tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam, đưa ra được các kết luận về mức độ hiệu quả.



- Đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao tính hiệu quả cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

Phân tích, đánh giá tính hiệu quả của thị trường chứng khoán có rất nhiều góc độ nghiên cứu, luận án tập trung phân tích hiệu quả về mặt thông tin (không xem xét đến hành vi của các chủ thể cũng như về mặt tổ chức quản lý của thị trường).

Chứng khoán có nhiều loại hàng hoá, và chủ yếu là cổ phiếu và trái phiếu, tuy nhiên cổ phiếu có tính thanh khoản cao và giao dịch nhiều, phù hợp với nghiên cứu EMH và là lựa chọn nghiên cứu của luận án.

Luận án nghiên cứu thị trường chứng khoán Việt Nam trên thị trường chính thức, và các số liệu từ Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, luận án không nghiên cứu các thị trường khác như thị trường OTC, thị trường tự do.

### **4. Phương pháp nghiên cứu**

Sử dụng kết hợp một số phương pháp trong nghiên cứu khoa học là:

+ Kết hợp phân tích định tính và định lượng: Cụ thể trong chương 2, phân tích tính hiệu quả về mặt thông tin của TTCK Việt Nam, luận án đã đánh giá bằng định tính, trực quan từ những quan sát được về sự không hiệu quả (vấn đề truyền thông, vấn đề minh bạch thông tin...). Đồng thời các đánh giá về mặt định tính cũng phù hợp với việc kiểm định TTHQ về mặt thông tin qua các phương pháp tham số, phi tham số với bộ dữ liệu của TTCK Việt Nam.

+ Phương pháp mô hình hoá, biểu đồ: Luận án đã xây dựng và chọn lọc một số mô hình kinh tế lượng phù hợp với việc kiểm định cho TTCK Việt

Nam. Đồng thời biểu đồ cũng là phương pháp không thể thiếu trong luận án để phục vụ cho việc phân tích TTHQ dạng trung bình.

+ Phương pháp thống kê, kinh tế lượng: Được sử dụng rất nhiều trong chương 2 của luận án để đưa ra được các kết quả và kết luận cho các dạng hiệu quả của thị trường.

+ Một số phần mềm phân tích số liệu: Luận án đã sử dụng một số phần mềm thống kê, kinh tế lượng thông dụng, như Excel, Eview, SPSS.

## **5. Tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước về lý thuyết thị trường hiệu quả**

Việc nghiên cứu lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH) được áp dụng nhiều trong khoảng 40 năm trở lại đây tại các nước phát triển. Các thực nghiệm kiểm định tính hiệu quả của các thị trường chứng khoán lại làm cơ sở cho phát triển lý thuyết. Tại thị trường chứng khoán của các nước phát triển như Anh, Mỹ, Pháp,... các tác giả chủ yếu tập trung kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu với xuất phát điểm là kiểm định theo lý thuyết bước ngẫu nhiên và một số là trung bình và đều cho kết luận rằng thị trường các nước này đều đạt hiệu quả dạng yếu Jensen (1978), Lucas (1978), Roberts (1967), Samuelson (1965) (Theo [21]).

Sau này cùng với sự phát triển, hội nhập kinh tế, EMH cũng được nghiên cứu, áp dụng tại các thị trường chứng khoán của những nước mới nổi và đang phát triển. Thực tế các kết quả tìm được có thể được chia làm hai nhóm. Theo [26], nhóm ủng hộ cho EMH dạng yếu bao gồm: Branes (1996) về thị trường chứng khoán Kuala Lumpur; Chan, Gup và Pan (1992) về một số thị trường của Châu Á; Dickinson và Muragu (1994) về thị trường Nairobi và Ojaa và Karemera (1999) về thị trường của bốn nước thuộc Châu Mỹ la tinh,... Nhóm còn lại cho các kết luận về sự không hiệu quả của thị trường, bao gồm Chengung, Wong và Ho (1993) ở thị trường chứng khoán Hàn Quốc

và Đài Loan, Dasgupta và Glen (1995) về kết quả nghiên cứu đối với 19 thị trường mới nổi; Harvey (1994) đối với hầu hết các thị trường mới thành lập; Roux và Gilberson (1976, 1996) về thị trường chứng khoán Ấn Độ; Nourrendine Kababa (1998) với thị trường Saudi, và gần đây là các nghiên cứu của Asma Mobarek và Keavin Keasy (2000) của thị trường chứng khoán Bangladesh; Stephen Hall và Giovanni Urga (2002) về thị trường của Nga; Gediminas Milieska (2004) về thị trường Lithuanian,... Tóm lại, tại các thị trường chứng khoán phát triển thì dạng yếu của EMH đều thỏa mãn, còn lại các thị trường chứng khoán mới nổi và đang phát triển thì còn nhiều tranh cãi, chỉ một số nhỏ các thị trường thỏa mãn EMH dạng yếu.

Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán là một thị trường non trẻ, chỉ được thành lập và hoạt động chưa đến một thập kỷ, và đang trong quá trình hoàn thiện về cơ chế, luật pháp, cơ sở hạ tầng công nghệ, thiếu các điều kiện cần thiết để tập trung hoạt động hiệu quả. Việc nghiên cứu về EMH hầu như là các nghiên cứu định tính phổ biến rất nhỏ về khái niệm EMH (Lê Mai - báo ĐTKK số tháng 8 - 2007), hoặc nằm trong phần rất nhỏ tại các sách giáo trình cơ bản về TTCK như của Nguyễn Đăng Nam (CB) - Học viện Tài chính (2006) trong cuốn Phân tích và đầu tư chứng khoán, Vũ Việt Hùng - Đại học Bách Khoa trong cuốn Đầu tư tài chính (2003), Bùi Viết Thuyên (2000) trong Cẩm nang nhà kinh doanh chứng khoán Việt Nam,.. Về phân tích định lượng, hầu như các nghiên cứu tập trung vào kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu. Một công bố khá sớm về kiểm định EMH dạng yếu, đó là của Thái Long (2004) trong khuôn khổ luận văn thạc sỹ (Dự án cao học Việt Nam - Hà Lan). Tuy vậy, trong nghiên cứu này tác giả sử dụng số liệu đó còn rất ít, mới chỉ có chưa được 4 năm hoạt động của thị trường và mới chỉ có TT- GDCKTP Hồ Chí Minh, chưa có HaSTC. Hơn nữa, phương pháp áp dụng đơn giản (chỉ dùng mô hình ARIMA). Kết luận về thị trường lúc đó là hiệu quả yếu. Tiếp

theo, vào năm 2006, tác giả Hồ Việt Tiến nghiên cứu thị trường cổ phiếu của Việt Nam theo các phương pháp kiểm định hệ số tương quan đối với một số cổ phiếu và có kết luận thị trường cổ phiếu Việt Nam chưa hiệu quả về mặt thông tin. Sau đó, năm 2007 tác giả Lê Đạt Chí – Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh tiến hành một kiểm định (theo phương pháp hồi quy hai biến) đối với một số cổ phiếu chủ chốt tại HOSE và cũng cho kết luận về sự không hiệu quả dạng yếu của TTCK Việt Nam. Cũng năm 2007 tác giả Trương Đông Lộc tiến hành đánh giá TTCK Việt Nam xét trường hợp TTGD Hà Nội, với phương pháp kiểm định hệ số tự tương quan và kiểm định tương quan chuỗi (kiểm định đoạn mạch) và có kết luận về sự không hiệu quả của HaSTC...

Liên quan đến nghiên cứu về EMH, trong năm 2008 có một công bố của Nguyễn Việt Dũng – Đại học Ngoại thương tìm hiểu về mối quan hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu (thị trường hiệu quả dạng trung bình nói lỏng). Tác giả sử dụng chủ yếu mô hình Ohlson (1995) để xây dựng cho trường hợp của Việt Nam [7]. Trong công trình này tác giả cũng chỉ xét một phần rất nhỏ EMH dạng trung bình để phục vụ cho nghiên cứu của mình.

Tóm lại, đến thời điểm luận án này được hoàn thành, tại Việt Nam chưa có một nghiên cứu EMH nào được đề cập một cách bài bản, độc lập và toàn diện về cả lý thuyết và thực hành.

EMH là một lý thuyết nền tảng của tài chính học hiện đại, vì vậy nó nên được khuyến khích nghiên cứu nhiều hơn và toàn diện hơn nữa tại Việt Nam để đóng góp lý luận giúp hoàn thiện thêm tính hiệu quả cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **6. Bộ cục của luận án**

- Tên đề tài: *Ứng dụng lý thuyết thị trường hiệu quả trong phân tích thị trường chứng khoán Việt Nam.*

Ngoài phần mở đầu, kết luận, các phụ lục đính kèm, luận án được xây dựng theo 3 chương:

- **Chương 1:** Cơ sở lý thuyết của thị trường hiệu quả.

- **Chương 2:** Kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.

- **Chương 3:** Một số giải pháp nhằm nâng cao tính hiệu quả cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **Chương 1**

# **CƠ SỞ LÝ THUYẾT CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ**

Mục tiêu của chương này là hệ thống hóa toàn bộ lý thuyết về thị trường hiệu quả (EMH), bao gồm tập hợp các khái niệm về EMH, các dạng EMH, các lý thuyết cơ sở của EMH, đặc điểm của EMH, EMH ở các thị trường mới thành lập, xu hướng phát triển của EMH...

### **1.1. TỔNG QUAN VỀ LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ**

Lý thuyết thị trường hiệu quả có một ý nghĩa quan trọng trong thực tiễn cũng như trong lý thuyết của ngành tài chính. Nhà kinh tế học Samuelson đã từng nhận xét rằng *“kinh tế học tài chính được coi là các món phục sức của nhà vua trong các dịp lễ tộc thì Lý thuyết thị trường hiệu quả sẽ chiếm một nửa các đồ trang sức đó!”* [28].

Thật vậy, lý thuyết thị trường hiệu quả là một trong những lý thuyết chính thống, nền tảng của ngành tài chính. Đặc biệt hơn, cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán thì lý thuyết này lại càng tỏ ra mạnh hơn bất kỳ lý thuyết nào, nó là kim chỉ nam cho nhiều học giả phân tích chứng khoán. Chúng ta sẽ tìm hiểu lý thuyết thị trường hiệu quả bắt đầu từ việc xác định đúng vị trí của nó trong phương diện chung của hiệu quả thị trường.

#### **1.1.1. Các phương diện hiệu quả của thị trường**

Việc tiếp cận lý thuyết thị trường hiệu quả trong phân tích tài chính phải xuất phát từ khái niệm thị trường hoàn hảo trong kinh tế học. Một thị trường được coi là hoàn hảo khi nó đảm nhiệm được chức năng của nền kinh tế cạnh tranh hoàn hảo, tức là nó sử dụng các đầu vào khan hiếm một cách hiệu quả. Trong nghiên cứu kinh tế nói chung và trong phân tích tài chính nói riêng, một thị trường được coi là hoàn hảo (hiệu quả) tổng thể khi nó hiệu quả về mặt về mặt phân phối, hiệu quả về tổ chức hoạt động của thị trường, hiệu

quả về mặt thông tin,... Nghiên cứu các phần sau ta sẽ biết hiệu quả về mặt thông tin sẽ là yếu tố quyết định dẫn đến thị trường hiệu quả một cách tổng thể.

***Hiệu quả về mặt phân phối:***

Một thị trường được coi là hiệu quả về mặt phân phối khi thị trường đó có khả năng đưa được các nguồn lực khan hiếm đến người sử dụng, sao cho trên cơ sở nguồn lực có được, người ta sẽ tạo ra kết quả đầu ra lớn nhất, tức là họ sử dụng được một cách tối ưu. Người sử dụng tốt nhất cho nguồn lực huy động được là người có khả năng trả giá cao nhất cho quyền được sử dụng nguồn lực đó (Hiệu quả Parreto mà chúng ta thường biết nhiều trong kinh tế học).

***Hiệu quả về tổ chức hoạt động của thị trường:***

Đối với thị trường chứng khoán, tính hiệu quả trên phương diện tổ chức hoạt động thể hiện rõ bởi khả năng làm cực đại hóa quy mô giao dịch trên một thị trường chứng khoán cụ thể.

Việc tổ chức hoạt động của thị trường chứng khoán với mục tiêu cực đại hóa quy mô giao dịch phải dựa trên các nguyên tắc căn bản như ở các thị trường khác là:

- Mở rộng khả năng lựa chọn “hàng hóa - các loại chứng khoán” và lựa chọn “dịch vụ - các tổ chức trung gian” cho khách hàng.
- Tạo thuận lợi cho khách hàng trong việc tham gia vào thị trường với chi phí thấp, từ đó thị trường đạt đến độ thanh khoản cao.
- Có các biện pháp hữu hiệu chống lại các hoạt động đầu cơ gây phương hại đến đa số khách hàng.

v.v..

***Hiệu quả về mặt thông tin:***

Khái niệm thị trường hiệu quả được đề cập trong Lý thuyết thị trường hiệu quả chính là thị trường hiệu quả trên phương diện thông tin mà chúng ta

sẽ đi sâu vào phân tích và tiến hành các nghiên cứu liên quan. Khái niệm, thị trường hiệu quả luôn được các tác giả đưa ra và phát triển theo thời gian.

Một cách ngắn gọn và được khá nhiều tác giả thống nhất ([12] [15], [23]) là khái niệm được đưa ra như sau:

*Một thị trường được coi là hiệu quả về mặt thông tin khi giá cả của loại hàng hóa giao dịch trên thị trường được phản ánh đầy đủ và tức thời bởi các thông tin có sẵn liên quan.*

Những thông tin có sẵn liên quan bao gồm nhiều loại khác nhau, như thông tin về môi trường kinh tế vĩ mô, thông tin về kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và các đối thủ cạnh tranh, thông tin về thị trường, ở thời điểm hiện tại cũng như trong quá khứ... Trong một thị trường hiệu quả về mặt thông tin, thông tin được khai thác một cách tối đa để phản ánh vào giá cả chứng khoán, là một tín hiệu tốt để toàn thị trường phát triển.

Cụ thể hơn, thị trường hiệu quả (trên phương diện thông tin) luôn cho rằng khi tham gia vào một thị trường hiệu quả, nhà đầu tư sẽ ít có cơ hội vượt trội hơn so với những người khác, tức là mọi người đều có khả năng tiếp cận thông tin như nhau trong quyết định đầu tư, kinh doanh.

Thị trường hiệu quả trên phương diện thông tin cũng cho biết các chứng khoán sẽ được mua bán trao đổi ngang giá trên các sàn giao dịch chứng khoán và do đó sẽ không có cơ hội một cách hệ thống để một số “đại gia” mua ép giá cổ phiếu hoặc thổi phồng mức giá khi bán (hiện tượng làm giá). Người chơi luôn được tin tưởng rằng thị trường đối xử công bằng với tất cả mọi người. Giá cả sẽ luôn là tín hiệu trung thực phản ánh giá trị nội tại của chứng khoán hay giá trị thực của công ty.

Thị trường hiệu quả trên phương diện thông tin được nghiên cứu rất nhiều bởi cả lý luận cũng như thực nghiệm và được gọi là Lý thuyết thị trường hiệu quả hay giả thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market



Hypothesis - EMH) mà nhiều học giả đã tập trung nghiên cứu. Luận án này cũng tập trung phân tích thị trường hiệu quả trên phương diện thông tin, tức là theo quan điểm của Lý thuyết thị trường hiệu quả. Mọi lý luận và thuật ngữ dùng sau này về thị trường hiệu quả cũng chính là đề cập đến EMH.

### 1.1.2. Sự phát triển của khái niệm lý thuyết thị trường hiệu quả

Khái niệm về Lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH) lần đầu tiên xuất hiện từ đầu thế kỷ 20 và ngày càng được tiếp tục hoàn thiện. Chính xác là vào năm 1900 nhà thống kê học người Pháp Louis Bachelier đã manh nha đến thuyết này trong luận án tiến sĩ của ông về Thuyết đầu cơ. Trong đoạn mở đầu của luận án ông viết “*Quá khứ, hiện tại và thậm chí là các sự kiện sẽ diễn ra trong tương lai sẽ được phản ánh trong giá thị trường, nhưng thường cho thấy không có quan hệ rõ ràng giữa các thay đổi giá*” (theo [29]).

Sau đó một số tác giả khác đã tiếp tục theo đuổi về EMH, trong đó phải kể đến Kendall (1953), Paul Samuelson (1965). Trong một bài báo Samuelson đã trình bày quan điểm của mình là: “*...Giá cả cạnh tranh chắc chắn sẽ được thể hiện trong các sự thay đổi giá... nó thể hiện là tuân theo bước ngẫu nhiên và không thể dự báo được*”[28].

Sau này các tác giả đương đại đã chỉ ra những bằng chứng liên quan đến EMH cho đến những năm 1960 chính là giả thuyết về bước ngẫu nhiên (RWH- Random Walk Hypothesis) – giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ giữa giá cả trong quá khứ và giá tương lai của các tài sản (ngày nay ta thấy nó thuộc về EMH *dạng yếu*).

Sau những năm 1960, RWH tiếp tục được mở rộng sang EMH với sự xuất hiện của EMH *dạng trung bình* và *dạng mạnh*. Lý thuyết về thị trường hiệu quả chính thức được biết đến và khái niệm thị trường hiệu quả lần đầu tiên xuất hiện vào năm 1969 bởi tác giả Fama. Theo đó, ông cho rằng

*“Thị trường hiệu quả là thị trường được điều chỉnh rất nhanh chóng bởi các thông tin mới”.*

Sau đó Fama (1970, 1991) đã tổng kết về EMH khá đầy đủ và chi tiết. Theo đó, *“Một thị trường được coi là hiệu quả khi giá cả luôn được phản ánh đầy đủ bởi các thông tin có sẵn”.* Tuy vậy, cùng với khái niệm về thị trường hiệu quả như thế thì một loạt các đòi hỏi ngặt nghèo lại phải kèm theo đó; chẳng hạn người đầu tư phải có những hành động hợp lý một cách tuyệt đối, chi phí giao dịch rất nhỏ - gần như có thể bỏ qua, thông tin được lưu thông một cách hoàn hảo...và điều này trong thực tế thì khó xảy ra. Vì thế, khái niệm về EMH không thể làm hài lòng tất cả giới nghiên cứu.

Theo [30], Jensen (1978) định nghĩa thị trường hiệu quả một cách gần thực tế hơn như sau: *“Một thị trường hiệu quả là thị trường mà trong đó thông tin được phản ánh trong mức giá cho tới khi lợi ích biên của giao dịch khi có được thông tin đó (lợi suất kỳ vọng) không thể vượt quá chi phí biên của việc khai thác thông tin”.*

Khái niệm TTHQ tiếp tục được mở rộng bằng một quan niệm của Black (1986) được ông đưa ra phát biểu trước Hiệp hội Tài chính Mỹ:

Chúng ta có thể định nghĩa thị trường hiệu quả là một thị trường mà ở đó, giá nằm trong biên độ hai lần so với giá trị, tức là giá lớn hơn nửa giá trị và nhỏ hơn hai lần giá trị. Nhân tử 2 ở đây là suy nghĩ chủ quan của tôi. Tuy nhiên, nó có vẻ khá hợp lý từ quan điểm của tôi, với sự bất định về giá trị và áp lực từ các nhân tố luôn có xu hướng đẩy giá về giá trị. Với định nghĩa này, tôi nghĩ rằng hầu hết tất cả các thị trường đều hiệu quả trong suốt thời gian. “Hầu hết” có nghĩa là ít nhất 90% [33].

Định nghĩa thị trường hiệu quả này tập trung vào quy mô của độ chênh giữa giá tài sản với giá trị thực. Thông tin của nhà đầu tư có thể bị nhiễu và do vậy giá có thể chênh khỏi giá trị nền tảng. Tuy nhiên, thị trường vẫn hiệu quả

trong điều kiện này nếu như độ chệch không kéo dài quá lâu hoặc quá lớn trước khi chúng được điều chỉnh lại cho đúng.

Vào năm 1992, Malkiel đã đưa ra một khái niệm khá toàn diện về EMH, được đề cập đến trong [33] như sau:

Một thị trường vốn (cũng đúng cho thị trường chứng khoán) được cho là hiệu quả nếu nó phản ánh đầy đủ và chính xác tất cả các thông tin có sẵn trong việc xác định giá chứng khoán. Có nghĩa, thị trường được coi là hiệu quả đối với một tập thông tin  $\Omega_t$  nếu giá chứng khoán không bị ảnh hưởng bằng việc thông tin được tiết lộ cho tất cả các thành viên thị trường. Hơn nữa, thị trường hiệu quả đối với tập thông tin  $\Omega_t$  hàm ý rằng người đầu tư không thể kiếm được những lợi nhuận bất thường trên cơ sở những thông tin từ tập  $\Omega_t$ .

Hiện nay EMH được các tác giả phát triển không chỉ bằng việc đưa ra các khái niệm, các vấn đề lý thuyết, mà nó đã được áp dụng nhiều trong thực hành để kiểm định thực tế về tính hiệu quả của các thị trường chứng khoán. Từ đó có rất nhiều kết luận được rút ra thiết thực trong hoạt động của các TTCK nói riêng và thị trường tài chính nói chung.

### **1.1.3. Các cấp độ hiệu quả của thị trường (Các dạng EMH)**

Trong lịch sử, theo [26], Roberts (1967) là người phân chia được các dạng thức hiệu quả của thị trường (trong tác phẩm không được xuất bản); sau đó, nhằm phục vụ cho các thực nghiệm, Euge Fama (1970) là người đã tổng hợp và đưa ra phổ biến các dạng hiệu quả của thị trường thành ba giả thuyết thành phần tương ứng với ba tập thông tin được xem xét.

- Tập thông tin dạng yếu: tập thông tin chỉ bao hàm các dữ liệu lịch sử về loại chứng khoán đang phân tích, đó là các thông tin giá quá khứ, lợi suất, thu nhập,... trong quá khứ.

- Tập thông tin dạng trung bình: tập thông tin bao gồm tất cả các dữ liệu phù hợp đã được công bố ra công chúng trong quá khứ và hiện tại, tập thông tin này cũng bao gồm tập thông tin dạng yếu.

- Tập thông tin dạng mạnh: tập thông tin bao gồm tất cả các dữ liệu được biết, không kể các dữ liệu đó có được công bố hay không, đây là tập thông tin bao hàm cả tập thông tin dạng yếu và dạng trung bình.

Như vậy, từ tương ứng ba tập thông tin trên, thị trường hiệu quả được phân chia ra thành ba cấp độ hiệu quả hay ba dạng hiệu quả, đó là thị trường hiệu quả dạng yếu, thị trường hiệu quả dạng trung bình và thị trường hiệu quả dạng mạnh.

#### ***1.1.3.1. Thị trường hiệu quả dạng yếu***

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng này cho rằng giá chứng khoán hiện tại là sự phản ánh đầy đủ mọi thông tin dạng yếu của thị trường chứng khoán (các thông tin quá khứ), bao gồm các mức giá trong quá khứ, lợi suất trong quá khứ hay sự thay đổi của giá hay các mức lợi suất ở các thời điểm... Tại thị trường hiệu quả dạng yếu, mức giá thị trường hiện tại đã phản ánh tất cả các thu nhập trong quá khứ và mọi thông tin trên thị trường nên giả thuyết này có nghĩa là lợi suất – suất sinh lời của chứng khoán trong quá khứ cũng như các thông tin khác không có mối liên hệ với tương lai (các lợi suất độc lập với nhau). Nói cách khác, không thể dự báo được giá chứng khoán trong tương lai hay là có thể kiếm được lợi nhuận vượt trội bằng những căn cứ từ thông tin tương tự của chúng trong quá khứ.

#### ***1.1.3.2. Thị trường hiệu quả dạng trung bình***

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng trung bình cho rằng giá chứng khoán sẽ điều chỉnh nhanh chóng trước bất kỳ thông tin công khai nào, tức là mức giá hiện tại phản ánh đầy đủ mọi thông tin công khai trong hiện tại (hoặc lân cận với hiện tại), cũng như trong quá khứ. Như vậy lý thuyết dạng này bao

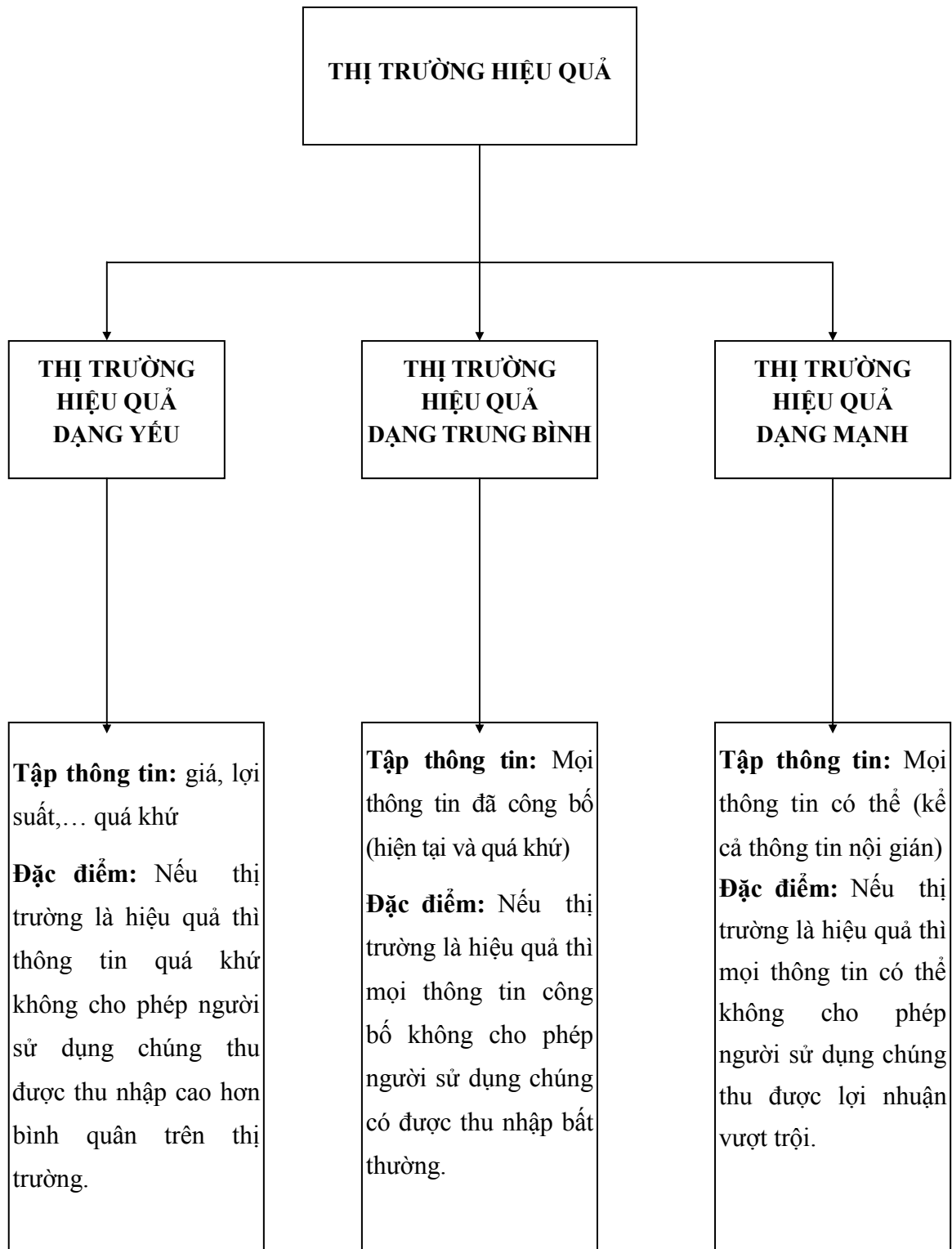
trùng lên lý thuyết hiệu quả dạng yếu. Thông tin công khai bao gồm: các báo cáo tài chính công khai của doanh nghiệp, các thông báo về thu nhập và cổ tức, chia cổ phần, chia tách cổ phiếu, thưởng cổ phiếu, và các thông tin kinh tế vĩ mô,... Trong một thị trường hiệu quả dạng này các nhà đầu tư khi ra quyết định dựa trên các thông tin sau khi nó được công bố sẽ không thu được lợi nhuận cao hơn mức trung bình bởi các thông tin công khai đã được phản ánh hết vào trong mức giá chứng khoán.

### ***1.1.3.3. Thị trường hiệu quả dạng mạnh***

Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng mạnh cho rằng giá chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin từ công khai đến nội bộ. Như vậy trong một thị trường hiệu quả dạng mạnh thì người sử dụng tất cả những thông tin có thể có, dù rằng các thông tin đó có được phổ biến ra công chúng hay không sẽ không thể thu được lợi nhuận vượt trội so với người khác.

Tuy nhiên thị trường hiệu quả dạng mạnh không bao giờ lại thể hiện đúng theo định nghĩa, bởi vì đây là một giả thuyết về một hình ảnh gần như phi thực tế. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra không thể có thị trường nào mà khi có những thông tin nội gián, người sử dụng chúng lại không thu được lợi ích bất thường (thị trường bất động sản là minh chứng rõ nhất: khi có thông tin nội bộ về những vùng đất đai quy hoạch thì những người có được thông tin này thực sự có được những đặc lợi khó sánh!).

Có thể khái quát những đặc điểm chính của cả ba dạng lý thuyết thị trường hiệu quả theo sơ đồ 1.1:



*Sơ đồ 1.1. Ba dạng hiệu quả của Lý thuyết thị trường hiệu quả*

Việc nhận dạng được thị trường hiệu quả ở cấp độ nào có ý nghĩa lớn trong thực tiễn. Và quan trọng là phải nhận biết được các tập thông tin liên quan thì mới có thể gắn với mức hiệu quả của thị trường cần nhận dạng.

Lưu ý rằng trong thị trường chứng khoán, một số thông tin sau sẽ được phản ánh trong giá chứng khoán, thị trường càng hiệu quả thì các thông tin này sẽ được khai thác càng nhiều. Thông tin thị trường chứng khoán rất đa dạng và phong phú, được chia theo nhiều nhóm tiêu chí khác nhau. Các tác giả trong [20] cho rằng thông tin được phân tổ theo:

- Nguồn thông tin: Thông tin trong nước và quốc tế; thông tin của các tổ chức tham gia thị trường: các tổ chức niêm yết, các công ty chứng khoán...; thông tin từ nhà cung cấp dịch vụ tư vấn; từ báo chí.
- Loại chứng khoán: Thông tin về cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, công cụ phái sinh...
- Phạm vi bao quát: Thông tin đơn lẻ từng chứng khoán, nhóm chứng khoán, thông tin ngành, nhóm ngành, thông tin của từng quốc gia hay nhiều quốc gia.
- Thời gian: Thông tin quá khứ, hiện tại, tương lai; thông tin theo thời gian cập nhật từng phút, giây; thông tin tổng hợp theo ngày, tháng, quý, năm.

Cụ thể, thông tin cần có bao gồm:

***(1) Thông tin về tổ chức niêm yết***

Tổ chức niêm yết phải thực hiện công bố thông tin theo quy chế giao dịch và công bố thông tin theo pháp luật hiện hành.

Theo quy chế công bố thông tin thì các đơn vị niêm yết phải công bố thông tin dưới các dạng như sau:

- Bản cáo bạch: Là tài liệu công ty niêm yết chuẩn bị xin phép phát hành chứng khoán trong dịp phát hành; đối với công ty đã phát hành và đã xin

đăng ký niêm yết sau đó thì cũng phải chuẩn bị tài liệu giới thiệu tóm tắt về công ty, như báo cáo kết quả kinh doanh trong 2 năm gần nhất (đối với Việt Nam), báo cáo tổng kết tài sản, báo cáo thu nhập và thu chi tiền mặt; ban giám đốc, hội đồng quản trị và có chi tiết từng người, các cổ đông của công ty... Bản cáo bạch được soạn thảo và phổ biến chỉ vào dịp công ty đăng ký niêm yết hoặc phát hành cổ phiếu ra công chúng.

- Báo cáo định kỳ: Kết quả sản xuất kinh doanh của từng quý; báo cáo quyết toán nửa năm, cả năm. Đó là các thông tin bắt buộc nằm trong báo cáo tài chính của các tổ chức niêm yết, bao gồm:

- + Bảng cân đối kế toán
- + Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh
- + Báo cáo lưu chuyển tiền tệ
- + Thuyết minh báo cáo tài chính.

- Báo cáo bất thường: Mỗi khi có những sự kiện mà nếu công bố ra thì sẽ ảnh hưởng đến giá chứng khoán của công ty đó thì công ty niêm yết phải công bố ngay lập tức trong vòng 24 giờ. Hình thức công bố thông tin này yêu cầu công ty niêm yết ngay khi điều kiện cho phép (trước tiên là trên trang web của mình), không được trễ quá muộn kể từ khi sự kiện xảy ra. Ví dụ tài khoản của công ty bị phong tỏa, tách, gộp cổ phiếu; công ty tuyên bố trả cổ tức; công ty thắng thầu các dự án lớn; công ty bỏ vốn liên doanh với công ty khác; mất khách hàng lớn...

- Báo cáo theo yêu cầu: Do yêu cầu quản lý của cơ quan có thẩm quyền như Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán, cơ quan pháp luật hoặc do có tin đồn cần xác minh thì các cơ quan có thẩm quyền trên có thể yêu cầu các đơn vị niêm yết cung cấp thông tin liên quan.



## **(2) Thông tin về tổ chức kinh doanh**

Ngoài các loại thông tin trong bảng quyết toán quý, nửa năm, năm, đơn vị kinh doanh chứng khoán như công ty chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán cần có báo cáo về: Số tài khoản được mở; các giao dịch lô lớn (*block trader*), tình hình mua bán ký quỹ chứng khoán... Nếu do nhu cầu quản lý thì cơ quan quản lý như sở giao dịch chứng khoán, Ủy ban chứng khoán Nhà nước có thể yêu cầu các đơn vị này báo cáo chi tiết hơn ở một số ngày giao dịch, hoặc tình hình giao dịch, số dư tài khoản chứng khoán của một số khách hàng.

## **(3) Thông tin về quản lý**

Đây là các thông tin được các cơ quan quản lý thị trường cung cấp, bao gồm các thông tin về cơ quan quản lý, cấu trúc tổ chức, các văn bản pháp quy, các chính sách và chiến lược trong ngắn hạn và dài hạn, định hướng phát triển thị trường...

## **(4) Thông tin thị trường**

Thông tin thị trường do các sở giao dịch chứng khoán cung cấp bao gồm thông tin về các loại chứng khoán, thông tin về giao dịch chứng khoán, thông tin về quản lý giao dịch và quy chế, nguyên tắc giao dịch chứng khoán. Thông tin này thường xuyên được cập nhật và công bố trên tờ thông tin chứng khoán, các phương tiện thông tin đại chúng. Dưới đây là một số thông tin thị trường quan trọng.

### **- Chỉ số giá cổ phiếu:**

Chỉ số giá cổ phiếu là chỉ tiêu phản ánh sự biến động giá chứng khoán bình quân hiện tại so với giá bình quân thời kỳ gốc đã chọn.

Chỉ số giá cổ phiếu thường được coi là phong vũ biểu phản tình hình kinh tế - xã hội của một quốc gia tại từng thời điểm. Đây là thông tin rất quan trọng đối với hoạt động của thị trường, đối với nhà đầu tư và đánh giá kinh tế.

Tất cả các thị trường chứng khoán đều xây dựng hệ thống chỉ số giá cổ phiếu cho riêng mình.

- *Thông tin thị trường trái phiếu*

Thị trường trái phiếu được phân tổ theo đơn vị phát hành và theo thời gian đáo hạn ví dụ đáo hạn: ít hơn 6 tháng, từ 6 tháng đến 1 năm, từ 1 năm đến 3 năm, từ 3 năm đến 5 năm, hơn 5 năm. Thông tin cũng được tính cho từng loại trái phiếu.

- *Thông tin về tỷ lệ cổ phiếu được giao dịch*: Là tỷ lệ giữa khối lượng cổ phiếu được giao dịch trong kỳ và số lượng cổ phiếu niêm yết bình quân trong kỳ, trong đó số lượng cổ phiếu niêm yết bình quân trong kỳ bằng tổng số lượng cổ phiếu niêm yết bình quân ((số đầu kỳ + số cuối kỳ)/2). Ở một số nước, cổ phiếu niêm yết bằng cổ phiếu được phép giao dịch.

- *Thông tin về tỷ lệ giá trị giao dịch so với giá trị vốn hóa thị trường*: Là tỷ lệ giữa giá trị giao dịch với mức vốn hóa thị trường. Trong đó mức vốn hóa thị trường được tính bằng tổng cổ phiếu niêm yết nhân với thị giá hiện hành. Chỉ tiêu này phản ánh tính thanh khoản của thị trường.

- *Thông tin về độ sâu của thị trường*: Là chỉ tiêu phản ánh khối lượng giao dịch lẽ ra có thể xảy ra thêm nếu giá thay đổi 1 bậc so với giá đã thực hiện, thì số phiếu giao dịch sẽ tăng thêm 45%. Thị trường càng sâu thì chi phí giao dịch càng giảm.

- *Thông tin về độ rộng của thị trường*: Là chỉ tiêu phản ánh tỷ lệ phần trăm số lượng giao dịch lẽ ra có thêm nếu giá cả thay đổi trong vòng 1 bậc. Thị trường càng rộng thì tính ổn định càng cao.

- *Thông tin về tỷ lệ lệnh được khớp*: Là chỉ tiêu phản ánh quan hệ giữa số lệnh được khớp và số lệnh đăng ký bình quân, trong đó số lệnh đăng ký bình quân là số trung bình cộng của số lệnh đặt bán và số lệnh đặt mua trong kỳ.

#### **1.1.4. Tầm quan trọng của một thị trường hiệu quả và ý nghĩa của nghiên cứu lý thuyết thị trường hiệu quả**

##### ***1.1.4.1. Tầm quan trọng của một thị trường hiệu quả***

Chúng ta cần phải hiểu rõ hơn là tại sao các thị trường cần phải hiệu quả, thị trường hiệu quả sẽ mang lại ích lợi gì cho thị trường tài chính nói riêng và toàn bộ nền kinh tế nói chung.

Các nghiên cứu đều chỉ ra rằng một thị trường hiệu quả, có một số ưu điểm nổi bật sau:

- Khuyến khích người đầu tư tin tưởng vào thị trường và vì vậy họ sẽ rót vốn vào thị trường mà không để lãng phí nguồn lực. Người đầu tư luôn nghĩ rằng họ đang được tự do lựa chọn cơ hội cho chính mình, không lo ngại rằng vào bất kỳ lúc nào họ sẽ bị những rủi ro ngoài tầm kiểm soát.

- Khuyến khích phân phối một cách hiệu quả. Trong một thị trường hiệu quả, đồng vốn cũng sẽ tự tìm đến được những doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả kinh tế thực sự.

- Cải thiện thông tin thị trường và vì vậy tăng cơ hội trong đầu tư. Với một thị trường hiệu quả, thông tin được phản ánh vào trong giá cả một cách chuẩn xác và nhanh nhạy, đến lượt mình, thị trường hiệu quả cũng luôn cho thấy các thông tin thị trường là những thông tin có độ tin cậy cao, sẽ là kênh thu hút tốt các nguồn vốn đầu tư.

Như vậy, thị trường hiệu quả là cần thiết đối với tất cả các thị trường và người đầu tư. Tuy nhiên, mức độ hiệu quả và tác động của từng mức độ này đến toàn thị trường lại là vấn đề lớn và không dễ gì chúng ta có thể nhận biết được.

##### ***1.1.4.2. Ý nghĩa của nghiên cứu lý thuyết thị trường hiệu quả***

Chúng ta có thể thấy rằng việc nghiên cứu thị trường hiệu quả có ý nghĩa rất quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách, các nhà quản lý,

các nhà đầu tư,... Trong các thị trường chứng khoán, nghiên cứu về EMH thường tập trung vào phát triển lý thuyết thông qua kiểm định, nhận dạng cụ thể về các thị trường. Sau khi biết được kết luận thị trường có hiệu quả không, hiệu quả dạng nào mà các thành phần thị trường sẽ có những quyết định khác nhau cho các mục đích của mình. Theo các tác giả trong [14], việc nghiên cứu EMH có ý nghĩa thiết thực cho các nhóm đối tượng sau:

***a. Đối với các nhà hoạch định chính sách***

Nắm được mức độ hiệu quả của thị trường các nhà hoạch định chính sách sẽ phải có các cách thức tác động đến các nhân tố làm ảnh hưởng đến độ hiệu quả của thị trường nhằm nâng cao tính hiệu quả của thị trường.

Chẳng hạn khi có kết luận rằng thị trường chưa hiệu quả, các nhà quản lý thị trường sẽ tìm ra nguyên nhân của sự không hiệu quả nằm ở đâu. Khi thị trường không hiệu quả chứng tỏ yếu tố đầu cơ, gây nhiễu thị trường rất lớn, các điều kiện cơ bản cho thị trường hiệu quả chắc chắn bị vi phạm, vì vậy phải có các biện pháp kịp thời. Để trợ giúp cấp trên, các nhà hoạch định chính sách cần có kiến nghị để hoàn thiện yếu tố vĩ mô, cơ sở vật chất kỹ thuật,... Để định hướng cho các thành phần tham gia thị trường, nhà hoạch định phải có các văn bản hướng dẫn cho các đối tượng, tạo những điều kiện cần thiết nhất để mọi người tham gia, tăng số tài khoản nhà đầu tư, tạo tính thanh khoản thị trường...

Hoặc khi có kết luận thị trường đạt hiệu quả dạng yếu, mạnh hay trung bình thì cũng tìm ra được các nguyên nhân, yếu tố tác động làm thị trường ở những dạng đó, qua đó có các cách thức điều chỉnh, cải tiến thị trường.

***b. Đối với các tổ chức trung gian tham gia thị trường***

Các tổ chức trung gian như công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư,... sau khi biết được mức độ hiệu quả của thị trường cũng sẽ có những quyết định

phù hợp nhằm tăng hiệu quả cho chính mình qua đó cũng làm tăng tính hiệu quả cho thị trường.

Ta biết rằng nếu thị trường đạt được mức hiệu quả cần thiết thì chính các nhà trung gian này cũng được hưởng lợi rất nhiều từ việc thực hiện các nghiệp vụ của mình khi số tài khoản đầu tư là đáng kể, giao dịch nhiều, tính thanh khoản cao (tính hiệu thị trường hiệu quả). Do đó, việc chăm sóc khách hàng cũng như các biện pháp làm tăng tính hiệu quả cho thị trường (chẳng hạn chú trọng công tác minh bạch hóa thông tin, đầu tư hạ tầng cơ sở thông tin để xử lý, truyền tải thông tin thị trường một cách nhanh chóng) sẽ là việc làm cần thiết và liên tục.

### ***c. Đối với nhà đầu tư chứng khoán***

Nhà đầu tư chứng khoán là thành phần chính quyết định đến sự thành bại của thị trường. Nhà đầu tư luôn tính toán để sao cho đồng tiền mình bỏ ra tham gia thị trường là an toàn và hiệu quả. Vì vậy, họ phải luôn trang bị cho mình những kiến thức cần thiết để trở thành các nhà đầu tư khôn ngoan cạnh tranh liên tục với nhau trên thị trường, tận dụng mọi cơ hội (tính hiệu thị trường hiệu quả). Mặt khác, họ cũng phải biết sử dụng kiến thức như thế nào, các lý thuyết áp dụng trên thị trường ra sao cho phù hợp. Không nên và không thể áp dụng một cách máy móc mọi lý thuyết trong mọi giai đoạn. Chẳng hạn khi thị trường không hiệu quả thì có áp dụng phân tích kỹ thuật, phân tích cơ bản không, liệu các phân tích này không có ý nghĩa với thị trường hiệu quả một cách lý tưởng, nhưng nếu thị trường hiệu quả ở một mức độ nào đó, các lý thuyết phân tích trên có tác dụng gì với họ không. Người đầu tư trong các thị trường không hiệu quả và ở các thị trường hiệu quả ở các mức độ yếu, trung bình,... cũng cần phải biết thị trường mà mình đang tham gia có là nơi để mình tin tưởng hay không.

Như vậy ta đã thấy tầm quan trọng của việc nghiên cứu và hiểu rõ về lý thuyết của thị trường hiệu quả để vận dụng chúng trên thị trường chứng khoán. Mọi cố gắng của người đầu tư cũng như người phân tích (các tác nhân tham gia thị trường) nên theo hướng nào phụ thuộc vào mức độ hiệu quả của thị trường.

### **1.1.5. Các yếu tố ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường chứng khoán**

Ta đã biết trong thị trường hiệu quả thì giá phản ứng một cách nhanh chóng và tức thời bởi các thông tin có sẵn, tức là trên thị trường người đầu tư luôn phải giành lấy những mẩu thông tin quý giá để xử lý và ra các quyết định đầu tư hợp lý. Trong thực tế để đạt được những điều đó – làm cho thị trường hiệu quả hơn và cũng chính là thu hút được nhiều nguồn tiền đầu tư hơn, cần phải có những điều kiện nhất định, những nhân tố trực tiếp ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường. Mục này sẽ giới thiệu một số yếu tố chủ yếu, đó là các yếu tố như: Trình độ phát triển của thị trường, hành vi của người đầu tư, khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường, tính minh bạch của thông tin...

- *Trình độ phát triển của thị trường*: Đây là những yếu tố nền tảng thuộc về kiến trúc thượng tầng cũng như cơ sở hạ tầng của thị trường tài chính nói chung, thị trường chứng khoán nói riêng chi phối đến sự phát triển của thị trường một cách tổng thể, từ đó ảnh hưởng đáng kể đến tính hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin. Những yếu tố cụ thể trong nhóm nhân tố này có thể bao gồm:

- + Trình độ quản lý, cơ sở pháp lý;
- + Ý thức, tuân thủ luật pháp của các đối tượng tham gia;
- + Mức độ can thiệp của bàn tay hữu hình.

Rõ ràng các chính sách điều hành của các cơ quan quản lý ảnh hưởng không nhỏ đến tính hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin. Chẳng hạn, việc quyết định thay đổi biên độ dao động giá tại các sở giao dịch chứng khoán nhiều khi sẽ khiến cho giá chứng khoán không phản ánh giá trị nội tại của nó, hơn nữa nó cũng là nhân tố hãm tính ngẫu hứng, háo hức của nhiều nhà đầu tư. Công cụ này được sử dụng khá linh hoạt tại các sở giao dịch chứng khoán của Việt Nam, ở nhiều thời kỳ HASTC áp dụng mức biên độ  $\pm 10\%$ , cũng có lúc ở mức  $5\%$  khi thị trường quá ảm đạm, hiện HNX áp dụng mức  $\neq 7\%$ . Ở HoSE đang áp dụng mức biên độ  $\pm 5\%$  sau khi có nhiều lần điều chỉnh, có lúc ở mức  $\pm 2\%$ . Việc điều hành như thế có thể làm ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin vì giá cả bị chi phối không bởi yếu tố thị trường, nhưng nó cũng rất cần thiết để cho TTCK đạt được mục tiêu phát triển trong dài hạn. Tương tự như vậy, nhân tố quy định thời hạn thanh toán  $T + 3, \dots$  cũng có thể ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường. Nó làm thông tin không thể phản ánh tức thời trong giá chứng khoán bởi người ta không thể quyết định một cách mua đứt bán đoạn để khai thác thông tin tối đa mà đã có những độ trễ nhất định. Tuy vậy, những nhân tố này cũng rất cần thiết trong việc quản lý thị trường trong những giai đoạn cụ thể để kiểm soát những hành vi quá ngẫu hứng hay và “tâm lý bầy đàn” của nhiều nhà đầu tư.

- *Hành vi của người đầu tư.* Đây là nhân tố không nhỏ tác động đến tính hiệu quả của TTCK trên phương diện thông tin. Để thị trường hiệu quả người đầu tư phải luôn có những hành vi hợp lý, ngược lại thị trường sẽ ít nhiều cho thấy tính phi hiệu quả của nó.

Các nhà đầu tư sẽ có hành vi hợp lý khi họ phân tích và xử lý “đúng” những thông tin mà họ có (và thị trường cung cấp), từ đó dẫn đến những kỳ vọng đúng về tương lai của cổ phiếu mà họ đầu tư vào. Chẳng hạn nếu người

đầu tư dự đoán có sự kiện nào đó có thể làm tăng giá chứng khoán, lập tức họ sẽ mua hoặc nắm giữ chứng khoán đó chứ không bán ra. Ngược lại, khi họ dự đoán rằng sẽ có sự kiện nào đó ảnh hưởng xấu đến giá chứng khoán thì họ phải tiến hành bán ngay.

Hành vi hợp lý còn thể hiện ở chỗ khi tiến hành mua bán, người đầu tư luôn phải xác định tối đa hóa khoản lợi nhuận của mình, chú ý đến mức rủi ro nhất định hoặc tối thiểu hóa rủi ro đối với một mức lợi nhuận nhất định.

