

Lý thuyết thị trường vốn hiệu quả

Một thị trường vốn hiệu quả là thị trường trong đó giá chứng khoán điều chỉnh nhanh chóng để nắm bắt được các thông tin mới, vì thế, giá hiện hành của những chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin về chứng khoán. Một số nghiên cứu trong suốt 20 năm qua đã phân tích có hay không những thị trường vốn hiệu quả. Nghiên cứu có tính chất mở rộng này rất quan trọng vì những kết quả của nó có các hàm ý về thể giới thực hết sức có ý nghĩa đối với các nhà đầu tư và các nhà quản lý danh mục. Thêm vào đó, câu hỏi có hay không các thị trường vốn hiệu quả là một trong các vấn đề gay tranh cãi nhất trong nghiên cứu đầu tư. Chính vì tầm quan trọng và tranh cãi của nó, mà chúng ta cần phải hiểu ý nghĩa của những thuật ngữ thị trường vốn hiệu quả và giả định thị trường hiệu quả bằng các kiểm định trên thị trường chứng khoán VN.

Đặc điểm của thị trường vốn hiệu quả

- Thứ nhất thị trường hiệu quả có một số lượng lớn các thành viên tham gia biết tối đa hoá lợi nhuận bằng việc phân tích và đánh giá các chứng khoán, các thành viên này độc lập với nhau.

- Thứ hai là các thông tin liên quan tới chứng khoán đến được với thị trường một cách ngẫu nhiên và việc tiêu tốn thời gian của một thông báo thì nhìn chung là độc lập với các thông báo khác.

- Thứ ba là các nhà đầu tư tối đa hoá lợi nhuận điều chỉnh giá chứng khoán một cách nhanh chóng để phản ánh tác động của những thông tin mới. Mặc dù việc điều chỉnh giá có thể không hoàn hảo nhưng chúng không bị thiên lệch. Điều này có nghĩa là thỉnh thoảng thị trường sẽ điều chỉnh quá mức hay cũng có lúc điều chỉnh yếu hơn, điều quan trọng là bạn chẳng thể đoán được điều gì sẽ xảy ra tại bất kỳ một thời điểm nào

Kiểm định mức độ hiệu quả thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Thạc sĩ LÊ ĐẠT CHÍ



Ảnh Hòa Tấn

Công bố thông tin là một yêu cầu không thể thiếu để đảm bảo lòng tin và sự công bằng cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Các tổ chức phát hành, niêm yết phải thực hiện chế độ công bố thông tin kịp thời, chính xác và theo đúng quy định của pháp luật. Công bố thông tin là nguyên tắc công khai, được coi là nguyên tắc hoạt động cơ bản nhất của thị trường chứng khoán. Thế nhưng việc công bố thông tin và giám sát quá trình công bố thông tin trên thị trường chứng khoán VN thời gian qua được thực hiện như thế nào?

cho trước. Giá chứng khoán điều chỉnh nhanh chóng bởi vì có rất nhiều nhà đầu tư tối đa hoá tỷ suất sinh lợi đang cạnh tranh lẫn nhau.

- Cuối cùng là vì giá chứng khoán điều chỉnh theo tất cả những thông tin mới nên giá của những chứng khoán này sẽ phản ánh tất cả các

thông tin có sẵn và được công bố rộng rãi ở mọi thời điểm. Vì thế mà nó sẽ phản ánh không thiên lệch tất cả những thông tin có sẵn hiện thời và đã bao gồm rủi ro của việc nắm giữ chứng khoán. Tóm lại trong một thị trường hiệu quả, tỷ suất sinh lợi mong đợi bao hàm giá hiện hành của chứng

khoản đó sẽ phản ánh rủi ro của nó, điều này có nghĩa là các nhà đầu tư mua chứng khoán ở mức giá thông tin hiệu quả sẽ nhận được một tỷ suất sinh lợi phù hợp với rủi ro phải gánh chịu từ chứng khoán.

Các dạng của thị trường hiệu quả

Các nhà kinh tế thường định nghĩa ba mức độ của thị trường hiệu quả, được phân biệt bởi mức độ thông tin đã phản ánh trong giá chứng khoán. Cần phân biệt tính hiệu quả của thị trường và tính hoàn hảo của thị trường.

- Ở mức độ thứ nhất - thị trường hiệu quả dạng yếu: giá cả phản ánh thông tin đã chứa đựng trong hồ sơ giá cả quá khứ.

