

Thị trường cổ phiếu VN có hiệu quả không?

Thạc sĩ HỒ VIỆT TIẾN

1. Lý thuyết: tính hiệu quả và tính hoàn hảo của thị trường cổ phiếu

Khái niệm tính hiệu quả của thị trường chứng khoán rất phổ biến từ những năm 60 của thế kỷ trước. Người ta thường phân biệt 2 loại hiệu quả: hiệu quả hoạt động và hiệu quả về "phân bổ thông tin". Một thị trường được coi là có hiệu quả hoạt động nếu chi phí giao dịch thấp, nhà đầu tư có thể thực hiện nhanh chóng các lệnh mua hoặc bán của mình. Trong thị trường hiệu quả về hoạt động, một hành vi mua hay bán khối lượng lớn ít ảnh hưởng đến giá và trong một thời gian hợp lý. Thị trường hiệu quả về phân bổ thông tin nếu giá chứng khoán trên thị trường phản ánh tất cả và ngay lập tức các thông tin trên thị trường liên quan đến chứng khoán. Trong một thị trường như thế các nhà đầu tư chỉ kiếm được suất sinh lợi tỷ lệ thuận với mức độ rủi ro mà họ chấp nhận. Không ai có thể kiếm được một tỷ lệ sinh lợi bất thường bởi vì bất cứ thông tin nào phát ra ngay lập tức được hàng ngàn nhà phân tích và hàng chục ngàn nhà đầu tư duy lý biến ngay thành phản ứng của họ trên thị trường. Giá lúc nào cũng phản ánh giá trị thực của chứng khoán. Sau đây sẽ chỉ tập trung vào loại hiệu quả thứ 2: hiệu quả phân bổ thông tin.

Các học giả chia hiệu quả phân bổ thông tin ra thành 3 cấp: yếu, trung bình và mạnh. Hiệu quả dạng yếu giả định rằng thông tin về thị trường chứng khoán đến với các nhà đầu tư đầy đủ và ngay lập tức, do vậy, giá của chứng khoán không bao hàm bất cứ thông tin nào cho phép dự báo giá của những ngày tiếp theo. Theo giả định này, các thông tin độc lập với nhau làm cho giá của các phiên, đợt giao dịch độc lập với nhau, chuỗi thời gian của giá là một

chuỗi có tính chất ngẫu nhiên ("random walk"). Mức biến động giá giữa ngày t và $t-1$ không cho phép dự báo biến động giá giữa ngày t và $t+1$. Hiệu quả dạng trung bình giả định rằng giá phản ánh tất cả các thông tin về mỗi chứng khoán được công bố và có sẵn trên thị trường liên quan đến chứng khoán. Không có nhà đầu tư nào có thể lợi dụng việc công bố kết quả kinh doanh của một công ty để có thể kiếm lợi trên việc mua bán cổ phiếu của công ty đó. Cuối cùng, hiệu quả dạng mạnh giả định rằng không có nhà đầu tư nào, kể cả những người có quan hệ chặt chẽ với công ty, những người quản lý công ty (insiders) có thể lợi dụng việc họ nắm được những thông tin "thâm cung bí sử" của công ty để có được lợi nhuận bất thường trên cổ phiếu công ty.

Suốt 50 năm, các học giả đã phát minh ra vô số phương pháp để kiểm định tính hiệu quả của thị trường. Chẳng hạn để kiểm tra hiệu quả dạng yếu người ta khảo sát hệ số tự tương quan của suất sinh lợi, suất sinh lợi của những ngày đặc biệt trong tuần, trong năm. Đối với hiệu quả dạng trung bình, người ta khảo sát ảnh hưởng của việc công bố thông tin tài chính công ty (lợi nhuận, cổ tức, chia nhỏ cổ phiếu...) đến giá cổ phiếu. Còn việc kiểm tra hiệu quả dạng mạnh thậm chí khó đến mức hình thành ra một số phần đề của lý thuyết thị trường hiệu quả như "lý thuyết đại lý" (Agency theory) và "cai quản công ty" (Corporate governance).