Tuy vậy trên thị trường luôn tồn tại một số hành vi không hợp lý (lệch lạc) mà người đầu tư thường hay mắc phải. Chính chúng là những nguyên nhân làm ảnh hưởng đến việc ra quyết định của người đầu tư và do vậy đến mức độ hiệu quả của thị trường. Các tác giả trong [25] đưa ra một số dạng lệch lạc trong nhận thức tiêu biểu trong thị trường chứng khoán như sau:

\* *Phụ thuộc quá nhiều vào kinh nghiệm hay thuật toán (Heuristics)*. Các kinh nghiệm, hay quy tắc học được thường giúp chúng ta ra quyết định nhanh chóng và dễ dàng hơn nhiều. Nhưng trong một số trường hợp, dựa quá nhiều vào các quy tắc có thể sẽ dẫn đến sai lầm, đặc biệt là khi các điều kiện bên ngoài thay đổi. Chẳng hạn, khi nhiều người đều dùng internet thì họ dễ dàng nghĩ đến những diễn hình thành công và những đổi mới hấp dẫn đang diễn ra trên mạng, thế là họ nghĩ ngành kinh doanh này sẽ thành công, rốt cuộc đã dẫn đến vụ bùng nổ giá cổ phiếu các công ty công nghệ cao, dot.com vào cuối những năm 1990.

\* *Lệch lạc do tình huống điển hình (Representativeness)*: Đó là xu hướng không quan tâm nhiều đến những nhân tố dài hạn, mà thường đặt nhiều quan tâm đến những tình huống điển hình ngắn hạn. Ví dụ khi giá cổ phiếu bắt đầu tăng liên tục 3, 4 năm hoặc dài hơn (như trường hợp của Mỹ và Tây Âu từ 1982 đến 2000, hay Trung Quốc trong 10 năm trở lại đây, hay Việt Nam trong năm 2007), trong đầu nhiều người bắt đầu suy nghĩ rằng lợi



nhuận cao từ cổ phiếu là việc “bình thường”. Nếu trở lại giai đoạn 2001, 2002 của thị trường Việt Nam khi giá chứng khoán đi xuống, chắc hẳn những kinh doanh cổ phiếu niềm yết trong giai đoạn này sẽ thấy sự khác biệt, một mức lợi nhuận 30-50% thời điểm ấy là không bình thường, song trong 1, 2 năm gần đây là quá “bình thường”.

\* *Bảo thủ (conservatism)*. Khi điều kiện thay đổi (thông tin mới về triển vọng nền kinh tế chẳng hạn), người ta có xu hướng chậm phản ứng với những thay đổi đó, và gắn nhận định của mình với tình hình chung trong một giai đoạn dài hơn trước đó. Tức là khi có tin nền kinh tế suy giảm, họ cho rằng kinh tế kém đi chỉ là tạm thời, dài hạn vẫn là đi lên, mà không nhận thấy có thể tin đó phát đi tín hiệu một chu kỳ suy thoái nhiều năm đã bắt đầu.

Hiệu ứng này ngược lại với hiệu ứng lệch lạc do tình huống điển hình. Phối hợp hai hiệu ứng này có thể giúp giải thích hiện tượng phản ứng tiêu cực (under reaction) trên thị trường chứng khoán. Ví dụ, khi ban đầu tin tức công bố của một công ty cho thấy lợi nhuận giảm, người ta vẫn tin rằng đây chỉ là giảm tạm thời, và phản ứng chậm với thông tin này, nên giá cổ phiếu công ty có tin xấu vẫn giảm chậm. Đến khi liên tục vài quý sau, tình hình vẫn xấu, thì người ta đã “phát hiện” ra một tình huống điển hình mới: Công ty này quý trước cũng kinh doanh kém, quý này cũng kinh doanh kém, vậy nên bán tổng cổ phiếu công ty này đi tránh lỗ. Thế là mọi người đổ xô đi bán cổ phiếu. Kết quả, lại dẫn đến phản ứng thái quá.

\* *Quá tự tin (overconfidence)*. Có nhiều nghiên cứu trên thị trường tài chính cho thấy các nhà đầu tư tỏ ra quá tự tin. Bằng chứng là việc nhiều nhà đầu tư ít đa dạng hoá danh mục của mình và đầu tư nhiều vào những công ty mà mình quen thuộc do quá tự tin với nhận định của mình hoặc nguồn thông tin của mình về công ty.

\* *Tính toán bất hợp lý (mental accounting)*. Đây là một dạng của định nghĩa hẹp. Chúng ta có xu hướng tách riêng các quyết định mà đứng ra phải được kết hợp lại với nhau vào các tài khoản ảo trong trí tưởng tượng của chúng ta (mental account) và tối đa hoá lợi ích từng tài khoản. Và vì thế, đôi khi chúng ta đưa ra các quyết định tưởng là hợp lý, mà thật ra là sai lầm. Sử dụng tính toán bất hợp lý chúng ta có thể giải thích nhiều hiện tượng như lựa chọn nghịch với sở thích (preference reversals), sợ thua lỗ (loss aversion), và hiệu ứng phân bổ tài khoản khá phổ biến, thể hiện cơ bản ở chỗ người ta sẵn sàng thực hiện ngay những lệnh mang lại lợi nhỏ, nhưng trì hoãn không thực hiện lệnh dừng lỗ khi xuất hiện những khoản lỗ nhỏ. Ví dụ, khi mua cổ phiếu giá 35.000 đ, sau đó giá giảm xuống 25.000 đ, người ta vẫn không bán cổ phiếu (thậm chí còn mua tiếp) và chờ đến khi giá lên trên 35.000 đ một chút mới bán ngay kiếm lời. Giá có giảm tiếp người ta cũng cứ giữ cổ phiếu đó tiếp. Vì họ đã tách biệt giữa “tài khoản lời” và “tài khoản lỗ” trong tâm trí của mình, cho nên họ cố tối đa hoá tài khoản lời, và tối thiểu hoá tài khoản lỗ, nên giá lên một chút thì bán, giá xuống thì cứ giữ, coi như nó chưa bị chuyển qua tài khoản lỗ.

Hiệu ứng phân bổ tài khoản này cũng có thể được lý giải bằng hiệu ứng tự lừa dối (sợ rằng nếu bán mà bị lỗ thì sẽ cảm thấy bản thân ra quyết định đầu tư kém), hay hiệu ứng tiếc nuối (lỡ bán rồi mà giá lên). Hiệu ứng phân bổ tài khoản lý giải một phần vì sao trong thị trường tăng giá thì khối lượng giao dịch tăng cao hơn khi thị trường giảm giá tại Mỹ và Nhật.

Ngoài ra, còn nhiều hiệu ứng tâm lý khác nhau có thể tác động đến các quyết định lệch lạc của nhà đầu tư...

Như vậy ở thị trường nào còn tồn tại những hành vi không hợp lý như đã kể trên của người đầu tư thì là dấu hiệu cho thấy thị trường đó khó đạt

được hiệu quả theo EMH, hành vi của người đầu tư càng hợp lý thì độ hiệu quả sẽ tốt hơn.

Điều kiện tiếp theo để thị trường hiệu quả, đó là:

- *Không được tồn tại hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống.*

Trong thực tế hành vi không hợp lý của nhiều cá nhân trên thị trường vẫn xuất hiện và ảnh hưởng đến độ hiệu quả của thị trường.

Nếu chỉ một nhà đầu tư đơn lẻ có hành vi không hợp lý, thì ảnh hưởng của giao dịch của nhà đầu tư này lên giá cổ phiếu trên thị trường là không đáng kể (cho dù là một tổ chức đầu tư lớn thì ảnh hưởng cũng rất hạn chế nếu chỉ đơn độc một mình). Tuy vậy, khi hành vi không hợp lý là mang tính hệ thống (nghĩa là một nhóm nhiều nhà đầu tư cùng có một hành vi không hợp lý như nhau) thì khi ấy việc định giá sai về giá chứng khoán sẽ xuất hiện và có thể bắt đầu kéo dài.

Tính bất hợp lý trong hành vi là khá phổ biến đối với nhiều nhà đầu tư, và do đó, nó tạo thành dạng “hiệu ứng bầy đàn”, “hội chứng đám đông”, bắt chước lẫn nhau tranh mua, tranh bán.... khiến cho giá một số cổ phiếu không phản ánh giá trị “thực” của chúng.

Rõ ràng hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống sẽ làm cho thị trường trở nên kém hiệu quả hơn bởi vì giá cả chứng khoán lúc đó đã vượt quá xa so với giá trị thực (không thể chỉ trong một thời gian ngắn mà giá trị thực của công ty đã được thay đổi quá nhanh chóng!).

- *Khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính cũng là nhân tố rất quan trọng ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường chứng khoán. Nếu thị trường có dấu hiệu cho thấy khả năng kinh doanh chênh lệch giá bị giới hạn thì đó cũng chính là biểu hiện sự không hiệu quả của thị trường. Để thị trường hiệu quả hơn cần phải có cơ chế để khả năng kinh doanh chênh lệch giá không bị giới hạn.*

Lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng nếu tồn tại định giá sai thì sẽ tồn tại cơ hội để kinh doanh chênh lệch giá thu lợi nhuận, và chính hành vi kinh doanh chênh lệch giá sẽ điều chỉnh giá trên thị trường về cân bằng. Nhưng nếu tồn tại định giá sai, mà lại không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá để tận dụng các khoản lợi nhuận này thì như thế nào? Và tại sao lại không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá khi có định giá sai ?

Trong thực tế có hai dạng định giá sai: một dạng là thường xuyên xảy ra và có thể kinh doanh chênh lệch giá được, một dạng là không thường xuyên xảy ra, kéo dài và không thể kinh doanh chênh lệch giá được (nói một cách khác, khó mà xác định được khi nào mức định giá sai đã đạt tới giới hạn trên hay dưới và điều chỉnh lại).

Câu trả lời cho việc không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá khi có định giá sai là chi phí giao dịch để thực hiện kinh doanh quá lớn và ẩn chứa nhiều rủi ro do đó ngăn cản các giao dịch thành công. Đã từng có trong lịch sử nhiều vụ bong bóng giá ở Nhật (thập niên 1980), Đài Loan (1990), cổ phiếu công nghệ truyền thông của Mỹ (1999-2000), rồi gần đây là chứng khoán Trung Quốc và Việt Nam (cuối năm 2006 đầu năm 2007) cũng bị xem là “quá nóng”. Tuy nhiên, rõ ràng không hề có những điều chỉnh tức thời như người ta kỳ vọng, mà những vụ bong bóng này kéo dài nhiều năm. Đây là dấu hiệu của giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá. Kết quả là thị trường không hiệu quả.

Như vậy, đối với khía cạnh giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá, để thị trường hiệu quả hơn, chi phí giao dịch ở đây cần phải được chú ý. Trong một thị trường hiệu quả ở mức lý tưởng chi phí giao dịch phải ở mức rất nhỏ, gần như bằng không.

Và một yếu tố đặc biệt quan trọng ảnh hưởng đến mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán trên phương diện thông tin đó là:

- *Tính minh bạch của thông tin*: Minh bạch thông tin tức là việc công khai hóa các thông tin. Đây cũng chính là một trong những nguyên tắc quan trọng trong hoạt động thị trường chứng khoán. Các chủ thể trên thị trường, đặc biệt là các công ty niêm yết, công ty chứng khoán phải chấp hành việc cung cấp thông tin tương ứng với các mốc thời gian theo quy định, tránh tình trạng thông tin không rõ ràng, không trung thực hoặc thông tin quá chậm trễ... Minh bạch thông tin tốt sẽ gây dựng lòng tin và bảo vệ quyền lợi chính đáng cho người đầu tư.

Yêu cầu rõ nhất về chuẩn mực cho việc minh bạch thông tin bao gồm hệ thống kế toán, kiểm toán; trách nhiệm công bố thông tin của các chủ thể thị trường; hệ thống công bố thông tin: các quy định, quy chế về công bố thông tin, cơ sở hạ tầng công nghệ, ... nhằm đưa thông tin đến người sử dụng một cách dễ dàng và chuẩn xác.

Khi hệ thống công bố thông tin thị trường chứng khoán được tổ chức tốt; đồng thời các chủ thể làm đúng các chuẩn mực kế toán, kiểm toán và công bố thông tin một cách nghiêm túc, có trách nhiệm, tức là thông tin được xử lý và mọi người tiếp nhận một cách công bằng, nhanh nhạy, giá chứng khoán khi đó sẽ được phản ánh bởi mọi thông tin liên quan và tất nhiên thị trường sẽ trở nên hiệu quả theo đúng định nghĩa.

Trên đây là một số yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường chứng khoán. Những tác động đến các yếu tố trên chắc chắn sẽ phản ánh đến tính hiệu quả của thị trường.

### **1.1.6. Lý thuyết thị trường hiệu quả đối với các thị trường mới thành lập**

#### ***1.1.6.1. Đặc điểm của các thị trường mới thành lập***

Các nước có thị trường chứng khoán mới khai sinh (như Trung Quốc, Thái Lan, Việt Nam...) hoặc tái sinh sau thời gian dài đóng cửa (như Nga, các nước Đông Âu,...) đều được coi là các thị trường mới thành lập (là bộ phận

của các thị trường mới nổi). Theo Hồ Việt Tiến (2006) có thể chia gần 100 thị trường mới nổi ra thành ba nhóm: Nhóm thứ nhất là những thị trường mới nổi phát triển nhất như Malaysia, Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan có quy mô và một số đặc điểm gần giống với thị trường phát triển của những nước nhỏ như Hà Lan, Áo, Đan Mạch, Tây Ban Nha... Nhóm thứ hai là thị trường mới nổi điển hình như Argentina, Brazil, Ấn Độ, Nigeria. Nhóm này mang những đặc trưng điển hình của thị trường mới nổi như độ biến động cao, thị trường tiền tệ chưa phát triển, mức độ mở cửa còn nhiều hạn chế). Nhóm thứ ba (nhóm các thị trường mới thành lập trong đó có Việt Nam) là quy mô thị trường vốn nhỏ cả tuyệt đối lẫn tương đối, mức độ giao dịch thấp và còn nhiều rào cản đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Bên cạnh việc kế thừa được các tiện ích và kinh nghiệm từ các nền kinh tế đi trước thì các thị trường mới thành lập đều phải gặp nhiều thử thách:

+ Được tổ chức trong bối cảnh chung của một nền tài chính chưa hoàn thiện về nhiều vấn đề như: công khai, minh bạch thông tin, công khai tài sản,... Việc tuân thủ các quy định kiểm toán và công bố thông tin còn bị coi là một khó khăn đối với các doanh nghiệp tham gia niêm yết..

+ Ít kinh nghiệm về tổ chức thị trường, các mô hình xây dựng đều phải thích nghi dần, vừa làm vừa rút kinh nghiệm.

+ Phụ thuộc nhiều vào đầu tư từ nước ngoài, vì vậy có khả năng xảy ra là thị trường không thể lường hết được các kế sách kinh doanh của nhà đầu tư nước ngoài, hoàn toàn có thể mất phương hướng bởi những thành phần nhiều kinh nghiệm đối với các thị trường tương tự.

Ngoài ra, thị trường cũng còn gặp một số vấn đề như:

+ Giao dịch mỏng, tức là còn rất ít giao dịch về mặt tổng thể - có ít tài khoản của nhà đầu tư, trong đó có nhiều tài khoản lại không được giao dịch một cách thường xuyên.

+ Xuất hiện những hành động không hợp lý của nhiều nhà đầu tư. Thông thường người đầu tư phải ra quyết định đầu tư dựa trên cơ sở là những kết quả cụ thể như lợi nhuận cao, an toàn; hoặc biết cân đối giữa lợi suất và rủi ro. Nhưng ở các thị trường của các nước mới phát triển, người đầu tư có thể không đi theo lý trí của mình mà thường chạy theo “xu thế đám đông”...

+ Thị trường nằm trong tay nhiều nhà đầu cơ, mà những người này có nhiều khả năng chi phối được thị trường, như trong đặt lệnh, “làm giá”,...

+ Người đầu tư không trang bị cho mình những kỹ năng đầu tư cần thiết đủ mạnh, chẳng hạn chưa phân loại được thông tin chính thống và những thông tin lá cải, chưa thấy ích lợi của việc có được những thông tin chính thống,...

+ Tính thanh khoản thấp.

+ Thị trường hoạt động còn chịu nhiều chi phối của “bàn tay hữu hình” với các thủ tục chưa thật sự mềm dẻo, nhanh nhạy và sắc sảo.

+ Chi phí giao dịch còn cao, mất nhiều chi phí để khai thác thông tin.

+ Phương tiện truyền tin chưa tốt khiến thông tin không được phản ánh một cách kịp thời, nhanh nhạy.

Samuel's (1981) được đề cập đến trong [21] định nghĩa thị trường của các nước đang phát triển theo quan điểm thông tin như sau:

“Giá cả không thể phản ánh một cách đầy đủ mọi thông tin sẵn có. Cũng không thể cho rằng các nhà đầu tư sẽ hiểu một cách đúng đắn các thông tin được công bố. Giá thị trường của các cổ phiếu chịu tác động lớn từ chính các tập đoàn sở hữu các cổ phiếu này hơn là sự tác động từ các thông tin được công bố trên thị trường”.

Tóm lại, tại các nước đang phát triển (có các TTCK mới thành lập) ta dễ dàng nhận thấy thật khó khăn cho các thị trường đạt được sự hiệu quả. Tuy vậy, theo Samuels và Yacout (1991) thì:

... Không có lý do đặc biệt nào để có thể tin rằng thị trường chứng khoán của các nước đang phát triển lại đạt hiệu quả. Nếu thị trường không hiệu quả thì không có nghĩa là có một điều gì đó quá tồi tệ. Vấn đề mấu chốt là một thị trường, cho dù là không hiệu quả, thì chắc chắn là nó vẫn tốt hơn là việc không có TTCK!

Các nước đang phát triển, bằng những nỗ lực của mình, đang ngày càng cải thiện dần các điều kiện, khắc phục một số mặt hạn chế để thị trường ngày càng trở nên hiệu quả hơn.

#### ***1.1.6.2. Việc nghiên cứu EMH ở các nước đang phát triển***

EMH được nghiên cứu hầu hết ở tại các nước, chủ yếu tập trung vào tìm hiểu kỹ hơn về khái niệm EMH, các đặc điểm của EMH, các sai lầm trong đánh giá EMH, kiểm định về EMH,.. Các kết quả thực nghiệm thường được đưa ra và qua đó lại làm phát triển hơn về lý thuyết. Nói chung tại các thị trường, đều có các kết quả kiểm định cụ thể về tính hiệu quả. Đối với các nước phát triển, EMH được kiểm định ở cả ba dạng yếu, trung bình và mạnh; còn đối với các nước đang phát triển, dạng yếu của thị trường được phân tích nhiều hơn hai dạng kia bởi vì, ngoài các trở ngại như đã đề cập ngay tại mục trên đây, còn có các lý do khác là:

Các nước này có nhiều thuận lợi khi kiểm tra dạng yếu của thị trường hiệu quả hơn là dạng trung bình và mạnh. Các kiểm định về tính hiệu quả trung bình và mạnh là khó khăn và không chính xác bởi vì thiếu những số liệu ở dạng phù hợp cho nghiên cứu, quy tắc không phù hợp, thiếu sự giám sát và buông lỏng quản lý trong việc áp dụng những quy định hiện hành.

Ngoài ra, thông tin của công ty được phát hành và lưu thông trước khi bản báo cáo hàng năm chính thức có hiệu lực. Báo cáo hàng năm của một số công ty tham gia sở giao dịch chứng khoán bị nghi ngờ, kể cả khi đã có kết luận của kiểm toán. Thị trường đã thay đổi một cách đáng kể qua các thời kỳ



và đã chuyển sang thị trường đầu cơ và sau đó là siêu đầu cơ. Như vậy có nghĩa là có sự thay đổi trong xu thế vận động của thị trường và hầu hết các nhà đầu tư trên trở thành những nhà đầu cơ.

Hơn thế nữa các chỉ số giá của các cổ phiếu, các thông tin về giá, lợi suất,... trong quá khứ là sẵn có và đáng tin cậy để kiểm định dạng yếu của thị trường hiệu quả.

### **1.1.7. Tổng kết một số đặc điểm cơ bản của EMH**

Qua toàn bộ các trình bày trên về lý thuyết thị trường hiệu quả, chúng ta có thể rút ra được một số đặc điểm nổi bật của lý thuyết này như sau:

- Giá chứng khoán luôn ở mức hợp lý (giá trị thực). Trong một thị trường hiệu quả, giá cả là tín hiệu tốt nhất để phản ánh về giá trị nội tại của chứng khoán đó. Chừng nào ta còn thấy rằng giá chứng khoán lệch quá xa so với giá trị thực thì đó là bằng chứng cho thấy thị trường đó là không hiệu quả.

- Giá chứng khoán phản ứng lại với các thông tin một cách tức thời. Khi có bất kỳ thông tin nào đối với thị trường, cả những thông tin tốt, xấu, công khai hay chưa công khai, thị trường đều phải được hấp thụ một cách nhanh chóng thể hiện qua giá chứng khoán. “Slogan” về EMH là “Hãy tin vào giá thị trường”.

- Giá chứng khoán chỉ thay đổi khi giá trị thực của chứng khoán thay đổi và phụ thuộc vào các thông tin tác động đến chúng. Vì vậy, sự thay đổi giá chứng khoán là không thể dự đoán được bởi vì không ai biết trước được các thông tin của ngày mai, cái gì sẽ xảy ra trước và vào lúc nào.

- Không có thị trường nào là hiệu quả hoàn toàn, cũng như không có thị trường nào lại phi hiệu quả một cách tuyệt đối, các thị trường đều đạt hiệu quả ở một mức độ nào đó.

- Không có một nhà đầu tư nào có thể đánh bại được thị trường một cách lâu dài và thường xuyên.

Theo EMH, nếu có một người nào đó luôn thể hiện được sự vượt trội của mình so với thị trường thì đó cũng chỉ là sự may mắn. Các nhà nghiên cứu EMH cho rằng đầu tư ngẫu nhiên các cổ phiếu theo danh mục thị trường về cơ bản là đạt được mức trung bình của thị trường, tuy vậy, hầu hết người tham gia phải là những người có am hiểu nhất định về TTCK để ra được những quyết định mua bán, lựa chọn cơ hội đầu tư. Chính đặc điểm này của EMH đã là câu trả lời rõ ràng nhất cho các tranh luận với thuyết này rằng các nhà đầu tư được coi là tài ba như George Soros, Warren Buffett,... chỉ là những người may mắn hơn những người khác.

## 1.2. CÁC LÝ THUYẾT CƠ SỞ CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Lý thuyết thị trường hiệu quả là một sự kế thừa, phát triển và là kết quả của việc sử dụng một số lý thuyết tài chính đã được phổ biến trong lịch sử. Dưới đây luận án sẽ giới thiệu về ba trong số các lý thuyết là nền tảng cho EMH.

### 1.2.1. Mô hình Lợi suất kỳ vọng hay “Trò chơi công bằng”

Lý thuyết lợi suất kỳ vọng (Fama 1970) có thể được mô tả như sau:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)] p_{jt} \quad (1.1)$$

trong đó:

$E$  là ký hiệu kỳ vọng;

$p_{jt}$  là giá của chứng khoán  $j$  tại thời điểm  $t$ ;

$p_{j,t+1}$  là mức giá tại thời điểm  $t+1$ ;

$r_{j,t+1}$  là lợi suất một thời kỳ ( $= (p_{j,t+1} - p_{jt}) / p_{jt}$ );

$\Phi_t$  là một ký hiệu chung cho bất kỳ tập thông tin nào và được giả định là được “phản ánh đầy đủ” ở trong mức giá tại thời điểm  $t$ ;

Dấu ngã ở trên biến số cho biết  $p_{j,t+1}$  và  $r_{j,t+1}$  là các biến ngẫu nhiên tại thời điểm  $t$ .

Từ (1.1) ta có thể thấy giá kỳ vọng của chứng khoán  $j$  (đã khai thác hết các thông tin hiện có tại thời điểm  $t$ ) bằng giá chứng khoán ở thời điểm hiện tại cộng với mức giá ở hiện tại nhân với lợi suất kỳ vọng của chứng khoán đó.

Gọi chênh lệch giá của chứng khoán  $j$  tại thời điểm  $t+1$  (giá quan sát) với mức giá kỳ vọng được xác lập tại thời điểm  $t+1$  trên cơ sở thông tin  $\Phi_t$  là  $x_{j,t+1}$ :

$$x_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(p_{j,t+1} | \Phi_t) \quad (1.2)$$

Trong một thị trường hiệu quả, các cá nhân sẽ có các khoản chênh lệch thu nhập bù trừ nhau, vì vậy, thị trường là “công bằng”.

Tức là:

$$E(\tilde{x}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (1.3)$$

Chuỗi  $\{x_{jt}\}$  xác định như vậy là một “trò chơi công bằng” đối với chuỗi thông tin  $\{\Phi_t\}$ . Hay chúng ta cho:

$$z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \quad (1.4)$$

Khi đó:

$$E(\tilde{z}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (1.5)$$

Do vậy, chuỗi  $\{z_{jt}\}$  cũng là một “trò chơi công bằng” đối với chuỗi thông tin  $\{\Phi\}$ .

Tương tự,  $z_{j,t+1}$  là chênh lệch lợi suất tại thời điểm  $t+1$  so với lợi suất kỳ vọng cân bằng được xác lập tại thời điểm  $t$ .

Gọi:

$$\alpha(\Phi_t) = [\alpha_1(\Phi_t), \alpha_2(\Phi_t), \dots, \alpha_n(\Phi_t)] \quad (1.6)$$

là lượng tiền  $\alpha_j(\Phi_t)$  tại thời điểm  $t$  mà có thể đầu tư vào một trong số  $n$  chứng khoán hiện có. Một hệ thống như vậy sẽ tạo ra tổng giá trị thị trường trội lên tại thời điểm  $t+1$  và giá trị đó bằng:

$$V_{t+1} = \sum_{j=1}^n \alpha_j(\Phi_t) \left[ r_{j,t+1} - E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \right] \quad (1.7)$$

cũng dựa vào đặc điểm “trò chơi bình đẳng” của (5), ta có:

$$E(\tilde{V}_{t+1} | \Phi_t) = \sum_{j=1}^n \alpha_j(\Phi_t) \left[ r_{j,t+1} - E(\tilde{z}_{j,t+1} | \Phi_t) \right] = 0 \quad (1.8)$$

### 1.2.2. Mô hình martingale dưới

Cũng xuất phát từ mô hình (1.1) nhưng nếu :

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq p_{jt} \text{ hoặc tương đương } E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq 0 \quad (1.9)$$

thì chuỗi  $\{p_{jt}\}$  của chứng khoán  $j$  được gọi là tuân theo một martingale dưới đối với chuỗi thông tin  $\{\Phi_t\}$ , nó có nghĩa là trên cơ sở tập thông tin  $\Phi_t$  thì mức giá thời kỳ tới được kỳ vọng sẽ bằng hoặc lớn hơn mức giá hiện tại. Nếu (1.6) đúng ở dạng phương trình (do vậy lợi suất kỳ vọng và thay đổi giá kỳ vọng bằng không), khi đó chuỗi giá sẽ tuân theo martingale.

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = p_{jt} \quad (1.10)$$

Dự đoán giá chứng khoán tại mốc  $t+1$  trong khi chỉ có thông tin đến mốc  $t$

Giá chứng khoán tại mốc  $t$

### 1.2.3. Lý thuyết bước ngẫu nhiên (Random walk hypothesis)

Lý thuyết bước ngẫu nhiên là nền móng cho việc phát triển lý thuyết thị trường hiệu quả với những đóng góp đáng kể của Kendall (1953), Samuelson (19657), Lucas (1978),...[23].

Theo lý thuyết bước ngẫu nhiên đối với thị trường chứng khoán thì sự thay đổi giá là ngẫu nhiên – nhưng sự ngẫu nhiên là kết quả của sự cạnh tranh quyết liệt giữa các nhà đầu tư khôn ngoan trong việc tìm kiếm lợi nhuận (khác với việc mặc định về tính ngẫu nhiên đối với các hiện tượng tự nhiên hay vật lý). Các sự thay đổi giá trong quá khứ là độc lập với nhau, không có các liên

hệ tương quan chuỗi, và vì vậy chuỗi giá chứng khoán tuân theo mô hình bước ngẫu nhiên (Random walk hypothesis).

Để mô tả những kiểm định thống kê sử dụng cho kiểm định giả thuyết về bước ngẫu nhiên, mô hình bước ngẫu nhiên [23] được thiết lập như sau:

$$P_{t+1} = E_t(P_{t+1} / \Omega_t) + e_{t+1} \quad (1.11)$$

Trong đó  $P_{t+1}$  là giá cổ phiếu tại thời điểm  $t+1$ ;  $E_t(P_{t+1} / \Omega_t)$  là kỳ vọng của giá tại thời điểm  $t+1$  với các thông tin đã biết tại thời điểm  $t$ ;  $e_{t+1}$ : sai số ngẫu nhiên tại thời điểm  $t+1$ .

Mô hình (1.11) cho thấy giá cổ phiếu bằng tổng của giá trung bình và sai số dự báo. Sai số dự báo cần thỏa mãn những tính chất sau:

a. Tính không chệch, điều đó có nghĩa là  $E(e_{t+1} / \Omega_t) = 0$  tức là trung bình sai số của dự báo bằng 0.

b. Tính hiệu quả,  $E(e_{t+1}e_t / \Omega_t) = 0$ , điều này có nghĩa không có tương quan giữa sai số ở thời kỳ liên tiếp với tập thông tin  $\Omega$ . Nếu tính chất này không đúng, thì có thể dễ dàng chứng minh được giả thuyết thị trường hiệu quả bị bác bỏ (xem chứng minh phần dưới).

c. Tính độc lập, được chỉ ra bởi biểu thức  $E(e_{t+1}E(P_t / \Omega_t) / \Omega_t) = 0$ , điều này có nghĩa là sai số dự báo và giá trung bình không tương quan với nhau.

Sai số dự báo được giải thích như một tác động của thông tin hoặc cú sốc ngẫu nhiên. Bởi thông tin được định nghĩa là không đoán trước được nên việc đưa sai số ngẫu nhiên vào mô hình là hợp lý. Hơn nữa, bởi thông tin chỉ gây ra sự thay đổi giá cổ phiếu trong thời kỳ từ  $t$  đến  $t+1$  nên có thể viết lại mô hình (1.11) dưới dạng sau:

$$P_{t+1} = P_t + e_{t+1} \quad (1.12)$$

Trong đó  $e_{t+1}$  sai số dự báo tại thời điểm  $t+1$  và có đầy đủ các tính chất phát biểu ở trên.

Mô hình (1.12) được gọi là bước ngẫu nhiên hoặc quá trình Martingale [27]. Mô hình này chỉ ra rằng, vì thông tin là không đoán trước được nên giá cổ phiếu ngày mai được ước lượng giống như ngày hôm nay thêm vào một phần sai số, và vì sai số này có kỳ vọng bằng 0 nên về mặt trung bình thì giá cổ phiếu ngày mai sẽ không có gì “tốt” hơn ngày hôm nay.

Ta có thể thấy một số tính chất được phát biểu ở trên thể hiện ở mô hình (1.12). Ví dụ, tính chất phần dư không tự tương quan có thể thấy ngay, thật vậy, nếu  $e_t$  và  $e_{t+1}$  có tương quan với nhau, giả sử theo phương trình  $e_{t+1} = \rho e_t + v_{t+1}$  ( $v_{t+1}$  là nhiễu trắng), thay vào mô hình (1.12) ta có:

$$P_{t+1} = P_t + \rho e_t + v_{t+1} \Rightarrow P_{t+1} = P_t + \rho(P_t - P_{t-1}) + v_{t+1} \quad (1.13)$$

$$\Rightarrow P_{t+1} - P_t = \rho(P_t - P_{t-1}) + v_{t+1} \quad (1.14)$$

Mô hình (1.14) chỉ ra rằng ta có thể dự báo cả giá cổ phiếu tương lai ( $P_{t+1}$ ) và chênh lệch giá ( $P_{t+1} - P_t$ ) dựa trên giá trong quá khứ. Vì vậy  $\rho$  phải bằng 0. Rõ ràng sẽ có mâu thuẫn đối với thị trường hiệu quả nếu phát biểu rằng giá quá khứ có thể tác động tới giá tương lai bởi thông tin về giá trong quá khứ không tạo ra một tác động nào ảnh hưởng tới giá trị của cổ phiếu.

### 1.3. MỘT SỐ LÝ THUYẾT TÀI CHÍNH KHÁC PHÁT RIÊN BÊN CẠNH LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

EMH hiện nay luôn có một số lý thuyết khác phản biện lại do thực tế các sự kiện diễn ra trên thị trường chứng khoán đã chỉ ra, chẳng hạn có những hiện tượng như tại sao lại có những ngày thứ ba đen tối vào những năm 1987, có những vụ bong bóng sụp đổ vào những năm 2000 tại các nước châu Á chỉ trong những khoảng thời gian rất ngắn, tại sao những nhà đầu tư lão luyện

như Warren buffet, Soros,... lại thành công trong thời gian rất dài? EMH liệu có đứng vững được không khi luôn có một số lý thuyết phản bác lại, như lý thuyết Down của các nhà phân tích kỹ thuật, lý thuyết về phân tích giá trị của các nhà phân tích cơ bản, lý thuyết tài chính hành vi, lý thuyết thị trường thích nghi...

Lý thuyết thị trường hiệu quả hiện nay chắc chắn không thể tồn tại một cách lý tưởng với các giả thiết nói chung là thiếu thực tế về chi phí giao dịch, về tính hợp lý của người đầu tư,... Vì vậy, EMH giờ đã được áp dụng với việc nói lỏng một số giả thiết, chẳng hạn giá cả phản ánh giá trị nội tại của chứng khoán nhưng có sai số; và việc tồn tại các trường phái khác bên cạnh EMH cũng không phải quá vô lý. Dưới đây luận án sẽ điềm lại một số trường phái như vậy để thấy rõ hơn vị trí của EMH trong mối quan hệ với các lý thuyết tài chính khác trong nền tài chính học hiện đại.

### **1.3.1. Trường phái Phân tích kỹ thuật**

Phân tích kỹ thuật là khoa học ghi chép biểu đồ dưới dạng đồ thị các giao dịch cổ phiếu hoặc nhóm cổ phiếu trong quá khứ và từ đó vẽ ra được bức tranh về xu thế trong tương lai.

Các nhà phân tích kỹ thuật dùng công cụ chủ yếu là đồ thị, biểu đồ. Đồ thị có thể biểu thị bất kỳ sự việc gì xảy ra trên thị trường hoặc các chỉ số tính ra từ các đại lượng đó. Trên đồ thị người ta cố gắng tìm ra quy luật về các tín hiệu báo trước về sự thay đổi của xu thế giá. Trong thực tế chỉ cần có các đồ thị biên độ giá giá cao nhất, giá thấp nhất, giá đóng cửa và khối lượng giao dịch trong ngày. Đồ thị theo ngày sẽ được bổ sung bởi các đồ thị theo tuần, theo tháng.

Các nhà phân tích kỹ thuật vẫn luôn tìm kiếm và phát triển lý thuyết của mình, người ta tin rằng cái gì đã diễn ra trong quá khứ đều rất quan trọng và là cơ sở cho tương lai. Rõ ràng lý thuyết này tiếp cận khác với EMH, khi

EMH cho rằng trong thị trường chứng khoán giá cả trong quá khứ không có liên hệ gì với những diễn biến trong tương lai.

Chỉ khi nào thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu thì phân tích kỹ thuật mới có ý nghĩa đối với những người sử dụng chúng và lúc đó hiển nhiên rằng phân tích kỹ thuật chiếm ưu thế. Tuy vậy, thị trường không phải lúc nào cũng ở trạng thái không hiệu quả, nó luôn trong trạng thái tự điều chỉnh về mức hiệu quả, và do đó phân tích kỹ thuật sẽ là công cụ dành cho một số nhà đầu tư trong một số thời điểm nhất định.

### **1.3.2. Trường phái Phân tích cơ bản**

Phân tích cơ bản là việc phân tích tình hình tài chính cũng như tình hình kinh doanh của công ty định đầu tư như dựa vào bảng cân đối tài khoản và bản báo cáo lợi tức của công ty để xem xét chất lượng của công ty cũng như việc phát triển của công ty theo thời gian, nhờ đó tiên đoán các chuyển biến giá chứng khoán. Phân tích cơ bản đi sâu vào nội bộ của công ty phát hành ra chứng khoán đó, xem các chỉ tiêu cơ bản trong các báo cáo tài chính,... Phân tích cơ bản sẽ đánh giá một chứng khoán dưới giá trị hay trên giá trị hiện hành, và điều này sẽ khẳng định giá trị thực của một công ty có mối quan hệ mật thiết như thế nào với các đặc tính tài chính như: khả năng phát triển; những rủi ro mà công ty có thể gặp phải; dòng tiền mặt... Bất kỳ một sự chênh lệch nào so với giá trị thực cũng là dấu hiệu cho thấy cổ phiếu đó đang ở dưới hoặc vượt quá giá trị thực. Chính vì vậy nhà phân tích thường coi đó là kim chỉ nam cho quyết định đầu tư trong tương lai.

Theo các nhà phân tích cơ bản, điều quan trọng là phải đánh giá công ty mà mình đầu tư thật kỹ, đặc biệt là các thông tin trong các báo cáo tài chính và quyết định mua bán với suy nghĩ cổ phiếu mà mình bán ra là đang được đánh giá cao hơn giá trị thực và những gì mình đang mua vào là đang được đánh giá thấp hơn giá trị thực.



Khi thị trường hiệu quả dạng trung bình thì rõ ràng trường phái phân tích này hoàn toàn không có ý nghĩa đối với người sử dụng chúng bởi vì giá cả chứng khoán đã phản ánh hết những thông tin được công bố từ chính các báo cáo tài chính của các công ty và việc sử dụng những thông tin này cũng không thể nào mang lại ích lợi vượt trội nào cho người đầu tư. Tuy vậy, khi thị trường không hiệu quả hoặc hiệu quả ở dạng yếu thì rõ ràng trường phái phân tích cơ bản thật sự chiếm ưu thế, là một thách thức đối với EMH. Nhưng chắc chắn lý thuyết về phân tích cơ bản cũng không thể phủ nhận hoàn toàn vai trò của EMH bởi vì chính những người đầu tư khôn ngoan trên thị trường, khi đã sử dụng công cụ phân tích cơ bản, lại dần đưa thị trường trở nên hiệu quả hơn do lúc này giá cả là tín hiệu tốt để phản ánh đúng giá trị nội tại của chứng khoán.

### **1.3.3. Lý thuyết tài chính hành vi**

Lý thuyết tài chính hành vi với nền tảng cơ bản là “thị trường không luôn luôn đúng”, đã đặt ra một đối trọng lớn đối với lý EMH. Lý thuyết thị trường hiệu quả dựa trên niềm tin rằng luôn tồn tại một cơ chế điều chỉnh thị trường về trạng thái hiệu quả, đó là cơ chế kinh doanh chênh lệch giá. Một khi tồn tại hiện tượng định giá sai trên thị trường, nghĩa là giá của các công cụ trên thị trường tài chính không phản ánh một cách chính xác giá trị hợp lý (dựa trên những nhân tố cơ bản), thì sẽ tồn tại cơ hội kinh doanh chênh lệch giá, và “những nhà đầu tư hợp lý” khi tận dụng những cơ hội này (mua tài sản bị định giá thấp, bán tài sản bị định giá quá cao), sẽ góp phần điều chỉnh thị trường về trạng thái hợp lý hay cân bằng

Lý thuyết tài chính hành vi chỉ ra rằng, cơ chế điều chỉnh đó không phải lúc nào cũng có thể xảy ra, nghĩa là sẽ có những trường hợp những nhà đầu tư “hợp lý” không thể chiến thắng những nhà đầu tư “bất hợp lý” và khi

đó, thị trường sẽ không hiệu quả, hay “sai” (tức là định giá quá cao hoặc quá thấp giá cổ phiếu hay các loại sản phẩm tài chính khác).

Lý thuyết tài chính hành vi là sự phát triển kết hợp tâm lý học vào tài chính và trường phái này cũng được bắt đầu nghiên cứu từ rất sớm (từ những năm 1880), và sau này nó cũng có bước phát triển đáng kể. Theo [14] và [27], từ những tác phẩm nền tảng của Amos Tversky và Daniel Kahneman (1979), Richard H. Thaler (1985) và đặc biệt là Robert Shiller với cuốn sách nổi tiếng “Irrational Exuberance” (2000), dự báo chính xác sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu toàn cầu không lâu sau đó, đã tạo bước ngoặt lớn cho những nhà nghiên cứu tài chính hành vi liên tục đưa ra các nghiên cứu mới. Ngoài ra, còn phải kể đến một nghiên cứu quan trọng năm 1993 của Jegadeesh và Titman mà đến nay vẫn là một thách thức cho trường phái Thị trường hiệu quả là hiệu ứng xu thế (momentum effect), với ngày càng nhiều phiên bản đề xuất cách tận dụng hiệu ứng này để kiếm lợi nhuận vượt trội mà rủi ro không cao (phiên bản mới nhất là nghiên cứu của Sagi và Seasholes công bố trong năm 2007) với những kết quả không thể giải thích được bằng các mô hình thị trường hiệu quả.

Các mô hình được đề xuất bởi lý thuyết tài chính hành vi sẽ có thể đúng nếu trên thị trường tồn tại một trong ba điều kiện cơ bản sau:

- Tồn tại hành vi không hợp lý.
- Hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống.
- Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính.

Nếu cả ba đều tồn tại, lý thuyết tài chính hành vi dự báo rằng việc định giá sai không những là tồn tại, mà còn là rất đáng kể (lớn hoặc đến mức nghiêm trọng) và kéo dài.

Như vậy, trong một thị trường nào nếu xuất hiện nhiều hiện tượng trong các yếu tố kể trên thì thị trường đó bị chi phối nhiều bởi lý thuyết tài chính hành vi và thị trường khó tuân theo EMH.

#### 1.3.4. Lý thuyết thị trường thích nghi (AMH)

Lý thuyết thị trường hiệu quả với nhận dạng quen thuộc là EMH hiện nay đã được một số nhà nghiên cứu xem xét một cách thận trọng hơn và cùng với nó là tên gọi AMH (Adaptive Market Hypothesis), tức là thị trường hiệu quả mang tính thích nghi cao. Nó được giải thích là có tính thêm những hành động bất hợp lý của các chủ thể tham gia thị trường và chú ý hơn đến hành vi của từng nhóm chủ thể trên thị trường (giống như trong sinh học: tính đến từng loài, từng lớp...).

AMH được chấp nhận trong ngắn hạn, giải thích nhiều sự kiện mà EMH không thể lý giải nổi. AMH thì dường như chấp nhận những nghịch lý mà EMH vẫn thường hiện hữu. Sự nghịch lý thể hiện ở chỗ nếu tất cả người đầu tư tham gia thị trường tin rằng thị trường là hiệu quả thì lúc đó thị trường lại không hiệu quả bởi vì khi đó không có động cơ để cho người đầu tư phải phân tích chứng khoán để chọn ra những chứng khoán đang bị đánh giá không đúng với giá trị thực của chúng để thay đổi danh mục đầu tư của mình, như vậy, thị trường giảm sút hẳn do tính thanh khoản yếu. Thực tế thì tính hiệu quả của thị trường phụ thuộc vào những người tham gia thị trường với niềm tin của người chơi là thị trường chưa hiệu quả và việc phân tích để chọn lựa chứng khoán là cần thiết trong nỗ lực tìm những khoản lợi nhuận cao hơn mức trung bình của thị trường. Như vậy, thị trường lại trở nên luôn sôi động với tính thanh khoản cao.

Trên đây là một số lý thuyết trong tài chính đan xen cùng lý thuyết thị trường hiệu quả, luôn là một đối trọng cho lý thuyết thị trường hiệu quả. Tuy vậy, những lý thuyết này cũng chỉ thắng thế trong ngắn hạn, khi thị trường tạm thời chưa hiệu quả. Và cũng cần lưu ý rằng, khi thị trường hiệu quả ở mức nào đó, chẳng hạn hiệu quả dạng yếu hay trung bình, thậm chí không hiệu quả thì các trường phái như phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật,... đã kể

trên vẫn cùng song song tồn tại với EMH, và thị trường tài chính khi đó cũng vẫn cần EMH để làm thước đo để xác định vị trí hiệu quả của nó.

### **1.3.5. Một số trường hợp (hiệu ứng) xuất hiện bên cạnh lý thuyết thị trường hiệu quả**

Lý thuyết thị trường hiệu quả thường luận giải là thị trường luôn luôn đúng. Tuy vậy trong khi quan sát và thực hành trên thị trường chứng khoán không phải lúc nào lý thuyết này cũng dễ được chấp nhận, đã có nhiều quan điểm theo đuổi ý kiến: “thị trường không luôn luôn đúng” và thực sự nó đã trở thành thách thức đối với lý thuyết thị trường hiệu quả. Chúng ta cũng cần xem xét những trường hợp này.

#### ***1.3.5.1. Hiệu ứng P/E, hiệu ứng quy mô và hiệu ứng cuối năm***

P/E là một chỉ số quan trọng trong việc đánh giá các cổ phiếu. Nó còn được gọi là hệ số nhân của cổ phiếu. Khi biết lãi sau thuế của doanh nghiệp sẽ tính được ngay giá trị của doanh nghiệp và tương ứng giá trị của cổ phiếu khi nhân lãi sau thuế với P/E. Các doanh nghiệp khác nhau có P/E khác nhau dẫn tới các nghiên cứu về hiệu ứng P/E đối với giá cổ phiếu. Có các nghiên cứu cho thấy rằng các chứng khoán có P/E cao thì có thu nhập bất thường nhỏ hơn các chứng khoán có P/E thấp (Basu).

Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng P/E thực chất chỉ là bề ngoài của hiệu ứng quy mô. Việc đánh giá hiệu ứng P/E hầu như bị thay thế bởi việc đánh giá hiệu ứng quy mô nhưng ngược lại thì không. Các kiểm định hiệu ứng quy mô cho thấy cổ phiếu của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ (đánh giá theo mức độ vốn hóa) đạt được thu nhập bất thường cao hơn so với các doanh nghiệp có quy mô lớn kể cả đối với trường hợp P/E khá cao. Tuy nhiên, ứng với mức thu nhập bất thường cao hơn, rủi ro đối với các doanh nghiệp nhỏ lại lớn hơn. Do đó, chiến lược đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ

không có tính thống lĩnh trong thực tế vì các nhà đầu tư chứng khoán trong khi quan tâm đến lợi ích thì cũng đồng thời lưu ý đến rủi ro đi kèm.

Diễn hình cho trường hợp này là nghiên cứu về hiệu ứng quy mô của Ibboston thực hiện năm 1984. Ibbotson đã lập một danh mục đầu tư gồm 50 cổ phiếu của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất với tỷ lệ bỏ vốn tương ứng với tỷ lệ mức vốn hóa của các doanh nghiệp này trong thị trường và giữ danh mục này trong 5 năm liên tiếp. Việc này được lặp đi lặp lại trong suốt giai đoạn 1926-1983 để đảm bảo danh mục chỉ gồm các cổ phiếu của những doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất. Kết quả sẽ được đối chứng với danh mục các chứng khoán SP500 trong cùng giai đoạn.

Liên quan đến hiệu ứng quy mô, theo [10], Keim (1983) còn phát hiện thấy hiệu ứng quy mô mạnh nhất là vào tháng 1 hàng năm thể hiện bởi chênh lệch lãi suất chứng khoán giữa hai nhóm doanh nghiệp nhỏ và lớn là cao nhất vào tháng này. Chi tiết hơn, Roll (1983) còn chỉ ra rằng hiệu ứng quy mô là mạnh nhất vào ngày cuối của tháng 12 năm trước và kéo dài sang bốn ngày đầu tháng 1 của năm tiếp theo.

Hiện tượng này được giải thích là bởi kỹ thuật điều chỉnh thuế phải nộp của các trung gian tài chính. Các trung gian tài chính thường bán ra vào tháng 12 rồi mua lại vào đầu tháng 1. Bằng cách này các trung gian tài chính tạo ra khoản lỗ trên vốn nhất định vào cuối năm để điều chỉnh mức thuế phải nộp. Sự liên quan của hiệu ứng cuối năm và hiệu ứng quy mô dưới tác động của việc điều chỉnh thuế là ở chỗ:

Các chứng khoán của các doanh nghiệp nhỏ thường được giữ bởi các nhà đầu tư nhỏ trong khi các trung gian tài chính thường ít giữ các chứng khoán này. Trong khi đó, thường chỉ có các trung gian tài chính mới có các hoạt động nhằm điều chỉnh thuế

### ***1.3.5.2. Hiệu ứng cuối tuần, hiệu ứng ngày lễ và hiệu ứng tháng***

Liên quan đến hiệu ứng cuối tuần có hai giả thiết được đưa ra:

+ Lãi suất chứng khoán tỷ lệ với thời gian giữ chứng khoán. Như vậy, sau kỳ nghỉ cuối tuần thì lãi suất chứng khoán sẽ phải tăng gấp 3 lần.

