

Xây dựng chỉ số giá cổ phiếu mới tại thị trường chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN HỮU HUÂN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

huannnguyen@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

25/06/2013

Ngày nhận lại:

10/09/2013

Ngày duyệt đăng:

31/12/2013

Mã số:

06-13-BF-12

Tóm tắt

Chỉ số giá cổ phiếu đóng vai trò hết sức quan trọng, là thước đo trong việc đánh giá sự phát triển của các TTCK ở mỗi quốc gia, mỗi khu vực trên thế giới. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của đề tài cho thấy trong quá trình hình thành và phát triển hơn 13 năm qua của TTCK VN, các chỉ số cổ phiếu vẫn còn một số hạn chế như tính đại diện cho thị trường thấp, khả năng dự báo nền kinh tế không cao, cũng như nhu cầu trong giai đoạn mới là sáp nhập hai sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX, do đó đề tài tiến hành đề xuất bộ chỉ số cổ phiếu mới dựa trên việc khắc phục những nhược điểm của các chỉ số hiện tại nhằm cung cấp thêm cho các chủ thể có liên quan cái nhìn ở một góc độ khác, khía cạnh khác về sự phát triển của TTCK VN.

Abstract

Stock market index plays an important role as a measure of development of stock markets of a country or a region. Results of this empirical research show that in its 13 years of development, Vietnamese stock market indexes only had limited values because of their poor market representation and predicting power, and the need to merge Hà Nội and HCMC stock exchanges. The research suggests a new set of stock market indexes to deal with shortcomings of existing indexes, thereby providing relevant entities with a new view on development of stock market in Vietnam

Từ khóa:

Thị trường chứng khoán,
chỉ số giá cổ phiếu, Sở Giao
dịch Chứng khoán.

Keywords:

Stock market, stock index,
stock exchange.

1. GIỚI THIỆU

Thị trường cổ phiếu đóng một vai trò hết sức quan trọng trong việc huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế và là một kênh đầu tư hấp dẫn đối với các nhà đầu tư tổ chức lẫn cá nhân. Để có được một cái nhìn tổng quát về thị trường cổ phiếu nhằm đánh giá tầm ảnh hưởng của nó đối với sự phát triển của nền kinh tế, và đánh giá được sự phát triển của chính thị trường cổ phiếu đó thì thông thường người ta dựa vào các chỉ số chung của thị trường.

Với một thị trường còn khá non trẻ như thị trường cổ phiếu VN, hiện nay còn thiếu các chỉ số giá cổ phiếu thực hiện đúng các chức năng của nó, cũng như là một cơ sở vững chắc để nhà đầu tư tham khảo và ra quyết định đầu tư. Các chỉ số như VN-Index, HNX-Index trong quá trình hoạt động đã bộc lộ rất nhiều nhược điểm như tính đại diện cho thị trường không cao, khả năng dự báo nền kinh tế thấp và rất dễ bị chi phối bởi các mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn trên thị trường. Chính vì thế, nghiên cứu này nhằm đánh giá các chỉ số hiện tại của thị trường và đề xuất xây dựng chỉ số cổ phiếu mới, nhằm cung cấp cho nhà đầu tư những cái nhìn trung thực hơn về thị trường cổ phiếu nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung ở VN.

2. LỰA CHỌN CHỈ SỐ THÍCH HỢP NHẤT

2.1. Cơ sở lý thuyết

Một chỉ số đại diện cho một thị trường cổ phiếu nhất định, một phân khúc thị trường, hay một hạng mục tài sản. Hầu hết các chỉ số được xây dựng như là một danh mục đầu tư của thị trường cổ phiếu (Holger Sandte, 2012).

Những chỉ số ban đầu được tạo ra để đưa ra nhìn nhận tổng quan về một thị trường chứng khoán cụ thể vào một ngày nhất định. Với sự phát triển của các lý thuyết tài chính hiện đại, những lợi ích trong việc quản lý đầu tư được mở rộng đáng kể. Lợi ích chính của các chỉ số hiện nay bao gồm:

- Đo lường tâm lý thị trường;
- Đại diện cho đo lường và mô hình hoá lợi nhuận, rủi ro hệ thống, và thực hiện điều chỉnh rủi ro;
- Đại diện hạng mục tài sản cho những mô hình phân cấp tài sản;
- Tiêu chuẩn cho quản lý tích cực danh mục đầu tư;
- Mô hình danh mục đầu tư cho các sản phẩm đầu tư như các chỉ số đại diện thị trường (ETFs);

- Dự báo nền kinh tế.

Nhà đầu tư sử dụng các chỉ số giá của thị trường chứng khoán phải tiếp cận với các chỉ số giá khác nhau và được xây dựng như thế nào để lựa chọn các chỉ số thích hợp nhất cho nhu cầu đầu tư.

2.2. Các nghiên cứu trước

Trên thế giới đã có rất nhiều đề tài nghiên cứu kiểm định khả năng dự báo của chỉ số giá cổ phiếu đối với sự tăng trưởng kinh tế ở một quốc gia, và nó đã trở thành một chủ đề phổ biến trong nghiên cứu thực nghiệm (Levine, 2004).

Mối tương quan giữa tăng trưởng kinh tế và các chỉ số của thị trường tài chính đã được nghiên cứu đầu tiên bởi Goldsmith (1969), Mc Kinnon (1973) & Shaw (1973), đây là những nhà khoa học đã tìm thấy được bằng chứng về mối liên hệ này. Các nhà nghiên cứu khác đã phát triển nên lí thuyết từ các nghiên cứu thực nghiệm này như Greenwood & Jovanovic (1990 hay Pagano (1993), các nhà nghiên cứu này đã tìm được bằng chứng cho thấy tác động cùng chiều của chỉ số tài chính đến tăng trưởng kinh tế.

Ake & Dehuan (2010) sử dụng Granger Causality Test để tìm kiếm mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán thông qua các chỉ số vốn hoá thị trường, tổng khối lượng giao dịch, lợi nhuận thị trường đến tăng trưởng kinh tế ở một số quốc gia. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở Pháp và Anh, tuy nhiên hai nhà khoa học này lại không tìm thấy mối quan hệ trên ở Bồ Đào Nha và Bỉ.

Harris (1997) đã tiến hành một nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế và đưa ra kết luận rằng không có bằng chứng mạnh mẽ về hoạt động của thị trường chứng khoán giúp ích cho sự phát triển kinh tế.

Ake & Ognaligui (2010) sử dụng Granger Causality Test để xác định mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở Cameroon, dựa vào dữ liệu chuỗi thời gian từ năm 2006-2010. Và họ chỉ ra rằng chỉ số chứng khoán Douala Stock Exchange không có tác động đến tăng trưởng kinh tế.