- Ở mức độ thứ hai - thị trường hiệu quả dạng vừa phải: giá cả không chỉ phản ánh giá cả trong quá khứ mà còn phản ánh tất cả thông tin đã công bố khác.

- Mức độ cao nhất - thị trường hiệu quả dạng mạnh: giá cả phản ánh tất cả thông tin có thể có được bằng cách phân tích tỉ mỉ về công ty và về nền kinh tế.

Kiểm định tính hiệu quả thông tin của thị trường chứng khoán VN

Thị trường chứng khoán VN là một thị trường còn khá trẻ nên đang tăng trưởng rất nhanh nhưng cũng còn nhiều hạn chế. Để có thể khẳng định được thị trường chứng khoán VN có hiệu quả hay không ta phải xem xét trên nhiều phương diện, định tính và cả định lượng.

Theo trên ta đã biết thị trường hiệu quả phải có một số lượng lớn các thành viên tham gia biết tối đa hoá lợi nhuận bằng việc phân tích và đánh giá các chứng khoán, các thành viên này độc lập với nhau. Tuy nhiên, ở thị trường chứng khoán VN, số công ty niêm yết còn ít ỏi, số lượng các nhà đầu tư tham gia thị trường cũng chưa được nhiều. Ngoài ra, kiến thức đầu tư của các nhà đầu tư cũng không đồng đều, có quá nhiều nhà đầu tư vẫn dựa vào cảm tính để đầu tư chứ không thực sự

dựa trên những phân tích đánh giá tình hình công ty, hiện tượng đầu cơ dễ xảy ra. Như vậy ở đặc điểm thứ nhất thì thị trường chứng khoán VN chưa thoả mãn.

Kiểm định thống kê về tính độc lập

Giả thiết thị trường hiệu quả cho rằng tỷ suất sinh lợi chứng khoán qua thời gian sẽ độc lập với tỷ suất sinh lợi chứng khoán khác vì thông tin mới đến thị trường một cách ngẫu nhiên, độc lập và giá chứng khoán điều chỉnh một cách nhanh chóng theo các thông tin mới này. Chúng ta sẽ xem xét tỷ suất sinh lợi ngày t có tương quan với tỷ suất sinh lợi ngày $(t-1)$, $(t-2)$, $(t-3)$... hay không. Những người ủng hộ thị trường hiệu quả cho rằng tương quan này bằng 0 cho tất cả các kết hợp. Chính vì vậy ta sẽ kiểm định tính tương quan giữa các biến trong phương trình:

$$R_t = \beta_0 + \sum \beta_i r_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Trong đó: r_t : tỷ suất sinh lợi chứng khoán ở ngày t

r_{t-i} : tỷ suất sinh lợi chứng khoán ở ngày $t-i$

β_0 : hệ số tự do

β_i : hệ số (trong kiểm định này thì i chạy từ 1 đến 5)

Chúng ta sẽ kiểm định tính tương quan của các biến trong phương trình (1) với độ tin cậy là 95%. Nếu giữa các biến này có sự tương quan thì thị trường chứng khoán của VN sẽ không hiệu quả. Chúng ta sẽ kiểm định sự tương quan giữa tỷ suất sinh lợi hiện tại của một cổ phiếu và tỷ suất sinh lợi trong quá khứ của cổ phiếu đó. Trong số 36 chứng khoán trên thị trường chúng ta sẽ chọn ra 10 cổ phiếu tiêu biểu để kiểm định. Chúng ta sẽ tính tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i dựa vào giá chứng khoán từ ngày t năm 2005 đến nay. Chọn mẫu là 430, đối với các cổ phiếu niêm yết gần đây thì tỷ suất sinh lợi dựa vào giá từ ngày niêm yết đến nay.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu REE

Equation: UNTITLED - Workbook: UNTITLED

View: [Proc] [Objects] [Plot] [Name] [Freeze] [Estimate] [Forecast] [Stats] [Resids]

Dependent Variable: RT
Method: Least Squares
Date: 04/27/05 Time: 18:36
Sample (adjusted): 1 479
Included observations: 479 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001498	0.000694	2.159237	0.0313
RT1	0.164872	0.045147	3.651881	0.0003
RT2	0.010961	0.045714	0.240210	0.8103
RT3	0.033640	0.045590	0.738051	0.4608
RT4	0.036293	0.045448	0.825570	0.3999
RT5	0.168679	0.044843	3.783962	0.0002