+ Lãi suất chứng khoán phụ thuộc vào thời gian đầu giá. Như vậy, lãi suất chứng khoán của ngày thứ hai phải bằng với lãi suất chứng khoán của các ngày khác.

Tuy nhiên nhiều kết quả khác lại cho kết quả trái ngược với hai giả thiết trên. Kết quả của Hamon và Jacquillat (1998) trên cơ sở quan sát giá mở cửa hàng ngày tại thị trường chứng khoán Paris trong giai đoạn 1977 – 1987 cho thấy lãi suất chứng khoán ngày thứ hai hàng tuần là âm trong khi các ngày khác thì lãi suất dương. French (1980) khi xem xét trên giá đóng cửa lại thấy rằng lãi suất chứng khoán âm vào ngày thứ ba hàng tuần, còn các ngày khác lại cao hơn mức trung bình của tuần (theo [10]).

Về hiệu ứng cuối tuần, kết luận chung được rút ra căn cứ vào nghiên cứu của Rogalski (1984) được đề cập trong [14]. Khi xác định lãi suất căn cứ trên giá mở cửa và đóng cửa của mỗi ngày thì lãi suất của ngày thứ hai là dương. Nhưng khi so sánh giá đóng cửa của ngày hôm trước với giá mở cửa ngày hôm sau thì lãi suất giữa thời điểm mở cửa ngày thứ hai và thời điểm đóng cửa ngày cuối tuần trước là âm. Như vậy, sau ngày nghỉ cuối tuần, giá chứng khoán nói chung giảm xuống vào ngày đầu tuần tiếp theo rồi sau đó mới tăng trở lại.

Liên quan đến hiệu ứng ngày lễ, các nghiên cứu đều cho thấy lãi suất tăng mạnh khi thị trường hoạt động trở lại so với thời gian trước kỳ nghỉ. Ariel (1985) thống kê lãi suất của danh mục đầu tư gồm các chứng khoán DJIA trong giai đoạn 1963 – 1982 cho thấy mức tăng trung bình sau kỳ nghỉ lễ là gấp 9 lần trước kỳ nghỉ. Nếu danh mục đầu tư được cấu trúc theo tỷ lệ mức

vốn hóa thì mức tăng trung bình lên tới 14 lần. Lakonishok và Smidt (1978) khi thống kê trong giai đoạn 90 năm với các chứng khoán DJIA thì mức tăng trung bình lên tới 211 lần (0,219% ngày so với 0,0094% ngày). Cũng nghiên cứu này cho thấy 51% khoản lãi trên vốn đạt được khi đầu tư vào chứng khoán DJIA trong giai đoạn 10 ngày trước kì nghỉ lễ (theo [10]).

Hiệu ứng tháng cũng rất đáng phải lưu tâm. Trong giai đoạn 1966-1981, lãi suất chứng khoán trên thị trường chứng khoán Mỹ tính trên giá đóng cửa của 4 ngày đầu tháng so với tháng trước là 0,473% trong khi tính trên giá đóng cửa của 4 ngày liên tiếp trong suốt thời gian còn lại trong tháng chỉ là 0,0612% (gấp tới 7,7 lần).

Việc giải thích một cách chi tiết các hiện tượng tạo ra thu nhập bất thường ứng với các hiệu ứng đã được kiểm định nêu trên là rất khó khăn. Song về cơ bản, các hiện tượng phụ thuộc vào đặc trưng vận động của dòng vốn ở từng thị trường, hành vi của các trung gian tài chính và việc công bố thông tin. Việc tập trung đăng ký mua bán chứng khoán vào những thời điểm nhất định sẽ tạo ra khả năng dự đoán vận động của dòng vốn và thông tin sẽ được phản ánh vào giá ở những giai đoạn tương ứng chính lớn và việc công bố thông tin của các doanh nghiệp cũng làm xuất hiện thông tin, chúng sẽ được phản ánh trong giá, đặc biệt nhất là vào giai đoạn chuyển tháng và chuyển năm. Nó đóng góp đáng kể vào việc làm xuất hiện các hiệu ứng cuối năm và hiệu ứng tháng.

Tất cả các hiệu ứng nêu trên đều làm xuất hiện thu nhập bất thường, làm lung lay giả thiết về tính hiệu quả của thị trường cũng như làm nhiều các kiểm định thực tế. Việc đánh giá hiệu quả thị trường rõ ràng phải tính đến những hiệu ứng đã nêu để có các xử lý phù hợp trong công tác nghiên cứu.

## TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Tóm lại, chương 1 luận án đã khái quát những nền tảng lý thuyết của EMH, đó là khái niệm về thị trường hiệu quả, cơ sở toán học của lý thuyết, ý nghĩa và tầm quan trọng của lý thuyết này... Nghiên cứu về EMH chủ yếu là kiểm định về tính hiệu quả của các thị trường và việc kiểm định cụ thể ba dạng hiệu quả tương ứng với các tập thông tin phản ánh vào thị trường, là một trong những công việc được các nhà nghiên cứu về EMH liên tục thực hiện. Nhận dạng các tập thông tin là rất quan trọng để đưa ra các mô hình kiểm định. Thị trường càng hiệu quả khi các thông tin được phản ánh vào trong giá chứng khoán càng nhanh và ngược lại. Phân tích cụ thể và sâu hơn về các phương pháp kiểm định thông dụng của ba dạng thị trường hiệu quả, khái quát lại các kết quả kiểm định tại một số nước quả cũng như đánh giá mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam sẽ được giới thiệu trong chương 2 của luận án.



## **Chương 2**

# **KIỂM ĐỊNH TÍNH HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời và phát triển chưa đầy một thập kỷ nhưng đã đạt được những kết quả nhất định, trở thành một kênh hấp dẫn cho nhiều nhà đầu tư, làm cho nền kinh tế sôi động hơn... Tuy vậy, xung quanh việc phát triển của thị trường còn có rất nhiều bức thiết cần giải quyết. Câu hỏi liệu thị trường có hiệu quả (trên phương diện thông tin) hay không là vấn đề đáng được quan tâm. Để có thể đưa ra kết luận về tính hiệu quả của thị trường theo EMH, đưa ra được dạng thức hiệu quả của TTCK Việt Nam, chương này sẽ tập trung phân tích các mô hình phù hợp nhất có thể áp dụng. Nội dung cụ thể của chương là dành một phần cho khái quát lại các kiểm định của một số nước, trong đó có các nước phát triển, đặc biệt là một số nước có thị trường chứng khoán cũng mới đi vào hoạt động tương tự như của Việt Nam để từ đó tìm ra phương pháp phù hợp áp dụng cho kiểm định TTCK Việt Nam. Phần sau của chương sẽ là những phân tích cụ thể cho trường hợp của Việt Nam qua số liệu nghiên cứu từ 2 sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội.

### **2.1. PHƯƠNG PHÁP KIỂM ĐỊNH THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ**

#### **2.1.1. Khái niệm kiểm định thị trường hiệu quả**

Trong chương 1 ta đã biết rằng khi nói đến thị trường hiệu quả, sẽ có ba dạng hiệu quả cụ thể cần xem xét là thị trường hiệu quả dạng yếu, dạng trung bình và dạng mạnh tương ứng với các tập thông tin. Để kiểm định về tính hiệu quả của một thị trường chứng khoán nào đó người ta phải tìm ra những bằng chứng cụ thể ủng hộ hoặc bác bỏ về giả định thị trường đó thuộc các dạng yếu, mạnh hay trung bình, hoặc thậm chí là chưa hiệu quả.

Trong lịch sử, việc kiểm định thị trường hiệu quả là vấn đề trọng tâm của các nghiên cứu về EMH, cùng với sự phát triển của lý thuyết trên. Kể từ những năm 1960, tại các thị trường chứng khoán phát triển đã có nhiều kiểm định được tiến hành và chính nó lại thúc đẩy cho sự phát triển của lý thuyết. Đối với các nước này việc kiểm định được thực hiện ở cả ba dạng: mạnh, trung bình và yếu. Đa số các kết luận rút ra được là các thị trường đều đạt được hiệu quả dạng yếu, có một số trường hợp ủng hộ cho thị trường hiệu quả dạng trung bình và các trường hợp kiểm định cho dạng mạnh chỉ mang tính lý thuyết. Còn đối với các nước đang phát triển hoặc mới nổi, các kết luận về kiểm định thị trường hiệu quả còn nhiều tranh cãi. TTHQ dạng yếu không phải là thường đúng cho tất cả các thị trường, còn TTHQ dạng trung bình và dạng mạnh thì rất ít khi được kiểm định.

### **2.1.2. Kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu**

Cần phải nhấn mạnh rằng thị trường hiệu quả dạng yếu là mức độ thấp nhất về khả năng khai thác và sử dụng thông tin của thị trường. Ở mức độ này chỉ có các thông tin trong quá khứ là được khai thác triệt để và được phản ánh trong giá chứng khoán.

Kiểm định dạng hiệu quả yếu của thị trường (WFEMH) là việc kiểm định liệu có thể sử dụng chuỗi quá khứ của giá cổ phiếu hoặc lợi suất để dự đoán thành công giá cổ phiếu hoặc lợi suất trong tương lai hay không. Kiểm định được tiến hành thực nghiệm bằng cách đo sự phụ thuộc thống kê giữa những sự thay đổi giá. Nếu không có sự phụ thuộc (có nghĩa sự thay đổi giá cả là ngẫu nhiên), thì thị trường là thị trường hiệu quả dạng yếu, nghĩa là không có chiến lược thương mại đầu tư có lãi nào được xây dựng dựa vào thông tin về giá trong quá khứ. Ngược lại, nếu có sự phụ thuộc, ví dụ sự tăng giá của thời kỳ này làm cho giá cả tăng trong thời kỳ sau, như vậy rõ ràng là

có cơ sở để xây dựng chiến lược đầu tư có lãi dựa vào những thông tin quá khứ và lúc đó thị trường được xem là không hiệu quả (dạng yếu).

Vì vậy, tất cả các kiểm định về thị trường dạng yếu đều xuất phát bằng việc kiểm định lý thuyết bước ngẫu nhiên (đã được giới thiệu trong chương 1). Điều này đúng như lập luận của Ko và Lee (1991) (từ [ 34]):

“Nếu giả định về lý thuyết ngẫu nhiên được thoả mãn thì thị trường sẽ đồng thời thoả mãn lý thuyết về thị trường hiệu quả dạng yếu. Do đó, nếu tìm được bằng chứng ủng hộ lý thuyết bước ngẫu nhiên thì đó cũng chính là những bằng chứng phù hợp cho kết luận về EMH dạng yếu”.

Cụ thể hơn, việc kiểm định lý thuyết bước ngẫu nhiên nhằm xác định xem rằng có thể tìm được mô hình hay quy luật nào đó mà cho thấy có thể dự báo được lợi suất, hay sự thay đổi giá cả hay lợi suất nếu dựa vào những thông tin trong quá khứ hay không. Các nghiên cứu về kiểm định WFEMH tiếp cận theo nhiều cách khác nhau. Có nghiên cứu thì kiểm định bằng những phương pháp phi tham số (kiểm định sự phù hợp của Kolmogorov – Smirnov, kiểm định đoạn mạch,.. và phương pháp tham số (kiểm định tự tương quan, kiểm định tự hồi quy các mô hình ARIMA, GARCH,...). Lại có các nghiên cứu phân loại và tiến hành kiểm định bằng các phương pháp thống kê (kiểm định tự tương quan, kiểm định đoạn mạch, kiểm định về tính chuẩn,..), và phương pháp kỹ thuật (kiểm định trung bình trượt, kiểm định bằng bộ lọc,...).

Kiểm định về lý thuyết bước ngẫu nhiên cũng có thể được phân thành hai nhóm (đây cũng là các phương pháp thường dùng). Nhóm thứ nhất gồm các kiểm định dựa trên các dữ liệu thống kê về sự độc lập giữa các mức giá, lợi suất... trong quá khứ. Nhóm thứ hai so sánh các kết quả rủi ro – sinh lời của các quy tắc giao dịch dựa trên thông tin thị trường trong quá khứ với các

quy tắc giao dịch theo chính sách mua và nắm giữ (xem thêm tại phụ lục thuật ngữ về chiến lược mua và nắm giữ).

### **2.1.2.1. Kiểm định dựa trên các dữ liệu thống kê**

Đây là việc kiểm định sử dụng các dữ liệu thống kê trong quá khứ để đo lường mối tương quan cùng chiều hay ngược chiều giữa các mức thu nhập theo thời gian, xem xét liệu lợi suất của ngày  $t$  có mối tương quan với lợi suất của ngày  $t-1$ ,  $t-2$ ,  $t-3$ ,... Nếu theo đúng định nghĩa về thị trường hiệu quả dạng yếu thì các mức lợi suất là độc lập nhau.

Một số tác giả đưa ra lập luận rằng cũng có thể kiểm định dạng này thông qua kiểm định chuỗi chu kỳ giao dịch (kiểm định đoạn mạch). Cho một loạt những sự thay đổi giá chứng khoán, khi giá tăng dùng dấu +, khi giá giảm dùng dấu -. Kết quả ta sẽ có một chuỗi +++-+- -+- -+- . Một chuỗi chu kỳ xảy ra khi có hai sự thay đổi liên tiếp giống nhau, từ hai thay đổi giá liên tiếp trở lên cùng dương hoặc cùng âm tạo thành một chuỗi. Khi sự thay đổi diễn ra theo chiều khác nhau, tức là khi một sự thay đổi giá âm được theo sau bởi một sự thay đổi giá dương thì chuỗi chu kỳ kết thúc và một chuỗi mới có thể bắt đầu. Để kiểm tra tính độc lập, chúng ta so sánh số chuỗi của một loạt những thay đổi nhất định với số chuỗi trong bảng giá trị kỳ vọng về số chuỗi có thể xảy ra trong chu kỳ ngẫu nhiên. Từ đó đưa ra được kết luận về thị trường hiệu quả dạng yếu hay không.

### **2.1.2.2. Kiểm định về các quy tắc giao dịch (dựa trên việc lặp lại các giao dịch)**

Theo phương pháp này, người ta thực hiện các giao dịch chứng khoán dựa trên việc sử dụng các mức giá ở quá khứ, mua ở giá thấp và chờ đợi giá tăng lên theo quy luật của quá khứ để bán. Nếu sử dụng chiến lược này mà thu được lợi nhuận vượt trội so với chính sách mua hoặc nắm giữ cổ phiếu

đơn giản thì điều đó cho thấy thị trường không hiệu quả ở dạng yếu, ngược lại đó sẽ là dấu hiệu về một thị trường hiệu quả.

Tuy vậy, theo phương pháp này, những nhà nghiên cứu gặp phải khó khăn nhất định trong quá trình tiến hành các kiểm định bởi vì các giao dịch đòi hỏi rất nhiều dữ liệu mà việc thu thập không hề đơn giản. Do đó, việc kiểm định bằng các quy tắc giao dịch ít được sử dụng hơn so với phương pháp dựa trên các dữ liệu thống kê.

### ***2.1.2.3. Giới thiệu kết quả kiểm định dạng yếu của một số nước***

Những nhận định đầu tiên và kiểm định mô hình bước ngẫu nhiên đầu tiên là của Bachelier năm 1900, tuy vậy phải nhiều năm sau chúng mới tiếp tục được các nhà kinh tế khác phát triển.

Các thực nghiệm về thị trường hiệu quả gắn liền với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Vì thế việc kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu cũng bắt đầu từ các nước phát triển có các thị trường chứng khoán phát triển khá sớm như Mỹ, Pháp... Các nghiên cứu về hành vi của giá chứng khoán thực sự bắt đầu sau khi có sự ra đời của máy tính. Theo [21], vào năm 1953, Kendall đã xem xét hành vi của những thay đổi theo tuần của mười chín chỉ số giá cổ phiếu công nghiệp của Anh và giá giao ngay của bông (New York) và lúa mì (Chicago). Ông đã phân tích khá sâu về tương quan chuỗi.

Ý tưởng mà Kendall (1953) và sau này là Roberts (1967) đưa ra là chuỗi giá có thể được mô tả bằng các bước ngẫu nhiên được dựa trên các quan sát. Chỉ cho tới nghiên cứu của Samuelson và Mandelbrot năm 1965 và 1966 thì vai trò của mô hình lợi suất kỳ vọng trò chơi công bằng trong lý thuyết thị trường hiệu quả và quan hệ với lý thuyết bước ngẫu nhiên mới được nghiên cứu một cách bài bản (từ [26]).

Theo thời gian, các kiểm định EMH dạng yếu hướng tới việc kiểm định lý thuyết bước ngẫu nhiên một cách rõ hơn bằng hai bước, đó là kiểm định

xem chuỗi thay đổi giá, hay lợi suất có thể dự báo được không và hơn thế nữa là những dự báo đó có cho biết được kết quả về các sinh lời bất thường hay không.

Nhìn chung, các nghiên cứu đều cho thấy ở các thị trường chứng khoán phát triển, dạng yếu của EMH đều thỏa mãn. Có một số nghiên cứu đã tìm thấy khả năng dự báo của sự thay đổi giá cả (Fama và French 1988, Poterba và Summers 1988 được đề cập trong [34]) trong một số thị trường chứng khoán phát triển nhưng các kết luận cũng không đưa ra kết quả về khả năng sinh lời của các giao dịch. Theo [34], Fama và French (1988) cho rằng hệ số tự tương quan có thể sẽ cho biết về mức độ hiệu quả hay không hiệu quả dạng yếu của thị trường. Hudson, Dempsey và Keasey (1994) thì cho rằng các phương pháp kỹ thuật cũng có thể đưa ra một số dự báo nhưng không phải là điều kiện đủ để tạo ra những thay đổi lợi suất vượt trội ở thị trường chứng khoán Mỹ. Tương tự như vậy, Nicolaas (1997) cũng kết luận rằng các lợi suất trong quá khứ cũng được sử dụng để dự báo cho thị trường chứng khoán Australia nhưng mức độ về khả năng dự báo là không cao [36].

Mặt khác, các đánh giá về dạng yếu của EMH ở các nước có TTCK đang phát triển và mới nổi hoặc mới thành lập rất khác nhau. Hầu như người ta tin rằng các thị trường này là không hiệu quả ở dạng yếu, tuy vậy thực nghiệm cho thấy không hoàn toàn như vậy. Thực tế các kết quả tìm được có thể được chia làm hai nhóm. Theo [21], nhóm ủng hộ cho EMH dạng yếu bao gồm: Branes (1996) về thị trường chứng khoán Kuala Lumpur; Chan, Gup và Pan (1992) về một số thị trường của Châu Á; Dickinson và Muragu (1994) về thị trường Nairobi và Ojaa và Karemera (1999) về thị trường của bốn nước thuộc Châu Mỹ la tinh),... Nhóm còn lại cho các kết luận về sự không hiệu quả của thị trường, bao gồm Chengung, Wong và Ho (1993) ở thị trường chứng khoán Hàn Quốc và Đài Loan; Claessens, Dasgupta và Glen (1995) về kết quả nghiên

cứu đối với 19 thị trường mới nổi; Harvey (1994) đối với hầu hết các thị trường mới thành lập; Roux và Gilberson (1976, 1996) về thị trường chứng khoán Ấn Độ; Nourrendine Kababa (1998) với thị trường Saudi, và gần đây là các nghiên cứu của Asma Mobarek và Keavin Keasy (2000) của thị trường chứng khoán Bangladesh; Stephen Hall và Giovanni Urga (2002) về thị trường của Nga; Gediminas Milieska (2004) về thị trường Lithuanian,...

Tóm lại, tại các thị trường chứng khoán phát triển thì dạng yếu của EMH đều thỏa mãn, còn tại các thị trường chứng khoán mới nổi và đang phát triển thì còn nhiều tranh cãi, chỉ một số ít các thị trường thỏa mãn EMH dạng yếu. Để rút ra được phương pháp luận cho kiểm định dạng yếu của TTCK Việt Nam luận án đã tiến hành tổng hợp lại một số nghiên cứu điển hình của các tác giả tại các TTCK mới nổi tương tự như của Việt Nam, hơn nữa có xét thêm những nghiên cứu về kiểm định dạng yếu của các tác giả Việt Nam về chính TTCK Việt Nam.

**Bảng 2.1. Các kiểm định Thị trường hiệu quả dạng yếu ở một số nước mới nổi và của Việt Nam**

STT	Tên tác giả, năm nghiên cứu	Thị trường	Đặc điểm số liệu	Phương pháp nghiên cứu	Kết luận
1	Dickinson và Muragu (1994) (theo [21])	Ai Cập	Chuỗi giá cổ phiếu tuần và tháng của 30 cổ phiếu từ 1979-1985	Kiểm định Tự tương quan Autocorrelation test) và Kiểm định đoạn mạch (Run test	Thị trường hiệu quả đối với một số cổ phiếu
2	Olowe (1999) (theo [21])	Nigeria	Chuỗi thu nhập theo tuần của 59 cổ phiếu từ 1-1981 đến 11-1992	Kiểm định tự tương quan	Thị trường hiệu quả đối với không phải tất cả cổ phiếu

3	Abeysekera (2001) (theo [21])	Srilanka	Chuỗi thu nhập theo tuần và tháng của hai chỉ số giá thị trường từ tháng 1-1991 đến 12-1996	Kiểm định đoạn mạch	Thị trường không hiệu quả dạng yếu
4	Abraham và nnk. (2002) (theo [18])	Các nước Vùng Vịnh: Kuwait, Saudi Arabia và Barhrain	Chỉ số thị trường từ 10-1992 đến 12-1998	Kiểm định đoạn mạch và hệ số phương sai	Thị trường không hiệu quả dạng yếu
5	Asma và Keavin (1999)	TTCK DSE của Bangladesh	Chỉ số giá theo ngày của tất cả các cổ phiếu trên DSE từ 1988 đến 1997	Phương pháp phi tham số (Kiểm định Kolmogrov – Smirnov), kiểm định đoạn mạch và Phương pháp tham số (kiểm định hệ số tự tương quan, hệ số hồi quy và hồi quy ARIMA).	Thị trường không hiệu quả đối với mọi phương pháp nghiên cứu
6	Stephen Hall và Giovanni Urga (2002)	TTCK Nga	Hai chỉ số chính của thị trường từ 9-1995 đến 3-2000, được chia làm nhiều giai đoạn để kiểm định	Phương pháp GARCH và AR	Có giai đoạn thị trường hiệu quả yếu, có giai đoạn không đạt hiệu quả



7	Gediminas Milieska (2004)	TTCK Lithuanian (Nga)	3 chỉ số thị trường ở các giai đoạn (2000-2001), (2000-2004)	Kiểm định đoạn mạch, kiểm định hệ số tự tương quan, kiểm định tính chuẩn, kiểm định trung bình trượt, kiểm định bằng bộ lọc	Thị trường không hiệu quả ở hầu hết các phương pháp
8	Hwey-chyi Lee và Sheng-shyr Cheng (2005)	TTCK Đài Loan	Giá theo tuần của 135 cổ phiếu ngành công nghiệp từ 1999 đến 2004	Mô hình hồi quy đối xứng	Thị trường không hiệu quả đối với 71 cổ phiếu và hiệu quả với 64 cổ phiếu
9	Thái Long (2004)	TTGD TP Hồ Chí Minh	Chỉ số VN index theo ngày từ 2001 đến 2003	Phương pháp ARIMA	Thị trường hiệu quả dạng yếu
10	Trương Đông Lộc (2007)	TTGDCK Hà Nội	Chỉ số HaSTC và giá 2 cổ phiếu khác là GHA và VNR từ 7/2006 đến 3/2007	Kiểm định tự tương quan và kiểm định đoạn mạch	TTGDCK Hà Nội không đạt hiệu quả dạng yếu
12	Hồ Việt Tiên (2006)	TTGD TP Hồ Chí Minh	Lợi suất các cổ phiếu trên thị trường từ khi TT mở cửa đến năm 2005	Kiểm định hệ số tự tương quan, kiểm định tự tương quan, kiểm định tính phân phối chuẩn của lợi suất các cổ phiếu	Thị trường cổ phiếu VN không hiệu quả dạng yếu
13	Lê Đạt Chí (2006)	TTGD TP Hồ Chí Minh	Lợi suất 10 cổ phiếu bluechip trên thị trường từ năm 2005 đến năm 2006	Kiểm định tự tương quan và Kiểm định theo quy tắc giao dịch	Chỉ có một số cổ phiếu tuân theo EMH dạng yếu

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ [7], [11], [18], [21], [32], [36].

Bảng tổng hợp trên giúp ta quan sát rất rõ về các phương pháp mà các tác giả đã sử dụng. Đa số các tác giả sử dụng phép kiểm định tự tương quan, cũng có một số người thì sử dụng kiểm định đoạn mạch, cũng có người sử dụng ARIMA, GARCH... Các phương pháp này đều gắn với lý thuyết bước ngẫu nhiên.

Cũng qua bảng trên ta thấy được cách thức dùng mẫu số liệu của các tác giả. Có tác giả thì dùng lợi suất của các cổ phiếu riêng lẻ, số khác thì dùng chỉ số thị trường. Đồng thời số liệu cũng có thể được quan sát theo ngày, cũng có thể dùng chỉ số của tháng.

Những phân tích trên sẽ được luận án vận dụng và chọn lọc để sử dụng cho phù hợp trong việc kiểm định TTCK Việt Nam ở phần 2.2.2.1 (sau khi tóm tắt về các phương pháp kiểm định EMH dạng trung bình và dạng mạnh).

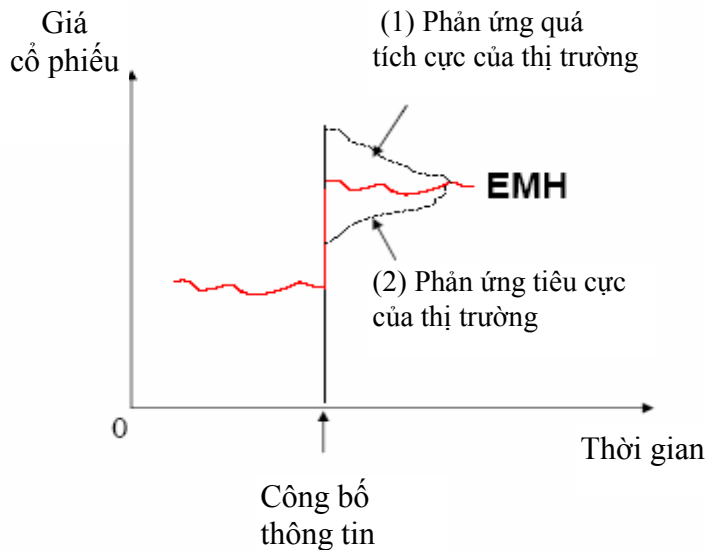
## **2.1.2. Kiểm định thị trường hiệu quả dạng trung bình**

### ***2.1.2.1. Khái niệm về kiểm định TTHQ dạng trung bình***

Như đã phân tích trong chương 1, nếu một thị trường hiệu quả dạng trung bình thì tất cả các thông tin công khai cho cộng đồng đầu tư được mọi người nhận thức rõ ràng và giá chứng khoán hàm chứa tất cả những điều đó. Mọi cố gắng của người đầu tư nếu chỉ dựa vào những thông tin đó cũng chỉ khiến cho họ có được những khoản lợi trung bình trên thị trường mà không thể có được những thu nhập vượt trội. Tuy vậy, dạng trung bình của thị trường là yêu cầu cao hơn thị trường hiệu quả dạng yếu, do đó cũng khó có thể nói một cách định tính rằng một thị trường nào đó có hiệu quả dạng trung bình hay không. Vì vậy, người ta thường phải nghiên cứu bằng các phương pháp định lượng, đó là các phép kiểm định.

Kiểm định thị trường hiệu quả dạng trung bình tức là kiểm tra xem giá cổ phiếu có chứa đựng các thông tin đã được các công ty công bố tính tới thời điểm hiện tại hay chưa, nếu có thì thị trường hiệu quả mức trung bình. Hoặc

kiểm tra xem phản ứng của thị trường (mức độ điều chỉnh giá cả chứng khoán) trước các thông tin công khai ở hiện tại và lân cận hiện tại, và xem sau thời điểm công khai thông tin thì người sử dụng chúng có kiếm được các khoản lợi nhuận vượt trội hay không.



### ***Sơ đồ 2.1. Quan sát phản ứng của thị trường với mốc công bố thông tin***

Thông tin sắp được công bố chính thức có thể được chia làm hai dạng là những thông tin tốt và thông tin không tốt. Nếu thị trường hiệu quả dạng trung bình, người đầu tư sẽ phản ứng với các luồng thông tin này trước khi thông tin được công bố và sự thay đổi giá cả sẽ là đáng kể, đến thời điểm công bố thông tin giá chứng khoán sẽ di chuyển đến một mức cân bằng mới sau đó giá chứng khoán sẽ hầu như không đổi nếu giả định chưa có thông tin bổ trợ nào khác.

Nếu thị trường không hiệu quả dạng trung bình thì có thể có xu hướng phản ứng thái quá của thị trường, hoặc tích cực, hoặc tiêu cực do thông tin đến một cách quá chậm hoặc thông tin không chuẩn bởi các phản ứng của người đầu tư.

Theo như biểu đồ trên, nếu giá có xu hướng như đường (1) và đường (2), trên thị trường, đối với các cổ phiếu cụ thể, có những cổ phiếu bị đánh giá cao hơn giá trị khi thị trường có phản ứng quá tích cực, cũng có những cổ phiếu khi nhận được thông tin thì phản ứng quá tiêu cực làm cổ phiếu bị đánh giá dưới giá trị thực của nó, và sau đó phải mất một khoảng thời gian đáng kể thì giá mới chuyển về trạng thái hiệu quả hơn. Tất cả những trường hợp đó làm nảy sinh cơ hội kinh doanh chênh lệch giá, tức là thị trường không đạt hiệu quả ở mức trung bình.

### ***2.1.2.2. Giới thiệu các phương pháp kiểm định phổ biến về EMH dạng trung bình***

Nhìn chung các nhà nghiên cứu sử dụng một số mô hình được xây dựng dựa trên phương pháp luận là tìm xem có những thu nhập bất thường xung quanh thời điểm công bố thông tin hay không. Với giả thuyết là thị trường hiệu quả trung bình thì trung bình tổng thu nhập bất thường của tất cả các cổ phiếu (so với thị trường) phải bằng 0. Ngược lại, thị trường sẽ không hiệu quả. Các mô hình cụ thể cũng được xây dựng dựa trên việc xác định những biến để đưa vào mô hình liên quan đến những công bố chính thức từ phía các tổ chức niêm yết, như việc thưởng cổ phiếu, chia tách cổ phiếu, công bố kết quả kinh doanh; hoặc các sự kiện kinh tế vĩ mô xuất hiện như tăng giảm lãi suất, thay đổi tỉ lệ lạm phát, thất nghiệp, khủng hoảng kinh tế,...

Trong thực tế kiểm định EMH dạng trung bình được một số tác giả dùng phương pháp đồng liên kết và quan hệ nhân quả Granger [37], còn lại hầu hết các tác giả sử dụng phương pháp phân tích sự kiện.

Đối với phương pháp phân tích sự kiện, có một số chỉ tiêu hay được sử dụng phổ biến là Phân tích sự thay đổi về thu nhập SRV (Security Return Variability), mô hình Thu nhập bất thường tích lũy CAR (Cumulative Abnormal Return)...[36].

\* *Chỉ tiêu độ biến động lợi suất của chứng khoán*

Đây là mô hình để xác định độ biến động về lợi suất bất thường của từng chứng khoán so với độ biến động chung của lợi suất bất thường của tất cả các chứng khoán trong mẫu xem xét.

$$SRV_{i,t} = \frac{AR_{i,t}^2}{\text{Var}(AR)} \quad (2.1)$$

*Trong đó:*

$SRV_{i,t}$  là thay đổi lợi suất cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ .

$\text{Var}(AR)$  là phương sai của  $AR$  trong thời kỳ công bố thông tin.

$AR$  là lợi suất bất thường của cổ phiếu (thu nhập thực tế của chứng khoán đó so với thị trường vào ngày  $t$ ).

$AR$  được tính là:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

*Với:*

$R_{i,t}$  là lợi suất cổ phiếu  $i$  tại thời điểm  $t$ .

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100 \quad (P_{t-1} \text{ và } P_t \text{ là ký hiệu cho giá cổ phiếu tại } t-1 \text{ và } t).$$

$R_{m,t}$  là lợi suất trung bình của thị trường.

\* *Chỉ tiêu độ biến động lợi suất trung bình của chứng khoán*

$$ASRV_{it} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SRV_{it} \quad (2.2)$$

*Trong đó:*

$ASRV_{it}$  là độ biến động lợi suất trung bình của chứng khoán

$SRV_{it}$  được xác định theo (2.1)

$n$  là cỡ mẫu

\* *Chỉ tiêu lợi suất bất thường trung bình*

Lợi suất bất thường trung bình được xác định theo công thức sau:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (2.3)$$

Trong đó:

$AAR_t$  là lợi suất bất thường trung bình của ngày  $t$

$AR_{it}$  là lợi suất bất thường của chứng khoán  $i$  tại thời điểm  $t$ , được tính từ công thức (2.1).

\* *Chỉ số lợi suất bất thường tích lũy (CAR- Cumulative Abnormal Return)*

CAR được xác định như sau:

$$CAAR_k = \sum_{t=1}^k AAR_t \quad (2.4)$$

Trong đó:

$CAAR_k$  là tích lũy của lợi suất bất thường qua  $k$  thời kỳ.

$AAR_t$  là lợi suất bất thường trung bình của mẫu cổ phiếu chia tách được xem xét tại thời điểm  $t$ . Nó được tính bằng công thức (2.3).

Các mô hình trên được các tác giả tại các thị trường chứng khoán phát triển sử dụng để phân tích tính hiệu quả trung bình do tập thông tin họ thu thập được rất phù hợp. Đối với các thị trường chứng khoán mới nổi như của Việt Nam, việc thu thập số liệu là rất khó khăn bởi các tổ chức niêm yết công bố kết quả kinh doanh thường không đúng thời hạn, không đồng thời với nhau và so với các chỉ số thị trường tại thời điểm đó đã lệch nhiều; do đó công việc kiểm định tính hiệu quả của TTCK theo các mô hình trên là khó khả thi. Tuy vậy, sau này khi các doanh nghiệp tuân thủ tốt các nguyên tắc về công bố thông tin thì việc áp dụng các mô hình phân tích sự kiện có thể sẽ trở nên dễ áp dụng hơn.

### **2.1.2.3. Giới thiệu một số nghiên cứu về kiểm định EMH dạng trung bình**

Việc kiểm định EMH dạng trung bình thường được các tác giả tiến hành xem xét phản ứng của người đầu tư trước các nguồn thông tin công khai ở hiện tại, hoặc tìm các mức thu nhập bất thường của người đầu tư sau thời điểm thông tin được công bố. Nguồn thông tin thường để xem xét là:

- Thông tin về chính các công ty niêm yết trên thị trường:
- + Thông tin về báo cáo kết quả kinh doanh thường niên, bán năm, báo cáo quý; thông tin về thưởng cổ phiếu, chia cổ tức; thông tin về chia tách cổ phiếu.
- + Thông tin về các kế hoạch lớn của công ty, các hợp đồng quan trọng, kế hoạch hợp nhất, sát nhập các công ty.
- Thông tin về các đợt IPO, về việc đăng ký niêm yết chính thức của một số công ty.
- Thông tin vĩ mô, các chính sách của chính phủ, như tăng giảm lãi suất, công bố về các mức lạm phát, thất nghiệp, hoặc chẳng hạn thông tin về việc triển khai các gói kích cầu của chính phủ sau thời gian khủng hoảng kinh tế vừa qua.

Các tác giả đã đo lường mối quan hệ giữa các mức giá, lợi suất xung quanh thời điểm công bố thông tin (trước và sau thời điểm thông tin được công bố). Dưới đây luận án tóm tắt một số nghiên cứu của các tác giả tại một số thị trường: Cả TTCK phát triển, cả những TTCK tương tự như của Việt Nam, các kiểm định này được bắt đầu vào cuối những năm 1960 và được tiếp tục cho đến thời gian gần đây.

Theo [34], nghiên cứu đầu tiên về EMH dạng trung bình là của bốn tác giả: Fama, Fisher, Jensen và Roll's (FFJR) vào năm 1969. Đây là một nghiên cứu với một mẫu rất lớn với nhiều công ty và trong một thời gian khá dài tại một TTCK phát triển. FFJR đã tiến hành phân tích với trường hợp chia 940 cổ phiếu bluechip của NYSE từ 1927 đến 1959. Bình thường theo như lý thuyết,

việc chia tách cổ phiếu sẽ không đưa lại sự tăng lên giá trị cổ phiếu cho người nắm giữ nó. Tuy nhiên đối với người đầu tư, dường như việc chia tách cổ phiếu làm cho người ta kỳ vọng vào việc tăng cổ tức và người ta sẽ kỳ vọng vào công ty trong tương lai. Kết quả của các tác giả FFJR cho thấy thu nhập của người đầu tư đã tăng ngay lập tức sau khi thông tin về chia tách cổ phiếu được công bố. Không có bằng chứng nào chỉ ra rằng các thu nhập bất thường xuất hiện do sự phản ứng quá tích cực cũng như quá tiêu cực về thông tin được công bố. Kết luận của FFJR là thị trường được xem xét lúc đó là thị trường hiệu quả dạng trung bình.

Cũng trong năm 1969, Beaver (theo [34]), kiểm tra quan hệ về biến động thu nhập cổ phiếu với thông tin từ các báo cáo tài chính thường niên từ một mẫu gồm 143 cổ phiếu trên TTCK New York. Kết quả là có 61% biến động tăng giá so sánh giữa các thời điểm công bố với các thời điểm khác. Điều đó cho thấy TTCK New York tại thời điểm đó thỏa mãn hiệu quả dạng trung bình.

Tại Australia, Brown (1970) trong [37] đã kiểm định tác động của công bố thông tin về thu nhập hàng năm của giá cổ phiếu đối với 118 công ty giai đoạn 1959 –1968. Kết quả cho thấy thị trường đã hấp thụ hết các thông tin mới và giá cổ phiếu phản ứng nhanh chóng trước những thông tin. Đó là một kết luận hoàn toàn phù hợp với đặc điểm của một thị trường hiệu quả dạng trung bình.

Rendleman và các tác giả khác (1987) trong [36] đã kiểm định hành vi giá chứng khoán trong một tuần xung quanh thời điểm công bố về kết quả kinh doanh của các công ty. Cũng tương tự như vậy là các nghiên cứu của Foster (1984); Bernard và Thomas (1990) về các thu nhập bất thường của các nhà kinh doanh trên TTCK New York. Các kết luận đưa ra cho thấy dạng trung bình của EMH lại không được thỏa mãn.



Ukose Jijo and Narayanan Rao.S (2002) trong bài công bố “Kiểm định phản ứng của thị trường trước việc chia tách cổ phiếu” đã xem xét sự thay đổi của các giao dịch và giá cổ phiếu xung quanh thời điểm công bố việc chia tách cổ phiếu (dùng cổ phiếu trên TTCK New York). Kết quả cho thấy tại ngày công bố thông tin xuất hiện thu nhập bất thường tới 5,27% và tại ngày  $t+1$  con số này là 2,42%.

Trong những năm gần đây một số nghiên cứu về TTHQ dạng trung bình cũng được tiến hành nhiều hơn tại các nước mới nổi và đang phát triển. Thị trường chứng khoán Australia, Newzeland, Ấn Độ, Trung Quốc,... được nghiên cứu với các tập thông tin khác nhau. Chẳng hạn Newzeland đã cho thấy giá chứng khoán của họ bị tác động rất mạnh bởi các thông tin về giá chứng khoán của các TTCK Mỹ hay Australia sau khi các thông tin về giao dịch được công bố (yếu tố toàn cầu hóa đã tác động rất nhanh chóng tới TTCK Newzeland) [37]. Thị trường chứng khoán Trung Quốc lại cho thấy giá cổ phiếu (các cổ phiếu đặc trưng của thị trường) phản ứng thái quá trước các thông tin tác động về kết quả các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết, là bằng chứng về sự không hiệu quả về mặt trung bình của thị trường. Xem [34].

Amitabh Gupta và Gupta.O.P (2007) trong [35] cũng có một nghiên cứu về phản ứng của thị trường trước việc chia tách cổ phiếu đối với TTCK Ấn Độ. Kết quả cho thấy việc chia tách cổ phiếu làm xuất hiện các khoản thu nhập vượt trội xung quanh thời điểm công bố thông tin, đồng thời từ việc quan sát sự thay đổi về khối lượng giao dịch của các cổ phiếu chia tách đó tác giả đã chỉ ra được sự không hiệu quả của thị trường ở dạng trung bình.

Ngoài các nghiên cứu về EMH trung bình ở dạng quá chặt như trên (với các giả định chi phí giao dịch bằng 0 và một số giả định khác), EMH cũng được nghiên cứu kiểm định với các giả thuyết được nói lỏng hơn (được

tiến hành trong những năm từ 1995 trở lại đây sau khi có công bố về mô hình Ohlson (1995)). Các giả thiết này cho rằng giá chứng khoán trong một thị trường hiệu quả dạng trung bình không phải phản ánh hoàn toàn chính xác giá trị thực của cổ phiếu mà có thêm phần sai số [7].

Các nghiên cứu về EMH dạng trung bình nói lỏng chủ yếu xem xét mối quan hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu. Thị trường hiệu quả dạng trung bình không có nghĩa là tất cả các thông tin trong báo cáo tài chính được công bố của các công ty giải thích được hoàn toàn việc thay đổi giá chứng khoán. Tuy nhiên, mối liên hệ giữa chúng càng chặt thì mức độ hiệu quả của thị trường càng cao.

Bảng 2.2 dưới đây tổng hợp một số kết quả nghiên cứu về mối liên hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu tại một số nước, qua đó có thể so sánh được mức độ hiệu quả của các thị trường. Tất cả các nghiên cứu này các tác giả đã sử dụng mô hình của Ohlson (1995) và sử dụng hệ số xác định bội ( $R^2$ ) của hàm hồi quy tuyến tính của giá cổ phiếu theo các thông tin trong báo cáo tài chính (lợi nhuận thuần trên cổ phiếu, giá trị sổ sách, lợi nhuận thặng dư) để đưa ra kết luận.

Ở Việt Nam, có nghiên cứu của Nguyễn Việt Dũng (2007) phân tích về mối quan hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu, tác giả đã đưa ra kết luận là giữa các nhân tố trên đã có những mối liên hệ, dù rất ít so với các thị trường lân cận của Việt Nam (Tác giả đã sử dụng mô hình Ohlson (1995) – thị trường hiệu quả dạng nói lỏng).

**Bảng 2.2. Mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và thông tin trong báo cáo tài chính tại một số nước**

STT	Tác giả, năm nghiên cứu	Thị trường	Đặc điểm số liệu	Kết luận
1	Collins, Maydew & Weiss (1997)	TTCK Mỹ	Mẫu gồm 115.054 quan sát của lợi nhuận thuần trên cổ phiếu và giá trị cổ phiếu từ 1953 đến 1993	Giải thích 54% độ biến động giá cổ phiếu trên thị trường
2	Chen, Chen & Su (2001)	TTCK Trung Quốc	Mẫu gồm 2.548 quan sát công ty – năm từ 1991-1998 của lợi nhuận, giá trị sổ sách và giá cổ phiếu	Mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và thông tin báo cáo tài chính (lợi nhuận thuần, giá trị sổ sách) có ý nghĩa thống kê.
3	Graham & King (2000)	TTCK các nước Đông Nam Á  Indonesia Malaysia Philippine Thái Lan	3655 quan sát công ty năm từ 1987 đến 1996: Giá cổ phiếu, giá trị sổ sách và lợi nhuận thặng dư	Có mối liên hệ giữa giá cổ phiếu với giá trị sổ sách và lợi nhuận thặng dư  R <sup>2</sup> =30,8% R <sup>2</sup> =27,7% R <sup>2</sup> =68% R <sup>2</sup> =39,7%

*Nguồn: Tác giả tổng hợp từ [7].*

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam đến thời điểm này chưa có công bố nào nghiên cứu về kiểm định EMH dạng trung bình, bởi tập thông tin (như chương 1 đã đề cập) cho việc kiểm định là rất khó có được (thông tin công bố

không đủ tin cậy, các thông tin công bố không được đưa ra đúng thời gian quy định...).

### **2.1.3. Kiểm định thị trường hiệu quả dạng mạnh**

Trên thị trường chứng khoán có 3 nhóm đối tượng có khả năng có được thông tin riêng. Thứ nhất, các nhà lãnh đạo công ty, các cổ đông lớn. Thứ hai, các chuyên gia phân tích chứng khoán với độ nhanh nhạy và am hiểu thị trường và dành tất cả thời gian cho thị trường (họ tiếp xúc với nhiều nhà đầu tư, nhiều công ty). Thứ ba, các nhà quản lý danh mục đầu tư tại các quỹ đầu tư. Cả ba nhóm đối tượng trên giao dịch có khả năng đều dựa trên những thông tin riêng.

Vì vậy việc kiểm định thị trường hiệu quả dạng mạnh thường được tiến hành với các nhóm đối tượng trên để tìm thu nhập bất thường của họ.

Nếu thị trường hiệu quả dạng mạnh thì các đối tượng có thông tin riêng cũng không thể thu được khoản lợi nhuận thặng dư nào nếu so sánh với những chi phí mà họ phải bỏ ra để khai thác nguồn thông tin đó.

Trong thực tiễn, thị trường hiệu quả dạng mạnh là khó xảy ra. Các tác giả đã đưa ra nhiều lập luận cho rằng việc tồn tại EMH dạng mạnh chỉ là trên lý thuyết, tuy vậy cũng còn nhiều tranh cãi giữa các học giả, bởi cũng có kết quả chỉ ra rằng một số tác giả đã tìm ra bằng chứng ủng hộ dạng mạnh của TTHQ. Về cơ bản, các kiểm định dạng mạnh cũng thường chỉ được nghiên cứu đối với các TTCK phát triển và cũng được nghiên cứu khá sớm cùng với việc nghiên cứu về EMH dạng yếu và dạng trung bình. Đối với các nước mới nổi và đang phát triển, mọi nghiên cứu về EMH cũng không dành cho dạng mạnh.

Luận án sẽ giới thiệu một số nghiên cứu điển hình của các tác giả về EMH, qua đó chúng ta sẽ hình dung rõ hơn về các kiểm định được tiến hành về các mốc thời gian, tập thông tin đầu vào và các kết luận được đưa ra.

**Bảng 2.3. Một số nghiên cứu về kiểm định EMH dạng mạnh**

<b>Tác giả , năm nghiên cứu</b>	<b>Tập thông tin đầu vào</b>	<b>Phương pháp luận</b>	<b>Kết luận</b>
Jensen (1969)	115 quỹ đầu tư tại TTCK Mỹ (1955 -1964)	So sánh các khoản thu từ việc đầu tư bất nguồn bởi thông tin riêng với chi phí khai thác thông tin của các quỹ này.	Không có thu nhập bất thường. Như vậy <i>giả thuyết về TTHQ dạng mạnh thỏa mãn</i> .
Jaffe (1974)	Các thành viên trong hội đồng quản trị của 200 công ty lớn tại Mỹ (1962-1968)	Theo dõi động thái của các đối tượng được xem xét về mua vào, bán ra cổ phiếu.	Các nhà lãnh đạo đã mua cổ phiếu trước lúc giá lên và bán ra trước lúc giá xuống (Kiếm lời từ các thông tin nội bộ). Như vậy, <i>thị trường không hiệu quả dạng mạnh</i> .
Henricksson (1984)	116 quỹ tương hỗ hoạt động từ (1968 – 1980) tại Mỹ.	So sánh vị trí đường thu nhập trung bình của các quỹ trên với đường thị trường Sharpe – Linter.	Đường thu nhập đó nằm phía trên đường thị trường. Chứng tỏ, các quỹ đầu tư đã có lợi thế về thông tin để có lợi nhuận vượt trội. Hàm ý <i>EMH không thỏa mãn dạng mạnh</i> .
Brown và Walter (1982)	652 khoản đầu tư cá nhân được tư vấn bởi các chuyên gia phân tích	So sánh thu nhập của các khoản đầu tư đó với thu nhập trung bình của thị trường.	Chiến lược mua bán theo gợi ý tỏ ra đánh bại được thị trường (tính hết cả các chi phí khá cao để trả cho chuyên gia và các điều

	chứng khoán từ 1973 – 1989 tại TTCK Australia		chính rủi ro). Thừa nhận thị trường không hiệu quả dạng mạnh.
Robson (1986)	Hành vi của nhà đầu tư tổ chức (quỹ tương hỗ) tại Australia từ 1969 – 1978	Phân tích chỉ số chiến lược đầu tư của các quỹ đó so với hai chỉ số của thị trường.	<i>Không chấp nhận giả thuyết cho rằng thị trường hiệu quả dạng mạnh.</i>

Qua kết quả của một số nghiên cứu được tóm tắt trong bảng trên ta có thể thấy, lý thuyết về TTHQ dạng mạnh cũng còn chưa ngã ngũ và tồn tại nhiều tranh cãi. Không hẳn mọi nghiên cứu đều cho rằng thị trường không thể hiệu quả ở dạng mạnh, vẫn có các kết luận khẳng định dạng hiệu quả mạnh có thể có ở những khoảng thời gian nào đó.