Đối với việc kiểm định mức độ đại diện của cổ phiếu đối với thị trường, cũng có rất nhiều tổ chức trên thế giới tiến hành kiểm định cho chỉ số mà họ công bố như: FTSE, S&P500, Dow Jones, v.v..

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm trước đó, tác giả tiến hành kiểm định tính hiệu quả của các chỉ số giá cổ phiếu trên TTCK VN bằng phân tích định lượng dựa theo hai tiêu chí sau:

- Khả năng dự báo nền kinh tế: Tác giả sử dụng mô hình hồi quy theo phương pháp VAR để đánh giá khả năng dự báo nền kinh tế của các chỉ số xem xét.

Mô hình VAR đề xuất bao gồm hai biến nội sinh là y_{1t}, y_{2t}

$$y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11} y_{1t-1} + \dots + \beta_{1k} y_{1t-k} + \alpha_{11} y_{2t-1} + \dots + \alpha_{1k} y_{2t-k} + u_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21} y_{2t-1} + \dots + \beta_{2k} y_{2t-k} + \alpha_{21} y_{1t-1} + \dots + \alpha_{2k} y_{1t-k} + u_{2t}$$

Với:

y_{1t} : Sai phân bậc 2 của GDP (D(GDP,2)

y_{2t} : Sai phân bậc 2 của VN-Index, VN30 (D, VN30,2)

u_{1t} : Sai số (phần dư) của GDP

u_{2t} : Sai số (phần dư) của VN-Index, VN30

y_{1t-k} : Biến độ trễ của biến y_{1t} , với k là độ trễ.

- Mức độ đại diện cho thị trường: Tác giả sử dụng hệ số hồi quy và biểu đồ thời gian để đánh giá mức độ đại diện của các chỉ số.

Hai chỉ số tiến hành kiểm định tính hiệu quả là VN-Index và VN30 của sàn HOSE. Lý do lựa chọn hai chỉ số này vì tính đại diện cho thị trường của hai chỉ số là cao nhất so với các chỉ số cổ phiếu ở HNX như HNX-Index hay HNX30-Index. Các chỉ số cổ phiếu ở HOSE đại diện cho các mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn, và tổng giá trị vốn hoá của HOSE cao hơn gấp 9 lần so với sàn HNX (643 nghìn tỉ so với 83 nghìn tỉ ở sàn HNX).

3.2. Dữ liệu

Dữ liệu được tác giả thu thập từ Quý 2/2005 đến Quý 4/2012 của VN-Index và GDP. Đối với VN30, dữ liệu được thu thập từ Quý 1/2009 đến Quý 4/2012 để kiểm định khả năng dự báo nền kinh tế đối với 2 chỉ số này.

Để đánh giá mức độ đại diện của VN-Index, VN30 đối với thị trường, tác giả tiến hành loại bỏ 4 mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn nhất của VN-Index ra khỏi rổ tính chỉ số là MSN, BVH, VNM, VIC và chạy lại chỉ số mới với tên gọi là VN-Index2. Sau đó tiến hành kiểm định mối tương quan của hai chỉ số này. Dữ liệu được thu thập bao gồm 989 quan sát, từ ngày 2/1/2009 đến 31/12/2012.^[1]

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

4.1. Kiểm định mối tương quan giữa VN-Index, VN-30 và GDP

Trước khi tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa GDP và VN-Index, VN30, tác giả tiến hành kiểm định tính dừng của hai biến số này để đảm bảo rằng các chuỗi dữ liệu thời gian GDP và VN-Index, VN30. Bảng 1 cho thấy các chuỗi dữ liệu này dừng ở sai phân bậc hai của nó.

Bảng 1. Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu

Biến	Kiểm định ADF	Trạng thái
Vn-Index	0,0089***	Dừng
GDP	0,0001***	Dừng
VN30	0,0385**	Dừng

Nguồn: Tác giả tự tính toán

4.2. Chọn độ trễ phù hợp cho mô hình VAR cần hồi quy

Mô hình VAR được kiểm định bằng việc lựa chọn dựa vào độ trễ của các biến nội sinh

Bảng 2. Chọn độ trễ phù hợp cho mô hình VAR của VN-Index và GDP

Độ trễ	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
2	-302,1288	7,395649	6,87e+08	26,01073	26,50159	26,14096
3	-267,7059	48,76570*	55651659*	23,47550*	24,16269*	23,65781*
4	-266,8033	1,128315	75132851	23,73361	24,61715	23,96801

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Bảng 3. Chọn độ trễ phù hợp cho mô hình VAR của VN-30 và GDP

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
2	-126,1504	5,128668	2,23e+08	24,75463	25,11635	24,52661
3	-107,2950	13,71305*	20595490*	22,05364*	22,56005*	21,73441*

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Kết quả ở Bảng 2 và Bảng 3 cho thấy hai mô hình VAR đều chọn độ trễ phù hợp là 3 theo các tiêu chí LR, FPE, AIC, SC và HQ. Trong đó:

LR: Kiểm định sequential modified LR

FPE: Kiểm định Final prediction error

AIC: Kiểm định Akaike information criterion

SC: Kiểm định Schwarz information criterion

HQ: Kiểm định Hannan-Quinn information criterion

4.3. Kiểm định quan hệ nhân quả

Tác giả sử dụng phương pháp kiểm định Wald (VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald) để kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa VN-Index, VN30 và GDP theo mô hình VAR. Với giả thuyết H_0 : Không có mối quan hệ nhân quả.

Bảng 4. Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả giữa GDP và VN-Index

Biến phụ thuộc: D(GDP,2)			
Biến ngoại sinh	Chi-sq	df	Prob.
D(VNINDEX,2)	2.892518	3	0,4085
Biến phụ thuộc: D(VNINDEX,2)			
Biến ngoại sinh	Chi-sq	df	Prob.
D(GDP,2)	2.232671	3	0,5255

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Bảng 5. Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả giữa GDP và VN-Index