Cần phân biệt tính hiệu quả của thị trường và tính hoàn hảo của thị trường. Một thị trường được coi là hoàn hảo nếu có các đặc điểm chính sau: (1) không có chi phí giao dịch; (2) không có thuế (liên quan đến công ty cũng như thu nhập cá nhân); (3) các tài sản có thể chia ra thành

những phần rất nhỏ; (4) thông tin miễn phí và có thể được tiếp cận ngay lập tức đối với tất cả mọi người; (5) các cá nhân duy lý và luôn cố tìm cách tối đa hóa lợi nhuận của mình; (6) có vô số người bán và người mua nên không một ai trong số họ có thể ảnh hưởng đến giá; (7) các cá nhân tham gia thị trường có thể vay hoặc cho vay với một lãi suất duy nhất.

Trong bài này sẽ xem xét tính hiệu quả của thị trường cổ phiếu VN với tư cách là một thị trường mới nổi, thậm chí mới nổi, từ khi mới thành lập cho đến hết năm thứ 5 (27.7.2005).

2. Bối cảnh: thị trường cổ phiếu mới nổi

Thị trường mới nổi không nhất thiết phải là thị trường mới thành lập. Có một số thị trường mới nổi đã hình thành từ thế kỷ 19, như Bombay (1887), Rio de Janeiro (1845) hay Sao Paulo (1890)... Đầu thế kỷ 20, thị trường cổ phiếu Argentina còn lớn hơn thị trường Anh. Hiện nay World Bank, IFC, Citibank và Morgan Stanley Capital International (MSCI) quan niệm rằng thị trường mới nổi là thị trường của những nước đang phát triển, của những nước có thu nhập trung bình đầu người dưới nhóm thu nhập cao (high income), nghĩa là thuộc các nhóm từ "trung lưu lớp trên" (upper middle income) trở xuống. Như vậy thứ nhất, những thị trường như thị trường Singapore, Hàn Quốc bị coi là các thị trường mới nổi trong thập niên 90 của thế kỷ trước thì nay có thể coi là thị trường phát triển. Thứ hai, sự phân biệt giữa thị trường phát triển và thị trường mới nổi, nhất là những thị trường mới nổi phát triển nhất là một ranh giới rất mong manh.

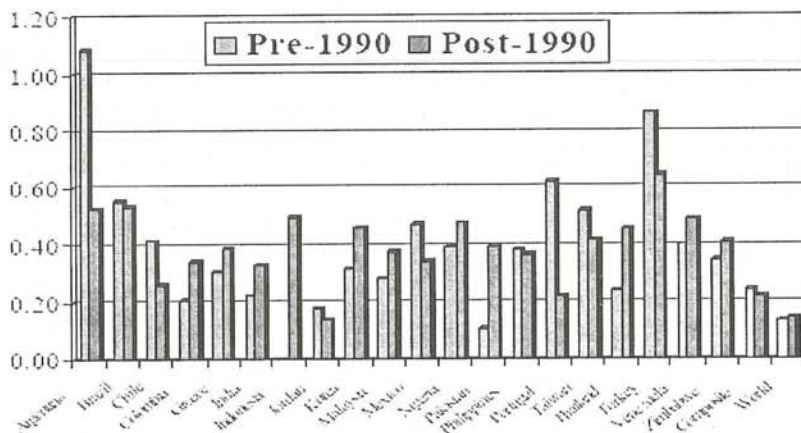
Có thể chia gần 100 thị trường mới nổi ra thành 3 nhóm: Nhóm thứ nhất là những thị trường mới nổi phát

triển nhất như Malaysia, Hàn Quốc, Taiwan, 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 là những thị trường mới khai sinh hoặc được tái sinh sau một thời gian dài đóng cửa như thị trường Nga, các nước Đông, Trung Âu và thậm chí cả Trung Quốc đại lục. VN rõ ràng thuộc nhóm thứ ba này. Đặc điểm của nhóm này là quy mô thị trường vốn nhỏ cả tuyệt đối lẫn tương đối (so với nền kinh tế), mức độ giao dịch thấp và còn nhiều rào cản đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

1. Một số đặc điểm của thị trường cổ phiếu mới nổi

Thứ nhất, độ biến động của các thị trường cao, cao hơn nhiều so với các thị trường phát triển. Theo nghiên cứu của IFC thì mức độ biến động trung bình, đo bằng độ lệch chuẩn suất sinh lợi, tính trong vòng 60 tháng, của các thị trường mới nổi thường cao hơn thị trường phát triển khoảng 2 lần (Tchemeni, 1997, tr.917) (cũng xem cột áp chót – “composite” và chót – “world” của Đồ thị 1).