Mục 2.1 trên đây đã giới thiệu phương pháp chung, tóm lược kết quả nghiên cứu về EMH ở cả ba dạng yếu, trung bình, mạnh, mà chưa trình bày một kiểm định nào. Các nội dung cụ thể sẽ được làm rõ hơn bằng việc đánh giá tính hiệu quả của TTCK Việt Nam qua mục 2.2 tiếp theo.

## **2.2. KIỂM ĐỊNH TÍNH HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Trước khi đi vào các kiểm định cụ thể bằng các mô hình định lượng, luận án sẽ khái quát lại bức tranh toàn cảnh của thị trường chứng khoán Việt Nam từ các chủ thể trên thị trường, đó chính là những người làm nên thị trường, tất cả các hoạt động của họ sẽ ảnh hưởng đến mức độ hiệu quả của thị trường.

## **2.2.1. Khái quát thị trường chứng khoán Việt Nam**

### ***2.2.1.1. Khung pháp lý cho thị trường chứng khoán Việt Nam***

Thực hiện Nghị quyết đại hội Đảng toàn quốc lần thứ 8 về việc phát triển kinh tế hàng hoá nhiều thành phần, theo cơ chế thị trường có sự quản lý của nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa, ngay từ năm 1996 Chính phủ đã chỉ đạo các bộ, ngành liên quan nghiên cứu, xây dựng và phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán, nhằm huy động các nguồn lực tài chính cho đầu tư phát triển, phục vụ chiến lược công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

Từ khi thành lập (năm 2000), Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã phối hợp với các bộ, ngành xây dựng bộ khung pháp lý, chuẩn bị hàng hoá, thành lập các công ty chứng khoán và các điều kiện về cơ sở vật chất, cán bộ cho thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động từ tháng 7/2000.

Khung pháp lý về chứng khoán và hoạt động kinh doanh chứng khoán đã được dần hoàn thiện. Hiện nay chúng ta đã có được một số văn bản pháp lý quan trọng để dẫn dắt thị trường mà cao nhất là Luật Chứng khoán (số 70/2006/QH 11 Quốc hội thông qua ngày 29/6/2006), kèm theo là các nghị định, thông tư hướng dẫn: Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, Nghị định 36/2007/NĐ-CP ngày 08/3/2007 về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán v.v...

Khung pháp lý liên quan đến chất lượng thông tin và ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả hoạt động của thị trường trên phương diện được các cơ quan quản lý quan tâm và không ngừng hoàn thiện nhằm đáp ứng được những đòi hỏi của thực tiễn. Chúng ta có thông tư số 34/2007TT-BTC/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

Đây là một trong những văn bản quan trọng giúp thị trường hoạt động bất chấp tốt với bối cảnh tin đồn và những hành vi thao túng thị trường có nhiều dấu hiệu tinh vi. Tuy vậy thực tiễn cho thấy chúng ta đang rất cần một văn bản mới hơn, đầy đủ và chặt chẽ hơn quy định cho vấn đề công bố thông tin trên thị trường cho các đối tượng.

### **2.2.1.2. Hoạt động của các chủ thể trên thị trường**

Thị trường chứng khoán Việt Nam, như bất kỳ các thị trường chứng khoán khác, tác nhân tham gia thị trường bao gồm: (1) Các tổ chức có liên quan đến chứng khoán, (2) Các tổ chức kinh doanh chứng khoán trên thị trường, (3) Các công ty niêm yết, (4) Nhà đầu tư.

(1) Các tổ chức có liên quan đến chứng khoán

- *Cơ quan quản lý nhà nước (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước)*

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) được thành lập ngày 28/11/1996 theo Nghị định số 75/CP của Chính phủ, là cơ quan thuộc Chính phủ thực hiện chức năng tổ chức và quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Việc thành lập cơ quan quản lý thị trường chứng khoán trước khi thị trường ra đời là bước đi phù hợp với chủ trương xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam, có ý nghĩa quyết định cho sự ra đời của TTCK sau đó hơn 3 năm (20/7/2000).

Khi mới được thành lập, UBCKNN là cơ quan thuộc Chính phủ, là cơ quan cao nhất thực hiện nhiệm vụ quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán nhưng theo Nghị định số 66/2004/NĐ-CP ngày 19/02/2004, UBCKNN là tổ chức thuộc Bộ Tài chính, chịu trách nhiệm trước Bộ trưởng Bộ Tài chính, thực hiện chức năng quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK; trực tiếp quản lý, tổ chức, giám sát hoạt động chứng khoán và TTCK.

Để thực hiện chức năng nhiệm vụ của mình, UBCKNN đã phối hợp và chỉ đạo các đơn vị trực thuộc trong toàn ủy ban: Về quản lý hành chính, ra



văn bản thì có các ban: Phát triển thị trường chứng khoán, Quản lý phát hành chứng khoán, Quản lý kinh doanh chứng khoán,...; về đào tạo, phổ biến kiến thức cho công chúng đầu tư thì có TT Nghiên cứu khoa học và Đào tạo chứng khoán; về quản lý giao dịch và tổ chức thực hiện giao dịch cho toàn thị trường thì có Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và TT. giao dịch chứng khoán Hà Nội.

*- Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE):*

Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh được chuyển từ Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (TTGDCK TP.HCM) ngày 8/8/07 theo quyết định số: 599/QĐ-TTg ngày 11/05/2007 của Thủ tướng Chính phủ. TT GDCK TP. HCM được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/07/1998 và chính thức đi vào hoạt động thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/7/2000 đã đánh dấu một sự kiện quan trọng trong đời sống kinh tế- xã hội của đất nước.

Thực tiễn hoạt động của Trung tâm qua những năm đầu là rất hiệu quả, phù hợp với mô hình thị trường khi mới thành lập. Tuy nhiên, do yêu cầu tất yếu của việc phát triển thị trường chứng khoán trong bối cảnh đất nước có nhiều thay đổi tích cực, mô hình thị trường chứng khoán với trung tâm giao dịch không phù hợp nữa và TTGDCK TP. HCM chính thức được đổi tên thành Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Sự kiện trên lại đánh dấu một bước chuyển mình của thị trường chứng khoán Việt Nam, bởi không đơn thuần chỉ là việc đổi tên, Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh đã có những bước chuẩn bị cần thiết để xứng tầm là một sở giao dịch, sở được tự chủ hơn trong các quyết định của mình. Sở không còn là đơn vị sự nghiệp có thu thuộc Ủy ban chứng khoán nhà nước nữa mà là công ty trách nhiệm hữu hạn nhà nước một thành viên.

Đối với hoạt động giao dịch, SGDCK TP.HCM đã thực hiện giao dịch khớp lệnh liên tục từ ngày 30/07/2007 và từng bước triển khai giao dịch nhập lệnh từ xa để đáp ứng với tình hình thị trường đang phát triển.

Dưới đây là tóm tắt một số dữ liệu liên quan đến chứng khoán niêm yết tại HoSE tính đến 6/2009:

**Bảng 2.4. Chứng khoán niêm yết tại HoSE**

Cập nhật: ngày 9/6/2009

	Số lượng mã chứng khoán	Tổng khối lượng niêm yết	Tổng giá trị niêm yết (VND)
Toàn thị trường	325	6,628,515,039	88,012,381,140,000
Cổ phiếu	171	6,135,045,834	61,350,458,340,000
Chứng chỉ quỹ	4	252,055,530	2,520,555,300,000
Trái phiếu	150	241,413,675	24,141,367,500,000
<b>Ngày mở cửa sàn: 28/07/2000 Số ngày giao dịch: 2049</b>			

*Nguồn: VCBS*

*- Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX)*

Ngày 8.3.2005 TTGDCK Hà Nội chính thức khai trương hoạt động, đánh dấu một bước phát triển mới của thị trường chứng khoán Việt Nam. Lúc bắt đầu thành lập, nhiệm vụ của TTGDCK Hà Nội là sàn giao dịch được gọi là đăng ký niêm yết dành cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, tuân theo một số tiêu chí nhất định. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển chung của thị trường chứng khoán Việt Nam, HASTC cũng đã có bước phát triển rất nhanh, và đã có rất nhiều công ty lớn tham gia niêm yết và giao dịch. Hiện nay HaSTC được chuyển đổi thành HNX, tức Trung tâm GDCK được chuyển thành Sở GDCK Hà Nội Dưới đây là những dữ liệu tóm tắt về các chứng khoán được niêm yết trên HASTC tính đến 6/2009:

**Bảng 2.5. Chứng khoán niêm yết tại HASTC**

Cập nhật: ngày 9/6/2009

	<b>Số lượng mã chứng khoán</b>	<b>Tổng khối lượng niêm yết</b>	<b>Tổng giá trị niêm yết (VND)</b>
Toàn thị trường	755	4,258,547,000	196,687,428,730,000
Cổ phiếu	192	2,546,302,713	25,463,027,130,000
Chứng chỉ quỹ	0	0	0
Trái phiếu	563	1,712,244,016	171,224,401,600,000
<b>Ngày mở cửa sàn: 08/03/2005 Số ngày giao dịch: 885</b>			

*Nguồn: VCBS***(2) Các tổ chức kinh doanh chứng khoán trên TTCK Việt Nam**

Thị trường chứng khoán phát triển như hiện nay có sự đóng góp đáng kể của các tổ chức trung gian, đó là các công ty chứng khoán và các ngân hàng thương mại.

*a. Các công ty chứng khoán*

Lúc mới đi vào mở cửa thị trường mới chỉ có hai công ty chứng khoán, sau hơn tám năm trên thị trường chứng khoán Việt Nam số lượng công ty được cấp giấy phép hoạt động đã tăng lên đáng kể (95 công ty). Hiện nay tổng cộng vốn điều lệ của các công ty chứng khoán chính thức đi vào hoạt động đã tới 20.770 tỷ đồng.

Chính các công ty chứng khoán cũng góp phần làm cho thị trường phát triển qua việc họ đã nâng cấp, đầu tư công nghệ để đáp ứng việc đặt lệnh và nhận thông tin của người đầu tư.

*b. Các ngân hàng thương mại*

Tại một số nước, các ngân hàng thương mại có thể sử dụng vốn tự có để tăng và đa dạng hóa lợi nhuận thông qua đầu tư vào các chứng khoán. Tuy nhiên các ngân hàng chỉ được đầu tư vào chứng khoán trong những giới hạn

nhất định để bảo vệ ngân hàng trước những biến động của giá chứng khoán. Đối với Việt Nam, các ngân hàng thương mại chủ yếu hoạt động trên thị trường tiền tệ, một số ngân hàng thành lập các công ty con độc lập để kinh doanh chứng khoán và bảo lãnh phát hành, như Ngân hàng Đầu tư và phát triển, Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn, Ngân hàng Ngoại thương,... đều có các công ty chứng khoán của riêng mình.

### (3) Các công ty niêm yết

Trong các chủ thể trên thị trường chứng khoán, các công ty niêm yết đứng về phía bên cung chứng khoán. Trên thị trường chính thức, các công ty niêm yết của Việt Nam đều là các công ty có tiềm lực, đa số làm ăn có lãi. Lúc mới mở cửa thị trường chỉ có một số rất ít công ty (mới có hai mã cổ phiếu REE và SAM), nhưng qua hàng năm số lượng các công ty đã tăng lên đáng kể, bắt đầu từ năm 2006.

**Bảng 2. 6. Số lượng các công ty niêm yết hàng năm**

Năm	Tại HOSE		Tại HASTC	
	Số lượng công ty niêm yết mới	Tổng số công ty niêm yết	Số lượng công ty niêm yết mới	Tổng số công ty niêm yết
2000	4	4	0	0
2001	6	10	0	0
2002	10	20	0	0
2003	2	22	0	0
2004	5	27	0	0
2005	6	33	9	9
2006	75	108	78	87
2007	33	141	25	112
2008	36	177	61	173
2009 (tính đến 6/09)	5	181	4	177

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

Theo đánh giá chung thì hầu hết các doanh nghiệp đều đạt được các chỉ tiêu tài chính rất tốt. Tuy vậy, còn rất nhiều điều đáng phải lưu tâm về các công ty này, đặc biệt về hoạt động phát hành thêm cổ phần và vấn đề công bố thông tin trên thị trường (điều này ảnh hưởng rất nhiều đến tính hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin).

#### (4) Nhà đầu tư

Thành tố quan trọng nhất trên thị trường chứng khoán là người đầu tư. Sự gia tăng nhanh chóng lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường cùng với sự ra đời của hàng loạt các công ty chứng khoán mang đến những dịch vụ tiện ích đã thu hút được một số lượng lớn các nhà đầu tư cá nhân, tổ chức trong và ngoài nước.

Hiện nay đối với người đầu tư cá nhân, toàn thị trường đã có hơn 400.000 tài khoản giao dịch mở tại các công ty chứng khoán, trong đó của các cá nhân nước ngoài là 7.400. Bên cạnh đó thị trường cũng nhận được sự quan tâm đặc biệt của các nhà đầu tư tổ chức của không những trong nước mà còn cả trong khu vực và trên thế giới như JP Morgan, Merrill Lynch, Citigroup. Hiện số tài khoản của các tổ chức nước ngoài là đã là 500 tài khoản.

Nếu như khi thị trường mới mở cửa, người đầu tư cá nhân tham gia đầu tiên hầu như chỉ mang tính hiếu kỳ, họ chưa kỳ vọng nhiều vào việc hưởng lợi từ chứng khoán thì nay càng ngày người đầu tư càng tỏ ra chuyên nghiệp hơn nhiều. Họ đã tiếp cận với các luồng thông tin khác nhau, chọn lọc, biết sử dụng phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật...

#### ***2.2.1.3. Tóm tắt một số kết quả đã đạt được của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian vừa qua***

Như phân trên đã khái quát lại mô hình hoạt động cơ bản của thị trường chứng khoán Việt Nam. Qua hơn tám năm hoạt động, tuy thị trường còn nhiều thăng trầm, nhưng nhìn tổng thể cơ cấu thị trường, văn bản luật pháp,

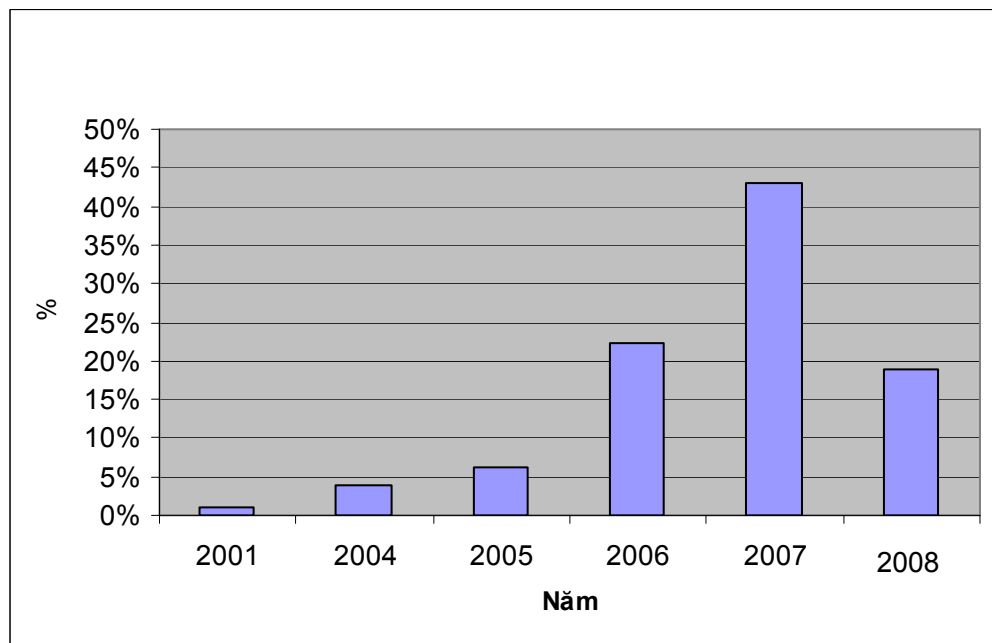
hệ thống giao dịch,... dần được hoàn thiện và đã có được những kết quả đáng kể. Cụ thể là TTCK đã thể hiện được vai trò của mình với hai chức năng cơ bản:

Thứ nhất, chức năng huy động vốn trong việc thu hút lượng lớn tiền từ các bộ phận dân cư. Tỷ trọng vốn hoá thị trường so với GDP cao dần. Nếu như trong năm đầu tiên thị trường mở cửa vốn hoá thị trường chỉ bằng 1% GDP - một con số thể hiện rằng thị trường chứng khoán chỉ là sự tập dượt, thì vào năm 2007 – năm thị trường phát triển bùng nổ thì con số này đã là 43%, đó là kết quả rất ấn tượng. Tuy vậy, mức vốn hoá thị trường cũng giảm đáng kể sau khi thị trường bị giảm sút do các tác động của khủng hoảng kinh tế thời gian gần đây.

**Bảng 2.7. Vốn hoá thị trường so với GDP**

Năm	2001	2004	2005	2006	2007	Năm 2008
Tỷ trọng	1%	3.80%	6.10%	22.40%	43%	19%

Có thể mô tả bảng số liệu trên qua sơ đồ 2.2:



**Sơ đồ 2.2. So sánh mức vốn hoá với GDP**

Kết quả trên có được thể hiện sức mạnh huy động vốn rất hiệu quả của thị trường chứng khoán, mọi doanh nghiệp giờ đã có thể có được vốn kinh doanh thông qua nguồn cung ổn định và dài hạn - điều mà trước đây các doanh nghiệp không dễ dàng có được (chủ yếu qua thị trường tiền tệ với các kỳ hạn ngắn).

Thứ hai, thị trường đã tạo ra được tính thanh khoản cao. Ta có thể thấy giá trị giao dịch hàng ngày qua hai sàn Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh đã có những kết quả rất tốt. Có ngày cao đã lên tới hơn 5000 tỷ đồng, chính điều này là cơ sở để cho thị trường sơ cấp phát triển.

Thứ ba, rất quan trọng, là trước đây chưa có thị trường chứng khoán, hoạt động của hầu hết các doanh nghiệp có hạn chế lớn là không công khai, minh bạch; quản trị doanh nghiệp hầu hết đều yếu kém. Nhưng khi có thị trường, tham gia thị trường đòi hỏi phải công khai, minh bạch; có kiểm toán độc lập, có thị trường và nhà đầu tư theo dõi, phải công bố thông tin đầy đủ, từ đó gây sức ép thay đổi ở đội ngũ lãnh đạo doanh nghiệp.

Thứ tư là thị trường chứng khoán đã tạo một kênh hiệu quả trong việc thu hút nguồn vốn đầu tư gián tiếp từ nước ngoài vào. Bên cạnh nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thì nguồn vốn gián tiếp cũng đang ngày một tăng. Khả năng tạo và hút nguồn vốn này sẽ hỗ trợ cho việc cung vốn trong nước, tạo điều kiện tài trợ cho các mục tiêu phát triển của doanh nghiệp.

Thứ năm là tác động tích cực tới quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Thông qua thị trường này, các công ty chứng khoán, tổ chức tư vấn cổ phần hóa đẩy mạnh tiến trình chung; nhiều doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa và bán cổ phiếu ra công chúng, lên sàn niêm yết. Giá trị này góp phần thúc đẩy mục tiêu đến năm 2010 cơ bản hoàn thành kế hoạch cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước.

Thứ sáu, sự phát triển của TTCK góp phần thúc đẩy các doanh nghiệp, nền kinh tế Việt Nam hội nhập nhanh hơn với thế giới.

Sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài, sự hợp tác của các doanh nghiệp niêm yết, công ty đại chúng với các đối tác nước ngoài không chỉ tạo sự hội nhập về nguồn vốn mà còn là kinh nghiệm quản lý, ở khả năng phát triển công nghệ, con người... Những điều đó cũng thể hiện ở một góc độ hội nhập của nền kinh tế nói chung.

Tuy vậy, thị trường cũng cho thấy còn có một số tồn tại sau:

- Khung pháp lý về thị trường chứng khoán chưa hoàn chỉnh. Mặc dù chúng ta đã có Luật chứng khoán (có hiệu lực từ 1/1/2007) nhưng chưa đẩy mạnh triển khai thực thi Luật thông qua việc ban hành các văn bản hướng dẫn (Nghị định, Quyết định, Thông tư hướng dẫn và các quy trình nghiệp vụ); Chưa kịp thời bổ sung, sửa đổi đáp ứng nhu cầu phát triển, quản lý giám sát thị trường (Quy chế quản lý, giám sát nhà đầu tư nước ngoài); Chưa hoàn thiện các quy định về thuế, phí, lệ phí và ngoại hối để khuyến khích thị trường phát triển và kiểm soát được dòng vốn đầu tư trên TTCK; Chưa xây dựng cơ chế phối hợp giữa Bộ TC và NHNN trong việc trao đổi, cung cấp thông tin và giám sát, kiểm soát các rủi ro trên thị trường tiền tệ và TTCK; Chưa xây dựng Thông tư liên tịch giữa Bộ Tài chính và Bộ Công an trong việc phối hợp xử lý các vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK.

- TTCK niêm yết có quy mô chỉ bằng khoảng 10% so với thị trường chưa niêm yết, trong khi thị trường cho cổ phiếu chưa niêm yết chưa được quản lý, vẫn đang hoạt động theo kiểu tự phát, nên tính bền vững chung của TTCK Việt Nam là không cao;

- Quy mô TTCK Việt Nam tuy có sự tăng mạnh, nhưng xét về con số tuyệt đối thì còn nhỏ. Tại nhiều TTCK lân cận, tổng giá trị vốn hoá thị trường của họ lớn gấp hàng chục đến hàng trăm lần Việt Nam, như TTCK Hàn Quốc



(tổng giá trị vốn hoá 787 tỷ USD); TTCK Hồng Kông (1.465 tỷ USD); TTCK Singapore (335 tỷ USD)...

- Nguồn nhân lực cho ngành chứng khoán vừa thiếu, vừa yếu, nhất là khi số lượng CTCK đang ngày một lớn như hiện nay. Sự giành giật nhân viên có chứng chỉ hành nghề và hiện tượng nhiều công ty chứng khoán mới liên tục đổi “chủ” đã thể hiện sự mất ổn định về nhân sự chủ chốt tại khối các công ty này.

- Công tác đào tạo đã được cởi mở một phần, nhưng thế độc quyền về tổ chức thi lấy chứng chỉ vẫn do một đơn vị giữ. Dư luận đã không thiếu lời phàn nàn về nút thắt của nguồn cung chứng chỉ và đằng sau nó là những vấn đề về môi trường đào tạo, đạo đức người hành nghề... Sự ra đời ồ ạt của nhiều công ty chứng khoán mới cũng đồng thời sinh ra hàng loạt chiêu cạnh tranh không lành mạnh; nguyên tắc công bằng về quyền lợi giữa các nhà đầu tư bị xâm phạm khi cơ quan quản lý không thể kiểm soát được thứ tự nhập lệnh; DN niêm yết tuy thuộc hàng ngũ tiên tiến trong quản trị, nhưng vẫn không thiếu công ty xử ép với cổ đông nhỏ, vi phạm Luật Doanh nghiệp mà không bị xử lý.

Như vậy, luận án đã phân tích một cách khái quát hoạt động của các chủ thể trên thị trường chứng khoán (bao gồm các tổ chức liên quan đến chứng khoán, các tổ chức kinh doanh chứng khoán, các công ty niêm yết và nhà đầu tư) để thấy được phần nào thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm vừa qua.

### **2.2.2. Kiểm định thị trường chứng khoán Việt Nam theo cách tiếp cận của EMH**

Thị trường chứng khoán Việt Nam hoạt động trong vòng gần một thập kỷ qua trong những điều kiện chung về một nền kinh tế đang phát triển, nền tài chính còn rất nhiều những vướng mắc bất cập về vấn đề minh bạch, về

công khai thông tin. Vì vậy trong [21], Mobarek (2000), Basdevant, Kvedras (2000), Cosma (2000) cho rằng đối với những thị trường chứng khoán mới nổi và mới hoạt động như vậy thì thông thường là không hiệu quả hoặc hiệu quả dạng yếu. Luận án sẽ dành nghiên cứu cho dạng hiệu quả yếu và dạng hiệu quả trung bình. Còn đối với dạng mạnh, do ý nghĩa thực tiễn là không nhiều và cơ sở để có được số liệu và thực tế là không có ở Việt Nam nên thị trường hiệu quả dạng mạnh sẽ không được kiểm định trong nghiên cứu này.

### ***2.2.2.1. Kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu***

Theo các phân tích định tính ở phần trên và cơ sở lý luận trong chương 1 luận án ta thấy thị trường chứng khoán Việt Nam thiếu các điều kiện cần thiết để đạt hiệu quả ở dạng yếu. Tuy vậy, trong phần này, bằng các số liệu thực tế, luận án sẽ kiểm định xem liệu thị trường chứng khoán Việt Nam có đạt hiệu quả dạng yếu hay không.

*Một số lưu ý về số liệu và phương pháp khi kiểm định:*

Thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm hai trung tâm giao dịch lớn là Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, hai trung tâm này lại không cùng hoạt động trong một khoảng thời gian giống nhau. Để có thể đánh giá toàn bộ thị trường, luận án đã đặt ra hướng nghiên cứu sao cho có được kết luận chính xác nhất về không gian và thời gian. Cụ thể:

- Kiểm định dựa trên số liệu của HoSE trong cả giai đoạn từ khi mở cửa đến nay, đồng thời chia ra các thời kỳ khi chưa có HASTC và thời kỳ khi đã có HASTC đến nay.

- Kiểm định dựa trên số liệu của HASTC kể từ khi được chính thức hoạt động đến nay (4/2009).

- Phương pháp kiểm định phải được kết hợp bởi cả các phương pháp phi tham số cũng như tham số (có các kết luận từ nhiều phía).

### a. Kiểm định phi tham số

Luận văn sẽ sử dụng ba phương pháp kiểm định phi tham số: (1) kiểm định tính chuẩn, (2) kiểm định tính dừng và (3) kiểm định bằng đoạn mạch để xác định xem biến quan sát được xem xét có tuân theo bước ngẫu nhiên, hay thị trường có đạt hiệu quả dạng yếu hay không.

#### *Số liệu:*

- Biến quan sát: Đối với kiểm định tính dừng và tính chuẩn, biến quan sát là biến lợi suất theo ngày của bốn chuỗi số liệu.

$$r_t = \frac{PI_t - PI_{t-1}}{PI_{t-1}} = \frac{PI_t}{PI_{t-1}} - 1 \cong \ln \frac{PI_t}{PI_{t-1}},$$

với  $PI_t$ ,  $PI_{t-1}$  là chỉ số giá của 4 chuỗi

trương ứng của ngày  $t$  và ngày  $t-1$ . Đối với kiểm định đoạn mạch, biến quan sát là chính các chuỗi chỉ số VNindex trong các giai đoạn và HaSTC index trong cả thời kỳ.

+ Chuỗi VN – Index (Khoảng thời gian lấy mẫu: từ 28/7/2000 đến 8/4/2009): Xét trong cả giai đoạn từ khi thị trường mở cửa đến nay.

+ Chuỗi VN – Index 1 (từ 28/7/2000 đến 13/7/2005): Giai đoạn HaSTC chưa đi vào hoạt động.

+ Chuỗi VN – Index 2 (từ 14/7/2005 đến 8/4/2009): Giai đoạn cùng quan sát với HaSTC.

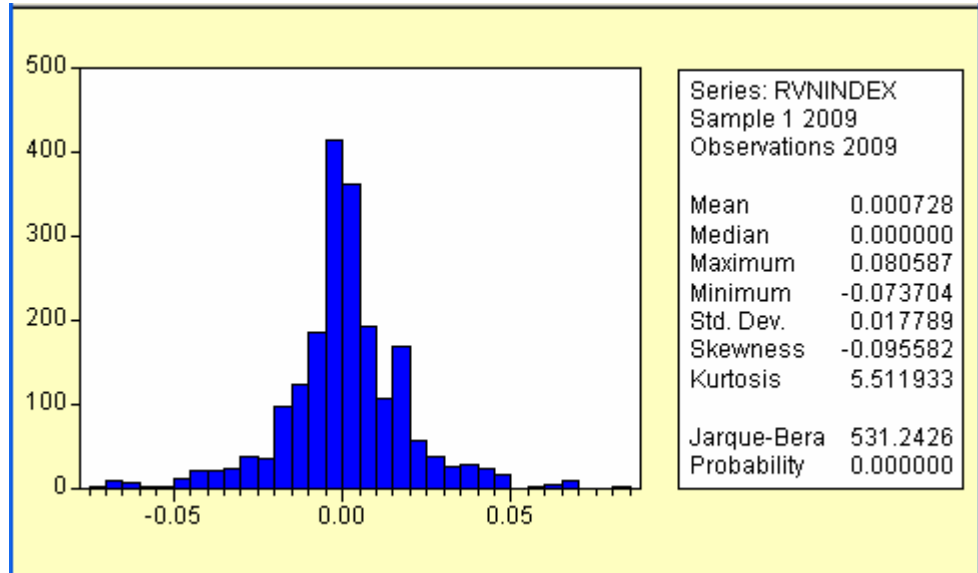
+ Chuỗi HaSTC index (từ 14/7/2005 đến 8/4/2009).

#### *1. Kiểm định tính chuẩn:*

Theo Fisher và Jordan (1991) được đề cập trong [26] thì nếu một chuỗi tuân theo bước ngẫu nhiên thì nó sẽ phải tuân theo quy luật phân bố chuẩn. Vì vậy, ta sẽ kiểm định tính chuẩn của chuỗi lợi suất để từ đó cũng có thể rút ra kết luận chuỗi đó có tuân theo bước ngẫu nhiên hay không? Để kiểm định tính phân bố chuẩn của chuỗi lợi suất ta có thể sử dụng kiểm định Jacque – Bera.

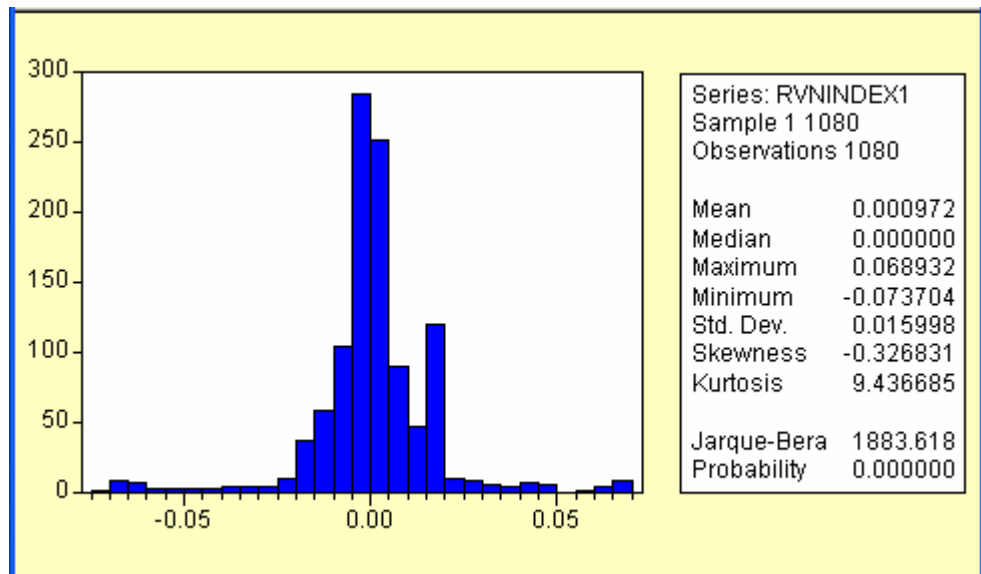
Ta lần lượt đi kiểm định từng chuỗi như dưới đây

• **Chuỗi VN Index**



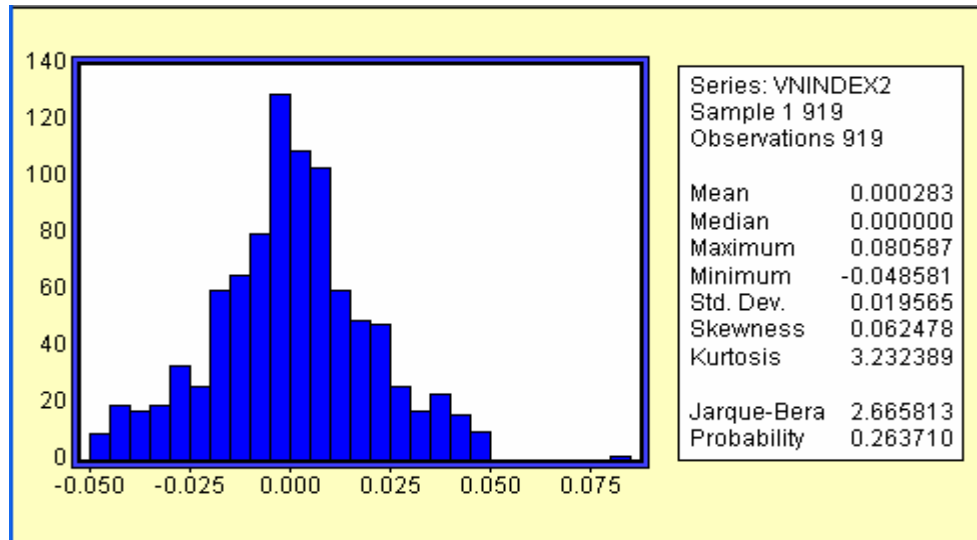
Do giá trị  $P - \text{value} = 0 < 0.05$  nên có thể kết luận rằng chuỗi lợi suất của VN-Index không tuân theo quy luật phân bố chuẩn. Chính vì thế, nó không phải là một bước ngẫu nhiên.

• **Chuỗi VN Index 1 (Chưa có HaSTC)**



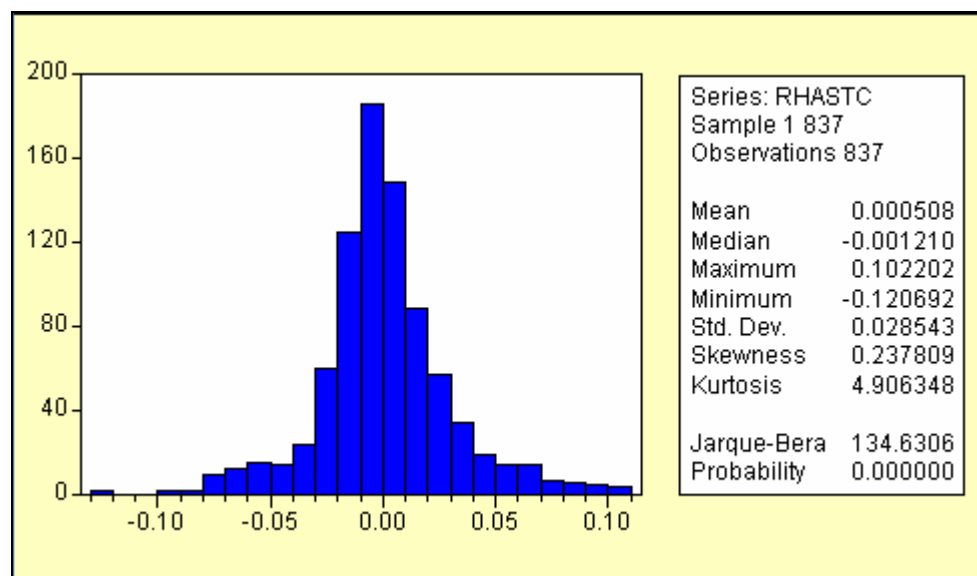
Kết quả từ kiểm định Jarque – Bera cũng cho thấy chuỗi này không tuân theo quy luật phân bố chuẩn (do P-value = 0 < 0.05)

• **Chuỗi VN Index 2 (Có HaSTC)**



Từ bảng kết quả của kiểm định Jarque – Bera ta thấy giá trị P-value = 0.2637 nên có thể kết luận rằng chuỗi lợi suất của VN-Index trong giai đoạn từ 14/7/2005 đến hiện nay (giai đoạn hoạt động cùng HaSTC) tuân theo quy luật phân bố chuẩn. Do đó, nó là một bước ngẫu nhiên.

• **Chuỗi HaSTC index**



Chuỗi không tuân theo quy luật phân bố chuẩn (do  $P - \text{value} < 0.05$ ).  
 Vì thế nó cũng không phải là một bước ngẫu nhiên.

Tổng kết lại ta có bảng kết quả sau về hiệu quả dạng yếu của thị trường

<b>Thị trường</b>	<b>Tuân theo phân bố chuẩn</b>	<b>Đạt hiệu quả dạng yếu</b>
Tại HASTC	Không	Không
Tại HoSE trước 14/7/2005	Không	Không
Tại HoSE sau 14/7/2005	Có	Có
Tại HoSE từ 7/2000 đến nay	Không	Không

Như vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam nếu chia theo các giai đoạn nhỏ, cũng như chia theo không gian để kiểm định tính chuẩn thì các kết quả đều cho thấy rằng toàn thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu. Trên Sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh – nơi đã đi vào hoạt động được gần một thập kỷ, kết quả cho thấy bước phát triển đáng kể về tính hiệu quả của thị trường, trong giai đoạn 1 khi chưa có sự xuất hiện của TTGDCK Hà Nội thì thị trường vẫn không đạt hiệu quả dạng yếu, nhưng trong giai đoạn sau (giai đoạn hoạt động song hành với TT GDCK Hà Nội) thì thị trường đã đạt được tính hiệu quả dạng yếu. Còn đối với TT GDCK Hà Nội – một thị trường còn rất non trẻ, các kết quả đã chỉ ra rằng thị trường chắc hẳn có vấn đề gì đó khiến nó không tuân theo dạng hiệu quả yếu. Tức là người tham gia thị trường có thể dựa vào những số liệu trong quá khứ để có những dự đoán cho tương lai, chuỗi số liệu là không ngẫu nhiên và có thể có bộ phận nào đó đủ mạnh để thao túng thị trường.

Để có những kết quả đáng tin cậy hơn, ta có thể dùng một số kiểm định khác để kiểm tra tính hiệu quả yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. Kiểm định tính dừng

Mẫu số liệu được chọn tương tự được lấy theo thị trường và thời gian, luận án sẽ xem xét tính ngẫu nhiên của các chuỗi lợi suất thông qua việc kiểm định tính dừng tương ứng.

### + Chuỗi lợi suất của VNIndex (RVNIndex)

ADF Test Statistic	-15.45115	1% Critical Value*	-3.4366
		5% Critical Value	-2.8635
		10% Critical Value	-2.5678

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RVNINDEX)

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 12:34

Sample(adjusted): 6 2009

Included observations: 2004 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RVNINDEX(-1)	-0.553082	0.035795	-15.45115	0.0000
D(RVNINDEX(-1))	-0.080216	0.034430	-2.329868	0.0199
D(RVNINDEX(-2))	-0.157694	0.030511	-5.168353	0.0000
D(RVNINDEX(-3))	-0.164183	0.026255	-6.253351	0.0000
D(RVNINDEX(-4))	-0.082287	0.022377	-3.677357	0.0002
C	0.000375	0.000369	1.018065	0.0088
R-squared	0.342216	Mean dependent var	-2.12E-05	
Adjusted R-squared	0.340570	S.D. dependent var	0.020283	
S.E. of regression	0.016471	Akaike info criterion	-5.371472	
Sum squared resid	0.542029	Schwarz criterion	-5.354696	
Log likelihood	5388.214	F-statistic	207.8944	
Durbin-Watson stat	2.006260	Prob(F-statistic)	0.000000	

Chuỗi trên là chuỗi dừng, bởi vì

$$|\tau_{qs}| = |-15.45115| > |\tau_{1\%}| = 3.4455$$

## + Chuỗi RVNIndex 1 (chưa có HaSTC)

ADF Test Statistic	-10.98445	1% Critical Value*	-2.5676
		5% Critical Value	-1.9397
		10% Critical Value	-1.6158

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

## Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RVNINDEX1)

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 12:47

Sample(adjusted): 6 1080

Included observations: 1075 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RVNINDEX1(-1)	-0.491156	0.044714	-10.98445	0.0000
D(RVNINDEX1(-1))	-0.035267	0.043732	-0.806448	0.1202
D(RVNINDEX1(-2))	-0.148301	0.038839	-3.818398	0.0001
D(RVNINDEX1(-3))	-0.170725	0.033925	-5.032385	0.0000
D(RVNINDEX1(-4))	-0.105317	0.030364	-3.468517	0.0005
R-squared	0.311736	Mean dependent var	-1.89E-05	
Adjusted R-squared	0.309163	S.D. dependent var	0.017058	
S.E. of regression	0.014178	Akaike info criterion	-5.669562	
Sum squared resid	0.215097	Schwarz criterion	-5.646398	
Log likelihood	3052.389	Durbin-Watson stat	2.027385	

Chuỗi trên là chuỗi dừng, bởi vì

$$|\tau_{qs}| = |-10.98445| > |\tau_{1\%}| = 2.5676$$



## + Chuỗi RVNIndex2 (có HaSTC)

ADF Test Statistic	-10.52532	1% Critical Value*	-2.5680
		5% Critical Value	-1.9397
		10% Critical Value	-1.6158

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VNINDEX2)

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 12:37

Sample(adjusted): 6 919

Included observations: 914 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VNINDEX2(-1)	-0.592124	0.056257	-10.52532	0.0000
D(VNINDEX2(-1))	-0.121397	0.053603	-2.264737	0.0238
D(VNINDEX2(-2))	-0.181810	0.047574	-3.821623	0.0001
D(VNINDEX2(-3))	-0.168267	0.040417	-4.163267	0.0000
D(VNINDEX2(-4))	-0.064505	0.033369	-1.933088	0.0535
R-squared	0.373198	Mean dependent var	5.03E-05	
Adjusted R-squared	0.370440	S.D. dependent var	0.023492	
S.E. of regression	0.018639	Akaike info criterion	-5.121621	
Sum squared resid	0.315812	Schwarz criterion	-5.095265	
Log likelihood	2345.581	Durbin-Watson stat	1.992725	

Chuỗi trên là chuỗi dừng, bởi vì

$$|\tau_{qs}| = |-10.52532| > |\tau_{1\%}| = 2.5680$$

## + Chuỗi RHaSTC

ADF Test Statistic	-12.31390	1% Critical Value*	-2.5682
		5% Critical Value	-1.9398
		10% Critical Value	-1.6158

\*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

## Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RHASTC)

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 12:46

Sample(adjusted): 5 837

Included observations: 833 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RHASTC(-1)	-0.728628	0.059171	-12.31390	0.0000
D(RHASTC(-1))	-0.067174	0.053062	-1.265966	0.1059
D(RHASTC(-2))	-0.109867	0.044402	-2.474347	0.0135
D(RHASTC(-3))	-0.081672	0.034766	-2.349190	0.0190
R-squared	0.405678	Mean dependent var	-4.47E-05	
Adjusted R-squared	0.403528	S.D. dependent var	0.036143	
S.E. of regression	0.027914	Akaike info criterion	-4.314614	
Sum squared resid	0.645932	Schwarz criterion	-4.291925	
Log likelihood	1801.037	Durbin-Watson stat	1.999552	

Chuỗi trên là chuỗi dừng, bởi vì

$$|\tau_{qs}| = |-12.31390| > |\tau_{1\%}| = 2.5682$$

Tổng kết lại ta được:

Thị trường	Có tính dừng	Tuân theo bước ngẫu nhiên	Đạt hiệu quả dạng yếu
Tại HASTC	Có	Không	Không
Tại HoSE trước 14/7/2005	Có	Không	Không
Tại HoSE sau 14/7/2005	Có	Không	Không
Tại HoSE từ 7/2000 đến nay	Có	Không	Không

Như vậy, theo tiêu chuẩn này ta lại thấy rằng TTCK VN nếu xét theo các thời kỳ khác nhau và với cả HoSE cũng như HASTC đều có thể có được kết luận là chưa thể đạt hiệu quả dạng yếu.

### 3. Kiểm định đoạn mạch (Run test)

Kiểm định đoạn mạch (Kiểm định chuỗi) cũng là phương pháp hay được sử dụng để kiểm tra sự ngẫu nhiên của chuỗi số liệu. Giả thuyết được đặt ra ở đây là nếu chuỗi được xét là ngẫu nhiên, nó sẽ tuân theo mô hình bước ngẫu nhiên và thị trường bao gồm chuỗi số liệu đó sẽ đạt hiệu quả dạng yếu; nếu không thì có kết luận thị trường chưa đạt hiệu quả.

Tiến hành kiểm định đoạn mạch chuỗi chỉ số chứng khoán đối với cả các thị trường HASTC và HoSE (HoSE – VN index cả giai đoạn từ khi mở cửa đến nay (Vnindex chung) , giai đoạn khi chưa có HASTC (Vnindex 1) và giai đoạn từ khi có HASTC đến nay (VN index 2).

Áp dụng quy trình kiểm định trong [6] ta có kết quả tính toán như sau:

**Bảng 2.8. Kết quả kiểm định tính ngẫu nhiên các chỉ số của thị trường**

	Chuỗi HASTC index	Chuỗi VNindex chung	Chuỗi VN index 1	Chuỗi VN index 2
Trung vị	254,47	249,5	231,55	833.84
Tổng số đoạn mạch (R)	14	27	17	8
Số quan sát	519	1810	1292	516
Giá trị Z	-21,66	-41,28	-35,07	-14,82
$Z_{0.025} = 1,96$	$ Z  > Z_{0.025}$	$ Z  > Z_{0.025}$	$ Z  > Z_{0.025}$	$ Z  > Z_{0.025}$
Kết luận (với mức ý nghĩa 5%)	Chuỗi không ngẫu nhiên	Chuỗi không ngẫu nhiên	Chuỗi không ngẫu nhiên	Chuỗi không ngẫu nhiên
Đạt hiệu quả dạng yếu	Không	Không	Không	Không

Từ bảng trên có kết luận là bác bỏ giả thuyết chuỗi là ngẫu nhiên, chấp nhận đối thuyết thị trường chưa hiệu quả. Cụ thể, thị trường chứng khoán Việt Nam (cả Sở GD CKTP Hồ Chí Minh đối với các giai đoạn, cả TTGD CK Hà Nội) không đạt hiệu quả dạng yếu. Kết quả này cũng phù hợp với hai phương pháp kiểm định phi tham số đã xét trước đó.

#### b. Kiểm định tham số

Trong phương pháp kiểm định này, luận án sẽ dùng 2 phép kiểm định tham số, đó là 1) kiểm định tự tương quan, và 2) kiểm định bằng sử dụng mô hình hồi quy.

##### 1. Kiểm định tự tương quan

Kiểm định tự tương quan là một phép đo lường tin cậy xem xét tính độc lập hay phụ thuộc của các biến ngẫu nhiên trong một chuỗi số liệu. Nó tính toán hệ số tương quan giữa các trễ trong giai đoạn trước so với thời kỳ hiện tại, trễ được xét tới là 30.