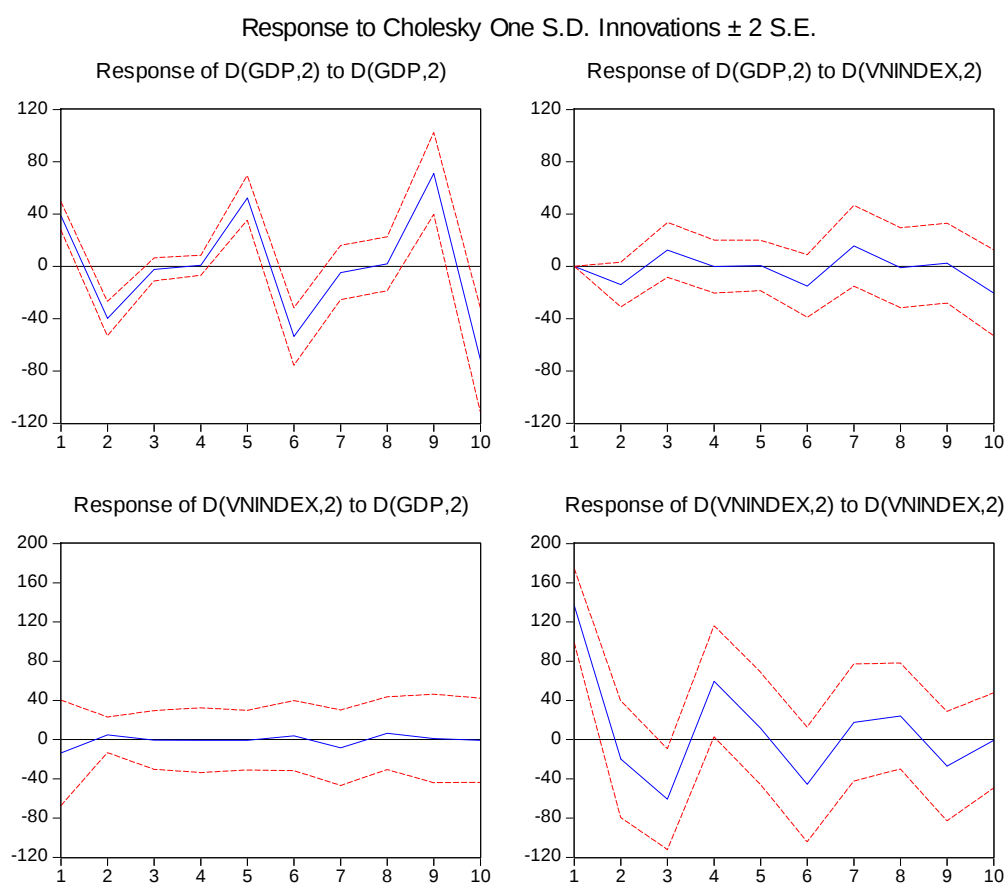
Biến phụ thuộc: D(GDP,2)			
Biến ngoại sinh	Chi-sq	df	Prob.
D(VN30,2)	1,547738	3	0,6713
Biến phụ thuộc: D(VN30,2)			

Biến ngoại sinh	Chi-sq	df	Prob.
D(GDP,2)	4,289763	3	0,2318

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Bảng 4 và Bảng 5 cho thấy giả thiết H_0 được chấp nhận, và có thể kết luận rằng không tồn tại bằng chứng có mối quan hệ nhân quả giữa GDP và VN-Index cũng như mối quan hệ nhân quả giữa GDP và VN30.

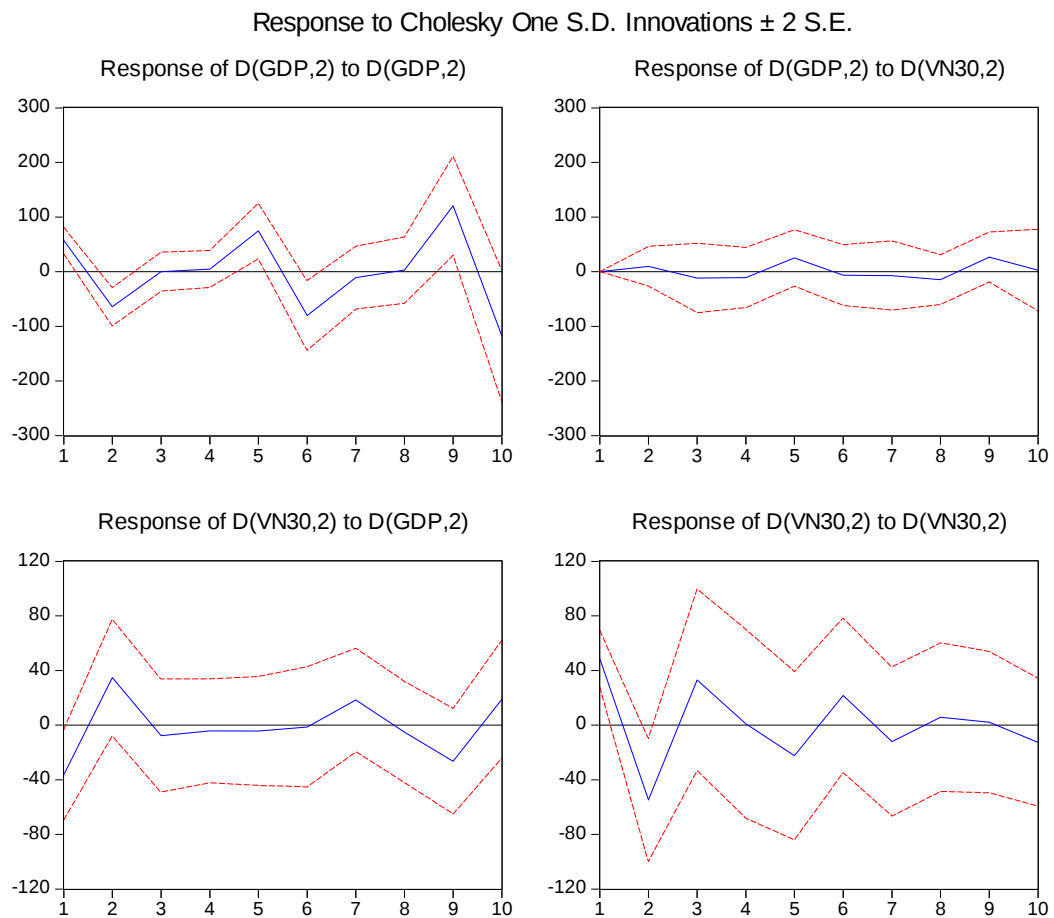
4.4. Tác động phản ứng đẩy (Impulse Response)



Hình 1. Tác động phản ứng đẩy giữa GDP và VN-Index

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Tác động phản ứng đẩy chỉ ra sự tác động của hai biến số, trong đó có một xu hướng không rõ ràng và gia tăng dần sự biến động khi chu kỳ tăng lên trong tác động của GDP với chính bản thân nó, tự hồi quy. Điều này là ngược lại đối với VN-Index khi tác động của chính nó giảm dần với chu kỳ tăng lên. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy tác động rất nhỏ và không đáng kể của VN-Index đến GDP, và điều này cũng tương tự ở chiều ngược lại, qua đó làm rõ mối liên hệ rất yếu thậm chí là không có mối liên hệ giữa hai biến số nghiên cứu là GDP và VN-Index.