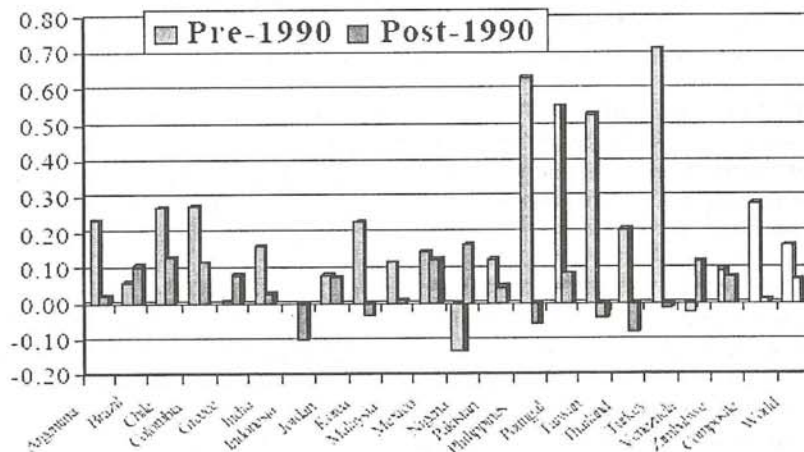
Đồ thị 1 : So sánh độ lệch chuẩn suất sinh lợi trước (những năm 1980) và sau (1990-2002) khi tự do hóa thị trường cổ phiếu



Nguồn : Berkaert, G., C. R. Harvey (2002a), Research in Emerging Markets Finance : Looking to the Future, working paper No. SSRN-id795364, <http://www.ssrn.com/>.

Thứ hai, rõ ràng là trong bối cảnh rủi ro cao nên các nhà đầu tư cũng kỳ vọng một khả năng sinh lợi tương đối cao hơn thị trường phát triển. Trước những năm 90, suất sinh lợi trung bình của thị trường mới nổi cũng cao gấp gần 2,4 lần so với suất sinh lợi trung bình của các thị trường phát triển (xem cột áp chót – “composite” và chót – “world” của Đồ thị 2).

Đồ thị 2 : So sánh suất sinh lợi trước (những năm 1980) và sau (1990-2002) khi tự do hóa thị trường cổ phiếu



Nguồn : Berkaert, G., C. R. Harvey (2002a), Research in Emerging Markets Finance : Looking to the Future, working paper No. SSRN-id795364, <http://www.ssrn.com/>.

Thứ ba, về rủi ro độ thanh khoản. Các thị trường mới nổi phụ thuộc rất nhiều vào những công ty niêm yết hàng đầu. Người ta xem xét ảnh hưởng của 10 công ty hàng đầu có vai trò như thế nào trong các thị trường mới nổi cũng như đã phát

triển. Tại Mỹ, 10 công ty này, mặc dù rất lớn, cũng chỉ chiếm khoảng 13% tổng giá trị của thị trường. Trong khi đó, cuối năm 1994, 10 công ty hàng đầu chiếm 30% thị trường ở Indonesia, 61% ở Colombia, thậm chí 74% ở Venezuela. Đồng thời, 10 công ty có cổ phiếu được giao dịch nhiều nhất cũng chiếm từ 1/3 cho đến 4/5 tổng khối lượng giao dịch cổ phiếu

tại các nước mới nổi (Tchemeni, 1997, tr.918). Sự tập trung này càng cao thì rủi ro thanh khoản càng lớn.