Trong đó, hệ số tự tương quan được xác định bởi công thức sau:

$$\rho_k = \frac{\text{cov}(r_t, r_{t-k})}{\sigma^2}$$

Với các chuỗi số liệu tương ứng, sử dụng phần mềm EVIEWS để tính toán ta có bảng kết quả hệ số tự tương quan của các chuỗi như bảng 2.9 và 2.10:

**Bảng 2.9. Hệ số tự tương quan đối với chuỗi VN Index các giai đoạn**

Trễ	$\rho$ VNIndex	Thống kê Q	P - Value	$\rho$ VNIndex1	Thống kê Q	P - Value	$\rho$ VNIndex2	Thống kê Q	P - Value
1	0.349	245.24	0.000	0.435	191.40	0.000	0.286	74.840	0.000
2	0.056	251.52	0.000	0.090	199.62	0.000	0.031	75.704	0.000
3	0.022	252.51	0.000	0.008	199.68	0.000	0.043	77.409	0.000
4	0.115	279.28	0.000	0.095	208.77	0.000	0.136	94.520	0.000
5	0.150	324.47	0.000	0.174	239.50	0.000	0.124	108.68	0.000
6	0.122	354.66	0.000	0.221	289.33	0.000	0.034	109.74	0.000
7	0.055	360.71	0.000	0.099	299.21	0.000	0.016	109.97	0.000
8	0.039	363.84	0.000	0.052	301.97	0.000	0.034	111.07	0.000
9	0.063	371.78	0.000	0.106	313.34	0.000	0.034	112.13	0.000
10	0.073	382.59	0.000	0.123	328.77	0.000	0.031	113.04	0.000
11	0.066	391.33	0.000	0.125	344.80	0.000	0.017	113.31	0.000
12	0.037	394.05	0.000	-0.004	344.81	0.000	0.064	117.07	0.000
13	0.046	398.36	0.000	-0.017	345.13	0.000	0.095	125.46	0.000
14	0.083	412.44	0.000	0.127	361.57	0.000	0.052	128.00	0.000
15	0.088	428.09	0.000	0.197	401.39	0.000	0.000	128.00	0.000
16	0.068	437.38	0.000	0.139	421.13	0.000	0.017	128.28	0.000
17	0.042	440.99	0.000	0.049	423.59	0.000	0.039	129.70	0.000
18	0.053	446.59	0.000	0.010	423.70	0.000	0.088	136.93	0.000
19	0.057	453.08	0.000	0.062	427.66	0.000	0.042	138.56	0.000
20	0.057	459.74	0.000	0.091	436.26	0.000	0.034	139.62	0.000
21	0.042	463.36	0.000	0.072	441.67	0.000	0.027	140.30	0.000
22	0.043	467.10	0.000	0.015	441.90	0.000	0.069	144.73	0.000
23	0.026	468.43	0.000	-0.026	442.60	0.000	0.068	149.13	0.000
24	0.036	471.11	0.000	0.000	442.60	0.000	0.068	153.43	0.000
25	0.034	473.41	0.000	0.095	451.85	0.000	-0.012	153.57	0.000
26	0.003	473.43	0.000	0.048	454.27	0.000	-0.025	154.17	0.000
27	0.011	473.68	0.000	-0.001	454.27	0.000	0.026	154.80	0.000
28	0.005	473.72	0.000	-0.091	462.97	0.000	0.080	160.82	0.000
29	-0.005	473.77	0.000	-0.047	465.28	0.000	0.031	161.72	0.000
30	0.019	474.49	0.000	-0.037	466.72	0.000	0.069	166.29	0.000
				0.435	191.40	0.000	0.286	74.840	0.000

**Ghi chú:** VNindex: chuỗi chỉ số ngày từ 20/7/2000 đến 8/4/2009

VNindex 1: Chuỗi chỉ số ngày từ 14/7/2000 đến 13/7/2005

VNindex 1: Chuỗi chỉ số ngày từ 14/7/2005 đến 8/4/2009

**Bảng 2.10. Bảng hệ số tự tương quan đối với chuỗi HaSTC index  
(từ 14/7/2005 – 8/4/2009)**

<b>Trễ</b>	<b><math>\rho</math> HaSTC index</b>	<b>Thống kê Q</b>	<b>P - Value</b>
<b>1</b>	0.196	32.029	0.000
<b>2</b>	0.006	32.054	0.000
<b>3</b>	0.037	33.172	0.000
<b>4</b>	0.097	41.083	0.000
<b>5</b>	0.073	45.536	0.000
<b>6</b>	-0.004	45.550	0.000
<b>7</b>	-0.005	45.572	0.000
<b>8</b>	0.053	47.926	0.000
<b>9</b>	0.067	51.751	0.000
<b>10</b>	0.091	58.737	0.000
<b>11</b>	-0.006	58.766	0.000
<b>12</b>	0.024	59.240	0.000
<b>13</b>	0.029	59.975	0.000
<b>14</b>	0.052	62.234	0.000
<b>15</b>	0.039	63.522	0.000
<b>16</b>	-0.005	63.541	0.000
<b>17</b>	0.056	66.245	0.000
<b>18</b>	0.074	70.877	0.000
<b>19</b>	0.065	74.541	0.000
<b>20</b>	0.074	79.175	0.000
<b>21</b>	0.058	82.099	0.000
<b>22</b>	0.029	82.797	0.000
<b>23</b>	-0.021	83.192	0.000
<b>24</b>	0.048	85.170	0.000
<b>25</b>	0.018	85.448	0.000
<b>26</b>	-0.059	88.492	0.000
<b>27</b>	0.038	89.760	0.000
<b>28</b>	0.055	92.370	0.000
<b>29</b>	0.033	93.299	0.000
<b>30</b>	0.029	94.030	0.000

Nhìn vào giá trị của các cột thống kê Q và P – value trên cả bảng 2.9 và 2.10, ta thấy các hệ số tự tương quan đều khác 0, chứng tỏ giá trong quá khứ vẫn ảnh hưởng đến giá hiện tại, và có thể sử dụng giá quá khứ để dự đoán giá tương lai. Vì thế, thị trường chứng khoán Việt Nam không tuân theo mô hình bước ngẫu nhiên, và có thể kết luận rằng toàn bộ thị trường là không hiệu quả, tại cả Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng như trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong mọi giai đoạn.

## 2. Kiểm định tính bất đối xứng

Trong thực tế có một số mô hình hồi quy đơn giản được một số nghiên cứu đưa ra nhằm để kiểm định dạng yếu của thị trường hiệu quả), chẳng hạn mô hình:

$$r_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i r_{t-i} + e_t \quad (2.5)$$

Trong đó: r là lợi suất.

Nếu kết quả ước lượng cho  $\beta_i = 0$  ( $i > 0$ ) thì chuỗi lợi suất trong quá khứ không có liên hệ gì với nhau và đó chính là kết luận cho một thị trường hiệu quả dạng yếu.

Tuy vậy, các nghiên cứu sử dụng mô hình trên chỉ đơn thuần xem sự thay đổi giá đó có phải là ngẫu nhiên hay không mà chưa thể kết luận về tốc độ điều chỉnh giá, hướng điều chỉnh,...

Phần sau đây luận án áp dụng mô hình – mà qua mô hình này ta sẽ phân tích sâu hơn được về tốc độ và biên độ điều chỉnh giá (các xu hướng giá tăng và giá giảm) tới mức giá hiện tại.

### \* *Mô tả số liệu và mô hình nghiên cứu*

+ *Số liệu*

Số liệu dùng để kiểm chứng mô hình gồm bốn chuỗi chỉ số:

- Chuỗi HaSTC index kể từ phiên giao dịch đầu tiên của Trung tâm này (14/7/2005) đến 8/4/2009.

- Chuỗi VNindex kể từ khi HoSE mở cửa đến trước khi HaSTC hoạt động.

- Chuỗi VNindex của HoSE cùng thời điểm HaSTC hoạt động đến 8/4/2009.

- Chuỗi VNindex trong cả giai đoạn gần 9 năm hoạt động của HoSE (từ khi mở cửa đến 8/4/2009).

Lưu ý tập thông tin đầu vào được sử dụng không phải chuỗi lợi suất giống như các phần kiểm định phi tham số phía trên, số liệu ở đây chính là các chuỗi chỉ số của thị trường.

+ *Mô hình sử dụng*

Từ các nghiên cứu của Hagerman & Richmond (1973), Duffy-Deno's (1996) và Hwey-chyi Lee, Sheng-shyr Cheng (2004), luận án đề xuất mô hình sau:

$$\Delta P_t = \alpha + \sum_{i=1}^r \alpha_i \cdot \Delta U_{t-i} + \sum_{j=1}^s \beta_j \cdot \Delta L_{t-j} + \varepsilon_t \quad (2.6)$$

Trong đó:  $\Delta P_t = P_{t+1} - P_t$

$$\Delta U_{t-i} = \begin{cases} P_t - P_{t-i} & \text{khi } P_t - P_{t-i} > 0 \\ 0 & \text{khi } P_t - P_{t-i} \leq 0 \end{cases}$$

$$\Delta L_{t-j} = \begin{cases} P_t - P_{t-j} & \text{khi } P_t - P_{t-j} < 0 \\ 0 & \text{khi } P_t - P_{t-j} \geq 0 \end{cases}$$

Tiến hành hồi quy mô hình (2.6) với biến phụ thuộc là sự thay đổi chỉ số giá giữa hai thời điểm liên tiếp, ở đây là sự thay đổi chỉ số chứng khoán theo ngày (VN index hoặc HaSTC index); các biến độc lập là sự thay đổi chỉ số tăng và chỉ số giảm giữa các thời kỳ tính theo các trễ. Trong mô hình trên, thông thường trễ được xét đến bậc 5.



Từ mô hình (2.6), nếu tất cả các  $\alpha_i$  và  $\beta_j$  bằng 0 thì biến sự thay đổi chỉ số giá  $\Delta P$  sẽ chỉ phụ thuộc vào biến nhiễu  $\varepsilon_t$  (thành phần phi hệ thống), mà không phụ thuộc vào các biến trễ (thành phần hệ thống), tức là sự thay đổi giá tiếp theo sẽ không thể dự đoán được nếu như dựa vào sự thay đổi giá trong quá khứ. Như vậy thị trường chứng khoán sẽ là thị trường hiệu quả dạng yếu đúng theo định nghĩa. Nếu tồn tại  $\alpha_i$  và  $\beta_j$  khác không thì sẽ có sự phụ thuộc giữa những thay đổi giá trong quá khứ tới giai đoạn tiếp theo và đó chính là sự phản ánh về một thị trường không hiệu quả.

Tức là, giả thuyết để kiểm định như sau:

H0:  $\alpha_i$  và  $\beta_j = 0 \forall i$  – Mô hình (2.6) thoả mãn tiêu chuẩn thị trường đạt hiệu quả dạng yếu.

H1:  $\exists \alpha_i \neq$  hoặc  $\beta_j \neq 0$  – Mô hình (2.6) không thoả mãn tiêu chuẩn về một thị trường hiệu quả dạng yếu.

Hơn nữa, theo Hwey – Chyi Lee (2005) nếu có kết luận thị trường không hiệu quả thì sẽ có thể phân tích sâu hơn về tốc độ, biên độ điều chỉnh chỉ số giá tới giá hiện tại bằng việc kiểm định tính bất đối xứng của hai chiều hướng tăng và giảm chỉ số giá (để có thể đưa ra dự báo về sự thay đổi giá).

Có ba kiểm định cơ bản về tính đối xứng của giá, đó là đối xứng về mặt thời gian (timing symmetry), đối xứng về biên độ thay đổi (magnitude symmetry), và đối xứng về cách thức điều chỉnh chỉ giá (pattern symmetry). Nếu chuỗi giá bất kỳ vi phạm một trong ba kiểm định này thì chuỗi giá đó được coi là bất đối xứng.

Trước hết, đối xứng về mặt thời gian, tức là sẽ xem xét xem liệu rằng trễ của xu hướng giá tăng và trễ tương ứng của xu hướng giá giảm có bằng nhau hay không? Tiêu chuẩn này phản ánh tốc độ điều chỉnh giá tăng và giá giảm trong quá khứ đến giá hiện tại

Thứ hai, đối xứng về biên độ thay đổi giá, kiểm tra xem liệu rằng tổng các hệ số của xu hướng giá giảm có bằng tổng các hệ số của xu hướng giá tăng hay không? ( $\sum \alpha_i = \sum \beta_j$ ). Nếu các tổng này bằng nhau thì tiêu chí thứ hai của giá đối xứng được thoả mãn. Giải thích hành vi phản ứng trước các thông tin giá tăng và giá giảm của người đầu tư.

Thứ ba, đối xứng về cách thức điều chỉnh giá. Kiểm tra rằng khi  $r = s$  thì từng hệ số  $\alpha_i$  và  $\beta_j$  tương ứng có bằng nhau hay không ( $\alpha_i = \beta_j$ ). Tiêu chuẩn này giải thích diễn biến phản ứng trước các thông tin trong quá khứ? Phản ứng từ từ hay ngay lập tức trước các đợt tăng giá và giảm giá.

+ *Kết quả nghiên cứu*

• Đối với HaSTC index:

Tiến hành hồi quy mô hình (2) với chuỗi số liệu của HASTC index, sau khi loại bỏ những hệ số không có ý nghĩa về mặt thống kê cho ta kết quả như bảng dưới đây:

Dependent Variable:  $\Delta P_t$

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 14:51

Sample(adjusted): 1 838

Included observations: 838 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\Delta U_{t-1}$	0.726439	0.054675	13.28657	0.0000
$\Delta U_{t-2}$	-0.181782	0.043319	-4.196316	0.0000
$\Delta L_{t-1}$	0.574470	0.032211	17.83446	0.0000
$\Delta L_{t-2}$	-0.087366	0.026417	-3.307182	0.0010
R-squared	0.598722	Mean dependent var	-0.119332	
Adjusted R-squared	0.597278	S.D. dependent var	7.441928	
S.E. of regression	4.722675	Akaike info criterion	5.947389	
Sum squared resid	18601.25	Schwarz criterion	5.969972	
Log likelihood	-2487.956	Durbin-Watson stat	2.776949	

Bước 1: Kiểm định về tính hiệu quả của thị trường:

Như lập luận phân trên, việc kiểm định tính hiệu quả của thị trường cũng chính là kiểm định tính bằng 0 của các hệ số  $\alpha_i$  và  $\beta_j$ . Nhìn vào bảng kết quả ở trên ta thấy hệ số ứng với  $\Delta U_{t-1}$ ,  $\Delta U_{t-2}$ ,  $\Delta L_{t-1}$ ,  $\Delta L_{t-2}$  đều khác 0 về mặt thống kê. Điều đó chứng tỏ Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là thị trường chưa hiệu quả dạng yếu về mặt thông tin. Tức là, tại Trung tâm này, chỉ số giá biến động không hoàn toàn ngẫu nhiên và độc lập với nhau - chúng chịu tác động của nhau, giá quá khứ có thể dùng để tham khảo cho việc quyết định giá sắp tới. Chúng ta có thể kết luận sâu hơn các quá trình này thông qua việc phân tích kết quả ở bước 2.

Bước 2: Kiểm định về tính đối xứng của các tác động điều chỉnh giá từ các xu hướng giá tăng và giá giảm tới giá hiện tại tại HASTC:

Chúng ta sẽ lần lượt kiểm định ba dạng đối xứng đã được trình bày.

- *Kiểm tra tính đối xứng về thời gian*:  $H_0: r = s$ ,  $H_1: r \neq s$

Rõ ràng, xu hướng giá tăng trong quá khứ có thể tương ứng bằng 2 và bằng với trẻ của xu hướng giá giảm ( $r=s$ ), vì vậy chấp nhận giả thuyết  $H_0$ . Điều này chứng tỏ chỉ số HaSTC thoả mãn tiêu chí đầu tiên của giá đối xứng.

Tức là, tại sàn Hà Nội thời gian tác động của các lần tăng và giảm giá tới giá hiện tại là như nhau và khá ngắn, trong 2 phiên. Điều này có thể lý giải rằng phản ứng của người đầu tư trước các đợt tăng giá và giảm giá là khá nhanh nhạy và người ta cho rằng sự phụ thuộc giá là rất gần nhau. Nhưng nó cũng phản ánh tình trạng “lướt sóng” của người đầu tư.

Hơn nữa, độ trễ đều bằng 2 ở đây, cũng có thể hiểu rằng những người đầu tư cổ phiếu tại HaSTC không quan tâm nhiều đến mốc thời gian  $t+3$ . Họ không cần trông chờ khi chứng khoán về tài khoản để tiếp tục vòng quay mà có thể sử dụng luôn nguồn tiền khác của mình để tham gia đầu tư mua bán chứng khoán. Điều này lại phản ánh rằng có thể người đầu tư không tin nhiều

vào tính thanh khoản của thị trường. Họ nghĩ rằng chưa chắc chờ đến ngày  $t+3$  là đã có thể quay vòng được chứng khoán.

- *Kiểm định tính đối xứng về biên độ thay đổi*, xem liệu rằng tổng các hệ số của xu hướng giá giảm có bằng tổng các hệ số của xu hướng giá tăng hay không? Nếu bằng nhau thì tiêu chí thứ hai của giá đối xứng được thoả mãn. Các kết quả kiểm định này được đưa ra trong bảng dưới đây:

$$- \sum \alpha_i = \sum \beta_j$$

Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis:  $C(1)+C(2)=C(3)+C(4)$

F-statistic	3.635617	Probability	0.056899
Chi-square	3.635617	Probability	0.056556

Với mức ý nghĩa 5% thì giả thiết  $C(1)+C(2) = C(3)+C(4)$  được thừa nhận (do  $P - \text{value} = 0.056899 > 0.05$ ). Như thế, tiêu chí thứ hai đã được thoả mãn.

Tức là, tổng biên độ điều chỉnh sau các lần tăng giá tác động tới giá hiện tại cũng bằng tổng biên độ của các lần điều chỉnh giảm tới giá hiện tại. Ở đây, có thể giải thích “lòng tham và nỗi sợ hãi” của người đầu tư là khá cân bằng trong khoảng thời gian được nghiên cứu. Nếu xét trong từng thời kỳ khi thị trường tăng trưởng nóng hay thị trường ảm đạm, các phản ứng có thể là khác nhau. Nhìn tổng thể trong cả giai đoạn nghiên cứu thì người đầu tư có thể đua nhau mua cổ phiếu để giá đẩy lên rất cao, tuy vậy họ cũng có thể bán tháo cổ phiếu để giá xuống ở mức rất thấp, dẫn đến tình trạng các tác động dương và âm là khá cân bằng.

- Cuối cùng, kiểm định tính đối xứng về mặt cách thức điều chỉnh giá. Kết quả kiểm định được đưa ra dưới đây:

Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis: C(1)=C(3)

C(2)=C(4)

F-statistic	2.929854	Probability	0.053955
Chi-square	5.859708	Probability	0.053405

Ta nhận thấy, với mức ý nghĩa 5% thì giả thiết về tính đối xứng về mặt cách thức điều chỉnh giá được thoả mãn.

Điều này có thể giải thích rằng các phản ứng của người đầu tư trước các thông tin tốt làm cho tăng giá cũng tương tự với những gì họ phản ứng lại trước các thông tin xấu khiến giá cổ phiếu sụt giảm. Thể hiện sự phân tích thông tin của người đầu tư còn rất mơ hồ, không sâu sắc để xử lý và ra quyết định với các mức giá hợp lý hơn.

Như vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam, nếu xét theo phân đoạn thị trường từ Trung tâm chứng khoán Hà Nội, là thị trường không hiệu quả dạng yếu, và còn tuân theo mô hình giá đối xứng. Việc dự báo về các mức giá, thời gian điều chỉnh giá là khá dễ dàng bởi mô hình đối xứng.

Tương tự với việc kiểm định EMH tại HASTC, dưới đây sẽ giới thiệu các phân tích còn lại đối với chuỗi VNindex tại các thời kỳ khác nhau, phân biệt bởi sự ra đời của HASTC.

#### • *Đối với VNindex khi chưa có HaSTC index*

Tiến hành hồi quy mô hình xem xét tác động của hai xu hướng tăng và giảm giá tới xu hướng giá hiện tại ta được kết quả như bảng cho dưới đây:

Dependent Variable:  $\Delta Pt$

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 15:05

Sample: 1 1080

Included observations: 1080

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\Delta U_{t-1}$	0.681128	0.031389	21.69942	0.0000
$\Delta U_{t-2}$	-0.158992	0.023780	-6.685851	0.0000
$\Delta L_{t-1}$	0.794932	0.029625	26.83312	0.0000
$\Delta L_{t-2}$	-0.244935	0.022813	-10.73665	0.0000
R-squared	0.763585	Mean dependent var		0.137685
Adjusted R-squared	0.762926	S.D. dependent var		5.115081
S.E. of regression	2.490544	Akaike info criterion		4.666576
Sum squared resid	6674.223	Schwarz criterion		4.685038
Log likelihood	-2515.951	Durbin-Watson stat		2.896823

### Bước 1: Kiểm định tính hiệu quả của thị trường

Hệ số  $\alpha$  tương ứng với  $\Delta U_{t-1}$ ,  $\Delta U_{t-2}$ ,  $\Delta L_{t-1}$ ,  $\Delta L_{t-2}$  đều khác 0. Vì vậy giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ, chấp nhận  $H_1$ , tức là tại phân đoạn này thị trường cũng không hiệu quả (thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ khi mở cửa đến thời điểm có thêm Trung tâm HaSTC là thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu).

### Bước 2: Kiểm định tính đối xứng về giá:

- *Kiểm tra tính đối xứng về thời gian:*

Trễ của xu hướng giá tăng bằng trễ của xu hướng giá giảm (cùng bằng 2) do đó thỏa mãn tiêu chí đầu tiên (timing symmetric) của giá đối xứng, tức là chuỗi chỉ số cho thấy Vnindex trong giai đoạn đó đối xứng về mặt thời gian. Như vậy, cũng giống như tại HASTC, trong giai đoạn này tại HoSE, sự phản ứng của người đầu tư dựa vào các thông tin quá khứ là rất ngắn, họ tin rằng giá quá khứ có tác động trực tiếp tới hiện tại, và thậm chí rằng giá ngày hôm trước tác động luôn tới giá ngày hôm sau, bất chấp giá tăng hay giá giảm, bất chấp các thông tin khác về thị trường.

- *Kiểm tra tính đối xứng về mặt biên độ điều chỉnh giá.*

Kết quả kiểm định được đưa ra dưới đây:

Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis:  $C(1)+C(2)=C(3)+C(4)$

F-statistic	2.172618	Probability	0.140779
Chi-square	2.172618	Probability	0.140487

Vì  $P - \text{value} = 0.140779 > 0.05$  nên giả thiết  $C(1)+ C(2) = C(3)+ C(4)$  được thừa nhận, thoả mãn tính đối xứng về biên độ thay đổi giá. Như vậy, tại HoSE, ở giai đoạn khởi động của thị trường thì “lòng tham” và “nỗi sợ hãi” của người đầu tư là cũng cân bằng. Việc mức giá tăng trong cả giai đoạn cũng chỉ bằng với mức giá giảm trong khoảng thời gian ấy.

- *Kiểm định tính đối xứng về mặt cách thức điều chỉnh giá.*

Kết quả kiểm định được đưa ra như sau:

Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis:  $C(1)=C(3)$   
 $C(2)=C(4)$

F-statistic	3.247852	Probability	0.069239
Chi-square	6.495704	Probability	0.068858

Với mức ý nghĩa 5% thì giả thiết về tính đối xứng về mặt cách thức điều chỉnh giá được thoả mãn.

Như vậy, hành vi nhà đầu tư của HoSE giai đoạn này là khá giống với những người đầu tư khi tham gia tại HaSTC khi tuân theo mô hình đối xứng.

Thị trường chứng khoán Việt Nam, nếu xét theo phân đoạn thị trường chứng khoán từ HoSE trong giai đoạn từ khi mở cửa đến thời điểm cả nước có thêm Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, là thị trường không hiệu quả dạng yếu, và còn tuân theo mô hình giá đối xứng. Hành vi của người đầu tư trước các thông tin là khá đơn giản, không có các phân tích cần thiết với những sự phân biệt và sàng lọc.

• **Đối với VNindex khi HoSE hoạt động cùng HASTC mở cửa đến nay**

Tiến hành hồi quy mô hình xem xét tác động của hai xu hướng tăng và giảm giá tới xu hướng giá hiện tại ta được kết quả như bảng dưới đây:

Dependent Variable:  $\Delta Pt$   
 Method: Least Squares  
 Date: 04/09/09 Time: 15:22  
 Sample: 1 930  
 Included observations: 930

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\Delta Ut-1$	0.718532	0.051547	13.93927	0.0000
$\Delta Ut-2$	-0.184272	0.040763	-4.520560	0.0000
$\Delta Lt-1$	0.570668	0.030968	18.42766	0.0000
$\Delta Lt-2$	-0.075306	0.025206	-2.987620	0.0029
R-squared	0.598430	Mean dependent var	-0.267419	
Adjusted R-squared	0.597129	S.D. dependent var	16.38826	
S.E. of regression	10.40198	Akaike info criterion	7.526160	
Sum squared resid	100194.2	Schwarz criterion	7.546957	
Log likelihood	-3495.665	Durbin-Watson stat	2.708654	

Bước 1: Kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu

Hệ số  $\alpha$  tương ứng với  $\Delta Ut-1$ ,  $\Delta Ut-2$ ,  $\Delta Lt-1$ ,  $\Delta Lt-2$  khác 0. Như vậy giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ và chấp nhận giả thuyết  $H_1$ , tức là phân đoạn thị trường này không đạt hiệu quả dạng yếu.

Bước 2: Kiểm định tính đối xứng về giá của mô hình:

- *Kiểm tra tính đối xứng về thời gian:*

Vì trễ của xu hướng giá tăng bằng với trễ của xu hướng giá giảm ( $r=s=2$ ) nên chuỗi VnIndex thời kỳ này đối xứng về mặt thời gian. Tốc độ tác động của việc tăng và giảm giá tới giá hiện tại là như nhau. Như vậy, trong giai đoạn từ năm 2005 đến nay (tính cả khi thị trường tăng rất nóng hơn 1 năm từ 2006 đến 2007), nhìn chung tốc độ điều chỉnh giá tăng và giá giảm là khá nhanh và sự phụ thuộc của giá hiện tại theo giá quá khứ là rất sát.

- *Kiểm tra tính đối xứng về mặt biên độ điều chỉnh giá:*

Kết quả được đưa ra trong bảng dưới đây:



Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis:  $C(1)+C(2)=C(3)+C(4)$

F-statistic	1.740530	Probability	0.187398
Chi-square	1.740530	Probability	0.187072

Với mức ý nghĩa 5% thì giả thiết về tính đối xứng về mặt biên độ được thỏa mãn. Ở đây các tác động tăng giá và giảm giá cùng có mức như nhau. Thị trường đã cho thấy có những thời gian dài tăng giá kỷ lục nhưng lại có thời kỳ giá lại rớt xuống rất thấp và trong cả thời kỳ, các tác động tăng và giảm giá vẫn như nhau.

- *Kiểm định tính đối xứng về mặt cách thức điều chỉnh giá.*

Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis:  $C(1)=C(3)$   
 $C(2)=C(4)$

F-statistic	2.915248	Probability	0.054688
Chi-square	5.830495	Probability	0.054191

Do  $P\text{-value} = 0.054688 > 0.05$  nên giả thiết tính đối xứng về mặt cách thức điều chỉnh giá được thỏa mãn. Tức là phản ứng điều chỉnh tăng giá và giảm giá là khá giống nhau. Người ta sẵn sàng điều chỉnh tăng và giảm giá dựa theo các thông tin quá khứ, bất chấp các thông tin khác của thị trường.

VNindex giai đoạn này cho thấy HOSE là thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu, tức là có thể dự đoán giá tương lai dựa vào giá quá khứ, nhưng giá chứng khoán tuân theo mô hình đối xứng - nghĩa là từ các xu hướng biến động giá trong quá khứ có thể suy luận hoàn toàn theo một cách đối xứng cho chiều hướng của tương lai.

• ***Đối với VNindex được xét trong cả giai đoạn gần 9 năm hoạt động của HoSE***

Tiến hành hồi quy mô hình xem xét tác động của hai xu hướng tăng và

giảm giá tới xu hướng giá hiện tại ta được kết quả như bảng cho dưới đây:

Dependent Variable:  $\Delta Pt$

Method: Least Squares

Date: 04/09/09 Time: 14:23

Sample: 1 2010

Included observations: 2010

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\Delta Ut-1$	0.730502	0.034102	21.42094	0.0000
$\Delta Ut-2$	-0.269790	0.042033	-6.418468	0.0000
$\Delta Ut-3$	0.070194	0.026267	2.672319	0.0076
$\Delta Lt-1$	0.584844	0.021083	27.74045	0.0000
$\Delta Lt-2$	-0.086117	0.017056	-5.048993	0.0000
R-squared	0.615462	Mean dependent var	-0.049751	
Adjusted R-squared	0.614695	S.D. dependent var	11.75957	
S.E. of regression	7.299511	Akaike info criterion	6.815976	
Sum squared resid	106832.1	Schwarz criterion	6.829921	
Log likelihood	-6845.056	Durbin-Watson stat	2.746374	

Bước 1: Kiểm định tính hiệu quả của thị trường

Từ mô hình kết quả ở trên ta thấy các hệ số  $\alpha$  ứng với  $\Delta Ut-1$ ,  $\Delta Ut-2$ ,  $\Delta Ut-3$ ,  $\Delta Lt-1$ ,  $\Delta Lt-2$  đều khác 0. Như vậy giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ và chấp nhận giả thuyết  $H_1$ , tức là phân đoạn thị trường này không đạt hiệu quả dạng yếu.

Bước 2: Tiếp tục xem xét tới tính đối xứng về giá của mô hình:

- Kiểm tra tính đối xứng về thời gian:

Với bảng kết quả trên, ta thấy trỗi của xu hướng giá tăng (=3) khác trỗi của xu hướng giá giảm (=2) nên chuỗi VnIndex trong toàn bộ khoảng thời gian xem xét kể từ khi HOSE mở cửa đến nay không đối xứng về mặt thời gian. Có thể giải thích rằng, ở đây “lòng tham” và “nỗi sợ hãi” có sự khác nhau, người ta sợ hãi hơn là tham lam, khi giá tăng thì chưa tác động ngay lập tức đến mức giá hiện tại mà họ còn nghe ngóng, sàng lọc thông tin xem đã

nên tham ngay hay chưa. Tuy vậy, khi giá xuống họ có xu hướng lo sợ và bán tháo chứng khoán đi, không cần chờ đợi thông tin và phân tích thông tin. Một lần nữa ta lại khẳng định được rằng người đầu tư sử dụng thông tin cho đầu tư chứng khoán là quá đơn giản.

Khi tính đối xứng về thời gian đã vi phạm thì rõ ràng chuỗi VnIndex giai đoạn này cũng sẽ không đối xứng về biên độ và cách thức điều chỉnh giá.

Từ đây ta có thể kết luận rằng với VNindex trong cả giai đoạn hoạt động của HoSE như kiểm định trên thể hiện là thị trường không đạt hiệu quả, tức là có thể dự đoán giá tương lai dựa vào giá quá khứ, nhưng cũng ở mức độ không quá tồi khi giá chứng khoán không tuân theo mô hình đối xứng - nghĩa là người đầu tư đã có sự phản ứng thông tin về giá quá khứ ở những mức độ khác nhau trong trường hợp với các mức giá lên xuống, “lòng tham” và “nỗi sợ hãi” không phải hoàn toàn giống nhau...

Tổng kết lại từ các kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu bằng việc sử dụng mô hình hồi quy ta được bảng sau:

<b>Thị trường</b>	<b>Đạt hiệu quả dạng yếu</b>	<b>Đối xứng về giá</b>
Tại HASTC	Không	Có
Tại HoSE trước 7/2005	Không	Có
Tại HoSE sau 7/2005	Không	Có
Tại HoSE từ 7/2000 đến 4/2009	Không	Không

Xét về tổng thể, theo hướng nghiên cứu trên, toàn thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả về mặt thông tin (dạng yếu) ở cả hai Trung tâm giao dịch chứng khoán, trong mọi thời kỳ xem xét. Tại HaSTC, dường như sự không hiệu quả là rõ nét hơn HoSE (vì xét trong cả 9 năm HoSE đối xứng về giá). Sự không hiệu quả ở mức độ yếu và tính đối xứng về các tác động điều chỉnh giá ở HASTC hay HoSE trong thời kỳ đầu có thể là do khi tổ chức này mới đi vào hoạt động, việc người đầu tư hiểu kỳ hoặc chưa hiểu biết

về thị trường còn chiếm quá nhiều. Khi đã tham gia thị trường nhiều hơn và kiến thức tích lũy, cũng như kinh nghiệm thực tế cho thấy người đầu tư đã tinh vi hơn trong quá trình ra quyết định của mình.

#### c. Các kết luận rút ra sau kiểm định dạng yếu của TTCK VN

Tóm lại, bằng cả phương pháp phân tích phi tham số và tham số, bằng cả việc nghiên cứu số liệu nhiều chiều từ các phân đoạn thị trường, các kết quả nghiên cứu đều cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đạt được hiệu quả (thị trường không hiệu quả dạng yếu).

Đối với các phương pháp phi tham số, như phương pháp kiểm định tính chuẩn, tính dừng, phương pháp đoạn mạch, các kết quả chỉ ra rằng chuỗi thay đổi giá (lợi suất) của các chứng khoán ở cả HaSTC và HoSE (với các thời kỳ nghiên cứu khác nhau) là ngẫu nhiên, các chuỗi chỉ số giá chứng khoán tuân theo lý thuyết bước ngẫu nhiên và vì vậy thị trường chưa đạt hiệu quả dạng yếu.

Đối với phương pháp tham số, các kết quả cũng cho kết luận tương tự về sự không hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, qua các kết quả phân tích từ các hệ số tự tương quan, cũng như qua việc mở rộng phân tích mô hình giá bất đối xứng, luận án đã đưa ra được một số kết luận quan trọng về các hành vi phản ứng của người đầu tư tại HaSTC và HoSE, cũng như những khác biệt về trình độ của người đầu tư qua các mốc thời gian của thị trường.

Thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả dạng yếu là kết quả hoàn toàn phù hợp với điều kiện phát triển như hiện nay của thị trường, nó cũng tương đồng với các kết quả kiểm định của một số thị trường đang phát triển như Việt Nam của một số nước trong khu vực.

#### **2.2.2.2. Kiểm định thị trường hiệu quả dạng trung bình**

Theo những lý luận thị trường hiệu quả trung bình ở các nước có thị

trường chứng khoán non trẻ như ở Việt Nam trong chương 1, TTCK Việt Nam khó có thể đạt được hiệu quả ở mức trung bình. Hơn nữa, theo Gediminas Milieska (2004), một thị trường nếu không đạt hiệu quả ở dạng yếu thì ở dạng chặt hơn, chắc chắn nó cũng không thể đạt hiệu quả dạng trung bình hay dạng mạnh. Mà mục 2.2.2.1 phía trên, luận án cũng đã chỉ ra TTCK Việt Nam chưa đạt hiệu quả ở dạng yếu, như vậy có cơ sở để cho rằng thị trường chứng khoán nước ta sẽ không hiệu quả ở mức trung bình.

Tuy vậy, luận án cũng sẽ đánh giá mức này của thị trường chứng khoán bằng việc theo dõi biểu đồ giá của một số công ty để tìm câu trả lời rõ hơn và đóng góp hướng tiếp cận cho các nghiên cứu sau này.

Các cổ phiếu được đưa ra phân tích trong phần này (bảng 2.11) sẽ là các cổ phiếu “bluechip”, đây là những cổ phiếu được người đầu tư cả khối nội và khối ngoại luôn quan tâm - nằm trong danh mục của họ, bởi những cổ phiếu này có tính thanh khoản cao, các chỉ số tài chính tốt và họ không có các vi phạm gì về công bố thông tin,... Thông tin liên quan đến các cổ phiếu này chắc chắn sẽ được người đầu tư rất chú ý, đặc biệt là những thông tin công bố công khai.

Ta quan sát biểu đồ giá của các cổ phiếu trên với các mốc công bố thông tin là báo cáo kết quả kinh doanh quý, các số liệu được vẽ trên biểu đồ sẽ là giá của các cổ phiếu này cùng với các chỉ số VN index từ đầu năm 2009 đến nay. Cần chú ý rằng đây cũng có thể coi là việc nghiên cứu các sự kiện, và quan trọng là xác định các sự kiện liên quan đến công ty, thời điểm xuất hiện, sau đó là quan sát mức giá xung quanh thời điểm diễn ra sự kiện để đưa ra kết luận.

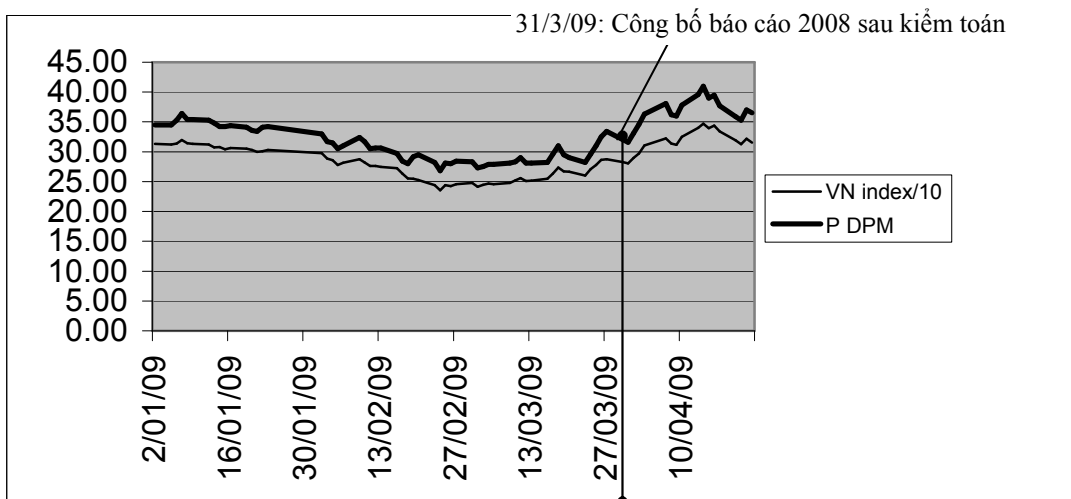
**Bảng 2.11. Tham khảo một số cổ phiếu trên HoSE**

STT	Mã CK	Tên công ty	Ngành nghề	Giá (ngàn đ)	PE	EPS	Vốn thị trường (tỉ đ)
1	DPM	Công ty Cổ phần phân đạm và hóa chất dầu khí	Vật tư nông nghiệp	35.3	9.9	3,633	13,642
2	FPT	Công ty cổ phần Phát triển Đầu tư Công nghệ FPT	Tập đoàn đa ngành	51.5	8.8	6,037	7,460
3	HPG	Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát	Tập đoàn đa ngành	39	8.4	4,438	7,305

Nguồn: <http://www.cophieu68.com.vn> tháng 4/09

### 1. Cổ phiếu Đạm Phú Mỹ

Đạm Phú Mỹ là một mã cổ phiếu cũng được người đầu tư trong và ngoài nước quan tâm nhiều. Hẳn các thông tin liên quan đến giá cổ phiếu này được người đầu tư nắm bắt một cách nhanh chóng?



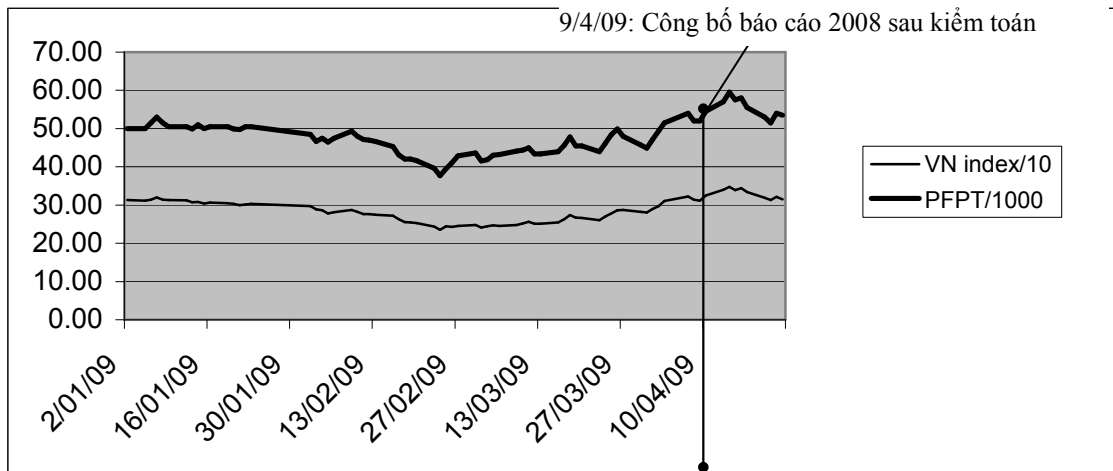
**Sơ đồ 2.3. Biểu đồ giá DPM**

Nhìn vào biểu đồ trên ta thấy, đồ thị giá cả của cổ phiếu Đạm Phú Mỹ có biểu diễn gần tương đồng đường thị trường. Dường như người đầu tư dành sự quan tâm của mình đến cổ phiếu DPM vào mọi lúc, kể cả khi thị trường xuống hay lên. Quan sát mốc công bố thông tin vào thời điểm công ty này đưa ra công chúng bản báo cáo tài chính năm 2008 đã kiểm toán (31/3/09) ta nhận ra rằng trước thời điểm đó giá cả DPM cũng có nhiều biến động nhưng luôn đồng hành cùng thị trường, sau thời điểm đó một khoảng thời gian ngắn chiều hướng biến động giá cả cũng không khác biệt diễn biến thị trường là mấy, nghĩa là giá DPM cũng ảnh hưởng bởi những thông tin bổ trợ khác của thị trường, còn đối với những thông tin về nội tại công ty thì không đem lại cho người đầu tư sự xáo trộn đáng kể nào. Chứng tỏ, thông tin từ báo cáo KQKD của công ty này được người đầu tư theo dõi một cách sát sao, giá cổ phiếu DPM đã được hấp thụ hết lượng thông tin và được phản ánh đầy đủ. Như vậy, đối với toàn thị trường thì ta chưa thể có được kết luận gì về dạng hiệu quả trung bình theo EMH, nhưng đối với từng cổ phiếu riêng lẻ, chẳng hạn như trường hợp của DPM trên đây thì giá cả đã khai thác thông tin công bố tài chính khá hiệu quả (hiệu quả dạng trung bình).

## 2. Cổ phiếu FPT

Ta quan sát diễn biến thay đổi giá của cổ phiếu FPT từ đầu 2009 đến nay, đặc biệt là thời điểm công ty có công bố thông tin chính thức ra công chúng từ báo cáo 2008 sau kiểm toán.

Quan sát biểu đồ giá từ sơ đồ 2.4 ta thấy rõ rằng, trước thời điểm công bố thông tin, giá của FPT có xu hướng biến động gần giống với chỉ số của thị trường. Tuy vậy, sau thời điểm công bố thông tin, dường như người đầu tư có phản ứng hơi thái quá, tức là vọt vập trước thông tin tốt mà công ty công bố, và vì vậy, giá dường như được đẩy lên cao nhiều ngay sau đó.



**Sơ đồ 2.4. Biểu đồ giá FPT**

Giá của cổ phiếu này liên tục tăng trong khi thị trường thì biến động gập ghềnh như không đáng kể. Điều này chứng tỏ rằng, đối với cổ phiếu FPT, khó có thể đạt được mức độ hiệu quả trung bình theo EMH, bởi vì nếu nó hiệu quả trung bình thì giá được hấp thụ hết thông tin, cả của công ty cả của thị trường, để đến khi có kết quả báo cáo kinh doanh thì chúng phải được phản ánh ngay lập tức vào trong giá chứng khoán.

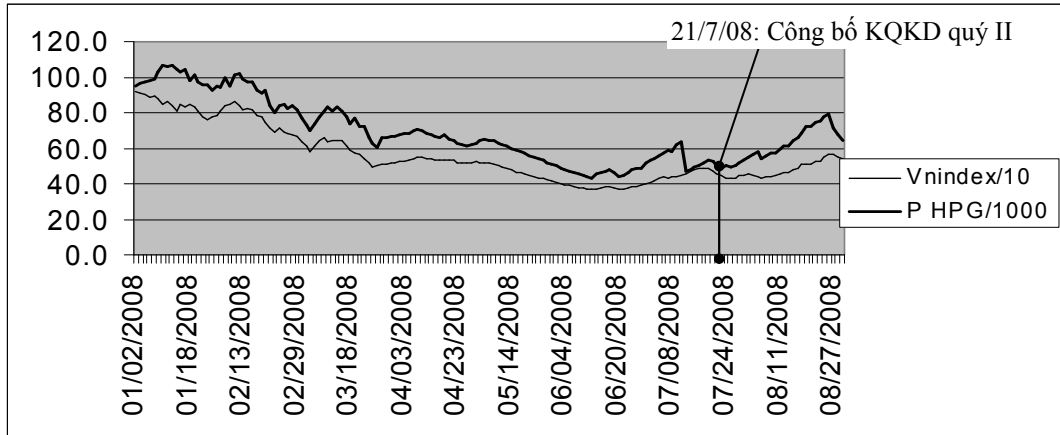
### 3. Cổ phiếu HPG

Đối với HPG, ta sẽ quan sát mốc công bố thông tin quý II 2008 trong khoảng thời gian của năm 2008, năm điển hình về tăng giá nguyên vật liệu xây dựng (mặt hàng chủ lực của Hòa Phát là sắt thép) để xem sự chú ý của người đầu tư dành cho HPG có gì khác biệt.

Nhìn vào biểu đồ ta thấy, đối với cổ phiếu HPG của Tập đoàn Hòa Phát, thời điểm công bố kết quả kinh doanh là 21/7/08 – thời điểm mà ngành hàng chủ lực của Hòa Phát là vật liệu xây dựng, sắt thép đang lên ngôi, vì vậy, trước khi báo cáo KQKD được đưa ra công chúng, người đầu tư đã dự đoán được về tình hình kinh doanh thực tế của công ty nên giá có chiều



hướng biến động rất nhiều, người ta tin rằng mua cổ phiếu HPG là có triển vọng tốt để đầu tư giá lên.



**Sơ đồ 2.5. Biểu đồ giá cổ phiếu HPG**

Thực tế sau thời điểm công bố thông tin, giá của HPG cũng biến động như đối với thị trường nhưng có vẻ tăng rõ nét hơn. Chứng tỏ cổ phiếu HPG là cổ phiếu cũng rất nhạy cảm với thông tin, mọi thông tin liên quan, đặc biệt là những thông tin công bố đều được khai thác và phản ánh trong giá cổ phiếu đó. Như vậy, có thể cho rằng cổ phiếu HPG cũng có độ hiệu quả nhất định theo Lý thuyết thị trường hiệu quả.

*\* Một số cổ phiếu trên HaSTC*

Các phân tích trên HoSE cho thấy thông tin về giá một số cổ phiếu cụ thể được người đầu tư quan tâm để cập nhật vào trong giá chứng khoán, tức là đạt được mức độ hiệu quả nhất định. Liệu rằng các cổ phiếu bluechip trên HaSTC có được họ chú ý phân tích hay không, chúng ta sẽ xem xét một số cổ phiếu bluechip, đó là ACB, KBC, PVI.

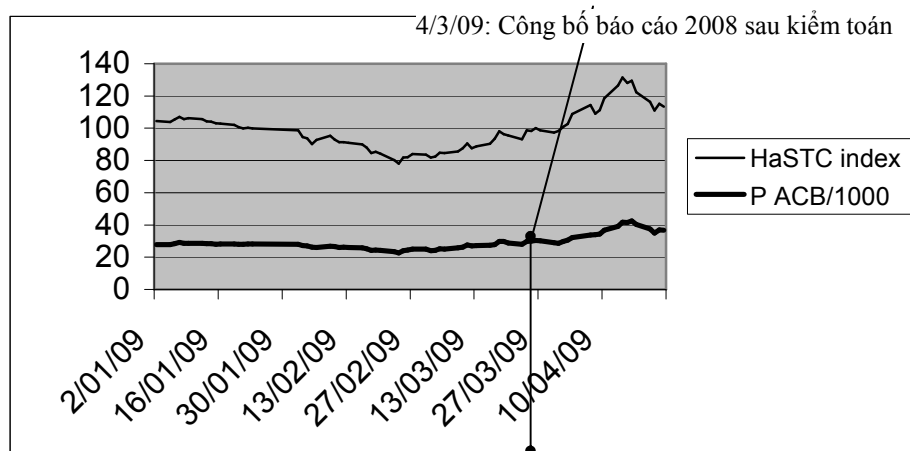
**Bảng 2.12. Tham khảo một số cổ phiếu trên HASTC**

STT	Mã CK	Tên Công Ty	Ngành nghề	Giá (ngàn đ)	PE	EPS	Vốn thị trường (tỉ đ)
1	ACB	Ngân hàng Thương mại CP Á Châu	Ngân hàng	35	6.8	5,509	23,769
2	KBC	Công ty CP Phát triển Đô thị Kinh Bắc	Bất động sản	42.6	22.2	2,063	6,141
3	PVI	Tổng công ty CP Bảo hiểm dầu khí VN	Bảo hiểm	26.7	11.3	2,529	2,972

Nguồn: <http://www.cophieu68.com.vn> tháng 4/09

### 1. Cổ phiếu ACB

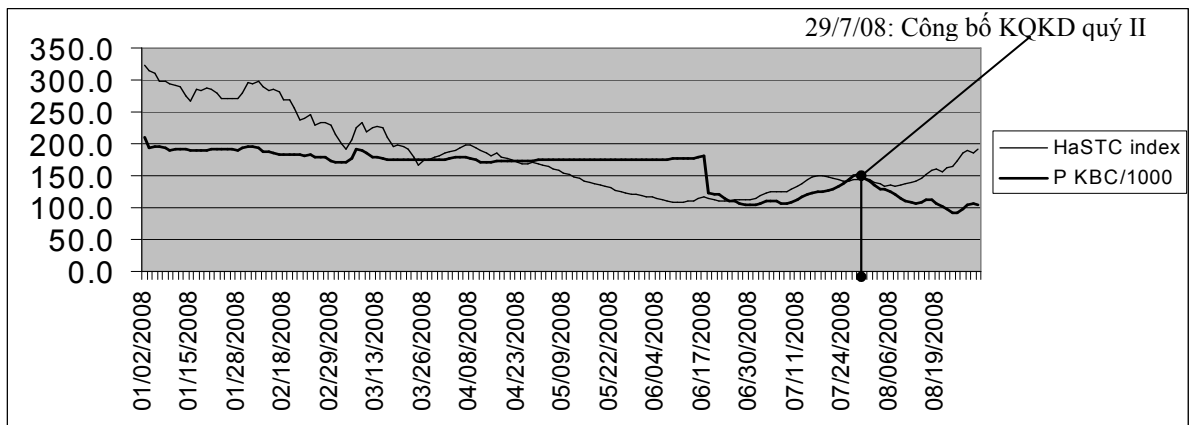
Quan sát biểu đồ giá của ACB chúng ta thấy, đường biểu diễn giá cổ phiếu ACB cũng có những tương đồng so với đường thị trường HASTC index. Trước và sau thời điểm công bố thông tin, giá cổ phiếu hầu như không có những biến động đáng kể nào so với thị trường. Như vậy, các thông tin trong báo cáo tài chính của ACB khi đưa ra công chúng cũng không làm đảo lộn các dự báo của người đầu tư. Họ luôn theo sát các diễn biến của công ty để ra quyết định đặt giá mua bán chứng khoán. Chứng tỏ, cổ phiếu này cũng là cổ phiếu mang tính hiệu quả khá (hiệu quả trung bình) theo lý thuyết thị trường hiệu quả.