Hình 2. Tác động phản ứng đẩy giữa GDP và VN30

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Kết quả không tìm thấy bằng chứng về sự tác động qua lại giữa VN30 và GDP, và tìm thấy bằng chứng về sự tác động của bản thân chỉ số GDP, VN30 tác động ngược lại chính nó.

4.5. Phân tích phân rã phương sai

Để đánh giá chính xác hơn về sự giải thích lẫn nhau giữa hai biến số VN-Index, VN30 và GDP, tác giả tiến hành phân tích phân rã phương sai để đo lường mức độ giải thích giữa hai biến số này và tìm mối liên hệ giữa chúng theo chu kỳ là 10. Kết quả như sau:

Bảng 6. Kết quả phân tích phân rã phương sai giữa GDP và VN-Index

Phân rã phương sai của D(GDP,2):			
Chu kỳ	S.E.	D(GDP,2)	D(VNINDEX,2)
6	96,38359	93,77474	6,225257
7	97,75885	91,39437	8,605634
8	97,78422	91,38655	8,613448
9	120,8790	94,32460	5,675404
10	142,0753	93,82933	6,170668
Phân rã phương sai của D(VN-Index, 2):			
Period	S.E.	D(GDP,2)	D(VN-Index,2)
6	169,5102	0,779084	99,22092
7	170,6158	1,012452	98,98755
8	172,4229	1,130527	98,86947
9	174,5282	1,107108	98,89289
10	174,5314	1,108855	98,89114

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Phân tích phân rã phương sai cho thấy VN-Index chỉ giải thích được 6,2 % trong sự thay đổi của GDP, và GDP được giải thích đến 93,8 % trong sự biến động của chính nó. Trong khi đó, VN-Index chỉ có thể giải thích 1,1% dự báo sự thay đổi của GDP, và phần còn lại là sự thay đổi của chính VN-Index đối với nó.

Bên cạnh đó, phân tích phân rã phương sai giữa VN30 và GDP cho thấy VN30 chỉ giải thích được 4 % sự biến động của GDP, trong khi GDP giải thích được 34% sự biến động của VN30.

Như phân tích ở trên, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng không tồn tại bằng chứng về mối liên hệ giữa chỉ số VN-Index, VN-30 và sự phát triển kinh tế ở VN thông qua chỉ số GDP bằng mô hình VAR, và các kiểm định về quan hệ nhân quả, phân tích tác động phản ứng đẩy. Phân tích phân rã phương sai cũng cho thấy khả năng dự báo nền kinh tế của VN-Index và VN30 là rất thấp, lần lượt là 1% và 4%.

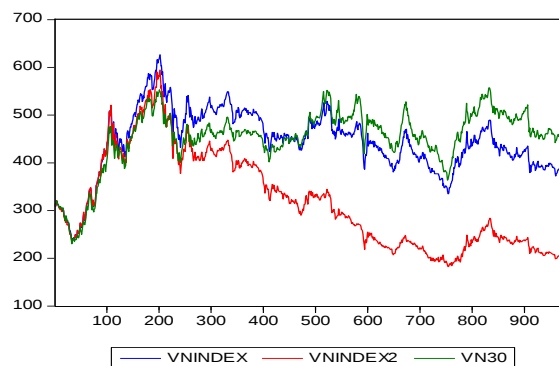
4.6. Kiểm định mức độ đại diện của chỉ số đối với thị trường

Tác giả tiến hành đo hệ số tương quan của VN-Index, VN-Index2 (đã loại bỏ bốn mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn và được xem như là nguyên nhân bóp méo thị trường là VIS, MSN, VCB và VNM, bốn mã này chiếm đến hơn 40% tổng giá trị vốn hoá của sàn HOSE, chính vì thế chỉ số VN-Index chịu sự phụ thuộc rất lớn vào bốn mã này) và VN-30 để đánh giá khả năng đại diện thị trường của các chỉ số này.

Bảng 7. Kết quả ma trận hệ số tương quan giữa VN30, VN-Index2 và VN-Index

	VN-Index	VN-Index2	VN30
VN-Index	1,000000	0,697549	0,771106
VN-Index2	0,697549	1,000000	0,133163
VN30	0,771106	0,133163	1,000000

Nguồn: HSX, HNX, tác giả tự tính toán



Hình 3. Mối quan hệ giữa VN30, VN-Index2 và VN-Index

Nguồn: HSX, HNX, tác giả tự tính toán

Mức độ tương quan của hai chỉ số VN-Index và VN-Index2 khá chặt ở thời điểm đầu, tuy nhiên trong giai đoạn sau đó thì có sự tách biệt nhau, VN-Index vẫn duy trì ở mức cao khi VN-Index2 lại có xu hướng giảm mạnh từ quan sát thứ 220 trở đi. Nguyên do là bốn mã cổ phiếu có mức vốn hoá lớn của thị trường đã bẻ cong VN-Index, các mã này vẫn tăng điểm mạnh trong khi đa số các mã cổ phiếu trên thị trường đều giảm điểm, khiến cho hai chỉ số này không còn là một chỉ số đại diện cho thị trường một cách hiệu quả nữa.

Tương tự, kết quả phân tích hệ số tương quan cho thấy tính đại diện thị trường của chỉ số VN-30 không cao, vì hệ số tương quan của nó với VN-Index2 đại diện cho thị trường khi loại bỏ 4 mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn là rất thấp chỉ 0,133163. Do đó, VN30 đã không đáp ứng được kì vọng ban đầu của các nhà sáng lập khi mục tiêu đưa ra là để khắc phục tính đại diện không cao của VN-Index và hạn chế hiện tượng làm giá làm bóp méo chỉ số thị trường.

5. KẾT LUẬN

Các hạn chế mà chỉ số thị trường hiện nay đang vấp phải như:

- Tính đại diện cho thị trường thấp;
- Khả năng dự báo tốt cho nền kinh tế không cao;
- Dễ bị chi phối bởi một nhóm các cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn trên thị trường; và
- Một số chỉ số bao hàm tất cả cổ phiếu trên thị trường, nên không thể là cơ sở xây dựng các ETFs.

Từ những bất cập đó, nhu cầu bức thiết hiện nay của TTCK VN là thành lập một chỉ số mới có khả năng khắc phục được những nhược điểm của các chỉ số hiện tại, nhằm giúp cho các chủ thể tham gia thị trường có được cái nhìn tổng quan và chính xác hơn về sự phát triển của TTCK VN.

