

KIỂM ĐỊNH TÍNH HIỆU QUẢ DẠNG YẾU QUA CÁC GIAI ĐOẠN PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Đào Lê Trang Anh*

Ngày nhận: 11/8/2015

Ngày nhận bản sửa: 25/8/2015

Ngày duyệt đăng: 28/8/2015

Tóm tắt:

Theo lý thuyết Thị trường hiệu quả (Fama, 1965a), lợi nhuận của cổ phiếu trong điều kiện thị trường hiệu quả dạng yếu sẽ theo mô hình bước đi ngẫu nhiên, tức là không thể dự đoán và không có mối liên hệ với những thông tin trên thị trường trong quá khứ. Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm kiểm định tính hiệu quả thị trường dạng yếu qua các giai đoạn phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2000 đến 2014. Nghiên cứu thu thập và chuyển đổi giá hàng ngày của hai chỉ số VN Index (từ 7/2000 đến 12/2014) và HNX Index (từ 1/2006 đến 12/2014) sang chuỗi lợi nhuận hàng ngày. Bốn phương pháp định lượng được sử dụng trong nghiên cứu gồm: kiểm định đơn vị, kiểm định tự tương quan, kiểm định các đoạn mạch và kiểm định hệ số phương sai. Kết quả kiểm định cho thấy, thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả dạng yếu trong 15 năm hoạt động và trong các giai đoạn 2000- 2005, 2006- 2008, 2009- 2012, nhưng đã có những chuyển biến tích cực trong giai đoạn 2013- 2014.

Từ khóa: Bước đi ngẫu nhiên, thị trường chứng khoán Việt Nam, thị trường hiệu quả.

Testing weak-form market efficiency through different development stages of Vietnam stock market

Abstract:

According to Efficient Market Hypothesis (Fama, 1965a), returns of stocks in a weak-form efficient market will follow a random walk model, which is unpredictable and unrelated to past information in the market. The objective of this study is to test weak-form market efficiency through different development stages of the Vietnam stock market from 2000 to 2014. The study collected and converted the daily price of VN Index (from 7/2000 to 12/2014) and HNX Index (from 1/2006 to 12/2014) to daily index returns. Four quantitative methods are employed in the study, including unit root test, autocorrelation test, runs test, and variance ratio test. Finally, the results showed that Vietnam's stock market is not weak-form efficient during 15 years of operation and during three periods: 2000 - 2005, 2006 - 2008, and 2009 - 2012. However, it had positive changes in market efficiency during the period of 2013-2014.

Keywords: Random walk, Vietnam stock market, efficient market.

1. Giới thiệu

Kể từ phiên giao dịch đầu tiên chính thức tổ chức vào ngày 28/07/2000 tại Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những bước tiến đáng kể. Giá trị vốn hóa thị trường cuối năm 2014 là

1.128 nghìn tỷ đồng (đạt xấp xỉ 31,5% GDP), tăng gấp hơn 900 lần năm 2000 là 1.247 tỷ đồng (đạt 0,28% GDP). Hàng hóa trên thị trường đa dạng hơn, từ 5 cổ phiếu năm 2000 đã tăng lên 1.240 loại chứng khoán niêm yết vào cuối 2014, bao gồm 671 doanh nghiệp niêm yết, 2 chứng chỉ quỹ và 567 trái phiếu niêm yết. Số lượng các công ty chứng khoán tăng

gấp 12 lần, từ 7 công ty năm 2000 lên 81 công ty vào cuối năm 2014.

Mặc dù vậy, theo phân loại của Tổ chức cung cấp các công cụ hỗ trợ quyết định đầu tư trên toàn thế giới- MSCI (2015), thị trường chứng khoán Việt Nam mới chỉ được xếp ở nhóm thị trường cận biên, tức là thị trường sơ khai có độ rủi ro cao. Nhận thức được đây là rào cản lớn đến khả năng huy động vốn từ các tổ chức đầu tư quốc tế, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã triển khai các bước đi nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn nâng hạng cho thị trường chứng khoán lên thành thị trường mới nổi.