**Sơ đồ 2.6. Biểu đồ giá cổ phiếu ACB**

## 2. Cổ phiếu KBC

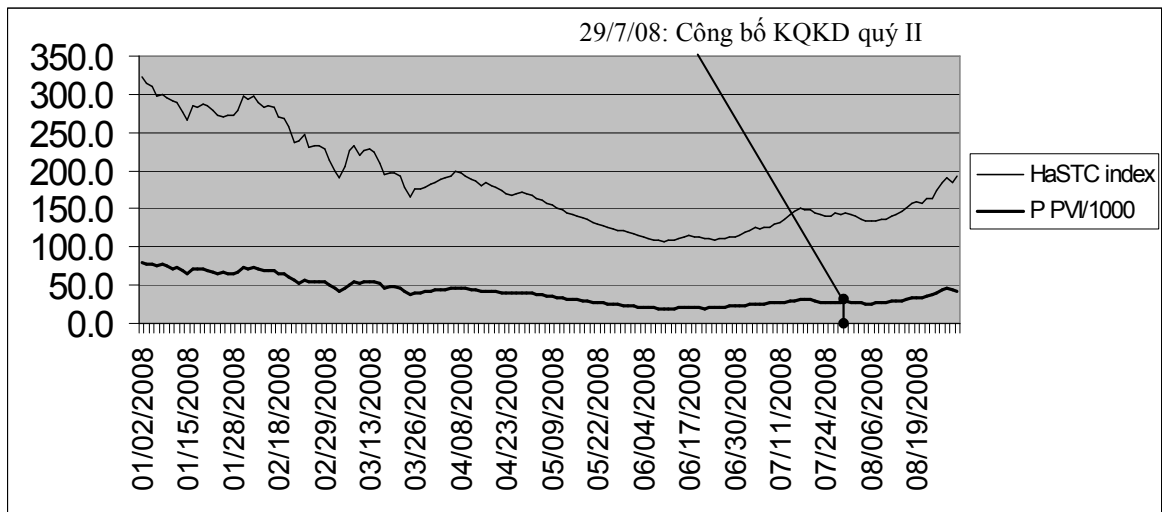
Ta thấy đường biểu diễn giá của KBC cũng không có khác biệt đáng kể nào so với đường thị trường về xu thế biến động giá. Nhiều khi thị trường lên giá thì giá cổ phiếu này xuống và ngược lại. Đặc biệt xung quanh thời điểm công bố thông tin, trước khi đó giá có chiều hướng tăng liên tục cũng như diễn biến của thị trường, nhưng sau thời điểm công bố thông tin giá cổ phiếu lại có những thay đổi ngược chiều với thị trường, giá liên tục giảm. Chứng tỏ người đầu tư có phản ứng tiêu cực với cổ phiếu này. Khi biết cổ phiếu có giá trị không như mong đợi của họ, lập tức họ đã đua nhau bán cổ phiếu, giá cổ phiếu giảm xuống liên tục. Như vậy, đối với cổ phiếu KBC mức độ hiệu quả của thị trường phản ánh trong đó không đạt dạng trung bình theo lý thuyết thị trường hiệu quả.



**Sơ đồ 2.7. Biểu đồ giá cổ phiếu KBC 2008**

## 3. Cổ phiếu PVI

Đối với cổ phiếu PVI – một trong những cổ phiếu được người đầu tư cũng rất quan tâm, ta thấy trước và sau thời điểm công bố thông tin về kết quả kinh doanh quý II giá cả có chiều hướng thay đổi theo những đặc điểm của lý thuyết thị trường hiệu quả dạng trung bình. Có thể kết luận rằng dạng EMH trung bình đã đúng trong trường hợp cổ phiếu của PVI.



**Sơ đồ 2.8. Biểu đồ giá PVI 2008**

Tóm lại, để đưa ra kết luận về tổng thể về tính hiệu quả của thị trường dạng trung bình thì có lẽ chưa có được ngay câu trả lời thoả đáng, bởi theo kinh nghiệm của các nghiên cứu đi trước tại các thị trường chứng khoán khác, việc thu thập các thông tin về công bố thông tin tại các công ty là rất khó, hơn nữa người đầu tư tại các nước đang phát triển như Việt Nam cũng không tin tưởng lắm vào các báo cáo tài chính của các công ty và vì vậy xây dựng mô hình đánh giá cũng không thực sự có ý nghĩa. Chúng ta chỉ có kết luận sơ bộ từ việc quan sát biểu đồ giá của một số cổ phiếu đại diện cho thị trường. Kết quả phân tích bên trên cho thấy: Tuy cũng là các cổ phiếu được đánh giá cao nhưng mức độ hấp thu thông tin của người đầu tư để phản ánh vào trong giá chứng khoán là khác nhau. Người tham gia thị trường có vẻ như quan tâm đến các mốc công bố thông tin, tuy vậy nhiều khi họ lại trở nên quá vô vập trước các thông tin tốt về công ty, từ đó có các phản ứng thái quá (trường hợp của FPT, của Hoà Phát).

Ngoài ra, luận án cũng mô tả biểu đồ giá của một số cổ phiếu khác – đó là những cổ phiếu được lấy ngẫu nhiên từ 2 sàn với các mốc công bố thông tin (công bố các báo cáo tài chính) khác nhau. Các mã cổ phiếu được chọn là từ các công ty chào sàn cả trước và sau năm 2006 – thời điểm phát triển bùng nổ

TTCK. Cụ thể là các cổ phiếu ABT, AGF, DHA, DPC, GIL, GMD, HAP, HAS, LAF, NKD, PMS, REE, SAM, SGH (Chào sàn trước 2006); và ALP, COM, CYC, DCC, DHG, DPR, DQC, FMC, IMP, SSI.

Nhìn chung kết quả cho thấy diễn biến của giá cả phản ánh người đầu tư rất thờ ơ trước các mốc công bố thông tin của các công ty, hoặc một số khác cũng lại tỏ ra quá vô vập trước các thông tin (được đính kèm trong phần phụ lục).

Toàn bộ các phân tích về biểu đồ giá của một số công ty trước các mốc thông tin công bố cho thấy, TTCK Việt Nam không đạt hiệu quả ở dạng trung bình, điều này cũng không khó lý giải bởi các điều kiện để thị trường hiệu quả dạng này khó thỏa mãn ở Việt Nam, kết luận này cũng tương đồng với một số thị trường mới nổi.

Như vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đạt được hiệu quả ở dạng yếu và dạng trung bình, cũng có nghĩa rằng ở phương diện thông tin, thị trường có vấn đề và nó không thể làm cho thị trường hiệu quả. Nguyên nhân có thể do:

- Chất lượng thông tin không đảm bảo (thông tin không minh bạch, không kịp thời và bị bóp méo) làm giảm lòng tin của người đầu tư, khiến họ sử dụng một cách không hiệu quả trong việc quyết định giá mua bán chứng khoán: Đây có thể là do hệ thống kế toán, kiểm toán chưa chuẩn, các văn bản pháp lý về công bố thông tin chưa được chặt chẽ,...

- Hệ thống truyền tin của thị trường chưa đủ mạnh để chuyển tải thông tin từ các công ty niêm yết đến người đầu tư một cách chuẩn xác, đây chính là điểm yếu về năng lực cung cấp thông tin của toàn bộ các chủ thể tham gia trên thị trường.

- Người đầu tư không nhận thức được tầm quan trọng của các thông tin cũng như nguồn thông tin có sẵn trên thị trường mà họ cần quan tâm khi đánh

giá về các cổ phiếu ở các thời điểm quyết định giao dịch, đây chính là điểm yếu và sự không chuyên nghiệp của một bộ phận người đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **Tóm tắt chương 2**

Tóm lại, trong chương 2, luận án đã hệ thống lại được các dạng kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán, đã tóm tắt lại một số kiểm định của các thị trường chứng khoán, qua đó có được phương pháp phù hợp để đánh giá thị trường chứng khoán Việt Nam. Các thị trường có điều kiện tương tự như của Việt Nam cũng khó đạt được hiệu quả dạng yếu và trung bình. Một số thị trường phát triển đã hiệu quả ở dạng trung bình và hầu hết đều hiệu quả ở dạng yếu. Tất cả các kết quả này đều phù hợp với các điều kiện đã chỉ ra một cách định tính trong chương 1.

Thị trường chứng khoán Việt Nam được kiểm định ở dạng hiệu quả yếu và dạng trung bình bằng rất nhiều phương pháp (Phương pháp phi tham số, phương pháp tham số, phương pháp biểu đồ). Việc tiến hành nghiên cứu TTCK Việt Nam của luận án cũng xét đến cả HoSE cũng như HASTC qua các mốc thời gian (đánh dấu bằng sự ra đời của HASTC) đều cho kết luận về sự không hiệu quả ở các dạng của thị trường. Luận án sẽ đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo trong chương 3 nhằm khắc phục sự không hiệu quả đó.

### **Chương 3**

## **MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chương 1 luận án đã khái quát lại cơ sở lý thuyết của thị trường hiệu quả, biết được các đặc điểm cơ bản của lý thuyết thị trường hiệu quả,...; trong chương 2, luận án đã đánh giá được mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam và có kết luận là thị trường chứng khoán của ta chưa đạt hiệu quả; chương 3 luận án sẽ tập trung đi tìm giải pháp và đưa ra một số kiến nghị nhằm nâng cao tính hiệu quả cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chương 3 sẽ được chia làm 2 phần, trọng tâm của chương sẽ là các giải pháp cụ thể cho việc cải thiện tính hiệu quả của TTCK, nhưng trước hết là mục 3.1- nêu vấn đề về những yếu tố cần được hoàn thiện với sự hỗ trợ của Nhà nước cho thị trường hoạt động tốt, đó chính là điều kiện cần để sau đó các giải pháp trong mục 3.2 sẽ khả thi và phát huy tác dụng.

### **3.1. NHÀ NƯỚC CẦN TẠO MÔI TRƯỜNG THUẬN LỢI CHO THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ MỘT CÁCH TỔNG THỂ**

#### **3.1.1. Định hướng thị trường chứng khoán Việt Nam và quan điểm phát triển thị trường**

Thị trường chứng khoán Việt Nam được kỳ vọng là một thị trường phát triển và đầy tiềm năng, là điểm đến và niềm tin của giới đầu tư trong và ngoài nước, bởi trong định hướng phát triển thị trường vốn, Nhà nước cũng đã dành những quan tâm nhất định cho thị trường chứng khoán.

Cụ thể, trong quyết định số: 128/2007/QĐ-TTg ngày 2/8/2007 của Thủ tướng chính phủ (đề án xây dựng phát triển thị trường vốn đến năm 2010 và tầm nhìn năm 2020) đã cho thấy rất rõ điều đó. Đó là: “Phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, trong đó *thị trường chứng khoán*

*đóng vai trò chủ đạo*; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Phấn đấu đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực”. Và với mục tiêu tổng quát như thế thì về cụ thể thị trường chứng khoán cần phải đạt được những mục tiêu là đến năm 2010 giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP. Như vậy, có thể thấy thị trường chứng khoán nếu phát triển được như định hướng trên thì quả thực là những nhiệm vụ vô cùng khó khăn nhưng nếu được thì nền kinh tế Việt Nam sẽ đạt đến những bước phát triển vượt bậc.

Chính vì vậy, trong các quan điểm và nguyên tắc phát triển thị trường vốn thì thị trường chứng khoán luôn được chú trọng đặc biệt, được gắn chặt trong mối quan hệ với các chính sách tài chính và tiền tệ. Về dài hạn, thị trường sẽ được phát triển theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc (bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường tập trung, thị trường phi tập trung...), vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế. Nhà nước cũng đặc biệt chú trọng đến phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức; phát triển đầy đủ các định chế trung gian; đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp,... đảm bảo có đầy đủ các yếu tố cấu thành một thị trường phát triển trong khu vực. Thị trường cũng có định hướng là phải được tăng cường quản lý nhà nước, thực hiện có hiệu quả chức năng thanh tra,



kiểm tra giám sát việc tuân thủ pháp luật của các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

Như vậy, ta có thể thấy rất rõ về môi trường hoạt động và định hướng vĩ mô cho sự phát triển thì điều kiện để thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả là rất thuận lợi. Vấn đề là các chủ thể tham gia trên thị trường phải nhận thức được đúng vai trò và làm tốt thì thị trường sẽ thực hiện được tốt chức năng của mình. Muốn vậy các giải pháp thiết thực cần phải được cụ thể hóa cho từng chủ thể.

### **3.1.2. Nhà nước cần tạo điều kiện cần thiết để thị trường phát triển một cách tổng thể**

Trong một thị trường tài chính tốt, thị trường chứng khoán phải là kênh dẫn vốn quan trọng, nguồn cung vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp; còn đối với người đầu tư, thị trường chứng khoán phải là nơi đem lại mức sinh lời hấp dẫn và là lựa chọn số một, không để người đầu tư chỉ tìm đến thị trường vàng, thị trường ngoại tệ, thị trường bất động sản,... cho các cách tăng vốn của mình. Để có thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả một cách tổng thể thì phải có một số điều kiện căn bản sau:

*Về yếu tố vĩ mô:* Cần phải đảm bảo tính vững mạnh, ổn định của nền kinh tế một cách chắc chắn. Sự ổn định và tăng trưởng bền vững của nền kinh tế vĩ mô có mối quan hệ mật thiết với thị trường chứng khoán. Chỉ khi kinh tế phát triển, lạm phát được kiểm chế, giá trị đồng nội tệ và mức lãi suất ổn định thì công chúng mới yên tâm, tin tưởng tham gia vào đầu tư chứng khoán và cũng chỉ trong các điều kiện nêu trên thì thị trường chứng khoán mới mang lại thu nhập cao cho người đầu tư. Trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô biểu hiện những dấu hiệu sa sút thì các doanh nghiệp sẽ thu hẹp phạm vi hoạt động, giảm nhu cầu vốn, các nhà đầu tư sẽ từ chối tham gia vào thị trường chứng khoán vì họ không tin tưởng vào khả năng thanh toán và sinh lời trên thị

trường này và như vậy thị trường chứng khoán không thể hoạt động được hoặc sẽ hoạt động một cách chập chờn và kém thuyết phục.

*Về yếu tố vi mô:* Cần phải đảm bảo để cho các chủ thể hoạt động một cách dễ dàng trên thị trường.

*Cung cấp một cơ chế giao dịch hiệu quả thông qua tổ chức, vận hành của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, Sở Giao dịch Chứng khoán gồm hệ thống giao dịch, giám sát, công bố thông tin, hệ thống lưu ký, thanh toán bù trừ,...* Sự vận hành của các hệ thống này có những ảnh hưởng lớn tới sự phát triển của thị trường thông qua năng lực xử lý nhanh, chính xác các giao dịch trên thị trường, giúp tăng tốc độ luân chuyển vốn.

*Các tổ chức hỗ trợ phát triển thị trường, như các định chế trung gian khác là tổ chức định mức tín nhiệm, tổ chức kiểm toán, tư vấn, tổ chức lưu ký, ngân hàng thanh toán,...* luôn phải được chú trọng theo sát với tốc độ phát triển của thị trường chứng khoán để mang lại mức đáp ứng tốt nhất. Ngoài ra thị trường cần đến sự tham gia của các nhà đầu tư chuyên nghiệp đóng vai trò dẫn dắt, can thiệp thị trường vào những thời điểm mất cân đối quan hệ cung cầu, cũng như khi những người đầu tư nhỏ lẻ không định hướng được việc sử dụng vốn khi thị trường có những diễn biến bất thường.

## **3.2. NÂNG CAO TÍNH HIỆU QUẢ CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THEO EMH**

### **3.2.1. Mục tiêu cần đạt**

Như đã đề cập về EMH, hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin tức là giá chứng khoán đã chứa đựng các thông tin có sẵn, khi có thông tin trên thị trường thì lập tức nó sẽ được phản ánh vào trong giá chứng khoán và sẽ không có cơ hội cho người đầu tư kiếm được chênh lệch giá một cách hệ thống nhờ những đặc quyền nhất định.

Chương 2 cũng đã chỉ ra thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả ở dạng yếu và trung bình. Tồn tại các đối tượng có cơ hội kiếm được thu nhập bất thường (thu nhập cao hơn mức thu nhập trung bình trên thị trường). Sự không hiệu quả ở đây cũng nên được hiểu rằng thị giá chứng khoán thường tách rời xa giá trị thực của chứng khoán, nó không phải là tín hiệu đáng tin cậy để phản ánh giá trị nội tại của công ty phát hành... Sự không hiệu quả về mặt thông tin dẫn đến việc mất bình đẳng giữa các nhóm người trong thị trường và sẽ đánh mất lòng tin của những người đầu tư chân chính, làm phương hại đến thị trường và toàn bộ nền kinh tế...

Bản luận án sẽ không chỉ dừng lại ở việc đánh giá tính hiệu quả của TTCK Việt Nam theo EMH, điều đáng quan tâm tiếp theo là liệu chúng ta có thể cải thiện tính hiệu quả về mặt thông tin của thị trường được không và những vấn đề cần tập trung giải quyết ở đây là gì? Với nhiệm vụ đưa ra giải pháp nâng cao tính hiệu quả trên phương diện thông tin của TTCK Việt Nam thì nội dung cần đạt tới sẽ là:

- (1) Đảm bảo thông tin trên thị trường, đạt được tiêu chuẩn về chất lượng, số lượng.... và đó chính là yêu cầu về *tính minh bạch của thông tin*;
- (2) Nâng cao kiến thức cho người đầu tư chứng khoán.
- (3) Chính xác hóa việc xác định giá trị của các cổ phiếu khi phát hành lần đầu (để không xảy ra việc xuất hiện kinh doanh chênh lệch giá một cách hệ thống làm thị trường không hiệu quả);

Các mục dưới đây sẽ lần lượt đề cập đến các giải pháp cụ thể. Mức độ hiệu quả được cải thiện tới đâu sẽ phụ thuộc vào sự vận dụng các nội dung được trình bày.

### **3.2.2. Giải pháp về tăng cường độ minh bạch của thông tin chứng khoán**

Theo khái niệm đầy đủ, minh bạch thông tin là sự công bố kịp thời và đáng tin cậy, nó cho phép những người sử dụng thông tin đó đánh giá chính xác tình hình và hiệu quả của các tổ chức công bố thông tin [19].

Công khai, minh bạch là phương thức hữu hiệu để công chúng, mà trước hết là người đầu tư có sự nhìn nhận và đánh giá đúng thực trạng của doanh nghiệp, trong đó có thực trạng tài chính. Trên thực tế, vấn đề công khai, minh bạch đã được quan tâm, có nhiều quy chế, nhưng chưa có sự ràng buộc thật chặt chẽ về mặt pháp lý, nên rất nhiều trường hợp mới chỉ là công khai và dừng lại ở yêu cầu công khai, trong khi điều cần hơn lại là sự minh bạch. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, sự vi phạm trong minh bạch là yếu tố hàng đầu làm giảm tính hiệu quả về mặt thông tin của thị trường.

Sự yếu kém về minh bạch thông tin trong TTCK Việt Nam thể hiện rõ nét nhất ở chỗ người đầu tư không tin tưởng và ít sử dụng các báo cáo tài chính của công ty mà lẽ ra nó phải là nguồn thông tin quan trọng giúp người đầu tư đánh giá đúng về công ty, từ đó xác định mức giá hợp lý trong mua bán chứng khoán.

Vấn đề cốt lõi của minh bạch thông tin là phải xây dựng tốt hệ thống công bố thông tin của các nhóm đối tượng trên thị trường: pháp luật về công bố thông tin, cơ sở hạ tầng của công bố thông tin, trách nhiệm của các công ty niêm yết...; hệ thống kế toán, kiểm toán; quản trị doanh nghiệp.

#### **3.2.2.1. Hoàn thiện hệ thống công bố thông tin chứng khoán**

Để có một hệ thống công bố thông tin chứng khoán tốt thì các chủ thể trên thị trường cần phải làm tốt vai trò của mình trong thông tin chứng khoán. Cụ thể:

- + Hoàn thiện hơn nữa khung pháp lý về công bố thông tin (đối với các cơ quan quản lý)

- + Tăng cường trang bị cơ sở hạ tầng công nghệ.
- + Yêu cầu chấp hành tốt về nghĩa vụ thông tin và quy chế thông tin của các các đối tượng trên thị trường chứng khoán.

### ***a. Trách nhiệm của cơ quan quản lý***

#### ***a1. Hoàn thiện khung pháp luật***

Khung pháp luật về công bố thông tin đã luôn được dần hoàn thiện theo hướng sát thực tế hơn cùng với việc phát triển của thị trường và cùng với việc ra đời của các văn bản áp dụng cho thị trường chứng khoán.

Hiện nay việc công bố thông tin của các đối tượng được thực hiện theo thông tư 38/2007/TT-BTC, là thông tư hướng dẫn thi hành cho Chương Công bố thông tin tại Luật chứng khoán (70/2006/QH11). Đây là văn bản hướng dẫn khá đầy đủ và toàn diện về việc công bố thông tin của các công ty, hơn hẳn các văn bản trước đó (như Nghị định số 48-1998/NĐ-CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán), hay quy chế thành viên, niêm yết, công bố thông tin và giao dịch chứng khoán, ban hành kèm theo quyết định số 79/2000/QĐ-UBCK).

Tuy vậy, trong thông tư 38 cũng còn nhiều vấn đề cần phải được hoàn thiện tiếp để khắc phục một số vấn đề còn tồn tại. Đó là:

- Nội dung các thông tin cần công bố
- Đối tượng công bố thông tin
- Hình thức công bố thông tin
- Thời hạn công bố thông tin.

Cụ thể, trong khung pháp luật về công bố thông tin, cần chú ý một số khía cạnh quan trọng sau:

*- Thứ nhất, văn bản pháp quy về công bố thông tin cần chỉnh sửa, ban hành theo hướng cụ thể hơn, phù hợp hơn với TTCK Việt Nam hiện nay (về nội dung, đối tượng công bố thông tin,...)*

+ Về nội dung thông tin cần công bố: Cần rõ ràng hơn, đầy đủ hơn và nên hướng tới chuẩn mực quốc tế trong nội dung công bố.

Thông tin công bố bao gồm các thông tin định kỳ, chủ yếu là các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết, công ty đại chúng, công ty chứng khoán và các thông tin theo yêu cầu. Hiện nay trong nội dung của các báo cáo tài chính cũng phải thấy rằng, vẫn còn một số quy định chưa rõ ràng, chưa đúng và còn phức tạp trong diễn đạt, khiến cho vẫn còn những cách hiểu khác nhau khi thực hiện. Chẳng hạn khái niệm về thông tin bất thường làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến giá chứng khoán, trong thông tư 38 không thể hiện hoặc phân loại rõ những thông tin kiểu như vậy. Nên có liệt kê cụ thể đâu là thông tin nghiêm trọng ảnh hưởng đến giá để thuận tiện cho việc tuân thủ quy định pháp luật. Bởi vì, có những thông tin người đầu tư cho là quan trọng thì doanh nghiệp lại thấy không có gì quan trọng, hoặc ngược lại, do đó khó có thể bắt họ tuân thủ. Việc liệt kê những thông tin nào là thông tin ảnh hưởng nghiêm trọng đến giá cổ phiếu là điều rất khó, cần phải có thời gian và sự phối hợp của nhiều các đơn vị chức năng trong ngành chứng khoán.

Một loạt các quy định, lẽ ra phải bắt buộc có như công bố thông tin về quyền mua cổ đông nội bộ, về giao dịch cổ phiếu quỹ, tiến độ sử dụng vốn sau phát hành, việc phải hạn chế chuyển nhượng cổ đông sáng lập... vẫn đang thiếu vắng, cho dù TTCK đã nhiều năm đi vào hoạt động.

Chúng ta cũng chưa xây dựng cả cơ chế bắt buộc công bố thông tin bất thường ảnh hưởng đến lợi ích cổ đông như các quyết định vay, hay phát hành trái phiếu có giá trị từ 30% vốn thực có trở lên; rút ngắn thời gian công bố thông tin, nâng cao trách nhiệm của từng thành viên hội đồng quản trị... mà những thông tin trên thực sự cũng rất cần thiết đối với người đầu tư.

Hơn nữa, nội dung công bố thông tin cũng dần phải theo chuẩn mực quốc tế:

- Nên có sự thay đổi các chuẩn mực kế toán cho phù hợp với thông lệ quốc tế, nhất là chuẩn mực về ghi nhận chi phí, không nên giữ kiểu ghi nhận chi phí theo giá gốc như hiện nay.

- Nên yêu cầu doanh nghiệp công khai các khoản đầu tư tài chính cả về khối lượng, giá mua và giá thị trường. Điều này sẽ giúp người đầu tư đánh giá chính xác giá trị của doanh nghiệp, nhất là khi cách tính toán khoản trích lập dự phòng còn nhiều khác biệt giữa các phương pháp khác nhau.

- Cần đưa thêm quy định về việc doanh nghiệp phải công bố thông tin liên quan đến các khoản đầu tư cổ phiếu đã được repo trong kỳ kế toán. Theo quy định hiện hành, các cổ phiếu repo không được thể hiện trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp, nên có nhiều trường hợp đồng repo tất toán mang lại khoản lỗ lớn cho doanh nghiệp (như trường hợp TRI thực hiện repo cổ phiếu Kinh Đô), nhưng không hiển thị trên báo cáo tài chính.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phải tiếp thu lắng nghe tất cả những bức xúc, tâm sự góp ý từ các đối tượng trên thị trường để hoàn thiện các quy định của mình, nhất quán với các nguyên tắc về thông tin chứng khoán, cũng như không được mâu thuẫn với các ngành khác như đối với các quy định về ngành thuế, hoặc các cơ quan truyền thông.

+ Về đối tượng công bố thông tin: Nên mở rộng thêm đối tượng cần công bố.

Theo quy định thì các công ty niêm yết, công ty đại chúng, các công ty chứng khoán là những đối tượng cần công bố thông tin. Tuy vậy, lại chưa có quy định về công bố thông tin đối với các đơn vị kiểm toán, điều này cũng làm hạn chế tính minh bạch của thị trường. Trong thời gian tới các cơ quan chức năng nên cân nhắc vấn đề trên.

Tiếp theo, trong nội dung của quy chế công bố thông tin hiện hành cũng không quy định nghĩa vụ công bố thông tin với các trường hợp công ty

con mua cổ phiếu của công ty mẹ. Đây đúng là một thiếu sót lớn trong các văn bản pháp quy hiện nay. Thực tế cho thấy cần phải phản ánh việc công ty con mua cổ phiếu của công ty mẹ như việc mua cổ phiếu quỹ trong bản cân đối kế toán hợp nhất và đây cũng là chuẩn mực chung trên thế giới. Do đó, nghĩa vụ công bố thông tin khi công ty con mua cổ phiếu của công ty mẹ nên được quy định rõ ràng trong văn bản pháp quy như một phần trong mục mua cổ phiếu quỹ. Như vậy, tình trạng công ty con mua cổ phiếu của công ty mẹ với mục đích trục lợi hoặc làm giá mà nhiều người đầu tư từng nhắc tới có thể sẽ được hạn chế nhờ sự minh bạch hơn trong công bố thông tin.

Thêm vào đó, đối tượng công bố thông tin có thể nên phải được mở rộng thêm đối với những cổ đông lớn của công ty. Theo quy định hiện hành khi giao dịch cổ phiếu chỉ có các cổ đông nội bộ trong doanh nghiệp mới phải thực hiện việc công bố thông tin. Tuy nhiên ta thấy, các cổ đông lớn cũng được tiếp cận các nguồn thông tin nội bộ. Nếu ràng buộc thêm trách nhiệm công bố thông tin của cổ đông lớn như cổ đông nội bộ thì những e ngại về việc mất bình đẳng trong sử dụng thông tin cũng như khả năng cổ đông lớn sử dụng thông tin nội gián để giao dịch trục lợi có thể sẽ được hạn chế trên TTCK.

*- Thứ hai, sớm đề xuất để xây dựng được luật cấm dùng tin chưa công bố*

Sử dụng tin tức chưa được công bố rộng rãi để trục lợi cho mình hay giúp đỡ người khác là đặc quyền của một thiểu số có quyền lực hoặc có quan hệ quen biết.

Sự tung tin đồn khiến các nhà đầu tư hoang mang cũng là một dạng lường gạt. Nó khiến thị trường trở thành một sân chơi không bình đẳng. Những kẻ sử dụng thông tin chưa công bố để mua (bán) chứng khoán kiếm lời (hay tránh lỗ) thực chất đã tiến hành lường gạt và gây thiệt hại cho các nhà đầu tư mà họ đã giao dịch, bởi nếu nhà đầu tư kia mà biết được tin thì sẽ



không bao giờ tiến hành giao dịch với giá đó, từ đó gây nên việc mất niềm tin của người đầu tư, mà niềm tin của nhà đầu tư trong lúc giao dịch là quan trọng nhất. Khi người ta có niềm tin thì người ta sẵn sàng bỏ tiền đầu tư vì họ lường trước các rủi ro. Khi nhà đầu tư mất niềm tin thì họ sẽ bỏ đi. TTCK mà không có nhà đầu tư thì mất hết ý nghĩa và mục đích sống của nó. Trong những trường hợp đó, người ta thà đi đánh bạc, bởi vì đánh bạc đã có những luật lệ riêng chống gian lận của nó mà ai cũng phải tuân theo.

Ta biết thị trường vốn ở Mỹ rất mạnh (đến 44.000 tỉ USD) bởi vì nhà đầu tư tin tưởng vào TTCK ở thị trường Mỹ do tại đó không hề có thiên vị. Không thiên vị là một yếu tố quan trọng hàng đầu mà các TTCK khác không thể nào sánh kịp với Mỹ. Các công ty ở khắp nơi đều thích được lên sàn ở New York vì nơi đây ngoài có lượng vốn và nhà đầu tư dồi dào còn có quy chế rất minh bạch và chặt chẽ. Ở châu Âu chỉ khi có phe cánh với giới tài phiệt thì mới có thông tin nội bộ và mua bán trúng lớn.

Sử dụng tin nội bộ là một trong những lỗ hổng của thị trường chứng khoán của Việt Nam. Nó cũng tương tự như chuyện quy hoạch nhà đất: Trước khi quy hoạch được công bố thì luôn có người biết trước rí tai cho người thân quen, người có ơn nghĩa, cấp trên... để đi mua gom đất chỗ tốt vì biết sẽ lên giá, hoặc bán tống bán tháo đất ở khu sắp bị giải tỏa. Nếu trường hợp trên xảy ra ở Mỹ, Nhật, Tây Âu hay Hong Kong, Singapore... thì những người vi phạm bị đi tù ít nhất hai năm. Còn ở Việt Nam, chúng ta quan niệm đó là “Thần tài gõ cửa” và mặc nhiên chấp nhận vì những người đó nhanh chân biết trước, hoặc tự tiếc rẻ mình không phải là một trong những người may mắn đó.

Trên TTCK Việt Nam, việc quản lý các giao dịch trực lợi do các tin chưa công bố còn bỏ ngỏ vì thiếu phương tiện, nhân sự và kinh nghiệm.

Chúng ta được chứng kiến hàng loạt các giao dịch nội gián bị phanh phui, nhưng đó là khi các giao dịch đó đã thực hiện xong. Một số ví dụ rõ

ràng nhất được dư luận quan tâm nhiều như trường hợp bán cổ phần lần đầu ra công chúng của Công ty Tư vấn đầu tư phát triển và xây dựng từ năm 2005 (theo [9]) do SSI thực hiện có rất nhiều điều đáng để đặt nghi ngờ khi tổ chức thặng thầu có quan hệ chặt chẽ với lãnh đạo cấp cao của SSI khi đó. Hay chẳng hạn, gần đây theo [5], thanh tra của UBCK Nhà nước đã vừa xử phạt bốn đối tượng sử dụng thông tin nội bộ của Công ty CP Xuất nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre (mã FBT) để mua cổ phiếu của doanh nghiệp này trước khi thông tin về việc hoàn trả phần thặng dư vốn phát hành thêm khi cổ phần hóa được công bố rộng rãi (đó toàn là những người nằm trong hoặc quan hệ họ hàng với ông chủ tịch hội đồng quản trị)...

Những trường hợp tương tự còn rất nhiều và nó chính là những sự mất bình đẳng quá rõ mà những người đầu tư chân chính phải gánh chịu. Còn những đối tượng được hưởng lợi như vậy trên thực tế chỉ bị phạt hành chính với mức rất nhẹ và có lẽ vẫn chỉ là hình thức, không mang tính răn đe và không phải là sự bảo vệ cho các nhà đầu tư khác.

Trong tương lai gần, một quy định cụ thể về việc cấm dùng tin chưa công bố cần được ban hành để các nhà đầu tư, các quan chức công ty và các công ty phân tích, môi giới chứng khoán biết và quan tâm. Đây là một bước tiến cần thiết nhằm đưa chuẩn hoạt động của TTCK Việt Nam gần với thông lệ quốc tế và đặt nền móng cho việc điều tra các giao dịch đáng nghi ngờ sau này. Việc cài đặt hệ thống phần mềm giao dịch để phát hiện và lưu trữ các giao dịch ngay trước khi có biến động lớn về giá cổ phiếu sẽ giúp các cơ quan điều tra có thêm đầu mối.

Phải sớm cụ thể hóa tuyên bố của quan chức cao cấp nhất của cơ quan quản lý chứng khoán nhà nước (website [4]): “Việt Nam cam kết sẽ không để các giao dịch mờ ám do lấy tin nội bộ có chỗ dung thân. Bởi vì nền kinh tế Việt Nam và TTCK VN từng bước sẽ tiến lên công bằng và minh bạch hơn

đối với mọi nhà đầu tư, sẽ được thể chế hóa, luật hóa”. Như vậy, trong khuôn khổ hoàn thiện pháp luật về công bố thông tin, chúng ta nhất thiết phải có văn bản pháp lý chỉ dẫn việc cấm dùng thông tin chưa công bố một cách chặt chẽ và có hiệu lực mạnh. Có như vậy việc minh bạch thông tin mới được tuân thủ một cách rõ ràng hơn.

*- Thứ ba, nghiêm trị hơn trong việc xác minh những tin đồn gây thiệt hại trên thị trường*

Tin đồn có thể xuất hiện ở mọi lúc, mọi ngành, những người tiêu dùng luôn là những người chịu thiệt thòi nhất. Chẳng hạn, trong năm 2008 có những tin đồn về giá gạo, giá xăng dầu, tỉ giá USD cao,... làm tâm lý mọi người hoang mang và nạn đầu cơ được dịp hoành hành. Đó là mối lo chung cho toàn xã hội. Việc ngăn chặn những tin đồn dạng này rất khó kiểm soát bởi không thể biết được nguồn thông tin phát ra từ đâu.

Trở lại với thị trường chứng khoán Việt Nam, tin đồn có đời sống rất lâu và xu hướng mọi người thích nghe theo tin đồn, chẳng cần biết đó thật hay không, nó sẽ rất nguy hiểm cho thị trường chứng khoán, nơi mà thông tin được tiếp cận một cách lẫn lộn từ nhiều nguồn.

Tin đồn xấu có thể gây ra những tiêu cực khôn lường, nhiều khi còn gây sốc cho cả hệ thống. Những tin đồn kinh hoàng thường được mọi người rỉ tai nhau ngày càng nhiều và là nỗi kinh ngạc cho những người trong cuộc. Hậu họa mà những tin đồn kiểu này mang lại cho nhà đầu tư và doanh nghiệp là con số không thể ngờ được. ACB năm 2003 tổn hại gần 2.600 tỉ đồng bởi tin đồn tổng giám đốc ôm tiền, bỏ trốn. Năm 2005, NHTMCP nông thôn Ninh Bình cũng "suýt chết" vì tin đồn liên quan đến vụ án Nguyễn Đức Chi cùng lúc với tin đồn bà Tổng giám đốc đã bỏ trốn. Để ứng cứu cho NHTMCP Ninh Bình, vài ngân hàng đã phải ra tay, bơm tiền giúp ngân hàng Ninh Bình đảm bảo thanh khoản; đồng thời, Bảo hiểm tiền gửi VN phải ngay lập tức công bố

các biện pháp đảm bảo chi trả tại tất cả các điểm giao dịch. Với SSI cổ phiếu đã bị rớt giá một cách thảm hại sau tin đồn không có căn cứ vào năm 2008... (xem website [3])

Mặc dù chúng ta đã có những văn bản kịp thời để đối mặt với những tin đồn, như những quy định mới trong Thông tư số 38 về công bố thông tin, "đời sống" của những tin đồn trên thị trường được kỳ vọng sẽ bị thu hẹp, trách nhiệm của những cá nhân, doanh nghiệp liên quan sẽ được quy định cụ thể hơn nhưng nhìn chung do sự giám sát còn chưa chặt chẽ nên các tin đồn vẫn xuất hiện thường xuyên. Thông tư 38 yêu cầu các đối tượng liên quan phải xác minh thông tin trong vòng 24 giờ, ngoài những thông tin bắt buộc phải công bố định kỳ hoặc bất thường, các doanh nghiệp (bao gồm công ty đại chúng, công ty niêm yết, công ty chứng khoán...) phải có người ủy quyền đứng ra xác minh những thông tin công bố trên thị trường, có ảnh hưởng đến giá chứng khoán.

Với những tin đồn trong thời gian gần đây, việc xác định nguồn và truy cứu trách nhiệm vẫn là một khó khăn đối với các cơ quan quản lý. Đến thời điểm này vẫn chưa có trường hợp nào bị xử lý với những thông tin thất thiệt. Trong những lúc bình thường thì tin đồn đã rất nguy hiểm, khi thị trường bị thử thách thì việc phải đề phòng với những tin đồn và ứng phó với những tin đồn là phải ngay lập tức chứ không nên giới hạn thời gian và biện pháp. Và việc ngăn chặn tin đồn, không chỉ dừng lại đối với các cơ quan quản lý chứng khoán, mà nên được phối hợp với các cơ quan quản lý truyền thông. Cần có định hướng rõ ràng và học hỏi kinh nghiệm của các thị trường chứng khoán khác trong việc lọc các tin đồn ra khỏi hệ thống truyền thông, đặc biệt khi mạng internet đã quá phát triển và hiện chỉ được quản lý rất lỏng lẻo ở Việt Nam trong thời gian vừa qua.

- Thứ tư, cần phải có chế tài thích đáng để xử lý những vi phạm của những tổ chức, cá nhân về công tác công bố thông tin, sử dụng thông tin nội gián, thông tin sai sự thật.

Về xử lý vi phạm, hiện Bộ Tài chính đã ban hành thông tư số 97/2007/TT-BTC hướng dẫn theo nghị định số 36/2007/NĐ-CP ngày 8-3 năm 2007 của Chính phủ về xử phạt hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán, trong đó có hoạt động công bố thông tin:

+ Phạt tiền từ 20.000.000 đồng đến 30.000.000 đồng đối với tổ chức phát hành, công ty đại chúng, tổ chức niêm yết... công bố thông tin không đầy đủ, kịp thời đúng hạn theo quy định của pháp luật.

+ Phạt tiền từ 30.000 đồng đến 50.000.000 đồng đối với tổ chức phát hành, công ty đại chúng, tổ chức niêm yết... công bố thông tin nhưng trong đó có chứa đựng những thông tin sai sự thật, gây biến động giá nghiêm trọng trên thị trường.

+ Phạt cảnh cáo hoặc phạt tiền từ 5.000.000 đồng đến 100.000.000 đồng đối với công ty đại chúng, tổ chức niêm yết... báo cáo không đầy đủ nội dung theo quy định của pháp luật, báo cáo không đúng thời hạn theo quy định của pháp luật, báo cáo không đúng biểu mẫu quy định.

Nhìn vào khung hình phạt trên ta thấy nổi lên những vấn đề sau:

Các quy định cụ thể không phải là thiếu, mà là các chế tài không đủ mạnh để bảo đảm các quy định được thực thi. Mức phạt tối đa cho các vi phạm về công bố thông tin chỉ là 50 triệu đồng, một con số quá nhỏ so với những lợi ích (bắt hợp pháp) mà các nhà quản lý có thể kiếm được thông qua việc bóp méo thông tin tài chính. Không chỉ quá nhẹ, các hình phạt cũng thường nhằm không đúng đối tượng. Thay vì áp dụng hình phạt với các cá nhân có hành vi gian lận, thì các cơ quan quản lý lại phạt doanh nghiệp. Như vậy, vô hình trung các cổ đông vừa bị lừa lại vừa phải nộp tiền phạt thay cho

người đã lừa mình. Bởi chế tài quá nhẹ, không đủ sức răn đe nên nhiều nhà quản lý đã không ngần ngại bóp méo thông tin tài chính. Do đó, nếu chúng ta không cải thiện chất lượng thi hành luật, thì việc đưa ra thêm các quy định mới sẽ khó mang lại hiệu quả mong muốn.

Mặt khác, khi đã có chế tài xử phạt việc vi phạm quy chế công bố thông tin rồi nhưng việc xử phạt của các cơ quan chức năng vẫn chưa triệt để và chưa thống nhất, chẳng hạn trong thời gian gần đây, việc vi phạm giao dịch nội bộ của các cổ đông lớn chỉ ở mức phạt tiền và giải trình tại Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh, còn tại TT GDCK Hà Nội thì việc này lại chưa đưa vào áp dụng. Hoặc là, nhiều trường hợp báo cáo tài chính của doanh nghiệp chậm nộp, chậm công bố, công bố không đầy đủ, không chính xác theo quy định vẫn không bị phát hiện hoặc có phát hiện nhưng không có thái độ xử lý đúng mức. Trong thời gian tới các cơ quan quản lý cần áp dụng chế tài triệt để hơn đối với các đối tượng vi phạm, đồng thời không phân biệt đối tượng vi phạm tại sàn nào, tất cả đều phải được đưa ra xem xét và xử phạt.

Trong thời gian tới, các bộ ngành liên quan như công an, tòa án... phải phối hợp vào cuộc để xử các vụ vi phạm cho chính xác: không chỉ dừng ở mặt xử phạt hành chính trong ngành chứng khoán, hoặc áp dụng triệt để các khung hình phạt khác nhau như cảnh báo, đưa chứng khoán vào diện kiểm soát và ngừng giao dịch một cách dứt khoát và quyết tâm để răn đe và làm gương cho các trường hợp khác. Mạnh hơn, đối với các vi phạm nghiêm trọng có thể phải được xử lý ở mức độ hình sự.

*a2. Tăng cường cơ sở hạ tầng công nghệ và đi đầu trong việc chấp hành việc công bố thông tin*

Trong khuôn khổ tăng cường minh bạch thông tin chứng khoán, các cơ quan quản lý, không những luôn có nhiệm vụ là hoàn thiện khung pháp luật về công bố thông tin mà luôn cần phải chú trọng yếu tố về hạ tầng công nghệ,

đồng thời phải chấp hành tốt việc công bố thông tin bởi họ cũng là những chủ thể của thị trường

- Về đầu tư cơ sở hạ tầng công nghệ trong hệ thống công bố thông tin:

Chất lượng thông tin chứng khoán chắc chắn cũng phụ thuộc một phần không nhỏ vào hệ thống truyền thông của thị trường. Vì vậy, chúng ta cần xem xét khách quan hệ thống này, và khắc phục những bất cập đang tồn tại.

Hiện nay thị trường chứng khoán Việt Nam có một thuận lợi rất lớn là chúng ta đang phát triển trong thời đại công nghệ hiện đại, đặc biệt là về truyền thông, về các mạng diện rộng,... Tuy vậy, yêu cầu về hoàn thiện công nghệ cũng luôn là một nhiệm vụ lớn, các trang thiết bị phải vừa tầm với tiềm lực tài chính của mình và vừa phải đáp ứng về độ mở của quy mô giao dịch. Muốn vậy đòi hỏi rất lớn từ những người làm chuyên trách về hạ tầng công nghệ cho thị trường để việc đầu tư là có hiệu quả. Trước mắt, hệ thống đó phải đảm bảo tích hợp được các thị trường chứng khoán Hà Nội, TP HCM, OTC vào chung một hệ thống, đồng thời phát triển nhiều kênh giao dịch qua Internet, điện thoại, tin nhắn, Internet di động (WAP).

Hơn nữa hệ thống này cũng phải đáp ứng được yêu cầu về bảo mật cao và thông suốt khi truyền tin. Các đầu tư công nghệ về xử lý tác nghiệp của các sở giao dịch cũng đặc biệt phải được chú trọng. Cố gắng không để xảy ra các sự cố kỹ thuật trên sàn, có thể gây hoang mang và làm ảnh hưởng tới lòng tin của nhà đầu tư đối với thị trường, nhất là ở các thời điểm “nhạy cảm” như khoảng thời gian cuối tháng 5/2008 vừa qua tại sàn TP. Hồ Chí Minh.

Hiện nay cũng cần phải đặt thêm yêu cầu cho một mạng đủ mạnh tại các sở giao dịch, phải có được độ ổn định và độ mở cần thiết để đáp ứng cho một hệ thống khá lớn các công ty chứng khoán của Việt Nam với rất nhiều các dịch vụ triển khai qua mạng cho người đầu tư.

*Về phía Ủy ban chứng khoán Nhà nước:*

+ Cho hoạt động quản lý và điều hành: Xây dựng các chương trình ứng dụng để đảm bảo tốt hoạt động thống kê toàn ngành chứng khoán, phát triển các chương trình có liên quan đến hoạt động chung của toàn thị trường.

+ Hạ tầng công nghệ chung cần được thiết lập để thống nhất, tập trung đầu mối và đảm bảo tính thống nhất với hạ tầng mạng chung của ngành tài chính. Xây dựng cơ sở sao lưu dữ liệu chung của ngành để đảm bảo tính hiệu quả của đầu tư.

*Về phía HoSE:*

HoSE được coi là sàn giao dịch chính của ngành chứng khoán vì thế nên cần được đầu tư trọng điểm. Cụ thể, hạ tầng công nghệ tại đây cần được chú trọng với hệ thống máy chủ, các phần mềm hệ thống, các thiết bị mạng, thiết bị lưu trữ, an ninh và an toàn hệ thống và các thiết bị phụ trợ khác... giúp việc kết nối tốt, xử lý, truyền tin và công bố thông tin ra công chúng được thông suốt và đáp ứng được về mặt tốc độ, khắc phục một số sự cố hy hữu như trong thời gian vừa qua đó là hiện tượng không giao dịch được tại sàn trong khoảng 1 tuần.

*Về phía HASTC:*

Về lâu dài, HASTC không chỉ là nơi giao dịch của các công ty nhỏ, mà nó cũng sẽ trở thành sở giao dịch, với những tính năng cần thiết của một đầu mối giao dịch lớn. Vì thế HASTC cũng nên được đầu tư trang bị theo hướng mở nhằm vừa đảm bảo xử lý được các phát sinh trong hiện tại vừa tránh lãng phí nguồn lực. Các trang bị cần được đầu tư là hệ thống máy chủ (module giao dịch, giám sát, công bố thông tin), ngoài ra các phần mềm hệ thống, các thiết bị mạng và các thiết bị phụ trợ khác cũng cần được chú trọng một cách đồng bộ.



*Từ Trung tâm lưu ký chứng khoán:*

Trung tâm lưu ký là nơi thực hiện chức năng lưu ký cho cả hai sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Hạ tầng công nghệ cần được chú trọng ở đây là hệ thống máy chủ, hệ thống lưu trữ, các thiết bị mạng và đường truyền, các thiết bị lưu điện, các thiết bị an ninh và bảo mật... đảm bảo cho hoạt động của một trung tâm lưu ký hiện đại và kết nối với các hạ tầng tại các trung tâm giao dịch chứng khoán.

- Về việc công bố thông tin của các cơ quan quản lý:

Trong thông tư 38 cũng đã quy định nghĩa vụ công bố thông tin đối với các đối tượng, trong đó có nghĩa vụ công bố thông tin của chính các cơ quan quản lý thị trường như HoSE, HASTC qua các phương tiện như trang web của chính các tổ chức này và qua trang web hay bản tin của UBCK. Thực tế triển khai việc thực hiện vừa qua tại các tổ chức này cho thấy, thông tin chưa được chuyển tải, cập nhật một cách nhanh chóng theo yêu cầu của nhà đầu tư, thậm chí có thông tin được đưa ra trên bản tin chưa chính xác.