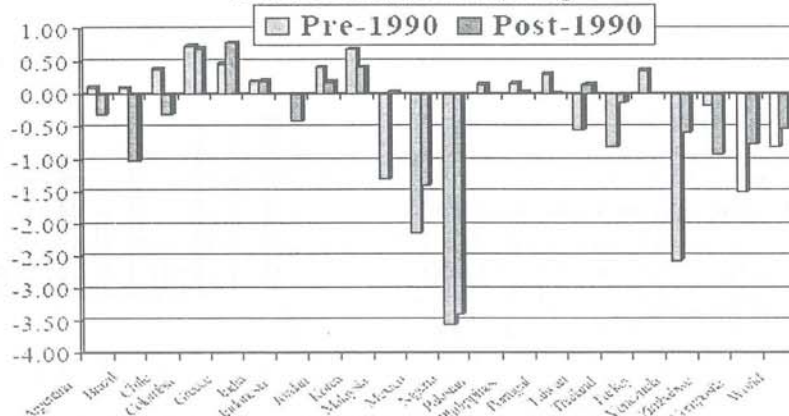
Thứ tư, mức độ mở cửa ra quốc tế của các thị trường mới nổi khá hạn chế : Những rào cản định chế đối với các nhà đầu tư nước ngoài có thể có những biểu hiện chính sau : (1) hạn chế nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường : hạn chế lập công ty quản lý quỹ đầu tư và công ty chứng khoán ; (2) hạn chế mức sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với các công ty trong nước. Ngoại trừ Ấn Độ có mức trần là 51%, Malaysia 80%, rất nhiều quốc gia mới nổi còn lại có mức trần thấp hơn 50%, đại đa số là từ 25% đến 49% ; (3) hạn chế nhà đầu tư nước ngoài chuyển lợi nhuận được dạng tiền về nước hoặc hạn chế việc rút vốn về nước, cũng như là những hạn chế do các đồng tiền quốc gia có thể chưa chuyển đổi, tỷ giá và lãi suất chưa được thả nổi...

Berkaert (1995) phân biệt 3 loại rào cản một cách tinh vi hơn. Thứ nhất là các rào cản pháp lý phân biệt đối xử giữa nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước, chẳng hạn như giới hạn sở hữu một công ty đối với nhà đầu tư nước ngoài hay thuế đối với đầu tư nước ngoài. Loại rào cản thứ hai có tính chất gián tiếp liên quan là sự khả năng tiếp cận thông tin, hệ thống chuẩn mực kế toán, các quy định bảo vệ nhà đầu tư. Loại rào cản thứ ba là các rủi ro chỉ có ở các thị trường mới nổi, làm nản chí các nhà đầu tư nước ngoài như rủi ro thanh khoản, rủi ro chính trị, rủi ro kinh tế và rủi ro tiền tệ. Một số nghiên cứu cho thấy các rủi ro gián tiếp này lại có ảnh hưởng còn lớn hơn các rủi ro trực tiếp.

Thứ năm, tính minh bạch của các doanh nghiệp và của thị trường còn thấp. 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..

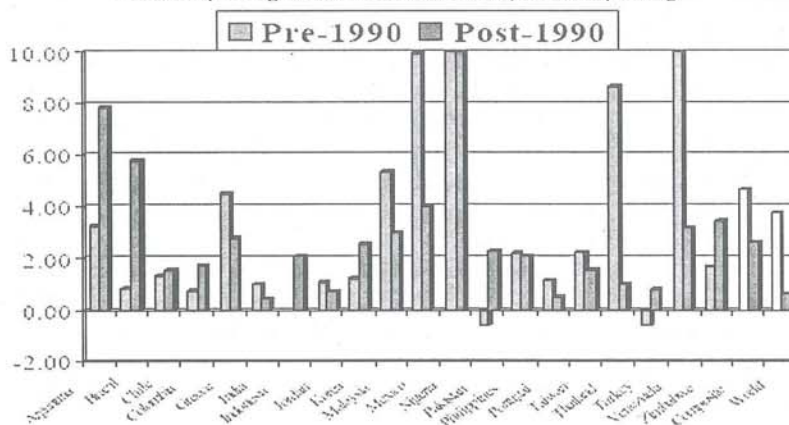
Thứ sáu, suất sinh lợi của thị trường mới nổi phân phối không chuẩn. Trong nhiều nghiên cứu về tài chính, người ta thường đơn giản hóa thế giới bằng cách coi phân phối suất sinh lợi là phân phối chuẩn. Nhưng Berkaert (2002a) đã cho thấy suất sinh lợi của thị trường mới nổi thường phân phối không chuẩn cả trước và sau thời điểm tự do hóa thị trường (1990). Đồ thị 3 và 4 cho thấy thị trường mới nổi vừa phân phối lệch trái hoặc lệch phải vừa phân phối quá rộng. Về mặt tài chính, suất sinh lợi phân phối không chuẩn có nghĩa là giá không được hình thành một cách ngẫu nhiên, hoặc cung, cầu chưa đủ lớn để làm cho giá được hình thành một cách ngẫu nhiên. Thực tế này đòi hỏi những nhà nghiên cứu cần phải tính đến khi hình thành mô hình đo và diễn giải độ biến động của thị trường, còn những nhà quản lý quỹ cần phải đưa thông tin này vào quyết định của họ.