6. KIẾN NGHỊ XÂY DỰNG CHỈ SỐ GIÁ CỔ PHIẾU MỚI TẠI TTCK VN

Các chỉ số cổ phiếu chính thức tại TTCK VN hiện tại chưa thực sự đáp ứng được các tiêu chuẩn cũng như yêu cầu của một chỉ số giá cổ phiếu về tính đại diện, hàng hoá thay thế cũng như khả năng dự báo nền kinh tế. Bên cạnh đó, trước yêu cầu hợp nhất hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội theo Đề án tái cấu trúc TTCK của Chính phủ, thì việc xây dựng một chỉ số chung cho cả hai SGDCK là một yêu cầu cấp thiết. Do đó tác giả kiến nghị xây dựng chỉ số cổ phiếu mới như sau:

6.1. Xây dựng chỉ số giá cổ phiếu tại TTCK tập trung VN-Index

Chỉ số cổ phiếu mới cho thị trường tập trung được xây dựng dựa theo các tiêu chí sau:

- Tính đại diện thị trường;
- Khả năng dự báo tốt cho nền kinh tế; và
- Là hàng hoá có thể giao dịch được.

VN-Index được xây dựng nhằm mục tiêu cung cấp cho các nhà đầu tư, các nhà quản lý chính sách và các chủ thể có liên quan cái nhìn tổng quát và rõ nét hơn về hoạt động giao dịch cổ phiếu tại thị trường giao dịch cổ phiếu tập trung ở VN.

Tiêu chuẩn chọn lựa các cổ phiếu trong bộ chỉ số và xem xét định kì

Tiêu chí chọn lựa các cổ phiếu trong bộ chỉ số thị trường VN-Index:

- Các cổ phiếu không đủ tiêu chuẩn niêm yết:
 - + Cổ phiếu chuyển đổi và cổ phiếu nợ
 - + Các chứng chỉ ETFs (Exchange trade funds) và các quỹ đầu tư tương hỗ
- Tiêu chuẩn niêm yết:
 - + Tất cả các cổ phiếu thường đang lưu hành và được niêm yết trên HOSE và sàn HNX.

Vốn điều lệ: Vốn điều lệ tối thiểu là 100 tỉ đồng, quy định mức vốn điều lệ tối thiểu nhằm đảm bảo các công ty được xem xét là các công ty có tính đại diện cao cho thị trường.

Khối lượng cổ phiếu bình quân thực sự đang lưu hành tối thiểu là 50% (bao gồm số lượng cổ phiếu đang lưu hành trừ đi các loại cổ phiếu bị hạn chế tự do chuyển nhượng như: cổ phiếu thuộc sở hữu nhà nước, các loại cổ phiếu bị hạn chế tự do chuyển nhượng khác), điều kiện này nhằm hạn chế những cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn nhưng tính thanh khoản lại thấp, dễ bị làm giá trên thị trường.

- Tính thanh khoản:

Phương pháp tính theo tỉ trọng vốn hoá như đã phân tích ở trên dường như không phát huy được hiệu quả khi sử dụng ở VN, vì các mã cổ phiếu có tỉ trọng vốn hoá lớn có tính thanh khoản không cao và chưa mang tính đại diện cho thị trường. Chính vì thế, khi xây dựng chỉ số cổ phiếu mới nên dựa trên tiêu chí lọc cổ phiếu là giá trị giao dịch thực của thị trường.

- VN-Index bao gồm 40 mã cổ phiếu được lựa chọn ra như sau:

+ Giá trị giao dịch: Các cổ phiếu có giá trị giao dịch lớn nhất bình quân trong 3 tháng trên cả hai sàn HNX và HOSE.

+ Tỉ trọng các cổ phiếu trong rổ chỉ số: Tỉ trọng các mã cổ phiếu được tính dựa trên tỉ trọng giá trị vốn hoá của các mã cổ phiếu so với tổng giá trị vốn hoá của rổ chỉ số. Tỉ trọng của từng mã cổ phiếu bị giới hạn ở ngưỡng tối đa 5% so với tổng tỉ trọng giá trị giao dịch, để hạn chế tầm ảnh hưởng của các mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn chi phối thị trường.

Các quy định về các biến số trong thành phần của rổ chỉ số và sự thay đổi công ty niêm yết trong rổ chỉ số

- Giá

Trước khi hợp nhất hoặc sáp nhập hai SGDCK, VN-Index sử dụng giá ở thời gian thực trên cả hai SGDCK để tính toán chỉ số, giá sẽ được cập nhập mỗi mười lăm phút một lần.

Sau khi thực hiện hợp nhất hoặc sáp nhập hai SGDCK theo Đề án tái cấu trúc TTCK của chính phủ, VN-Index sử dụng giá ở thời gian thực trên SGDCK đã hợp nhất hoặc sáp nhập, và được cập nhật liên tục theo dữ liệu giá thực tế.

- Số lượng cổ phần

Số lượng cổ phần của các cổ phiếu thành phần là số lượng cổ phần đang lưu hành gần nhất của cổ phiếu đó. Trong trường hợp việc phát hành cổ phiếu của tổ chức niêm yết làm thay đổi lớn trong tổng tỉ trọng chỉ số (hơn 5%) so với thời kì gốc, thì sự thay đổi sẽ được thực hiện vào cuối quý.

- Cổ tức

Cổ tức được tính vào trong công thức tính chỉ số VN-Index, để đánh giá toàn diện sự tăng trưởng của các cổ phiếu trong VN-Index.

- Thời điểm xem xét lại các cổ phiếu trong rổ chỉ số

Vào ngày 25 của tháng cuối cùng của mỗi quý, các cổ phiếu trong rổ chỉ số sẽ được xem xét lại, các cổ phiếu nào không đủ điều kiện sẽ bị loại bỏ khỏi rổ chỉ số. Các cổ phiếu nào đủ điều kiện như trên sẽ được bổ sung vào rổ chỉ số sao cho tổng cổ phiếu trong rổ chỉ số vẫn là 40 mã cổ phiếu.

- Cổ phiếu được thêm vào rổ chỉ số

Tại mỗi kì xem xét, các cổ phiếu có giá trị giao dịch bình quân lớn nhất trong quý và thỏa mãn các điều kiện niêm yết ở trên sẽ được Ủy ban giám sát chỉ số xem xét đưa vào chỉ số.