### ***Hộp 3.1. Thông tin chứng khoán còn chậm***

....

Các trang web chính thống của cơ quan quản lý Nhà nước thông tin cũng “rùa” không kém. Cụ thể, thông tin “hoãn khớp lệnh liên tục” trên HoSTC mới đây thay vì được công bố sớm nhất trên trang ([www.vse.org.vn](http://www.vse.org.vn)) của HoSTC, thì sau một tuần, khi các báo đã “xào nát” thì trang web này mới có “thông cáo báo chí”.

Đại hội cổ đông của Công ty Cổ phần Xuyên Thái Bình (PAN) đã diễn ra từ ngày 5/5 nhưng đến 10/5 mới có nghị quyết trên trang điện tử [hastc.org.vn](http://hastc.org.vn).

Còn trang web của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ([www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn)), kết quả giao dịch toàn thị trường chứng khoán phải sau 16 giờ mới thấy xuất hiện, mặc dù hơn 11 giờ thị trường đã đóng cửa. Còn thứ bảy, chủ nhật, thậm chí cả ngày thứ hai trên trang web này thông tin hoàn toàn “nghỉ phép”.

Mới đây, ông Nguyễn Phú Minh, một nhà đầu tư lâu năm tại sàn SSI, đã “hú vía” vì thông tin sai lệch “chết người” từ bản tin chứng khoán:

“Bữa trước tôi đọc bản tin chứng khoán, thấy mã LAF có kết quả kinh doanh không còn âm (-), nghĩa là hết lỗ. Nếu thế thì giá cổ phiếu này quá rẻ, vừa đọc xong thông tin tôi và người nhà ngay lập tức mua vào trên 40.000 cổ phiếu LAF với giá gần 20.000 đồng/cổ phiếu. Thế nhưng hôm sau đọc lại bản tin thấy “cải chính” với kết quả ngược lại hoàn toàn, chuyển từ dương sang âm. Nghĩa là công ty này vẫn còn lỗ. Tá hỏa, vài phiên tôi bán ra tất cả số cổ phiếu trên. Không cần thiết phải có nhiều kênh chính thống mà nhà đầu tư chúng tôi chỉ cần một kênh nhưng đầy đủ thông tin và kịp thời để chúng tôi lấy đó làm niềm tin”, ông Nguyễn Trọng Hoàng, một nhà đầu tư tại sàn chứng khoán ACBS, nói.

Thực tế, tại Nhật Bản, nhà đầu tư dễ dàng tìm kiếm thông tin nhanh, chính thống và hoàn toàn minh bạch công khai trên mạng TDnet. Đây là mạng thông tin mà các đơn vị niêm yết tung lên trước tiên khi có thông tin mới nhất chứ không phải là ở các tờ báo hay bản tin nào khác.

*Nguồn: website [11]*

Như vậy, là những chủ thể rất quan trọng trên thị trường, hoạt động công bố thông tin của UBCK, HoSE, HaSTC, sẽ là nguồn tin chính thống, rất đáng tin cậy đối với nhà đầu tư, nên các cơ quan này nên dùng tất cả các thế mạnh hiện có về công nghệ và với trách nhiệm của mình để công bố thông tin trên thị trường với chất lượng tốt nhất, thời gian nhanh nhất. Đó cũng chính là một trong những yếu tố làm vấn đề minh bạch hóa thông tin được tốt hơn.

### *a3. Tăng cường giám sát*

Để nâng cao chất lượng thông tin chứng khoán trên thị trường, tăng độ minh bạch của các thông tin, các cơ quan quản lý nhất định phải chú trọng hơn nữa công tác giám sát mà bấy lâu nay được thực hiện rất lỏng lẻo. Việc giám sát do HoSE và HaSTC tiến hành đặc biệt ở khâu giao dịch và công bố thông tin.

Trong khâu giao dịch: Thực tế hoạt động thời gian qua cho thấy trong giao dịch có rất nhiều lỗi vi phạm chẳng hạn trong việc đặt lệnh, gian lận tài khoản... Các lỗi này đã không được phát hiện kịp thời bởi hệ thống giám sát chưa được trang bị những phần mềm có các tiêu chí đủ mạnh, hơn nữa nó cũng không theo kịp với sự phát triển chung của toàn thị trường trong những giai đoạn bùng nổ. Chính vì thế, có thể thấy rất rõ các hành vi thao túng, hành vi làm giá,... gây mất lòng tin của người đầu tư và giảm độ minh bạch của thị trường và tất nhiên làm tính hiệu quả của thị trường bị ảnh hưởng lớn.

Trong khâu công bố thông tin: Việc giám sát của các cơ quan quản lý trong công bố thông tin cũng chưa được chú trọng một cách cần thiết. Ta đều biết có rất nhiều vi phạm về công bố thông tin của các thành viên thị trường. Có những lỗi chủ quan và khách quan, hệ thống giám sát hiện tại không cho phép phát hiện ra những lỗi này một cách nhanh chóng và hiệu quả để kịp thời cho cơ quan quản lý áp dụng các chế tài đối với các vi phạm, qua đó dần đưa các thành viên thị trường vào khuôn khổ trong việc công bố thông tin.

Muốn giám sát hiệu quả hơn, các cơ quan quản lý nên tập trung chú trọng trong việc:

+ Xây dựng bộ tiêu chí thật đầy đủ: Việc đưa ra được các tiêu chí sát thực tế không phải dễ dàng và nhanh chóng mà phải qua nhiều năm hoạt động mới có thể bổ sung hoàn thiện, bởi vì các hành vi vi phạm ngày càng tinh vi. Do vậy, chúng ta cần học hỏi kinh nghiệm từ các thị trường chứng khoán gần và tương đồng với Việt Nam, chẳng hạn từ TTCK Trung Quốc, Thái Lan,...

+ Đầu tư phần mềm tương thích (có thể nhập khẩu, hoặc mua từng phần,...).

+ Tăng cường hơn nữa về số lượng cũng như chất lượng của nhân lực cho việc giám sát (đưa cán bộ đi đào tạo ở nước ngoài, có cơ chế hợp lý để giữ người tài,...).

### ***b. Đối với các công ty chứng khoán***

Các công ty chứng khoán có vai trò rất quan trọng trong thị trường chứng khoán, là những người làm nên thị trường, với các nghiệp vụ của nó.

Tính minh bạch thông tin thị trường chịu ảnh hưởng đáng kể bởi hoạt động của các công ty chứng khoán, đặc biệt ở khâu cung cấp, xử lý, phân tích thông tin của các công ty này.

Trong thực tế thời gian vừa qua, thông tin trên thị trường không đảm bảo chất lượng cũng do một phần trách nhiệm của các công ty chứng khoán. Một số công ty rất thiếu trách nhiệm với thị trường, vi phạm các nguyên tắc hoạt động. Có thể kể tới một số trường hợp điển hình như:

- Hoạt động cung cấp thông tin không đầy đủ, không trung thực tới các khách hàng của mình, chẳng hạn việc cung cấp chỉ những thông tin tốt của các công ty niêm yết mà không chỉ ra những rủi ro, những khó khăn của các công ty này cho nhà đầu tư. Đặc biệt là những thông tin không đáng tin cậy trên thị trường sơ cấp khi bắt đầu triển khai đấu giá cổ phần.

- Có những hoạt động không minh bạch trong việc sử dụng tài khoản của các khách hàng, trong việc đặt lệnh mua bán chứng khoán.

- Dung túng và không kiên quyết xử lý mặc dù biết rất rõ có nhiều cá nhân trên thị trường dùng nhiều tài khoản để chi phối giá. Các công ty này chỉ cần quan tâm đến lợi ích của mình (thậm chí còn coi các cá nhân vi phạm này là các khách VIP của công ty) mà không cần quan tâm đến lợi ích thị trường. Nếu nhiều con sâu như vậy bỏ rầu nồi canh thì đúng là nỗi lo cho thị trường. (Trường hợp công ty chứng khoán APEC – xem website [12])

- Vi phạm trong việc công bố thông tin theo quy định của chính công ty mình (nộp chậm báo cáo, trì hoãn công bố...)

Để nâng cao tính minh bạch thông tin trên thị trường, để tạo dựng niềm tin của công chúng đầu tư từ đó nâng cao hiệu quả (về mặt thông tin trên thị trường) các công ty chứng khoán không thể đứng ngoài cuộc bởi họ sẽ cũng có lợi rất nhiều nếu TTCK hoạt động hiệu quả. Muốn vậy, trách nhiệm của các công ty chứng khoán là:

*Thứ nhất*, cần quán triệt đầy đủ các nguyên tắc về thông tin chứng khoán. Khi thông tin cho khách hàng của mình cũng như thông tin rộng rãi ra ngoài công chúng, các công ty chứng khoán cần phải phản ánh trung thực các thông tin về chứng khoán, về các công ty niêm yết. Nếu có thông tin tốt về công ty niêm yết thì phản ánh tuy nhiên cần phải xác minh một cách rạch ròi bằng khả năng phân tích tổng hợp của các cán bộ chuyên môn, tránh tình trạng nói dựa theo nguồn thông tin không chính thống trôi nổi trên thị trường, đó là điều rất nguy hiểm. Nếu có thông tin không tốt về các công ty niêm yết phải thông báo cho khách hàng của mình, không nhất thiết phải thông báo rộng rãi khi còn e dè... Khi thông tin đã trung thực, kịp thời thì khách hàng sẽ trở thành khách hàng trung thành của mình, hơn nữa họ sẽ chính là những

người quảng cáo hiệu quả thương hiệu của mình cho thị trường, điều đó hẳn sẽ làm tăng giá trị cho các công ty chứng khoán.

*Thứ hai*, các công ty chứng khoán phải đầu tư hơn nữa cho yếu tố kỹ thuật công nghệ thông tin, về phần mềm ứng dụng và trang thông tin điện tử

Thực tế trong thời gian qua, các công ty chứng khoán đã ra đời ồ ạt và một số công ty đã không chuẩn bị kỹ lưỡng các điều kiện cần thiết. Các chuyên gia an ninh mạng đã cảnh báo có 54% website của các công ty chứng khoán Việt Nam tồn tại lỗ hổng nghiêm trọng có thể bị tin tặc lợi dụng tấn công để chiếm quyền kiểm soát. Khi đó tin tặc có thể thay đổi thông tin kết quả giao dịch, sửa chỉ số, đưa thông tin thất thiệt. Thậm chí, tin tặc có thể gây biến động trên thị trường chứng khoán để trục lợi và gây thiệt hại.

Bên cạnh đó, có không ít công ty chưa thể thiết lập giao dịch qua mạng. Cá biệt cũng chính do yếu kém của hệ thống CNTT mà nhiều nhà đầu tư, giao dịch viên đã thực hiện những gian lận trên TTCK.

Với sự phát triển của thị trường hiện nay và những nhu cầu tăng lên không ngừng trong tương lai về quy mô của thị trường, hệ thống CNTT của các công ty chứng khoán phải được thiết kế vững chắc, có dự phòng đảm bảo cho hệ thống luôn ở trong trạng thái sẵn sàng phục vụ giao dịch chứng khoán và cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Đặc biệt đòi hỏi khả năng đáp ứng tính bảo mật cho hệ thống.

Các công ty nên chuẩn bị tốt nhất cho những ứng dụng CNTT trong hoạt động của mình, có như vậy chất lượng thông tin trên thị trường mới được cải thiện, đáp ứng chung cho yêu cầu về tính minh bạch, đồng thời cũng sẽ làm gia tăng giá trị cho chính các công ty.

*Thứ ba*, về lâu dài các công ty chứng khoán nên duy trì hoạt động tư vấn của mình bằng cách đầu tư công tác thông tin chứng khoán như xây dựng các bộ phần mềm phân tích dữ liệu chứng khoán phù hợp với đặc thù thị

trường chứng khoán Việt Nam từng bước. Hiện nay có thể thấy các công ty chứng khoán chủ yếu chỉ chú trọng đến hoạt động môi giới, một số công ty thì tự doanh, còn nghiệp vụ tư vấn, phân tích chưa được chú trọng một cách hợp lý (hầu như tư vấn chỉ tập trung cho việc phát hành chứng khoán của các tổ chức). Về nghiệp vụ này, mục tiêu cần đạt được là:

- Sản phẩm phân tích phải cụ thể, tỉ mỉ và cẩn trọng:

- Các nhân viên phân tích chứng khoán phải đem hết khả năng để thực hiện nhiệm vụ được phân công một cách cẩn trọng và tỉ mỉ.

- Phải thực hiện nhiệm vụ trên cơ sở có lý luận, bài bản và số liệu hỗ trợ một cách đầy đủ.

- Kết quả phân tích phải được công bố rõ ràng, không dẫn đến việc dễ hiểu lầm.

- Phải biểu hiện tinh thần trách nhiệm bằng việc thường xuyên theo dõi kết quả phân tích của mình.

- Thường xuyên quan tâm đến tình hình cụ thể của các đối tượng nhận sản phẩm dịch vụ và chất lượng đầu tư của họ.

- Không sao chép sản phẩm của người khác:

Việc báo cáo kết quả phân tích của mình cho các đối tượng như lãnh đạo, khách hàng hoặc công bố rộng rãi ra công chúng nhà phân tích không được sao chép hoặc sử dụng sản phẩm phân tích của người khác mà không ghi chú nguồn trích dẫn rõ ràng. Nguyên tắc này được miễn chỉ khi nguồn thông tin trên được công bố công khai và đã được công chúng chấp nhận.

- Công bố những thông tin liên quan đến sản phẩm phân tích của mình phải chính xác, đầy đủ và rõ ràng.

- Công bằng và trong sáng trong ứng xử với khách hàng và những người sử dụng sản phẩm phân tích của mình.

### ***c. Trách nhiệm của các công ty niêm yết***

\* Tình hình thực hiện việc công bố thông tin của các doanh nghiệp:

Hiện nay vấn đề nhức nhối nhất trong hệ thống công bố thông tin, làm ảnh hưởng mạnh đến tính minh bạch của thị trường chính là sự thiếu trách nhiệm của các công ty niêm yết trong việc công bố thông tin. Trong thời gian qua, việc vi phạm của các công ty là chuyện rất bình thường, đặc biệt thể hiện trong chất lượng của các báo cáo tài chính cũng như thời hạn nộp báo cáo tài chính.

- Thứ nhất, vi phạm về chất lượng của các báo cáo tài chính.

Không ít doanh nghiệp công bố báo cáo tài chính và các thông tin còn nặng về hình thức, công bố cho có, không đầy đủ, thiếu chi tiết cần thiết. Có nhiều báo cáo không đúng sự thật, không được công bố đầy đủ, không chính xác theo quy định; có những lệch lạc so với kết quả kiểm toán của khá nhiều công ty ... Mà các vi phạm này là rất thường xuyên và liên tục. Thậm tệ hơn, một số công ty còn qua mặt nhà đầu tư trong thời gian rất dài bằng các báo cáo tài chính quá gian dối để che giấu tình trạng làm ăn yếu kém, tạo ra bức tranh giả tạo về thực trạng hoạt động của công ty.

Chẳng hạn có báo cáo 9 tháng, kết quả kinh doanh vẫn còn rất ấn tượng với mức tăng trưởng lợi nhuận cao, các nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của các công ty này rất tin tưởng nhưng đùng một cái, báo cáo quý 4 và cả năm lại lỗ lớn. Trong khi sự thua lỗ này không phải chỉ phát sinh trong quý 4 mà kéo dài trong cả năm. Có công ty 9 tháng lãi 198,4 tỉ đồng, trong khi quý 4 lỗ 116,2 tỉ đồng. Có công ty công bố báo cáo cả năm "lãi" mà không công bố báo cáo quý 4, trong khi tính trừ đi số lũy kế đến hết quý 3, thì quý 4 lỗ tới 334,7 tỉ đồng... Và chắc hẳn chúng ta đều biết “sự kiện” của Bông Bạch Tuyết qua mặt nhà đầu tư trong thời gian rất dài, đặc biệt hơn họ còn được hỗ trợ bởi kiểm toán (xem website [10]).



Hiện nay chỉ có các báo cáo năm mới được kiểm toán, vậy khả năng về sự sai lệch của các báo cáo quý và báo cáo bán niên cũng chắc chắn cũng không thể thoát khỏi những toan tính của các công ty.

Những hiện tượng trên đã ảnh hưởng đến lòng tin của nhà đầu tư và đây là một trong những nguyên nhân quan trọng làm cho người đầu tư nghi ngờ nhiều về tính minh bạch trong thông tin chứng khoán.

- Thứ hai, vi phạm về thời hạn công bố thông tin.

Theo quy định trong thông tư 38, các công ty phải lập trang web riêng và thông tin thường xuyên lên trang web của mình nhưng trên thực tế đã có nhiều doanh nghiệp không chấp hành. Còn rất nhiều công ty đã chưa có trang thông tin điện tử, lại có những công ty tuy rằng có trang đó nhưng việc cập nhật thông tin lên mạng lại không được thực hiện.

Đặc biệt, thông tin quan trọng bậc nhất đối với người đầu tư, đó là các thông tin trong báo cáo tài chính cũng bị nhiều công ty niêm yết không coi trọng. Hiện tượng chậm nộp, chậm công bố BCTC khá phổ biến và đã trở thành tiền lệ nối tiếp tiền lệ, triền miên từ năm này qua năm khác nếu tính từ thời điểm TTCK đi vào hoạt động.

Tính đến ngày 31/3/2009, số công ty đã nộp báo cáo thường niên năm 2008 trên HASTC mới chỉ có 33/177, trên HoSE là 32/181; số báo cáo tài chính năm 2008 đã nộp cũng ở tình trạng chậm tương tự, tương ứng 105/177 và 91/177, nhiều trường hợp còn phải chờ (xem website [9]).

Ngược về những mùa báo cáo trước đó, số lượng công ty công bố báo cáo tài chính quý 4/2008 chậm tại HASTC là 37/168, tại HoSE có tới 66/170. Đáng chú ý là của quý 2/2008, các con số tương ứng là 53/146 và 68/156. Tình trạng này cũng có ở các mùa khác trong năm 2008...

Lý do nộp chậm báo cáo tài chính được các công ty đưa ra cũng rất khó chấp nhận, đó là lỗi phần mềm kế toán, máy tính nhiễm virus, do sự hạch toán

tổng hợp của các công ty con... Tuy vậy, những nhà đầu tư khôn ngoan thừa biết rằng các công ty chậm nộp báo cáo do họ còn phải mất nhiều thời gian để làm đẹp báo cáo và để toan tính và đối phó đối với kiểm toán, nhất là trong thực tế kế toán hiện nay các công ty đều áp dụng phần mềm kế toán máy, việc xử lý sổ sách nếu trung thực thì rất nhanh, lỗi phần mềm cũng không phải lúc nào cũng gặp phải. Kết quả là người đầu tư dần không tin vào báo cáo tài chính của các công ty, càng không tin vào tính minh bạch của chính các doanh nghiệp công bố. Đây là điều sớm được khắc phục ngay bởi nó sẽ làm giảm tính hiệu quả của thị trường chứng khoán.

Để thực hiện việc minh bạch thông tin, các công ty cần phải tuân thủ một số nội dung sau:

*- Thứ nhất, các công ty nghiêm yết phải chấp hành các quy định về công bố thông tin.*

Hiện nay các công ty đang thực hiện việc công bố thông tin theo Thông tư 38/2007/TT-BTC. Văn bản hiện hành tuy sẽ có những sửa đổi cho phù hợp hơn nhưng trước mắt các công ty vẫn phải chấp hành. Định kỳ hoặc theo yêu cầu công ty nghiêm yết sẽ phải nộp báo cáo cho Ủy ban chứng khoán nhà nước, Sở, Trung tâm giao dịch chứng khoán, mà không thể ỷ lại vào việc chế tài xử phạt nhẹ của Ủy ban chứng khoán nhà nước để làm bừa, không chấp hành công tác thông tin, báo cáo theo quy định, đặc biệt chậm trễ trong việc nộp báo cáo.

Hơn nữa, nhiều cổ đông chủ chốt của công ty còn thường xuyên vi phạm nguyên tắc công bố thông tin khi giao dịch nội bộ. Theo quy định trong thông tư thì các cổ đông lớn của công ty phải thực hiện việc công bố thông tin nhưng trong thực tế thì nhiều người đã không làm và đã bị giám sát thị trường phát hiện.

- Thứ hai, các công ty niêm yết phải quán triệt các nguyên tắc về thông tin chứng khoán, giải quyết tốt vấn đề thông tin bất cân xứng.

Có thể phân nhóm các công ty niêm yết trên thị trường gồm các công ty tốt và các công ty tồi. Các thông tin chứng khoán phải được trung thực, công khai, rõ ràng và minh bạch (đối với cả hai nhóm công ty trên). Nếu thông tin cứ úp úp, mờ mờ, ai biết tới đâu thì biết về công ty, thì tình trạng thông tin bất cân xứng tồn tại và ảnh hưởng mạnh đến thị trường.

- Đối với các công ty thuộc nhóm tốt, họ cần nhận thức được rằng nên phải cung cấp thông tin cho người đầu tư càng nhiều càng tốt, để người đầu tư hiểu rõ hơn về doanh nghiệp mình, giúp người đầu tư phân biệt rõ các cổ phiếu tốt, xấu. Thực tế cho thấy, nhiều công ty không nhận thức được điều này khi họ có vẻ hạn chế cung cấp các báo cáo tài chính cho các cổ đông. Có nhiều nhà đầu tư cho biết họ muốn nhận được các báo cáo chính thức của công ty nhưng họ bị tự chối với lý do công ty không có đủ bản in. Sự nhận thức như vậy cho thấy quan hệ của các doanh nghiệp với các cổ đông chưa tốt, và hơn thế nữa họ cũng tỏ ra không rành lắm về nguyên tắc thông tin chứng khoán. Nếu thông tin không rõ ràng, người đầu tư luôn trong trạng thái nghi ngờ và khi ra quyết định mua bán họ sẽ bị nhầm lẫn, không dám mạo hiểm tin vào các công ty tốt – người đầu tư trong trạng thái cảnh giác vì không rõ tốt xấu và rõ ràng điều này là điều thiệt thòi cho chính các công ty.

- Đối với các công ty thuộc nhóm tồi, họ càng phải nhận thức được rằng che đậy thông tin, không minh bạch thông tin chỉ có thể qua mặt được người đầu tư trong ngắn hạn. Về lâu dài người đầu tư khi phát hiện ra tình trạng đó họ sẽ quay lưng lại với công ty và chắc chắn thời gian để khôi phục lòng tin của các cổ đông sẽ phải mất khá dài. Triển vọng kinh doanh âm ảm khiến doanh nghiệp dè dặt công bố thông tin và người đầu tư thiếu thông tin cũng dè dặt trong mua - bán.

Các công ty niêm yết phải nhận thức được rằng sự trung thực về thông tin của công ty không phải là sự bí mật thông tin mà là nghĩa vụ và quyền lợi của mình, nhà đầu tư sẽ tìm đến công ty nào làm ăn hiệu quả thật sự và thông tin trung thực về họ trên thị trường, là cách để công ty tồn tại lâu dài trên thị trường, hơn nữa sẽ là đối tượng rót vốn mở rộng sản xuất của các nhà đầu tư nước ngoài trong tương lai.

Trong năm 2007 một số đơn vị đã có sáng kiến tổ chức cuộc thi “Các báo cáo tài chính hiệu quả”, từ đợt phát động này có thể sẽ giúp các doanh nghiệp hiểu rõ hơn, và chuẩn hóa hơn việc lập các báo cáo tài chính của mình, điều này dẫn tới việc vừa được lợi cho chính công ty đó từ thu hút người đầu tư, mà về lâu dài nó làm lành mạnh hóa hệ thống tài chính nói chung.

*- Thứ ba, các công ty niêm yết nên chuyên môn hoá bộ phận công bố thông tin.*

Ở Việt Nam người được ủy quyền công bố thông tin thường là chủ tịch hội đồng quản trị hay giám đốc công ty – những người đứng đầu doanh nghiệp, vì thế người đầu tư thường rất ngại có được các thông tin về công ty. Người phụ trách về công bố thông tin của công ty nên được làm một cách chuyên trách để tạo điều kiện cho người đầu tư tin tưởng vào thông tin của công ty và dễ dàng trong việc tiếp cận thông tin cũng như có sự trao đổi thông tin qua lại với công ty, vừa đảm bảo quyền lợi cho người đầu tư và vừa có thể hạn chế được các tin đồn sai về công ty. Là người phụ trách thông tin chuyên nghiệp trong tổ chức họ hiểu rõ quyền lợi và nghĩa vụ của việc cung cấp thông tin, hiểu được các nguyên tắc thông tin, cũng như thời điểm phù hợp để đưa ra những nguồn thông tin khác nhau, thông tin chiến lược thông tin tác nghiệp, thông tin quản trị, thông tin quản lý... Họ cũng biết rõ đâu là thông tin chính thức, không chính thức, và đấu tranh chống lại những thông tin lá cải, thông tin không trung thực về doanh nghiệp mình.

*- Thứ tư, nên chú trọng và thực hiện tốt việc quan hệ với cổ đông*

Quan hệ với công chúng đầu tư là một phần quan trọng của công tác PR doanh nghiệp. Xưa nay, công tác PR tập trung vào xây dựng thương hiệu hình ảnh doanh nghiệp, dẫn tới cảm xúc ủng hộ thương hiệu, với hy vọng rằng trong dài hạn, các sản phẩm sẽ có chỗ đứng và sự hiện diện tốt trên thị trường. Nói như Kotler ([website [10)]) thì đó là một bước để giành lấy trái tim người tiêu dùng và/hoặc khách hàng.

Ở Việt Nam, có một số công ty đã chú trọng đến công tác quan hệ với cổ đông và họ đã được sự đồng thuận rất nhiều từ các cổ đông, gây được lòng tin và từ đó được đánh giá cao về tính minh bạch. Chẳng hạn công ty FPT đã từng có nhiều lần giao lưu trực tuyến với nhà đầu tư qua mạng để giải đáp thắc mắc cho các cổ đông. Hay trường hợp của REE đã giao lưu định kỳ hàng quý với nhà đầu tư; Sacombank cũng tương tự như vậy...

Trên nhiều trang web công ty còn thiết lập mục quan hệ với cổ đông nhưng vẫn còn nhiều doanh nghiệp chưa chú trọng đúng mức tới yếu tố trên, đó quả là thiếu sót.

Một doanh nghiệp thành công sẽ có nhiều dự án, và có nhiều lần phát hành cổ phiếu sau IPO, gọi là SPO. Nếu doanh nghiệp muốn có lịch sử đại chúng lâu dài, trở thành cao niên, việc có hàng vài chục tới cả trăm vụ SPOs sẽ là hết sức quen thuộc. Vì vậy phải thường xuyên chú ý tới nhà đầu tư, chăm sóc cho họ cũng chính là biết giữ lợi ích cho chính mình.

Trong thời gian tới, ngoài việc thực hiện các nguyên tắc cần thiết trong việc minh bạch thông tin, các công ty nên có kế hoạch xây dựng tốt hơn hình ảnh của mình, bắt đầu từ việc quan hệ tốt với cổ đông, với người đầu tư.

### **3.2.2.2. Hoàn thiện hệ thống kế toán, kiểm toán**

Để góp phần cải thiện thông tin chứng khoán, hệ thống công bố thông tin cần được hoàn thiện nhưng hệ thống kế toán, kiểm toán cũng nên được

chú trọng một cách đồng bộ giúp đảm bảo vai trò các thông tin tài chính của các doanh nghiệp – thông tin quan trọng bậc nhất trên thị trường phát huy tác dụng.

*- Thứ nhất, cần tiếp tục ban hành đầy đủ hệ thống chuẩn mực kế toán, kiểm toán Việt Nam, rút ngắn khoảng cách giữa các chuẩn mực của Việt Nam so với các chuẩn mực quốc tế, đồng thời hướng dẫn việc áp dụng các chuẩn mực phù hợp với thực tế.*

Hiện nay hệ thống kế toán được điều chỉnh và hoàn thiện liên tục về nội dung và các chuẩn mực. Luật Kế toán ban hành năm 2003, đã góp phần nâng cao tính pháp lý của hệ thống văn bản pháp luật về kế toán và đảm bảo sự quản lý thống nhất về kế toán. Năm 2004, 2005 và 2006, Việt Nam đã sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện căn bản hệ thống khuôn khổ pháp luật về kế toán cho phù hợp với Luật Kế toán 2003 và thông lệ quốc tế. Hàng loạt văn bản hướng dẫn thực thi Luật Kế toán bao gồm các nghị định, chuẩn mực, chế độ kế toán và các thông tư hướng dẫn thực hiện các chuẩn mực kế toán để đảm bảo tính thực thi của Luật Kế toán.

Hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam là nội dung quan trọng trong hệ thống văn bản pháp luật về kế toán, bắt đầu được nghiên cứu, xây dựng và công bố từ năm 2000 trên cơ sở hệ thống chuẩn mực quốc tế đều phù hợp với điều kiện thực tiễn và trình độ phát triển của Việt Nam. Với 26 chuẩn mực kế toán đã ban hành, hệ thống kế toán mới đã bao quát hầu hết các lĩnh vực hoạt động của mọi loại hình doanh nghiệp. Việc ban hành hệ thống CMKT Việt Nam trong thời gian qua đã đóng góp một phần quan trọng trong việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về kế toán, tăng cường tính minh bạch của thông tin tài chính và tạo dựng môi trường kinh doanh phù hợp với khu vực và quốc tế, duy trì niềm tin cho các nhà đầu tư nước ngoài vào Việt Nam.

Tuy vậy, hệ thống kế toán như trên vẫn chưa đáp ứng yêu cầu phát triển kinh tế - xã hội và chưa phù hợp với thông lệ mới nhất của kế toán quốc tế. Đặc biệt, chúng chưa thực sự phù hợp với từng loại hình doanh nghiệp như doanh nghiệp bảo hiểm, công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư chứng khoán, các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, các doanh nghiệp nhỏ và vừa, ...(website [17]).

*- Thứ hai, cần phải có hệ thống kiểm soát nội bộ doanh nghiệp.*

Thực tế cho thấy hệ thống kế toán chưa đủ chặt chẽ, dễ xảy ra các tình trạng “phù phép” làm đẹp các báo cáo tài chính, hơn nữa hệ thống kiểm toán cũng gần như đứng ngoài cuộc trong những trường hợp này.

Mặc dù có thể có các phù phép là những thủ thuật hợp pháp, tuân theo chuẩn mực kế toán nhưng chúng cũng là những nguyên nhân làm giảm sút lòng tin của người đầu tư. Một số thủ thuật thông dụng thường được kế toán sử dụng là:

+ Phù phép thông qua các ước tính kế toán: Những kỹ thuật này được xem là một công cụ đắc lực để phù phép lợi nhuận. Một số thủ thuật làm tăng mức lợi nhuận thường gặp như giảm mức khấu hao, giảm mức dự phòng, giảm giá hàng tồn kho, giảm dự phòng nợ khó đòi, không ghi nhận chi phí khi tài sản bị giảm giá xuống dưới giá trị thuần, vốn hoá các khoản chi phí không đủ điều kiện...

Thủ thuật phù phép lợi nhuận dựa trên các ước tính kế toán thực chất không làm tăng lợi nhuận mà chỉ đơn thuần chuyển lợi nhuận của kỳ sau sang kỳ hiện tại. Hậu quả tất yếu là lợi nhuận các năm sau sẽ bị giảm. Để tiếp tục đáp ứng kỳ vọng ngày càng cao của thị trường, báo cáo tài chính các năm tiếp theo cũng phải được phù phép. Chắc chắn cũng có lúc các thủ thuật này phải dừng lại và sẽ có chuyện xảy ra.

+ Phù phép thông qua các giao dịch thực: Ngoài phù phép thông qua các ước tính kế toán, doanh nghiệp còn có thể phù phép lợi nhuận thông qua việc giàn xếp một số giao dịch thực nhằm tăng lợi nhuận trong năm hiện tại, mặc dù các giao dịch đó có thể không có lợi cho công ty về lâu dài.

Cả hai biện pháp phù phép báo cáo tài chính (dựa trên các ước tính kế toán hay các giao dịch thực), về bản chất, chỉ là chuyển lợi nhuận của các năm sau sang năm hiện tại. Dù áp dụng biện pháp nào, về lâu dài đều không có lợi cho nhà đầu tư cũng như cho chính công ty. Xét trên phạm vi toàn xã hội, hậu quả còn nặng nề hơn, vì bê bối tài chính của một công ty không chỉ ảnh hưởng riêng đến công ty đó, mà còn làm xói mòn lòng tin của nhà đầu tư đối với thị trường.

Những người phụ trách tài chính trong các công ty, do ý muốn chủ quan nhiều khi đã áp dụng các biện pháp này, họ có thể đã không thông qua những thành phần liên quan trong công ty.

Khắc phục tình trạng trên, làm thông tin tài chính thực sự phản ánh trung thực, cần phải có hệ thống kiểm soát nội bộ trong doanh nghiệp. Hệ thống này cần phải có chuyên môn, nghiệp vụ về kế toán về đạo đức nghề nghiệp, nắm rõ tình hình công ty. Nhà nước nên cần có chuẩn mực và định hướng để xây dựng được các hệ thống kiểm soát nội bộ hiệu quả.

*- Thứ ba, phát triển và hoàn thiện các chuẩn mực kiểm toán và các tổ chức hoạt động kiểm toán độc lập.*

Việt Nam đã ban hành được 38 chuẩn mực trên cơ sở các chuẩn mực kiểm toán quốc tế nhưng nhiều chuẩn mực chưa được áp dụng phù hợp trong thực tiễn cũng như nhiều chuẩn mực chưa phù hợp với các chuẩn mực quốc tế.

Hiện nay văn bản pháp quy cao nhất quy định về kiểm toán độc lập mới chỉ dừng ở mức Nghị định của Chính phủ (Nghị định 105/2004/NĐ-CP về



KTĐL, Nghị định 133/2005/NĐ- CP sửa đổi một số điều của Nghị định 105). Cần phải luật hóa chúng, nhằm nâng cao hiệu lực pháp lý của các quy định về kiểm toán độc lập.

Theo xu hướng phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, trong thời gian tới số lượng các tổ chức phát hành, niêm yết và kinh doanh chứng khoán Việt Nam sẽ ngày càng gia tăng; hơn nữa, hiện nay có nhiều ý kiến cho rằng kiểm toán nên tham gia vào quá trình soát xét báo cáo tài chính của các công ty không những chỉ đối với các báo cáo thường niên mà còn đối với cả các báo cáo bán niên, thậm chí là đối với các báo cáo quý do đó đòi hỏi các dịch vụ kiểm toán trong lĩnh vực này sẽ phải tăng cả về số lượng và chất lượng.

Chắc chắn số lượng các công ty kiểm toán phải được phát triển lên rất nhiều (hiện đã có khoảng 140 công ty kiểm toán), cùng với đó các doanh nghiệp kiểm toán cũng cần được hoàn thiện thêm để đủ điều kiện trở thành đơn vị kiểm toán được chấp thuận (hiện nay số lượng các công ty này còn khá khiêm tốn, trong năm 2009 chỉ có 29 công ty kiểm toán được UBCK Nhà nước chấp thuận).

Cũng do số lượng các công ty kiểm toán được chấp thuận ít như vậy mà nhu cầu kiểm toán ngày càng cao nên tình trạng quá tải đã xuất hiện và là một trong những nguyên nhân dẫn đến xảy ra nhiều hiện tượng chất lượng kiểm toán còn nhiều vấn đề đáng phải phàn nàn (chẳng hạn trường hợp của CTCP Bông Bạch Tuyết,...). Do đó, các doanh nghiệp kiểm toán cần phải nâng cao chất lượng đội ngũ kiểm toán viên, tổ chức chương trình đào tạo riêng dành cho kế toán của các doanh nghiệp và kiểm toán viên của các công ty kiểm toán, đặc biệt là các công ty nhỏ. Đồng thời, nâng cao kiến thức của các kiểm toán viên về lĩnh vực chứng khoán thông qua các khoá học về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Việc đào tạo này cần đưa vào các trường

đại học, trong đó bao gồm các chuẩn mực và thông lệ kế toán - kiểm toán mới nhất. Ngoài ra, nâng cao đạo đức nghề nghiệp của các kiểm toán viên cũng là một nội dung cần đưa vào chương trình đào tạo.

Hoàn thiện hệ thống kế toán và kiểm toán không phải là một việc dễ dàng, đòi hỏi có nhiều thời gian. Điều quan trọng là Nhà nước có định hướng rõ ràng và xã hội phải nhận thức được tầm quan trọng của kế toán và kiểm toán đối với việc tăng cường vai trò của thông tin báo cáo tài chính nói riêng và tính minh bạch của thị trường chứng khoán nói chung, giúp nâng cao hiệu quả của thị trường nói chung.

### **3.2.3. Nâng cao kiến thức cho người đầu tư**

Thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả như chương 2 đã chỉ ra, ngoài những yếu tố về tính minh bạch của thị trường không đảm bảo, yếu tố tiếp theo ảnh hưởng không nhỏ là hành vi của người đầu tư khi tham gia thị trường (chương 1 đã nêu mối liên hệ trên).

Vì vậy, người đầu tư được nâng cao kiến thức, làm đúng được vai trò của mình thì hiệu quả của thị trường sẽ được cải thiện và cũng là nhiệm vụ đặt ra của luận án trong chương này.

#### **3.2.3.1. Khái quát về hành vi của người đầu tư nói chung**

Người đầu tư khi tham gia trên TTCK, ngoài việc phải có một số vốn, họ cần phải được trang bị một lượng kiến thức nhất định về chứng khoán và thị trường chứng khoán, trong đó chú ý khâu thu thập và xử lý thông tin để ra quyết định mua bán...

- Về thu thập thông tin:

Người đầu tư hiện nay nói chung bị “bội thực” thông tin, việc thu thập thông tin không phải là việc khó, mà cần phải tinh lọc, tiếp cận thông tin từ nguồn nào để đủ độ tin cậy và không mất thời gian. Thông tin được chuyển

tải qua nhiều kênh khác nhau, đó là qua các báo cáo của chính các chủ thể trên thị trường, qua báo chí, qua các phương tiện truyền thông khác...

+ Báo chí cung cấp rất nhiều loại tư liệu, từ các thông tin về giá cả và các đặc điểm của từng công ty cá biệt cho đến các công trình phân tích và các bài báo về chiến lược đầu tư trong từng khu vực kinh doanh. Khi thị trường trở nên phát triển thì hầu như các báo cũng có những chuyên mục riêng về thị trường chứng khoán và người đầu tư có thể lựa chọn từ nguồn thông tin rất dồi dào này.

+ Phương tiện phát sóng truyền thông đại chúng bao quát rất nhiều tin tức tài chính liên quan, nhiều đài truyền hình cũng đã dành các chuyên mục riêng chuyên về chứng khoán cho người đầu tư tham khảo.

+ Internet ngày càng được sử dụng rộng rãi giúp cho tình hình tiếp cận thông tin của các nhà đầu tư nhân lên gấp bội: các công ty niêm yết cũng thường có các trang web riêng; các công ty chứng khoán nơi người đầu tư mở tài khoản giao dịch có thể cung cấp thông tin thường xuyên qua địa chỉ e-mail.

+ Các bản tin ngày từ Sở và Trung tâm giao dịch chứng khoán.

+ Các bản tin ngày và tin tuần kèm theo các bài phân tích về thị trường chứng khoán được cung cấp bởi các công ty chứng khoán.

+ Cuối cùng là loại thông tin căn bản nhất – báo cáo tình hình hoạt động từ các công ty niêm yết.

Người đầu tư cá nhân hiện nay hàng ngày đang được hấp thu nguồn thông tin khổng lồ như vậy, tùy từng nhận thức của mỗi người mà họ cần phải chọn lọc nguồn tham khảo.

- Về xử lý thông tin:

Thu thập thông tin là một chuyện không đơn giản, việc xử lý thông tin lại còn phức tạp hơn nhiều. Thực tế cho thấy người đầu tư xử lý theo nhiều

cách khác nhau và là vấn đề đáng phải quan tâm. Cũng từ góc độ này người đầu tư được phân loại tương đối rõ ràng.

***Hộp 3.2. Phân loại người chơi chứng khoán theo sự sở hữu thông tin***

Nhà vật lý lượng tử nổi tiếng người Đan Mạch, Niels Bohr, đã đóng góp một luận điểm lý thú về thị trường chứng khoán.

Trong số những người chơi chứng khoán, nhóm thứ nhất là những người hoàn toàn không có thông tin, chỉ “nhắm mắt” mua bán. Theo lý thuyết xác suất ngẫu nhiên, bình quân lãi hoặc lỗ của nhóm này đúng bằng của bình quân thị trường.

Nhóm thứ hai là những người có thông tin riêng từ bên trong (còn gọi là thông tin nội gián), họ sẽ thu được siêu lợi nhuận. Nhưng nếu nhóm thứ nhất lãi hoặc lỗ theo bình quân thị trường, thì khoản siêu lợi nhuận này có từ đâu? Đó chính là khoản lỗ của nhóm thứ ba, những người có thông tin nhưng không đầy đủ.

Kết luận của Niels Bohr là: khi không chắc mình thuộc nhóm thứ hai thì thà ở nhóm thứ nhất còn hơn. Nhưng trên thực tế, ít ai chịu chấp nhận điều đó.

*Nguồn: Sổ tay chứng khoán (trên trang [www.atpvietnam.com](http://www.atpvietnam.com))*

Có lẽ trên thị trường Việt Nam khá nhiều người thuộc nhóm thứ ba (có thông tin nhưng không đầy đủ) mà vẫn đinh ninh tin là mình đang ở nhóm thứ hai. Còn những người thực sự thuộc nhóm thứ hai? Ít người biết đến họ. Không lớn tiếng bình luận, họ lặng lẽ thu lợi từ những biến động mà họ đã biết trước, thậm chí do chính họ tạo ra.

Ngoài ra, cũng theo tiêu chí về xử lý thông tin, người đầu tư có thể được chia theo các nhóm sau:

+ Loại thứ nhất, đó là những nhà đầu tư phân tích rất kỹ mọi thông tin về công ty phát hành cổ phiếu, về công nghệ, về thị trường đầu vào và đầu ra, về các đối thủ cạnh tranh. Họ quyết định đầu tư theo thực chất của công ty.

Đây là những nhà đầu tư biết bỏ tiền vào những công ty có triển vọng tốt, vì vậy họ giúp cho nền kinh tế phát triển tốt hơn.

+ Loại thứ hai, nghiên cứu rất kỹ thông tin của chứng khoán để thấy giá bình quân trong một thời gian dài. Khi giá tăng lên trên bình quân, họ tin là giá sẽ xuống, nên họ bán ra. Nhờ có nhiều người bán ra nên giá xuống. Ngược lại, khi giá xuống dưới mức bình quân, họ tin là giá sẽ lên, vậy là họ đi mua vào. Nhờ hành động mua vào mà giá lên. Như vậy, nhóm này góp phần làm ổn định thị trường.

+ Loại thứ ba lại có tâm lý ngược lại. Khi thấy giá một cổ phiếu lên, họ giả định là ngày mai sẽ lên nữa. Họ đổ xô đi mua. Vì họ đi mua mà giá càng lên. Một khi giá xuống, họ lại giả định ngày mai sẽ xuống nữa, vậy là vội vàng đi bán. Vì nhiều người bán mà giá đã xuống lại càng xuống. Nhóm thứ ba này thúc đẩy sự bất ổn định của thị trường.

+ Loại thứ tư là những người đầu tư theo bình quân thị trường. Họ mua một tập hợp rất nhiều loại chứng khoán khác nhau, tin là có thứ này xuống thì có thứ khác lên. Vị thế của họ tùy thuộc vào biến động của chung thị trường mà ít phụ thuộc vào một vài cổ phiếu cụ thể nào.

+ Loại thứ năm là những nhà đầu tư tập trung mua cổ phiếu của một công ty nhằm đến khi có thể đạt một phần kiểm soát công ty đó. Họ gần như “chung thủy” dài hạn với công ty đó và ít quan tâm đến những biến động nhất thời theo tâm lý thị trường.

+ Loại thứ sáu là những nhà đầu cơ rất ngắn hạn. Họ mua vào bán ra liên tục hàng ngày theo tin đồn nhanh, có khi hôm nay mua hôm sau lại bán. Thị trường gọi nhóm này là dân “luớt sóng”.

Tất nhiên không phải ai cũng kiên định theo một cách hành xử đã chọn. Và ranh giới giữa các loại trên không phải bao giờ cũng rõ ràng. Đó đều là kết quả của việc thu thập và xử lý thông tin khác nhau của người đầu tư.

### **3.2.3.2. Đặc điểm của người đầu tư cá nhân Việt Nam thời gian qua**

Trong chương 2 luận văn đã chỉ ra thị trường không hiệu quả ở dạng yếu và một trong những nguyên nhân gây nên điều đó là sự không chuyên nghiệp của người đầu tư khi tham gia thị trường, thiếu những kiến thức cần thiết về TTCK. Tâm lý bầy đàn, xu thế đám đông là đặc điểm chủ đạo của người đầu tư. “Lòng tham” và “nỗi sợ hãi” của người đầu tư cũng được thể hiện rất rõ trong các phân tích ở chương 2.

Thêm vào đó, theo Nguyễn Việt Dũng (2007) trình độ của người đầu tư trên thị trường trong thời gian qua được đánh giá như sau:

- + Thiếu kiến thức vững vàng về chứng khoán và đầu tư chứng khoán
- + Tham gia thị trường với mục đích đầu cơ hơn là đầu tư dài hạn.

Trình độ của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ khi ra đời có thể được đánh giá kỹ hơn qua hai giai đoạn.

Giai đoạn 2000-2005 (thị trường mới chỉ có HOSE): Thị trường giao dịch rất kém sôi động, lượng nhà đầu tư tham gia ít. Trong số những nhà đầu tư tham gia vào thời điểm đó thì tỷ lệ những người có kiến thức về tài chính cao hơn so với thời kỳ sau. Số tài khoản cá nhân được mở chỉ khoảng hơn 30.000 nhưng phần đông là những người có kinh nghiệm, kiến thức và quan hệ, họ cũng ít bị ảnh hưởng bởi các yếu tố kiểu như giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài, các báo cáo của các tổ chức...

Giai đoạn cuối 2005 đến nay (khi có thêm HASTC): Thị trường giao dịch sôi động hơn rất nhiều so với giai đoạn trước. Số lượng nhà đầu tư tham gia đông hơn và đa dạng hơn. Xét kỹ hơn về những đối tượng tham gia vào giai đoạn này có thể thấy tỷ lệ người đầu tư có kiến thức vững chắc và nhiều kinh nghiệm chiếm tỷ lệ ít hơn. Thậm chí có một bộ phận trong số họ, dù có kiến thức, tham gia đúng vào thời điểm thị trường tăng mạnh, do thành công có phần nào đó may mắn nên có tâm lý chủ quan. Thêm vào đó là một tỷ lệ

lớn các nhà đầu tư ít kiến thức, có xu hướng mua bán ngắn hạn nhiều hơn. Họ dễ bị ảnh hưởng của các đối tượng bên ngoài như các báo cáo của các tổ chức, các tin đồn...

Bảng 3.2 đánh giá trình độ nhà đầu tư qua hai giai đoạn nói trên qua một số tiêu chí, qua đó ta thấy trình độ của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay vẫn ở mức tương đối thấp.

**Bảng 3.2. Đánh giá trình độ nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam**

STT	Tiêu chí đánh giá	Điểm	
		2000-2005	2005 đến nay
1	Kiến thức tài chính	4	2
2	Các mối quan hệ trong lĩnh vực tài chính	5	1
3	Hiểu biết về thị trường chứng khoán Việt Nam	5	2
4	Hiểu biết về thị trường chứng khoán thế giới	3	1
5	Tiềm lực tài chính cá nhân	2	1
Tổng		19	7

*Nguồn: Nguyễn Việt Dũng (2007)*

Trường hợp đấu giá cổ phần của Công ty Dây và Cáp điện Việt Nam (Cadivi) vào đầu năm 2007 khi thị trường đang lên cao là một thí dụ cho thấy sự khác biệt lớn trong việc sử dụng thông tin tài chính để phân tích đầu tư giữa các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đợt đấu giá này đã thu hút một số lượng lớn các nhà đầu tư đăng ký tham gia: 4.064 nhà đầu tư cá nhân và 105 nhà đầu tư có tổ chức. Kết quả kinh doanh không khả quan theo báo cáo tài chính quý IV của công ty cũng như giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng cùng với sự cạnh tranh rất mạnh từ một số lượng lớn các công ty khác trên thị trường Việt Nam cho thấy đây không phải là một công ty có tiềm năng lớn trong tương lai. Tuy vậy, giá đấu thành công rất cao (cao nhất: 44.600.000 đồng/cổ phần; thấp

nhất: 152.600 đồng/cổ phần; bình quân: 185.000 đồng/cổ phần) so với giá khởi điểm là 11.000 đồng. Việc toàn bộ 253 nhà đầu tư trúng giá là các nhà đầu tư cá nhân cho thấy nhóm này không căn cứ vào thông tin tài chính nói chung và thông tin báo cáo tài chính nói riêng để đặt giá mà chịu nhiều ảnh hưởng của tâm lý bầy đàn và tình hình tức thời của thị trường. Trong khi đó, các nhà đầu tư có tổ chức, do biết kết hợp thông tin tài chính với các phương pháp phân tích và định giá cổ phiếu, đã đặt ra các mức giá phản ánh sát giá trị cổ phiếu của công ty hơn và do đó thấp hơn nhiều so với mức giá của các nhà đầu tư cá nhân. Kết quả là không một nhà đầu tư có tổ chức nào trúng giá.