R-squared: 0.070717 Mean dependent var: 0.002638
Adjusted R-squared: 0.060994 S.D. dependent var: 0.014840
S.E. of regression: 0.014381 Akaike info criterion: -5.633388
Sum squared resid: 0.007621 Schwarz criterion: -5.581133
Log likelihood: 1355.196 F-statistic: 7.198989
Durbin-Watson stat: 2.021026 Prob(F-statistic): 0.000002

Với Prob(F-statistic) = 0.000002 0.05, chúng ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu REE, các biến trong phương trình (1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu LAF

Equation: UNTITLED - Workbook: UNTITLED

View: [Proc] [Objects] [Plot] [Name] [Freeze] [Estimate] [Forecast] [Stats] [Resids]

Dependent Variable: RT
Method: Least Squares
Date: 04/27/05 Time: 18:57
Sample: 1 430
Included observations: 430

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.67E-19	3.21E-19	-0.521994	0.5019
RT1	1.000000	1.08E-17	9.26E+16	0.0000
RT2	-9.29E-18	1.08E-17	-0.859359	0.3906
RT3	-2.89E-18	1.08E-17	-0.240554	0.8100
RT4	5.30E-18	1.08E-17	0.490031	0.6242
RT5	-9.15E-18	1.08E-17	-0.850027	0.3958

R-squared: 1.000000 Mean dependent var: 0.001050
Adjusted R-squared: 1.000000 S.D. dependent var: 0.029789
S.E. of regression: 6.63E-10 Sum squared resid: 1.86E-32
F-statistic: 1.73E+33 Durbin-Watson stat: 1.921553
Prob(F-statistic): 0.000000

Với Prob(F-statistic) = 0.000000 chúng ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu LAF, các biến trong phương trình (1) có tương quan với nhau, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu SAM

Equation: UNTITLED - Workbook: UNTITLED

View: [Proc] [Objects] [Plot] [Name] [Freeze] [Estimate] [Forecast] [Stats] [Resids]

Dependent Variable: RT
Method: Least Squares
Date: 04/27/05 Time: 19:04
Sample: 1 430
Included observations: 430

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000494	0.000525	0.904971	0.3690
RT1	0.037310	0.040499	0.759296	0.4421
RT2	0.006905	0.040620	0.142718	0.8896
RT3	0.000392	0.040354	0.009726	0.9972
RT4	0.000751	0.040904	0.018464	0.9811
RT5	-0.070372	0.040586	-1.448414	0.1482

R-squared: 0.016546 Mean dependent var: 0.002644
Adjusted R-squared: 0.004949 S.D. dependent var: 0.011067
S.E. of regression: 0.010440 Akaike info criterion: -6.160748
Sum squared resid: 0.051677 Schwarz criterion: -6.104044
Log likelihood: 1330.551 F-statistic: 1.426722
Durbin-Watson stat: 2.003897 Prob(F-statistic): 0.213365

Với Prob(F-statistic) = 0.213365 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu SAM, các biến trong phương trình (1) không có tương quan với nhau, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu GIL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001560	0.001005	-1.436424	0.1516
RT1	-0.040689	0.048961	-1.003624	0.3166
RT2	0.013310	0.048962	0.272881	0.7842
RT3	-0.026070	0.048961	-0.538024	0.5901
RT4	-0.039076	0.048957	-0.804258	0.4217
RT5	-0.009681	0.048936	-0.199181	0.8422

Với Prob(F-statistic) = 0.797314 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu GIL, các biến trong phương trình (1) có tương quan với nhau, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu GMD

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000575	0.000636	0.839001	0.4014
RT1	0.055351	0.048794	1.134363	0.2573
RT2	-0.007517	0.048930	-0.153962	0.8779
RT3	0.097538	0.048959	2.004526	0.0468
RT4	-0.000745	0.048891	-0.015240	0.9878
RT5	0.022021	0.048785	0.451392	0.6519

Với Prob(F-statistic) = 0.355463 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu GMD, các biến trong phương trình (1) không tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu KDC

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003689	0.002535	1.046576	0.2926
RT1	0.236222	0.123170	1.836924	0.0730
RT2	-0.190364	0.126337	-1.505337	0.1306
RT3	0.355233	0.122870	2.891826	0.0051
RT4	0.024230	0.125676	0.192887	0.8566
RT5	0.019682	0.123990	0.158853	0.8743