- *Cổ phiếu bị loại bỏ khỏi chỉ số*

Cổ phiếu sẽ bị loại bỏ khỏi chỉ số khi tại các thời điểm đánh giá lại chỉ số, cổ phiếu không còn có giá trị giao dịch bình quân trong quý cao nhất nữa, và có cổ phiếu khác thỏa mãn các điều kiện niêm yết hơn. Lúc đó cổ phiếu sẽ được Ủy ban giám sát chỉ số xem xét để loại bỏ khỏi chỉ số.

Trường hợp công ty bị phá sản, giải thể, cổ phiếu đương nhiên bị loại bỏ khỏi chỉ số. Công ty bị thu tóm, sáp nhập, hợp nhất vào một công ty khác cũng sẽ bị loại bỏ khỏi chỉ số.

Các công ty sẽ có sự điều chỉnh trong chỉ số khi

- Công ty bị sáp nhập hoặc hợp nhất;
- Tiến hành tái cấu trúc vốn; và
- Thu tóm, sáp nhập hoặc hợp nhất công ty khác.

Ngoại trừ các trường hợp nêu trên, các trường hợp thay đổi còn lại sẽ được điều chỉnh ngay lập tức vào VN-Index.

Các trường hợp phía trên sẽ được Ủy ban giám sát chỉ số tiến hành đánh giá và đưa ra sự điều chỉnh thích hợp vào mỗi kì đánh giá lại chỉ số, và được công bố vào ngày thứ sáu của tuần cuối cùng của cuối mỗi quý.

Quy tắc tính VN-Index

$$\text{Giá trị của chỉ số} = \frac{\text{Giá trị vốn hóa thị trường hiện tại}}{\text{Hệ số chia}}$$

Trong đó:

$$\text{Giá trị vốn hoá thị trường hiện tại} = P_i \cdot Q_i \cdot c_i$$

P_i : Giá thị trường của cổ phiếu i

Q_i : Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành của cổ phiếu i

c_i : Giới hạn tỉ trọng vốn hoá, công thức tính giống như FTSE và VN30. Tuy nhiên giới hạn tỉ trọng vốn hoá giảm xuống còn 5%.

Do tiêu chí lựa chọn cổ phiếu trong rổ chỉ số là tính thanh khoản cao nhất trên thị trường, nên không cần phải thêm vào sự điều chỉnh giá trị vốn hoá f giống như VN30-Index và FTSE-Index.

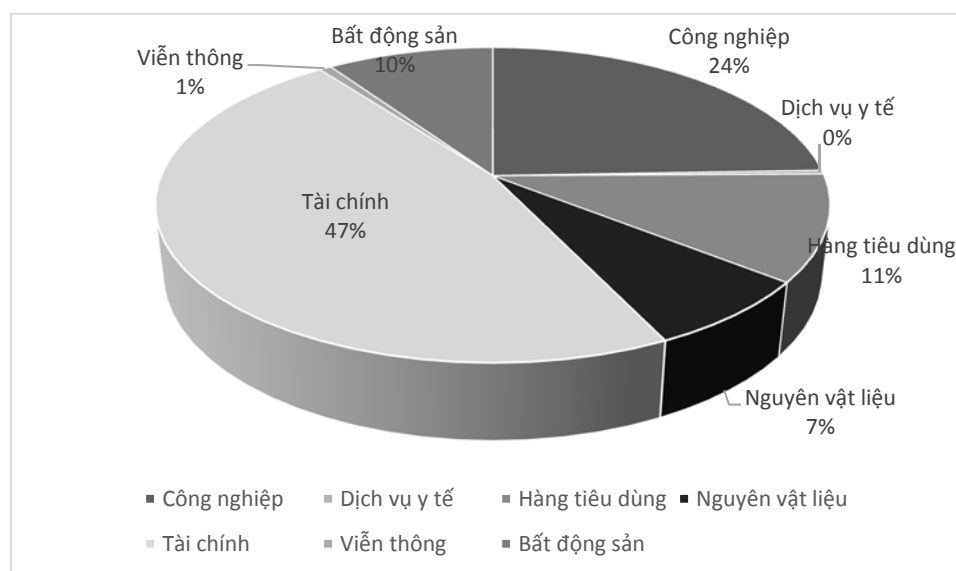
Công thức tính VN-Index trong các ngày có sự điều chỉnh

Chỉ số phản ánh sự thay đổi giá cả của cổ phiếu. Vì vậy trong quá trình tính toán chỉ số, người ta loại bỏ những yếu tố làm thay đổi giá trị của chỉ số mà không phải do giá cả thay đổi.

Trong những trường hợp này, số chia sẽ được điều chỉnh để đảm bảo chỉ số có tính liên tục và phản ánh đúng những thay đổi về giá cả trên thị trường.

Nguyên tắc điều chỉnh chung: Tổng giá trị trước khi thay đổi/ Hệ số chia cũ = Tổng giá trị sau khi thay đổi/ Hệ số chia mới.

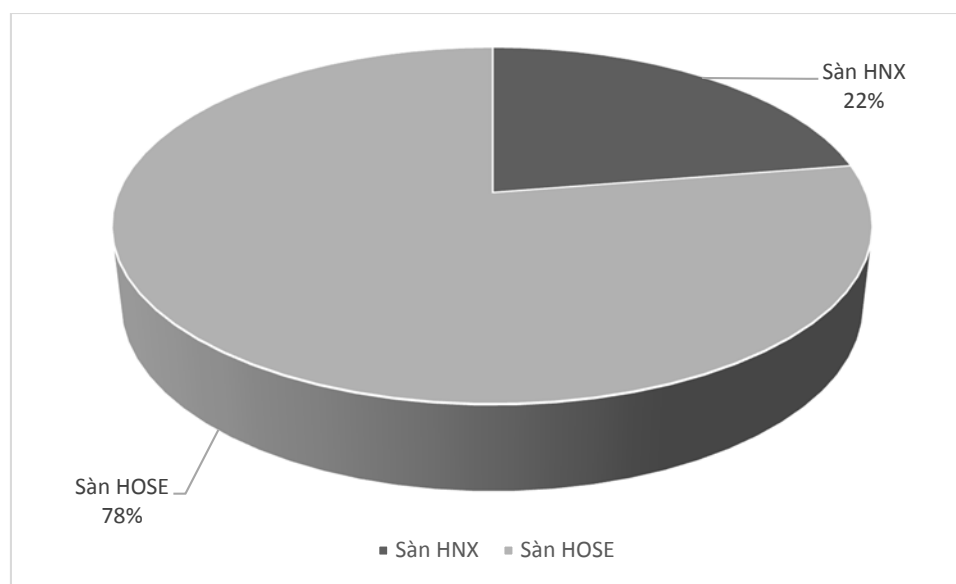
Tỉ trọng các ngành trong rổ chỉ số: Trong rổ chỉ số VN-Index tính đến thời điểm 31/12/2012, ngành tài chính- ngân hàng chiếm tỉ trọng cao nhất 47%, tiếp đó là ngành công nghiệp 24% và ngành hàng tiêu dùng 11%.