Đồ thị 3 : Hệ số skewness trung bình/tháng trước (những năm 1980) và sau (1990-2002) tự do hóa thị trường



Nguồn : Berkaert, G., C. R. Harvey (2002a), Research in Emerging Markets Finance : Looking to the Future, working paper No. SSRN-id795364, <http://www.ssrn.com/>.

Đồ thị 4 : Thặng dư hệ số kurtosis (hệ số kurtosis - 3) trung bình/tháng của các thị trường mới nổi trước và sau khi tự do hóa thị trường



Nguồn : Berkaert, G., C. R. Harvey (2002a), Research in Emerging Markets Finance : Looking to the Future, working paper No. SSRN-id795364, <http://www.ssrn.com/>.



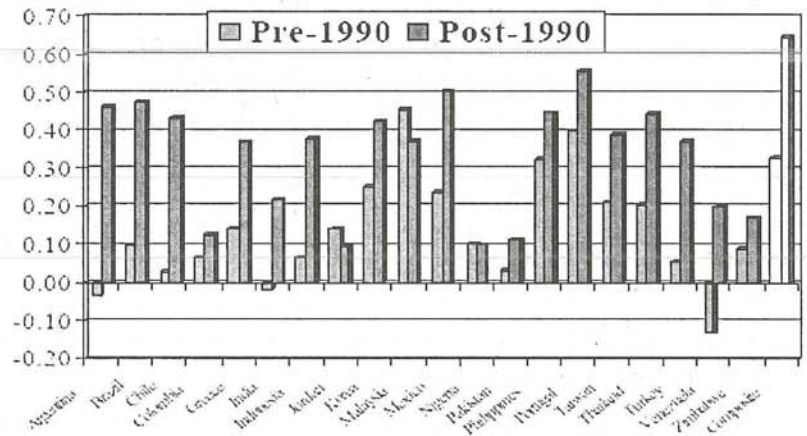
1.2. Tự do hóa và hội nhập của thị trường mới nổi

Chủ đề nổi bật nhất về thị trường mới nổi là vấn đề hội nhập vào thị trường thế giới. Việc mở cửa thị trường cổ phiếu sẽ làm cho suất sinh lợi của cổ phiếu giảm xuống, nói khác đi chi phí vốn đối với các nhà đầu tư giảm xuống. Bên cạnh đó, với đòi hỏi của các nhà đầu tư nước ngoài, thị trường trở nên hiệu quả hơn về mặt thông tin, do đó, độ biến động (volatility) giảm xuống (Đồ thị 1 và 2).

Một trong những bằng chứng của hội nhập là hệ số tương quan của thị trường mới nổi với phần còn lại của thế giới sẽ tăng lên (Đồ thị 5). Khi thị trường cô lập, với những biến động của thị trường trong nước, các nhà đầu tư nước ngoài khó chuyển vốn ra ngoài, trong khi những biến cố lớn trên thế giới cũng ít ảnh hưởng đến thị trường trong nước. Khi dòng vốn thông thương, hệ số tương quan sẽ tăng lên đáng kể. Tuy nhiên, mặt trái của hệ số tương quan với thị trường thế giới thấp có tác dụng tốt cho các công ty quản lý quỹ đa dạng hóa đầu tư của họ.

Trong khi hệ số tương quan với thị trường thế giới thấp chứng tỏ mức độ hội nhập thấp, các thị trường mới

Đồ thị 5 : So sánh hệ số tương quan giữa thị trường mới nổi và thị trường thế giới (hệ số MSCI) trước (những năm 1980) và sau (1990-2002) khi tự do hóa thị trường cổ phiếu



Nguồn : Berkaert, G., C. R. Harvey (2002a), Research in Emerging Markets Finance : Looking to the Future, working paper No. SSRN-id795364, <http://www.ssrn.com/>.