Với Prob(F-statistic) = 0.018168 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu KDC, các biến trong phương trình (1) có sự tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu VNM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008428	0.004791	1.759244	0.0855
RT1	-0.010199	0.144715	-0.070477	0.9441
RT2	0.001479	0.148162	0.010001	0.9999
RT3	-0.162651	0.142850	-1.140788	0.2601
RT4	-0.018363	0.143059	-0.127645	0.8990
RT5	0.226814	0.143754	1.591702	0.1186

Với Prob(F-statistic) = 0.557101 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu VNM, các biến trong phương trình (1) không tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu TRI

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000197	0.000848	0.232754	0.8161
RT1	0.159924	0.048412	3.303396	0.0010
RT2	-0.057373	0.048429	-1.184656	0.2368
RT3	-0.079842	0.048339	-1.647502	0.1002
RT4	0.157441	0.048405	3.252573	0.0012
RT5	0.074448	0.048391	1.538452	0.1247

Với Prob(F-statistic) = 0.000016 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu TRI, các biến trong phương trình (1) có sự tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu BBC

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.18E-05	0.000735	0.042004	0.9656
RT1	0.130063	0.048644	2.673733	0.0079
RT2	-0.133216	0.049172	-2.709189	0.0070
RT3	-0.105098	0.049762	-2.112005	0.0353
RT4	0.035821	0.050201	0.713759	0.4750
RT5	0.028846	0.050048	0.576354	0.5633

với Prob(F-statistic) = 0.000133 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu BBC, các biến trong phương trình (1) có sự tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Kiểm định mối tương quan của các biến trong phương trình (1) đối với cổ phiếu BBT

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001157	0.000787	-1.471292	0.1420
RT1	0.102122	0.048996	2.088575	0.0374
RT2	-0.038141	0.049022	-0.774059	0.4362
RT3	-0.084426	0.049316	-1.711940	0.0877
RT4	0.071119	0.049329	1.441716	0.1501
RT5	-0.059009	0.049185	-1.199746	0.2309

Với Prob(F-statistic) = 0.083518 0.05 thì ta kết luận trong trường hợp cổ phiếu BBT, các biến trong phương trình (1) không tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

Trên đây chúng ta tiến hành kiểm định thống kê về tính độc lập

trong giá chứng khoán theo thời gian. Kết luận của quá trình kiểm định này cho thấy trên thị trường chứng khoán VN có những chứng khoán giá đi theo một bước đi ngẫu nhiên. Phải chăng những chứng khoán này có tính hiệu quả trong công bố thông tin? Để minh chứng chúng ta tiếp tục kiểm định phần quy tắc giao dịch.

Kiểm định quy tắc giao dịch

Kiểm định quy tắc giao dịch thì dựa vào giả định thị trường hiệu quả, các nhà đầu tư không thể đạt mức lợi nhuận bất thường cao hơn lợi nhuận từ chính sách mua và nắm giữ bằng cách chỉ dựa vào các thông tin thị trường trong quá khứ.

Chúng ta có thể kiểm định một cách đơn giản bằng cách tính các tỷ suất sinh lợi vượt trội - ER (Exceed return).

Sau đó chúng ta kiểm định trung bình mẫu này với 2 giả thiết:

- $H_0: \mu = 0$; (giả thiết thị trường hiệu quả)

- $H_1: \mu \neq 0$; (thị trường không hiệu quả)

Cụ thể như sau:

Bước 1: Xác định ngày đưa ra thông tin thông báo.

Bước 2: Tập hợp giá của chứng khoán j (chứng khoán liên quan tới thông tin công bố) 10 ngày trước và sau khi công bố thông tin.

Bước 3: Tính tỷ suất sinh lợi vào ngày t của chứng khoán đó.

Bước 4: Xác định tỷ suất sinh lợi trung bình.

Bước 5: Tính các $ER_t = r_t - \bar{r}$

Bước 6: Tính phương sai của mẫu các ER_t đã tính ở trên.

Bước 7: Tính $z = \frac{\bar{r} - 0}{s} \times \sqrt{n}$ và tra bảng tính Z_α (s là độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi vượt trội)

Nếu $|z| > z_\alpha$ thì bác bỏ giả thiết H_0 , chấp nhận giả thiết H_1 đồng nghĩa với việc bác bỏ giả thiết thị trường hiệu quả.