Hình 4. Tỉ trọng ngành trong rổ VN-Index

Nguồn: HSX, HNX, tác giả tự tính toán)^[1]

Tỉ trọng các cổ phiếu niêm yết hiện tại trong rổ chỉ số: trong rổ chỉ số hiện tại, cổ phiếu đang niêm yết tại HOSE chiếm 78% tổng tỉ trọng vốn hoá và cổ phiếu niêm yết tại HNX chiếm 22% tổng tỉ trọng vốn hoá trong rổ chỉ số.



Hình 5. Tỷ trọng các cổ phiếu niêm yết tại HOSE và HNX trong VN-Index

Nguồn: HSX, HNX, tác giả tự tính toán

Dựa trên việc khắc phục những nhược điểm của các chỉ số giá cổ phiếu hiện tại và tiếp thu những ưu điểm của các chỉ số giá cổ phiếu ở các TTCK phát triển trên thế giới, chỉ số VN-Index được kì vọng sẽ thay thế tốt những chỉ số hiện tại về mức độ hiệu quả và tính phù hợp đối với TTCK VN.

Cơ cấu trong rổ chỉ số sẽ có khuynh hướng thay đổi nhanh hơn do sử dụng tiêu thức sàng lọc là giá trị giao dịch bình quân trong quý chứ không phải là giá trị vốn hoá lớn nhất, điều này làm cho các quỹ đầu tư chỉ số thay đổi danh mục của mình nhiều hơn góp phần tăng tính thanh khoản của thị trường.

Theo lí thuyết kì vọng trong đầu tư, nhà đầu tư sẽ có khuynh hướng đầu tư vào những ngành triển vọng, có khả năng phát triển trong nền kinh tế, và làm gia tăng thanh khoản của các cổ phiếu trong ngành đó. Các ngành nào đã qua chu kì phát triển thì sẽ nhận được ít sự quan tâm hơn và tính thanh khoản sẽ giảm xuống, và đương nhiên bị loại bỏ khỏi chỉ số sau mỗi kì xét lại chỉ số. Việc đưa chỉ tiêu lựa chọn các cổ phiếu trong rổ chỉ số là tính thanh khoản sẽ giúp cho chỉ số có sự biến động sát với biến động của nền kinh tế hơn, và đáp ứng được tiêu chí đưa ra khi thành lập chỉ số là khả năng dự báo tốt cho nền kinh tế.

Do giới hạn tỉ trọng vốn hoá là 5% nên chỉ số không còn phụ thuộc quá nhiều vào các mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn, nhưng tính thanh khoản lại không cao hạn chế được tình trạng làm giá như VN30 sử dụng tỉ trọng vốn hoá là 10%. Vì trong rổ VN30, chỉ cần 5 mã chứng khoán có giá trị vốn hoá lớn nhất đã chiếm đến 50% giá trị vốn hoá của toàn chỉ số, và hiện tượng bóp méo chỉ số như VN-Index vẫn xảy ra.

6.2. Các giải pháp hỗ trợ

Để các chỉ số thị trường hiện tại phát huy tốt vai trò của nó trên TTCK nói riêng và nền kinh tế nói chung, bên cạnh việc điều chỉnh phương pháp tính, cần phải có các giải pháp hỗ trợ kèm theo.

- Thành lập Ủy ban giám sát chỉ số.

Được thành lập bởi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Ủy ban giám sát chỉ số có nghĩa vụ đưa ra các quyết định quan trọng về chỉ số như quyết định rổ cổ phiếu trong bộ chỉ số và thay đổi rổ cổ phiếu ở những thời điểm đánh giá lại chỉ số, đồng thời thực hiện việc điều hành và giám sát sự biến động của chỉ số.

- Thực hiện tốt chức năng quản lí, điều hành thị trường.

Các cơ quan quản lí cần thực hiện tốt chức năng quản lí trên TTCK, thường xuyên tổ chức các đợt thanh tra, giám sát các hoạt động giao dịch trên thị trường nhằm minh bạch hoá thông tin, hạn chế tình trạng thông tin bất cân xứng trên TTCK.

Kiểm soát, thanh tra và xử lí các giao dịch nội gián, giao dịch lũng đoạn thị trường, nhằm hạn chế các trường hợp làm giá, bóp méo chỉ số của các tổ chức, cá nhân.

Rút ngắn thời gian giao dịch, chuyển nhượng cổ phiếu nhằm gia tăng tính thanh khoản cho thị trường cổ phiếu, giảm thiểu được hiện tượng làm giá trên thị trường.

Tiến hành tái cấu trúc TTCK toàn diện theo Đề án tái cấu trúc của Chính phủ, trong đó ưu tiên việc hợp nhất hai SGDCK TP.HCM và Hà Nội, giúp cho hoạt động giao dịch ở thị trường tập trung được thống nhất và liên thông với nhau.

- Phổ cập kiến thức chứng khoán cho nhà đầu tư.

Công tác nghiên cứu và đào tạo kiến thức về cổ phiếu và TTCK đã được thực hiện trong các cơ quan quản lí nhà nước về TTCK cũng như các trường đại học khối ngành kinh tế - tài chính – ngân hàng trong cả nước. Tuy nhiên những đối tượng được học tập và tiếp cận với những kiến thức chuyên ngành này vẫn tập trung ở những người làm việc trong lĩnh vực cổ phiếu cũng như sinh viên các trường đại học. Còn đại bộ phận dân chúng còn rất xa lạ và hiểu biết mơ hồ về cổ phiếu và thị trường cổ phiếu, điều này làm

cho số lượng người dân tham gia vào thị trường cổ phiếu chiếm một tỉ lệ rất nhỏ trên tổng dân số, hơn nữa những người có tham gia vào thị trường thì với kiến thức hạn hẹp về TTCK, họ cũng rất dễ bị chi phối, đầu tư theo đám đông và làm cho các chỉ số cổ phiếu phản ánh không trung thực những gì đang xảy ra trong nền kinh tế. Do đó, công việc nghiên cứu và phổ biến kiến thức cho đại đa số công chúng là yêu cầu cấp thiết. Chúng ta có thể tiến hành đồng thời một số giải pháp để đạt được yêu cầu cấp thiết trên:

- + Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã có Trung tâm đào tạo chứng khoán và đã mở các lớp học thường xuyên nhằm cung cấp kiến thức chứng khoán là điều hay cần phát huy. Trung tâm nên tiếp tục nghiên cứu và mở các lớp học mẫu ngắn hạn hay tổ chức các buổi nói chuyện chuyên đề về cổ phiếu và TTCK tại các Trung tâm văn hoá quận, huyện hay Nhà văn hoá thanh niên cho đối tượng đang sinh hoạt tại đây có dịp vừa vui chơi giải trí vừa học tập bổ ích.