### ***3.2.3.3. Một số định hướng cho người đầu tư***

Để thị trường hiệu quả hơn về mặt thông tin (thông tin được hấp thụ và phản ánh triệt để vào trong giá, hơn ai hết, người đầu tư phải nhận thức được vai trò của mình và ích lợi của việc thu thập và xử lý tốt nguồn thông tin thị trường. Tóm lại, có một số định hướng mang tính nguyên tắc cho người đầu tư khi tham gia vào thị trường như sau:

*Thứ nhất, người đầu tư phải biết quyền của mình khi tham gia vào thị trường*

Nhiều khi các cổ đông nhỏ bị các cổ đông lớn chèn ép mà không biết, vì vậy nhà đầu tư nhỏ trước khi quyết định bỏ vốn vào công ty nào nên đọc kỹ bản điều lệ của công ty đó để biết rõ về quyền lợi của mình, tránh tình trạng đến khi thua thiệt mới tìm hiểu luật chơi.

Tuy nhiên, có những vấn đề hoàn toàn đúng pháp luật nhưng không phù hợp lắm nếu xét về khía cạnh đạo đức kinh doanh, nhà đầu tư nên chọn mặt gửi vàng, nên đánh giá được các cổ đông chủ chốt của công ty. Rất nhiều vấn đề chỉ có thể trông chờ vào đạo đức của nhà quản trị doanh nghiệp, chứ không thể nhờ pháp luật phân xử. Ở điểm này thì nhà đầu tư nhỏ còn rất hạn chế. Đa số nhà đầu tư trên thị trường bước đầu đầu tư theo phong trào và đang



chuyển sang đầu tư dựa trên phân tích các chỉ tiêu tài chính. Thông tin về HĐQT, Chủ tịch HĐQT còn rất ít được quan tâm và những thông tin này cũng rất hạn chế trong bản cáo bạch. Vì vậy các cổ đông nhỏ phải biết liên kết lại để thực hiện quyền mà luật pháp đã trao cho họ. Chẳng hạn, Luật Doanh nghiệp đã quy định quyền bầu dồn phiếu cử người đại diện vào HĐQT. Khi có người đại diện trong HĐQT, thông tin về hành vi của các thành viên HĐQT có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu như mua bán, cho tặng cổ phiếu, góp vốn đầu tư, thành lập công ty con... sẽ được tăng cường minh bạch, công khai. Đây là những vấn đề mà luật pháp nước ta còn thiếu quy định chi tiết, cũng như thiếu những điều kiện ràng buộc ngặt nghèo như ở các nước phát triển. Cổ đông nhỏ cần sử dụng quyền của mình để kiểm soát những thông tin này hơn là chờ đợi sự tự giác từ cổ đông lớn.

*Thứ hai, người đầu tư nên thận trọng trong việc tiếp nhận và xử lý thông tin trên thị trường*

Ta biết thông tin trên thị trường chứng khoán là thông tin nhiều chiều, gồm cả thông tin chính thống và những nguồn thông tin đang bị buông lỏng. Các thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua đều bị vi phạm về các nguyên tắc, thông tin không trung thực của các công ty niêm yết không bị kiểm soát và cảnh báo... nên người đầu tư không nhận ra. Họ không nên theo hiệu ứng bầy đàn, tức là chạy theo các nhà đầu tư khác để ồ ạt mua bán bởi rủi ro sẽ rất lớn, nhà đầu tư cần sàng lọc thông tin một cách cẩn thận, so khớp với các nguồn thông tin chính thống từ Ủy ban chứng khoán nhà nước, sở giao dịch chứng khoán và phân tích thông tin một cách có khoa học. Khi chưa có đủ thông tin, khi không chắc chắn về các thông tin trên thị trường mà muốn đầu tư, để tránh rủi ro về thông tin, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến tư vấn của các công ty chứng khoán có uy tín, của các tổ chức tài chính uy tín.

*Thứ ba, người đầu tư cần trang bị cho mình các kiến thức cơ bản về thị trường chứng khoán*

Các kiến thức về chứng khoán và TTCK có rất nhiều, người đầu tư không thể học tất cả và cũng không có khả năng nhận thức được tất cả, hơn nữa từ việc học tới việc áp dụng lại là vấn đề rất khác nhau. Vì vậy, người đầu tư hãy tự chủ động trang bị một số kiến thức cơ bản cho mình, cũng không nên hoang mang quá để chạy theo các trường phái một cách vội vàng.

+ Người đầu tư nên hiểu về các nguyên tắc giao dịch cơ bản trên các sở giao dịch, sự khác nhau và giống nhau khi đầu tư tại đó, cũng như nên hiểu các nguyên tắc chính trong hoạt động của TTCK.

+ Người đầu tư nên biết cách đọc hiểu các báo cáo tài chính của các công ty, hiểu được các thông số tài chính trong các báo cáo: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, thuyết minh báo cáo tài chính... qua đó sẽ giúp phân tích một số tiêu chí cần thiết phù hợp với khả năng đầu tư của mình.

Chẳng hạn, có những người dư thừa về vốn, họ đầu tư một cách dài hạn, lúc đó có thể đầu tư vào các công ty có tiềm năng, có hệ thống quản trị tốt. Nhưng có những người không chắc chắn nhiều về vốn, muốn chu chuyển vốn một cách nhanh chóng, họ cần đầu tư vào các công ty có tính thanh khoản tốt, tuy vậy kèm với nó cũng có nhiều rủi ro...

+ Người đầu tư cũng cần hiểu một số kỹ thuật phân tích chứng khoán cơ bản.

Có hai kỹ thuật phân tích chứng khoán phổ biến, đó là phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật. Nếu thị trường hiệu quả thì tất cả các thông tin có thể tiếp cận được từ các kỹ thuật phân tích trên sẽ làm cho người đầu tư có thể thu được các khoản thu nhập trung bình trên thị trường, vì vậy, không có một nhóm cá nhân nào có thể thu được thu nhập bất thường và sẽ không còn cơ hội kinh doanh chênh lệch giá.

Hiểu về phân tích cơ bản có nghĩa là người đầu tư biết cách đọc các báo cáo của công ty niêm yết, biết thời điểm cần đọc báo cáo và biết thời điểm báo cáo được công khai trên thị trường.

Hiểu về phân tích kỹ thuật thì người đầu tư chỉ nên xem xu hướng của thị trường, còn không nên đặt niềm tin vào quy luật mà mình coi là đúng đối với giá chứng khoán. Phân tích kỹ thuật có ý nghĩa để người sử dụng chúng thu được lợi ích bất thường khi thị trường hiệu quả ở mức yếu.

Chừng nào người đầu tư trên thị trường chứng khoán là những người chuyên nghiệp hơn, có bản lĩnh hơn và cụm từ “hiệu ứng đám đông”, “hiệu ứng bầy đàn”... ít được xuất hiện hơn trên các diễn đàn thì chừng đó thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ cải thiện được tính hiệu quả hơn theo EMH.

#### **3.2.4. Chuẩn hóa và chính xác hóa việc xác định giá trị cổ phiếu khi phát hành lần đầu (xác định giá chào bán)**

Ngoài yêu cầu đảm bảo tính minh bạch của thông tin góp phần nâng cao hiệu quả của thị trường theo EMH, hay việc nâng cao kiến thức cho nhà đầu tư, nhiệm vụ tiếp theo của việc nâng cao tính hiệu quả TTCK trên phương diện thông tin chính là việc chính xác hóa xác định giá trị của các cổ phiếu khi phát hành lần đầu (để không xảy ra việc xuất hiện kinh doanh chênh lệch giá một cách hệ thống làm thị trường không hiệu quả). Kết quả là giá trị của chứng khoán được đánh giá đúng, lợi ích không rơi vào tay một nhóm cá nhân nào và đánh giá được giá trị thực của chứng khoán. Tất nhiên điều này dẫn đến việc thị trường chứng khoán sẽ là nơi ngày càng nhiều người đầu tư đặt niềm tin, thị trường trở nên có tính thanh khoản cao... và như vậy thị trường sẽ trở nên hiệu quả một cách toàn diện.

Lý thuyết thị trường hiệu quả cũng đã chỉ ra rằng chừng nào còn tồn tại kinh doanh chênh lệch giá một cách hệ thống và trong thời gian dài sẽ làm thị trường khó điều chỉnh và mức độ hiệu quả sẽ khó đạt được. Trong bối cảnh

Việt Nam hiện nay, khi chúng ta đang tiến hành cổ phần hóa các doanh nghiệp, để phát hành một lượng lớn cổ phiếu ra công chúng thì mức giá được xác định phải đủ hợp lý để Nhà nước và doanh nghiệp không bị thiệt, mà quan trọng hơn là phải xác định được giá trị hợp lý của cổ phiếu, phải dùng các phương pháp phù hợp để đưa ra mức giá làm sao để sát với giá trị.

Nếu thường xuyên để xảy ra tình trạng xác định giá IPO không phản ánh giá trị nội tại của cổ phiếu thì thị trường sẽ xảy ra tình trạng bị đầu cơ quá nhiều, và tất nhiên nó cũng không phải là thị trường hiệu quả.

### ***Hộp 3.3. Cải cách hay tận thu?***

Phản ứng của thị trường đối với Sabeco thông qua số lượng đăng ký mua cổ phiếu ở mức thấp là việc tất yếu phải đến. Khi bán hàng hiệu, người bán bao giờ cũng tính toán giá bán để người mua nhận thấy giá họ mua là giá trị thật của sản phẩm.

Song với các đợt IPO lớn vừa qua, nhà đầu tư có cảm giác là người bán không chuẩn bị, đưa ra giá cao, không bán được thì hạ giá, xác định lại giá trị doanh nghiệp. Sự thiếu chuẩn bị một cách chuyên nghiệp khiến cho người mua luôn băn khoăn: giá nào là giá trị thật của món hàng. Một khi không tin, không tìm được giá trị thật, họ không mua!

Vấn đề đặt ra cho Nhà nước, với vai trò người bán trong các đợt IPO hiện nay và sắp tới là Nhà nước muốn gì. Nhà nước muốn chuyển đổi sở hữu thành công các đơn vị quốc doanh, phát triển ổn định và bền vững thị trường chứng khoán hay tận thu? Rõ ràng tận thu không thể nào quan trọng bằng việc giữ niềm tin cho giới đầu tư và tạo nền cho thị trường chứng khoán non trẻ phát triển. Nếu chúng ta đặt mục tiêu cải cách doanh nghiệp quốc doanh lên đầu, thì các phương thức xác định giá trị doanh nghiệp phải khả thi.

Dường như ban chỉ đạo cổ phần hóa một số doanh nghiệp nghĩ rằng cứ nâng vốn nhiều, đưa ra giá cao là chống thất thoát tài sản nhà nước. Thực chất đó chỉ là nguy hiểm. Tận thu không bao giờ là con đường đúng để ngăn chặn thất

thoát tài sản nhà nước! Nhất là ở đây lại là tận thu triệt để. Sau IPO Nhà nước còn thu phần lớn thặng dư từ các đợt phát hành.

Chúng ta đã mất 15 năm (1992-2007) để cổ phần hóa khoảng 20% doanh nghiệp quốc doanh và đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu. Trong 15 năm ấy, các đơn vị cổ phần hóa đã làm ăn tốt hơn, kinh doanh hiệu quả hơn, nộp ngân sách nhiều 3-4 lần so với trước. Bây giờ khi đến thời điểm cổ phần hóa các doanh nghiệp cốt lõi của nền kinh tế, đụng chạm đến rường cột quốc doanh, không lẽ lại là bước sai lầm chỉ vì tận thu?

Cách làm đó vô hình trung chỉ thu hút vào thị trường Việt Nam giới đầu cơ, dân “lướt sóng” quốc tế, vốn từng trải ở các thị trường mới nổi, dày dạn kinh nghiệm và chuyên nghiệp. Với họ giá cả không quan trọng. Giá 100.000 đồng/cổ phiếu, thí dụ, họ cũng mua nếu ngày mai cổ phiếu đó lên giá thành 101.000 đồng. Còn ngày mai mà giá xuống, thì giá cổ phiếu đó là 10.000 đồng/cổ phiếu, dù công ty tốt đến mấy, họ cũng không mua.

Thị trường tài chính Việt Nam đang rất cần những nhà đầu tư lâu dài, ổn định, chứ không phải dân đầu cơ “lướt sóng”.

*Nguồn: <http://www.kiemtoan.com.vn>*

Đối với doanh nghiệp ngoài quốc doanh, việc chọn thời điểm và xác định giá chào bán cổ phần ra công chúng thường được tính toán làm sao có lợi nhất cho doanh nghiệp hay cổ đông hiện tại. Tuy nhiên, đối với doanh nghiệp Nhà nước, lợi ích của doanh nghiệp và mục tiêu phát triển kinh tế chung cần được cân đối. Để đạt được điều đó, Chính phủ cần quyết tâm thực hiện lộ trình cổ phần hóa đã vạch ra. Giá chào bán cổ phần ra công chúng cần được tính toán hợp lý hơn, căn cứ vào khả năng sinh lợi thực sự của doanh nghiệp, để khuyến khích người dân tham gia. Nguồn vốn nhàn rỗi trong dân nhờ đó sẽ được huy động tối đa vào phát triển kinh tế thay vì chảy vào những kênh khác kém hiệu quả, không có lợi cho phát triển kinh tế và xã hội.

Việc xác định giá chào bán như chúng ta biết là kết quả tính toán của chính doanh nghiệp đó cùng với sự tham vấn của đơn vị bảo lãnh phát hành. Sử dụng các phương pháp thẩm định giá trị doanh nghiệp nên được phối hợp bởi nhiều phương án cho chính xác, đồng thời cần đặc biệt chú ý tới giá trị thương hiệu của doanh nghiệp – yếu tố không nhỏ cần đưa vào mức giá cổ phiếu.

### **3.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ**

Các giải pháp trên đây được đưa ra nhằm nâng cao tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam trên phương diện thông tin, tuy vậy do thời gian và khả năng có hạn, tác giả không thể đưa ra được các giải pháp cụ thể sát thực tế hơn, cụ thể về hoàn thiện hệ thống công bố thông tin trên thị trường để đảm bảo tính công khai, minh bạch theo đúng nguyên tắc của nó. Tác giả luận án đề nghị khía cạnh này nên được các tổ chức chuyên nghiệp về quản lý thị trường chứng khoán có các đề tài nghiên cứu một cách dài hơi, phối kết hợp với các ngành khác.

Hơn nữa, để đưa ra được mức giá IPO một cách hợp lý, sát với giá trị thật của nó là vấn đề cũng không đơn giản, đòi hỏi cũng phải có các chính sách liên quan phối hợp chặt chẽ (chẳng hạn để thẩm định giá trị bất động sản của doanh nghiệp, giá đất,...).

- UBCKNN cần đưa vào kế hoạch và chỉ đạo việc xây dựng và thành lập Hệ thống viễn thông chứng khoán – hệ thống sẽ đảm bảo tốt cho việc công bố thông tin chứng khoán, đồng thời có kế hoạch xây dựng Văn phòng hỏi đáp chứng khoán để góp phần nâng cao nền kiến thức về chứng khoán cho cộng đồng đầu tư.

- Các công ty chứng khoán cần tăng cường, mở rộng việc thành lập các văn phòng đại diện ở các tỉnh, thành phố; đẩy mạnh và đa dạng hóa các hình

thức giao dịch chứng khoán qua hệ thống viễn thông theo hướng tích hợp được nhiều tính năng khác nhau.

Ngoài ra, tôi có thêm một kiến nghị nhỏ trong cách hiểu về khái niệm Lý thuyết thị trường hiệu quả trong các diễn đàn, các công trình nghiên cứu. Thực tế cho thấy khái niệm này được hiểu một cách không thống nhất, không đầy đủ và vì vậy người ta không vận dụng được lý thuyết này theo đúng ý nghĩa của nó. Lý thuyết thị trường hiệu quả là một lý thuyết tài chính quan trọng và chính thống, vì vậy, nó nên được phổ biến và chuẩn hóa một cách rộng rãi hơn bằng cách cho vào nội dung đào tạo và giảng dạy trong các môn học về tài chính của các trường đại học, các học viện,...

### **Tóm tắt chương 3**

Toàn bộ các giải pháp và kiến nghị của tác giả luận án trong chương này nhằm đưa ra ý kiến để cải thiện một số yếu tố ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường trên phương diện thông tin. Cải thiện tính minh bạch trong thông tin của các chủ thể trên thị trường, nâng cao kiến thức cho nhà đầu tư, và chuẩn hóa và chính xác hóa trong việc xác định giá IPO là ba nhiệm vụ lớn giúp nâng cao hiệu quả TTCK theo EMH. Việc thực hiện chúng không hề dễ dàng nhưng là những việc nên làm và cần được quan tâm chú ý bởi các nhà quản lý, các nhà nghiên cứu để có các đề xuất dưới các góc độ nhằm nâng cao tính hiệu quả của thị trường, góp phần mang lại lợi ích cho toàn bộ nền kinh tế.

## KẾT LUẬN

Để hoàn thành sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước, để đẩy nhanh tốc độ phát triển kinh tế, nước ta rất cần nhiều vốn qua các kênh khác nhau, trong đó có một kênh dẫn vốn quan trọng đó là thị trường chứng khoán. Xuất phát từ nhiệm vụ do đề tài đặt ra, luận án đặt cho mình nhiệm vụ phân tích tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam bằng kết hợp phân tích định tính, định lượng, đánh giá được mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện nay theo lý thuyết thị trường hiệu quả - lý thuyết đã được nghiên cứu và phát triển nhiều năm nay.

Đây là một đề tài thiết thực, bức xúc, đòi hỏi phải có những kiến thức rất rộng và cập nhật về thị trường chứng khoán và đặc biệt phải hiểu thấu đáo lý thuyết thị trường hiệu quả. Luận án đã hoàn thành một số nhiệm vụ chủ yếu sau:

1. Khái quát được một số nội dung về lý thuyết thị trường hiệu quả. Bao gồm các khái niệm về thị trường hiệu quả, lịch sử phát triển của lý thuyết, các cấp độ hiệu quả của thị trường, các yếu tố ảnh hưởng đến tính hiệu quả của thị trường chứng khoán... Qua đó, luận án đã phác họa lại được những nội dung cần thiết về mặt lý thuyết của một vấn đề tài chính rất rộng và quan trọng, và cũng là những lý luận giúp định hướng cho việc đánh giá độ hiệu quả của các thị trường chứng khoán.

2. Hệ thống hoá được phương pháp cho kiểm định lý thuyết thị trường hiệu quả ở cả ba dạng: Mạnh, trung bình và yếu. Cũng từ đó chọn lọc được phương pháp phù hợp để kiểm định cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Thị trường chứng khoán Việt Nam được kiểm định bởi nhiều cách tiếp cận khác nhau nhằm có được các kết luận đầy đủ về mức độ hiệu quả của thị trường, như phương pháp phi tham số, phương pháp tham số... Hơn nữa



thị trường chứng khoán lại được nghiên cứu trên cả HoSE và HaSTC qua các giai đoạn, qua đó có được các so sánh về mức độ hiệu quả giữa các khu vực và thời kỳ. Đặc biệt, qua việc xây dựng và kiểm định TTCK Việt Nam từ hai sàn – hai Trung tâm chứng khoán của thị trường bằng mô hình đối xứng, luận án đã đi sâu vào phân tích được khá chi tiết về các hành vi cơ bản của người đầu tư về cách mà họ phản ứng vào trong giá trước việc nhận thức của họ từ những biến động giá của các phiên trước đó. Qua đó một số kết luận quan trọng đã được rút ra, thể hiện ở:

- Khác biệt giữa HoSE và HaSTC về hành vi của nhà đầu tư
- Khác biệt về phản ứng của người đầu tư tại HoSE qua các giai đoạn.

4. Từ đặc điểm về sự không hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam, luận án đã xác định được những nguyên nhân dẫn đến sự không hiệu quả đó, từ đó luận án đưa ra được một số giải pháp trước mắt cũng như lâu dài, rất thiết thực và cần thiết của thị trường chứng khoán Việt Nam về tính minh bạch thông tin của thị trường, về việc xác định mức giá IPO... nhằm nâng cao tính hiệu quả cho thị trường chứng khoán Việt Nam trên phương diện thông tin và cũng chính là để cải thiện hiệu quả hoạt động của thị trường nói chung.

## CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ

1. Vũ Thị Minh Luận (2008), “Giáo trình quản trị sản xuất” (đồng tác giả), *NXB Khoa học và Kỹ thuật*.
2. Vũ Thị Minh Luận (2008), “Giáo trình thị trường chứng khoán” (đồng tác giả), *NXB Khoa học và Kỹ thuật*.
3. Vũ Thị Minh Luận (2008), “Quản lý rủi ro trong doanh nghiệp” (đồng tác giả), *NXB Khoa học và Kỹ thuật*.
4. Vũ Thị Minh Luận (2008), “Tìm hiểu về Lý thuyết thị trường hiệu quả”, *Tạp chí Hoạt động Khoa học*, Số tháng 8/2008.
5. Vũ Thị Minh Luận (2009), “Kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam theo Lý thuyết thị trường hiệu quả”, *Tạp chí Hoạt động khoa học*, Số tháng 6/2008.
6. Vũ Thị Minh Luận (2009), “Tăng cường độ minh bạch của thông tin chứng khoán”, *Tạp chí Nghiệp cầu tri thức*, Số tháng 6/2009.
7. Nguyễn Quang Dong, Vũ Thị Minh Luận (2009), “Lý thuyết thị trường hiệu quả và Kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Hội thảo các vấn đề Kinh tế, Tài chính và ứng dụng toán học. Hội ứng dụng toán học Việt Nam, Hà Nội*.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### A: Sách tiếng Việt

1. Nguyễn Ngọc Bích (2000), *Toàn cảnh thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê.
2. Hồ Ngọc Cẩn (1996), Vũ Ngọc Nhung, *Hỏi đáp về cổ phần hóa và thị trường chứng khoán*, NXB Đồng Nai.
3. Nguyễn Ngọc Châu (2009), “Một loạt các giao dịch nội gián bị lộ diện”, trên website <http://www.vnexpress.net> ngày 19-3.
4. Lê Đạt Chí (2006), “Kiểm định mức độ hiệu quả thông tin trên TTCK Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, Số 189.
5. Ngọc Châu (2009), *Một loạt các giao dịch nội gián bị lộ diện*, Vn Express.net ngày 19-3.
6. Nguyễn Quang Dong (2002), *Kinh tế lượng - chương trình nâng cao*, NXB Khoa học và Kỹ thuật.
7. Nguyễn Việt Dũng (2007): *Mối quan hệ giữa thông tin báo cáo tài chính và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp bộ - Bộ Giáo dục và Đào tạo.
8. Hoàng Văn Hoan chủ biên (2007), *Giáo trình Thị trường chứng khoán*, NXB Khoa học và Kỹ thuật.
9. Nguyễn Đình Hùng (2005), “Công bố thông tin của các công ty niêm yết”, *Tạp chí chứng khoán*, số 5 –2005.
10. Vũ Việt Hùng (2003), *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê
11. Trương Đông Lộc (2008), “Kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả ở mức độ yếu cho TTCK Việt Nam: Trường hợp TTGD CK Hà Nội”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 201.

12. Nguyễn Khắc Minh (2008), *Mô hình tài chính quốc tế*, NXB Khoa học và Kỹ thuật.
13. Học viện Tài chính (2005), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Tài chính.
14. Học viện Tài chính (2006), *Giáo trình phân tích và đầu tư chứng khoán*, NXB Tài chính.
15. Trần Hùng Thao (2003), *Nhập môn Toán học tài chính*, NXB Khoa học và Kỹ thuật.
16. Vũ Thiều, Nguyễn Khắc Minh, Nguyễn Quang Dong (1997), *Kinh tế lượng*, NXB Khoa học và Kỹ thuật.
17. Bùi Việt Thuyên (2000), *Cẩm nang nhà kinh doanh chứng khoán Việt Nam*, NXB Khoa học và Kỹ thuật.
18. Hồ Việt Tiên (2006), “Thị trường cổ phiếu Việt Nam có hiệu quả không”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 186.
19. Đinh Xuân Trình, Nguyễn Thị Quy (1998), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Giáo dục.
20. Trung tâm Đào tạo và Bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán (2002), *Giáo trình những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, NXB Chính trị Quốc gia.

## **B: Sách tiếng Anh**

21. Asma Mobarek and Keavin Keasey (2003), “Weak-form market efficiency of an emerging Market: Evidence from Dhaka Stock Market of Bangladesh” (trên website <http://www.e-m-h.org>)
22. Duffy-Deno, Kevin (1996), “Retail price asymmetries in local gasoline markets”, *Energy Economics*, 18, pp. 81-92.

23. Fama, Eugene. F. (1970), “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of Finance*, 25.
24. Fama, Eugene, F. (1990), “Efficient Capital markets: II”, *Journal of Finance*, 46(5), pp. 1575-1617.
25. Fama, Eugene F., 1998. “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance”, *Journal of Financial Economics* 49 (1998) P 283–306.
26. Gediminas Milieska (2004), “The Evaluation of the Lithuanian Stock Market with the Weak-form Market Efficiency Hypothesis” (tù <http://www.e-m-h.org>).
27. Hwey-chyi Lee, Sheng-shyr Cheng (2004), “Weak form Market Efficiency Hypothesis Testing - A Price Asymmetry Viewpoint”, *Department of Finance*, Chang Jung Christian University, (tù <http://www.e-m-h.org>) .
28. Samuelson, Paul A. (1965), Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. Reprinted in *Efficient Market Hypothesis*, edited by Lo (1995).
29. Samuels, J.M and N.Yacout (1991), “Stock Exchanges in Developing Countries”, *Savings and development*, no.4.
30. Stephen Hall and Giovanni Urga (2002), *Testing for ongoing efficiency in the Russian stock market*, ( tù <http://www.e-m-h.org>).
31. Thai Long (2004), “Test on effcient market hypothesis and return volatility (case Vietnam)”, Thesis paper.
32. TIAA-CREF Individual & Institutional Services LLC and Teachers Personal Investors Services Inc (2007), “Are You a Rational Investor?”, New York, N.Y. 10017.
33. Timmermann, Allen and Granger, Clive W. J. (2004), “Efficient market hypothesis and forecasting”, *International Journal of Forecasting*, 20, pp. 15-27.

34. T.Shiguang Ma (2004), “The Efficiency of China’s stock market”, *Ashgate Publishing Company*, pp 60.

35. Taja and J.Clement Sudhahar (2009), “Testing the Semi-Strong form Efficiency of Indian Stock Market with Respect to Information Content of Stock Split Announcement – A study in IT Industry”, *International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887*.

36. Ukose Jijo.P.J and Narayanan Rao.S (2002), “Market reaction to stock splits- An Empirical. Study”, *The ICFAI Journal of Applied Finance*, Vol.8, No.2, pp.26-40.

37. Yong Au Hue Hwa, Christopher Gan, JunZhang (2005), “Revisiting Share Market Efficiency: Evidence from the New Zealand, Australia, US and Japan Stock Indices”, *American Journal of Applied Sciences 2 (5): 996-1002*.

### **C. Các website**

1. <http://www.e-m-h.org>
2. <http://www.saga.vn>
3. <http://www.cknet.com.vn>
4. <http://www.ssc.gov.vn>
5. <http://atpvietnam.com>
6. <http://cophieu68.com>
7. <http://www.dautuchungkhoan.com>
8. <http://www.vse.org.vn>
9. <http://www.hastc.org.vn>
10. <http://kiemtoan.com.vn>
11. <http://www.ngoisao.net/News/Thuong-truong/2007/05>
12. <http://www.bsc.com.vn/StockNews.aspx?newsid=117214&group=M>

arket

## PHỤ LỤC

### QUAN SÁT BIỂU ĐỒ GIÁ CỦA MỘT SỐ CÔNG TY VỚI MỘT SỐ MỐC CÔNG BỐ THÔNG TIN

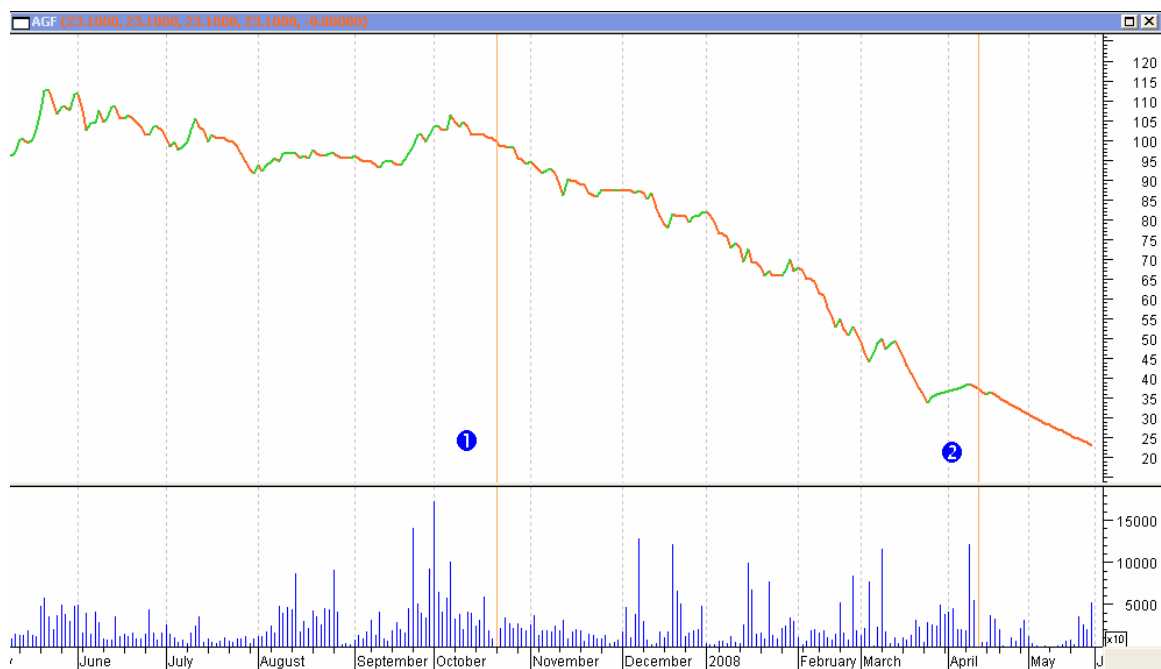
Lưu ý ở trong tất cả các biểu đồ sau, có hai mốc được quan sát là:

- (1): Báo cáo tài chính quý 3
- (2): Báo cáo kiểm toán 2007

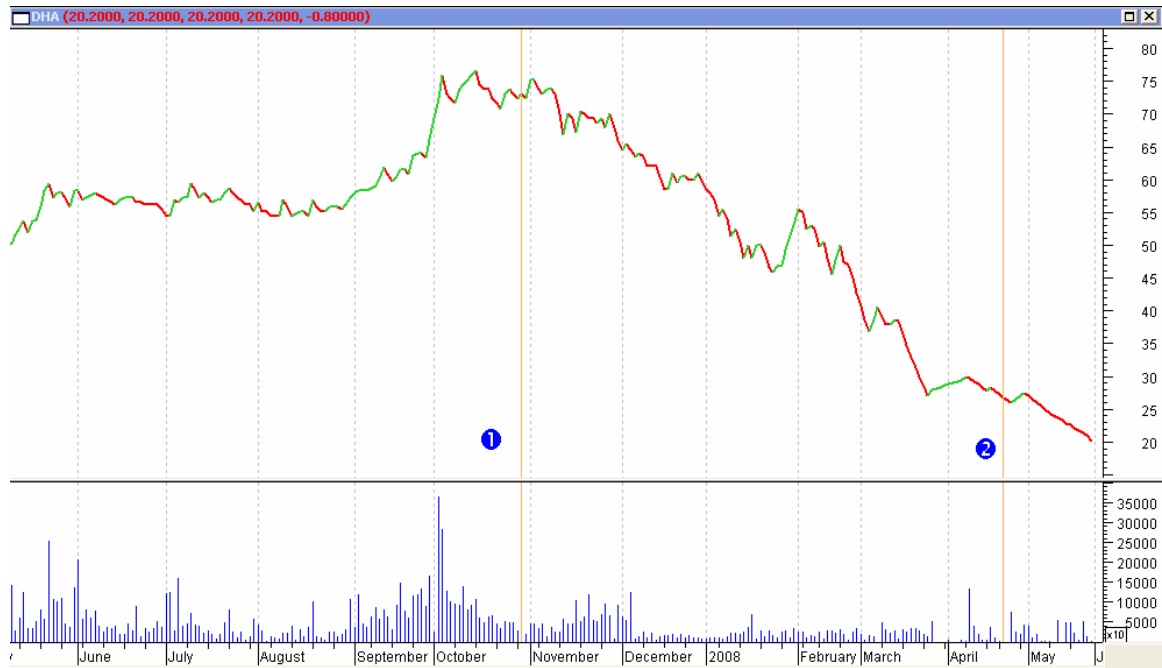
#### 1. Cổ phiếu ABT



#### 2. Cổ phiếu AGF



### 3. Cổ phiếu DHA



### 4. Cổ phiếu DPC

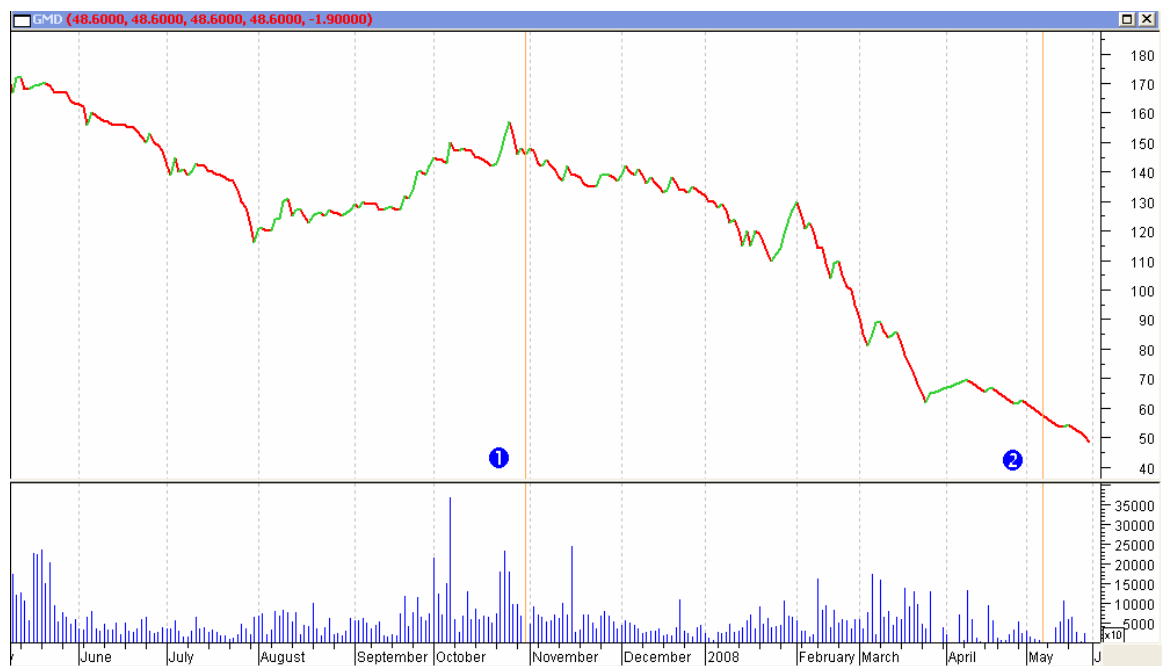




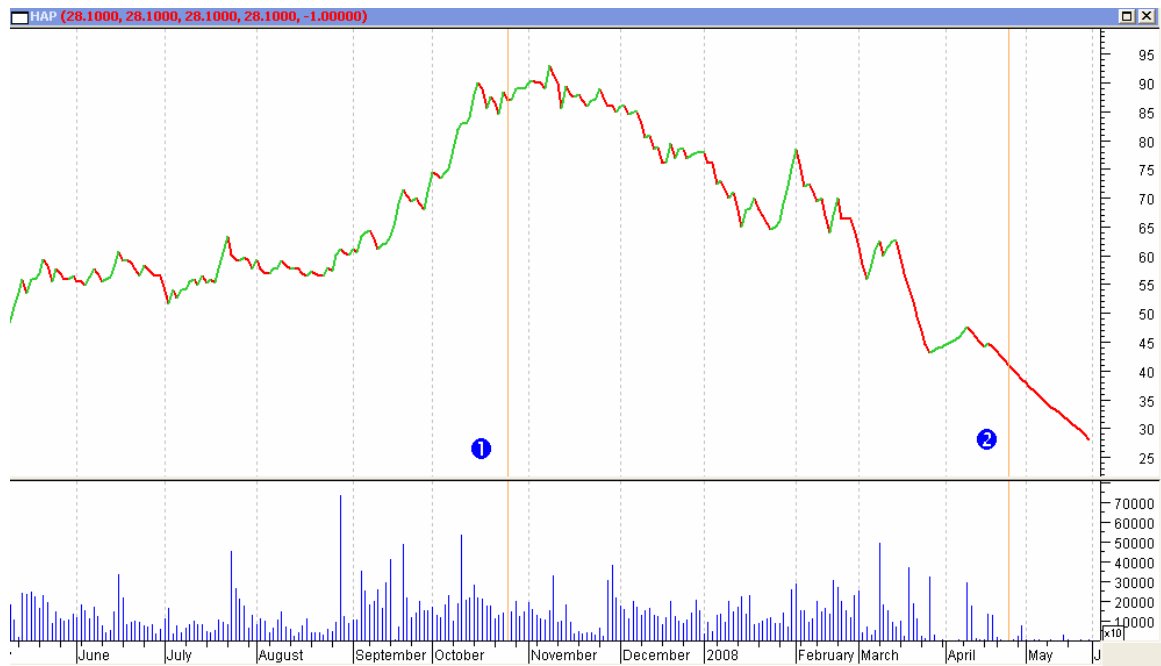
5. Cổ phiếu GIL



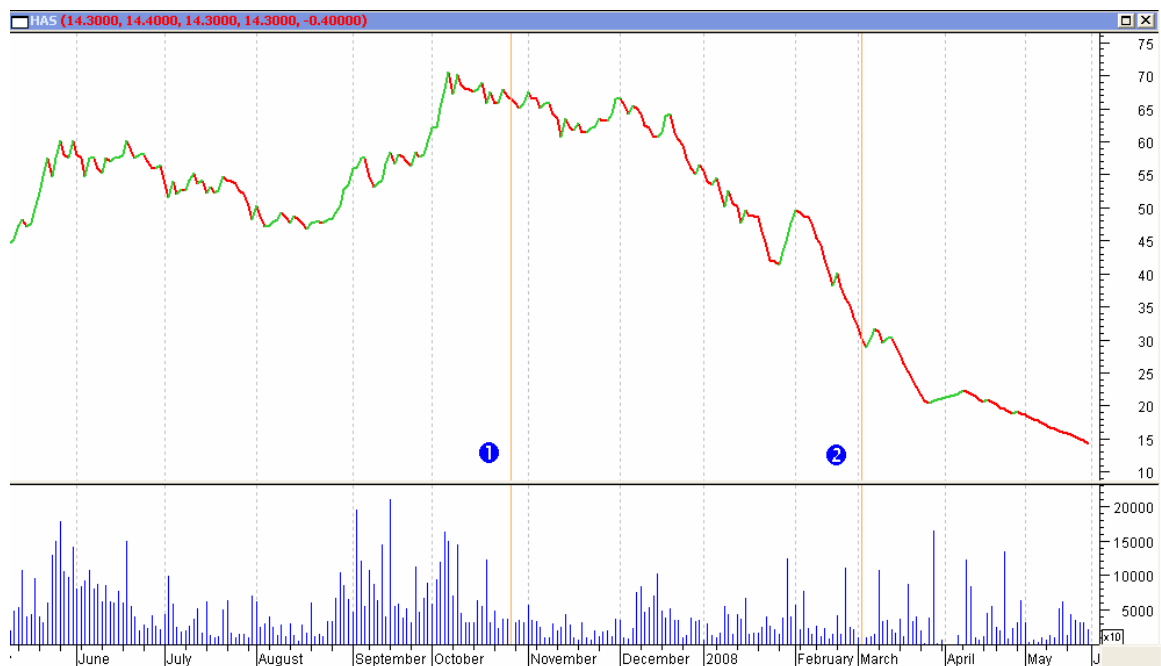
6. Cổ phiếu GMD



### 7. Cổ phiếu HAP



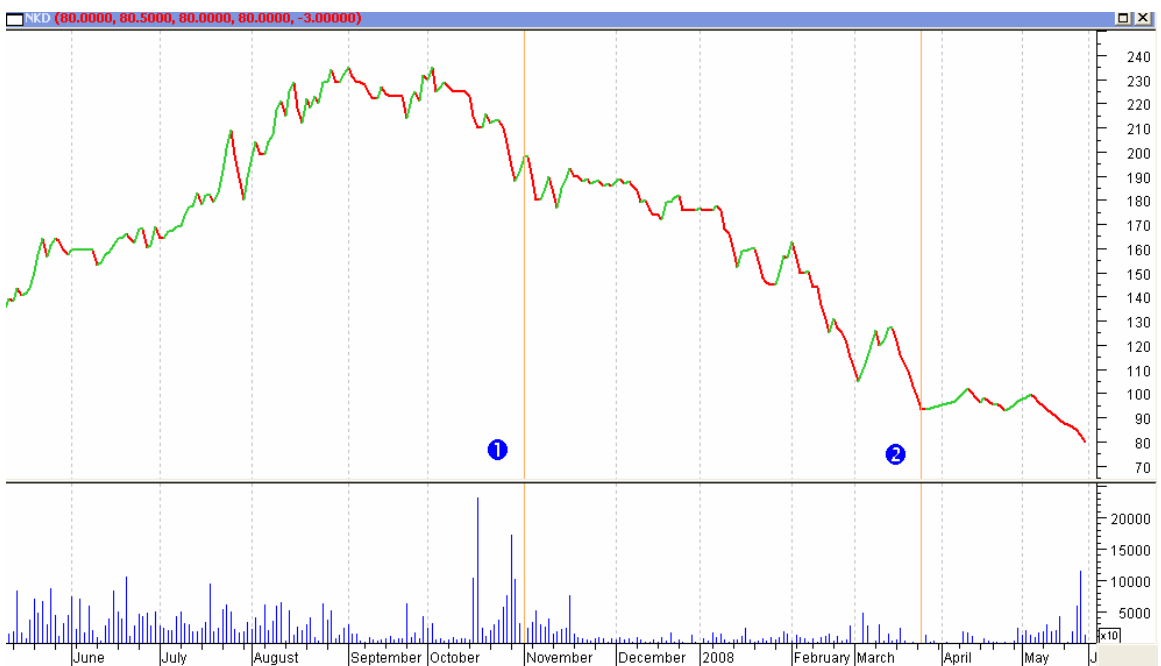
### 8. Cổ phiếu HAS



### 9. Cổ phiếu LAF



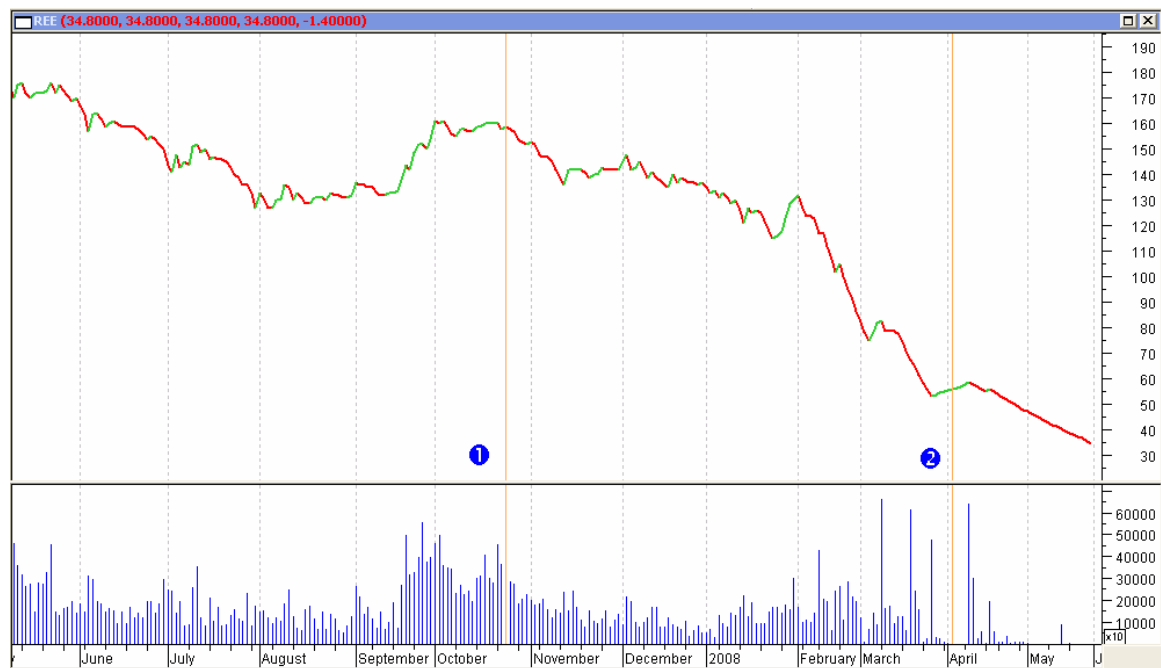
### 10. Cổ phiếu NKD



### 11. Cổ phiếu PMS



### 12. Cổ phiếu REE



### 13. Cổ phiếu SAM



### 14. Cổ phiếu SGH



Đó là đồ thị giá cổ phiếu của các công ty niêm yết trước năm 2006 với các mốc thông tin quan sát, còn dưới đây là biểu đồ của các công ty niêm yết sau năm 2006.

### 1. Cổ phiếu ALP



### 2. Cổ phiếu COM



### 3. Cổ phiếu CYC



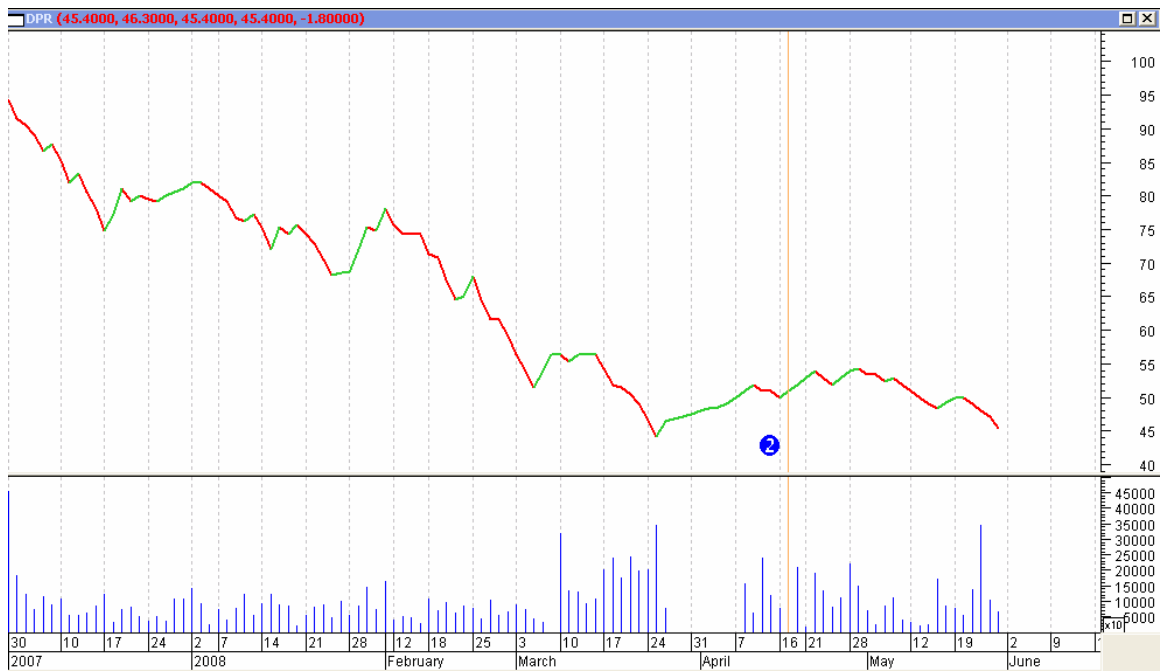
### 4. Cổ phiếu DCC



5. Cổ phiếu DHG



6. Cổ phiếu DPR





7. Cổ phiếu DQC



8. Cổ phiếu FMC



9. Cổ phiếu IMP



10. Cổ phiếu SSI