Nếu $|z| \leq z_\alpha$ thì chấp nhận giả thiết H_0 , bác bỏ giả thiết H_1 đồng nghĩa với việc chấp nhận giả thiết thị trường hiệu quả.

• Kiểm định đối với cổ phiếu LAF

Ngày công bố thông tin: 21.12.2005, LAF thông báo phát hành thêm cổ phiếu. Giá cổ phiếu LAF 10 ngày trước và sau ngày công bố thông tin. Kết quả cho thấy, độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi vượt trội là 0,113595 và z là -1,17517. Ta có $Z_\alpha = 1,96$ với $\alpha = 5\%$, thì $|z| \leq z_\alpha$ nên chấp nhận giả thiết H_0 có nghĩa là chấp nhận giả thiết thị trường hiệu quả.

Tương tự như trường hợp trên, ta kiểm định với các cổ phiếu khác:

• Kiểm định đối với cổ phiếu REE

Ngày 30.09.2005 là ngày REE công bố thông tin phát hành thêm cổ phần. Kết quả cho thấy, độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi vượt trội là 0,01995 và z là 1,388928. Ta có $Z_\alpha = 1,96$ với $\alpha = 5\%$, thì $|z| \leq z_\alpha$ nên chấp nhận giả thiết H_0 có nghĩa là chấp nhận giả thiết thị trường hiệu quả.

• Kiểm định đối với cổ phiếu SAM

Ngày 13.01.2006 là ngày SAM công bố thông tin phát hành cổ phiếu bổ sung. Kết quả tính toán cho thấy, độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi vượt trội là 0,034424 và z là -0,51026. Ta có $Z_\alpha = 1,96$ với $\alpha = 5\%$, thì $|z| \leq z_\alpha$ nên chấp nhận giả thiết H_0 có nghĩa là chấp nhận giả thiết thị trường hiệu quả.

• Kiểm định đối với cổ phiếu GIL

Ngày 18.10.2005, lấy ý kiến phát hành thêm cổ phần GIL. Kết quả tính toán cho thấy, độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi vượt trội là 0,025087 và z là 2,427008. Ta có $Z_\alpha = 1,96$ với $\alpha = 5\%$, thì $|z| > z_\alpha$ nên bác bỏ giả thiết H_0 có nghĩa là không chấp nhận giả thiết thị trường hiệu quả.

Trên đây là phần kiểm định mẫu một số chứng khoán về quy tắc giao dịch cho thấy mức độ ảnh hưởng của việc công bố thông tin đến giá chứng khoán. Có một số các kiểm định ủng hộ cho việc thông tin đến thị trường một cách ngẫu nhiên nhưng một số chứng khoán khác đã cho thấy việc công bố thông tin trên thị trường chưa được giám sát chặt chẽ. Điều này đã dẫn đến tình hình kinh doanh nội gián chưa được chế tài và kiểm soát bởi các nhà quản lý.

Kết luận

Với 2 phương pháp kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu trên chúng ta thấy rằng đa số các kiểm định trên từng chứng khoán riêng rẽ ủng hộ cho giả thiết thị trường hiệu quả dạng yếu ở VN. Câu hỏi đặt ra bây giờ là thực sự thị trường chứng khoán VN có hiệu quả chưa và có thể có thị trường hiệu quả dạng vừa hay dạng mạnh ở VN hay không?

Chúng ta kiểm định thị trường chứng khoán VN với độ tin cậy $\alpha = 5\%$ thì đã có những trường hợp ủng hộ cho giả thuyết EMH dạng yếu ở VN, nếu chúng ta tăng độ tin cậy lên thì số trường hợp ủng hộ cho giả thuyết EMH dạng yếu ở VN chắc chắn sẽ thấp xuống. Điều này cho thấy chưa có thị trường hiệu quả dạng vừa phải ở VN và tất nhiên sẽ không có dạng mạnh vào thời điểm này. Đây cũng là một điều tất yếu đối với một thị trường chứng khoán còn rất trẻ như thị trường VN. Cùng với những bước chuyển mình mạnh mẽ của thị trường chứng khoán VN, không ít điều phải đặt ra đối với việc quản lý, giám sát quá trình công bố thông tin, giao dịch và kiến thức của nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng ta có thể tin tưởng vào một sự phát triển của thị trường chứng khoán VN như những biểu hiện của nó hiện tại ■