- + Cần xây dựng một chương trình đào tạo chính quy về cổ phiếu. Các trường đại học tiếp tục hình thành và đầu tư phát triển hơn nữa bộ môn chứng khoán cũng như đưa các môn học chuyên sâu vào chương trình.

- Thành lập công ty định mức tín nhiệm ở VN.

Các công ty xếp hạng định mức tín nhiệm đóng một vai trò quan trọng trên TTCK, góp phần cung cấp các thông tin, các phân tích chuyên sâu cho các nhà đầu tư, giúp cho các nhà đầu tư có cái nhìn tổng quan và chính xác hơn về sự phát triển của TTCK, và các chỉ số, chính vì thế việc xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm ở VN sẽ làm cho TTCK và các chỉ số giá trên thị trường hoạt động hiệu quả hơn.

Để các công ty định mức tín nhiệm có thể hình thành, tồn tại và phát triển trong bối cảnh thị trường cổ phiếu VN còn non trẻ cần chú ý đến các vấn đề sau:

- + Về mặt pháp luật cần nhanh chóng xây dựng, hoàn thiện khung pháp lý về hoạt động của các công ty định mức tín nhiệm. Luật Chứng khoán cần bổ sung một phần quy định về những vấn đề chung nhất trong hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm như khái niệm, địa vị pháp lý, nguyên tắc tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm, v.v.. Vì hoạt động định mức tín nhiệm hoàn toàn mới mẻ tại VN nên trong giai đoạn đầu, Chính phủ cần ban hành các nghị định để hướng dẫn thực hiện, tạo môi trường pháp lý thuận lợi cho hoạt động của các công ty định mức tín nhiệm. Bên cạnh đó, cần có những hoạt động tuyên truyền để nâng cao nhận thức của nhà phát hành và nhà đầu tư về định mức tín nhiệm.

+ Ngoài ra, trong quá trình xây dựng cơ sở pháp lý cho các tổ chức định mức tín nhiệm, cần chú ý đến tính độc lập của các tổ chức này. Tính độc lập của các tổ chức định mức tín nhiệm là tối quan trọng trong sự thành công và mức độ tin cậy của những tổ chức này. Tính độc lập của những tổ chức này sẽ giúp đưa ra những báo cáo, nhận định và ý kiến mang tính khách quan về tổ chức phát hành.

+ Để xây dựng công ty định mức tín nhiệm thành công cần có sự hợp tác, tiếp thu kinh nghiệm, chuyên môn từ các tổ chức định mức tín nhiệm trên thế giới. Việc nhận được sự hỗ trợ của quốc tế về chia sẻ kiến thức sẽ giúp VN tránh những sai lầm của nước khác trong quá trình xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm.

+ Hiện tại, có thể xem xét để chuyển Trung tâm thông tin tín dụng nhà nước (CIC) thành Công ty định mức tín nhiệm là thích hợp nhất. Vừa qua CIC đã tổ chức đánh giá xếp hạng tín nhiệm của các doanh nghiệp niêm yết; mặt khác, hàng năm CIC cũng tổ chức đánh giá xếp hạng các doanh nghiệp. Mặc dù mức độ chất lượng thông tin là chưa cao, tuy nhiên việc chuyển mô hình hoạt động của CIC sẽ có rất nhiều điểm thuận lợi.

Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng việc thành lập công ty định mức tín nhiệm tại VN không nên quá nóng vội mà phải tiến hành từng bước thật cẩn thận nhằm đảm bảo được tính chuyên nghiệp cần thiết. Trong giai đoạn đầu có thể thành lập một tổ chức định mức tín nhiệm thuộc sở hữu nhà nước và sau đó có thể cho phép chuyển thành sở hữu tư nhân■

Ghi chú

[1] Theo nguồn dữ liệu của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, Hà Nội và Tổng cục Thống kê.

Tài liệu tham khảo

- Adamopoulos A. (2010), “Stock Market and Economic Growth: An Empirical Analysis for Germany”, *Business and Economics Journal*, Vol. 2010:BEJ-1.
- Ake B. and Dehuan J. (2010), “The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries”, *International Journal of Financial Research*, Vol. 1, No. 1, pp. 14-20.
- Ake B. and Ognaligui R.W. (2010), “Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroon”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 5, pp. 82-88.
- Atje R. and Jovanovic B. (1993), “Stock Markets and Development”, *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 37(2/3), pp. 632-640.

- Bencivenga V. R. and Smith B. D. (1991), “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economic Studies*, Vol.58, No.2, pp. 195-209.
- Dailami M. and Atkin M. (1990), *Stock Markets in Developing Countries: Key Issues and a Research Agenda*, Country Economics Department the World Bank, Economics Department International Finance Corporation, Working papers 515, pp. 1-49.
- Deb S. G. and Mukherjee J. (2008), “Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A Time Series Analysis for Indian Economy”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 21, pp. 142-149.
- Demirgüç-Kunt A. and Levine R (1996), “Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 223-239.
- Enisan A. A. and Olufisayo A. O. (2009), “Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven Sub-Sahara African Countries”, *Journal of Economics & Business*, Vol. 61(2), 162-171.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Conn, Yale University Press.
- Greenwood J. and Jovanovic B. (1990), “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 98(5), pp. 1076- 1107.
- Harris R.D.F. (1997), “Stock Markets and Development: A Re-Assessment”, *European Economic Review*, Vol. 41, No. 1, pp. 139-146.
- Holger Sandte (2012), “Stock Market and GDP Growth”, *BNY Mellon*, pp1.
- King R. and Levine R. (1993), “Finance, Entrepreneurship and Growth”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.32, pp.513-542.
- King R. and Levine R. (1993), “Finance and Growth, Schumpeter Might Be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 (3), pp.717-737.
- Levine R. (1997), “Stock Markets Economic Development and Capital Control Liberalization”, *Perspective*, Vol. 3, No. 5, pp.1-8, Investment Company Institute.
- McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Pagano K (1993), “Financial Markets and Growth: An Overview”, *European Economic Review*, 37(2/3), pp.613-622.
- CFA Program Curriculum (2012), *Security Market Indices*, Volume 5, Level 1.