nổi lại có hệ số tự tương quan suất sinh lợi cao. Hệ số này giải thích sự liên quan giữa giá hôm nay với giá hôm qua và giá ngày mai. Nếu hệ số này thấp, chứng tỏ thị trường đủ lớn về tổng cung và tổng cầu làm cho giá hình thành một cách ngẫu nhiên. Ngược lại, nếu trị số của hệ số này thấp chứng tỏ thị trường đang bị ảnh hưởng bởi số ít các nhà đầu tư. Khi các nhà đầu tư này điều chỉnh hành vi theo hướng ngược lại, hệ số tương quan sẽ âm còn nếu như họ tiếp tục

hành vi như hôm trước, hệ số tương quan có trị số dương. Khi các nhà đầu tư đó không quyết định được thị trường, hệ số tự tương quan sẽ gần đến giá trị 0. Tại các thị trường mới nổi, trung bình hệ số tự tương quan suất sinh lợi là khoảng 0,129 (xem Bảng 1, dòng thứ 3) trong khi trung bình của thế giới là 0,03 và của các nước phát triển là từ 0,00 đến 0,01 (Harvey, 1994) ■

(Còn tiếp)

Bảng 1 : Tóm tắt về suất sinh lợi do tăng giá, suất sinh lợi cổ tức và khả năng thanh khoản tương đối của các thị trường mới nổi chủ yếu giai đoạn 01/1987 – 12/2003.

Summary statistics
Sample: 1987:01 2003:12

	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Greece	India	Indonesia	Korea	Malaysia	Mexico	Pakistan	Philippines	Portugal	Taiwan	Thailand	Turkey
<i>Monthly Return (US\$)</i>																
Mean	0.031	0.023	0.018	0.015	0.018	0.010	0.005	0.011	0.009	0.021	0.014	0.008	0.014	0.016	0.014	0.030
Standard deviation	0.211	0.168	0.078	0.088	0.115	0.091	0.139	0.121	0.100	0.118	0.103	0.104	0.101	0.134	0.123	0.199
Autocorrelation	-0.066	-0.011	0.212	0.397	0.082	0.107	0.195	0.023	0.103	0.270	0.034	0.263	0.250	0.058	0.091	0.101
Observations	204	204	204	204	204	204	168	204	204	204	204	204	204	204	204	204
<i>Return (Local Currency)</i>																
Mean	0.098	0.133	0.023	0.028	0.022	0.017	0.010	0.011	0.010	0.032	0.019	0.012	0.014	0.016	0.015	0.067
Standard Deviation	0.362	0.232	0.071	0.088	0.115	0.094	0.107	0.104	0.090	0.110	0.100	0.096	0.099	0.130	0.116	0.195
Autocorrelation	0.241	0.227	0.214	0.389	0.109	0.107	0.111	0.074	0.077	0.289	0.026	0.203	0.272	0.046	0.029	0.061
Observations	204	204	204	204	204	204	168	204	204	204	204	204	204	204	204	204
<i>Dividend yield</i>																
Mean	0.0022	0.0032	0.0038	0.0037	0.0033	0.0015	0.0014	0.0013	0.0019	0.0016	0.0047	0.0010	0.0021	0.0007	0.0022	0.0029
Standard deviation	0.0016	0.0026	0.0019	0.0017	0.0018	0.0006	0.0009	0.0006	0.0007	0.0006	0.0028	0.0005	0.0008	0.0003	0.0013	0.0019
Autocorrelation	0.828	0.871	0.969	0.977	0.897	0.933	0.957	0.776	0.924	0.907	0.953	0.948	0.913	0.898	0.856	0.855
Observations	204	204	204	204	204	204	168	204	204	204	204	204	204	204	204	194
<i>Turnover (Value Traded/MCAP) (TO)</i>																
Mean	0.035	0.050	0.010	0.007	0.033	0.094	0.049	0.141	0.028	0.038	0.278	0.024	0.032	0.209	0.074	0.113
Standard deviation	0.021	0.025	0.006	0.004	0.034	0.099	0.027	0.108	0.018	0.017	0.448	0.014	0.024	0.090	0.057	0.114
Autocorrelation	0.739	0.816	0.423	0.474	0.788	0.844	0.710	0.877	0.725	0.649	0.920	0.668	0.798	0.641	0.685	0.842
Observations	204	204	204	204	204	204	169	204	204	204	204	204	204	204	204	204

Nguồn : Berkaert, Harvey và Lundblad (2005), Liquidity and Expected Returns : Lessons from Emerging Markets, Working paper No. 11413, National Bureau of Economic Research tại địa chỉ <http://www.nber.org/papers/w11413>.