Một trong những yếu tố then chốt để nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam chính là sự cải thiện mức độ hiệu quả của thị trường. Do đó, việc xác định lại tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam là một yêu cầu vô cùng cấp thiết hiện nay. Nghiên cứu này áp dụng lý thuyết Thị trường hiệu quả (Fama, 1965a) và lý thuyết Bước đi ngẫu nhiên (Pearson, 1905) để đánh giá tính hiệu quả thị trường dạng yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam từ khi thành lập tới nay. Ngoài ra, do thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua rất nhiều thăng trầm sóng gió trong 15 năm hoạt động, nghiên cứu cũng tiến hành kiểm định tính hiệu quả dạng yếu của thị trường trong bốn giai đoạn phát triển (2000- 2005; 2006- 2008; 2009 - 2012; 2013- 2014) để đánh giá những chuyển biến về hiệu quả thị trường theo thời gian.

Từ những kết quả kiểm định thu được, nghiên cứu đưa ra một số đề xuất, kiến nghị giúp các nhà hoạch định chính sách hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, khắc phục các hạn chế còn tồn tại của thị trường và làm tăng tính hiệu quả cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Theo lý thuyết Thị trường hiệu quả được Eugene Fama xây dựng vào năm 1965, các nhà đầu tư sẽ không thể thu được lợi nhuận từ một thị trường hiệu quả. Fama (1965b) định nghĩa Thị trường hiệu quả là một thị trường “với rất nhiều nhà đầu tư lý trí cạnh tranh một cách chủ động nhằm dự đoán giá trị của các cổ phiếu, và là nơi các thông tin được công bố cập nhật, miễn phí cho tất cả các thành viên tham gia thị trường”.

Yếu tố có vai trò quyết định tới tính hiệu quả của thị trường hiệu quả là khả năng cập nhật thông tin một cách đầy đủ và kịp thời cho tất cả các nhà đầu

tư trên thị trường. Thông tin bao gồm thông tin công khai và thông tin chưa được công bố. Một thị trường hiệu quả phải phản ứng nhanh chóng đối với bất kỳ thông tin mới nào và phản ánh đầy đủ toàn bộ thông tin đó lên giá của cổ phiếu trên thị trường. Fama (1965a, 1970, 1991 và 1995) đã xây dựng ba cấp độ của thị trường hiệu quả: Dạng yếu, dạng trung bình và dạng mạnh. Sự khác biệt giữa ba cấp độ này nằm ở mức độ sẵn có của các thông tin trên thị trường. Cụ thể, tại thị trường hiệu quả dạng yếu, các nhà đầu tư có thể tiếp cận với tất cả các thông tin trong quá khứ mà không tốn bất kỳ khoản chi phí nào. Tại thị trường hiệu quả dạng trung bình, cả thông tin trong quá khứ và thông tin được công bố đều sẵn có trên thị trường. Tại thị trường hiệu quả dạng mạnh, toàn bộ các thông tin trong quá khứ, thông tin đã công bố và thông tin chưa công bố đều được cập nhật nhanh chóng, kịp thời, miễn phí đến tất cả các nhà đầu tư trên thị trường.

2.1.2. Lý thuyết bước đi ngẫu nhiên

Nền tảng của lý thuyết Thị trường hiệu quả là lý thuyết Bước đi ngẫu nhiên. Ý tưởng về bước đi ngẫu nhiên đã được đề cập lần đầu tiên trong một nghiên cứu của Karl Pearson vào năm 1905. Tuy nhiên, Kendall (1953) là người đầu tiên sử dụng thuật ngữ “bước đi ngẫu nhiên” trong kinh tế. Nhìn chung, lý thuyết bước đi ngẫu nhiên cho rằng giá của một cổ phiếu trong quá khứ không có vai trò trong việc dự báo giá cổ phiếu của ngày hôm nay, tức là nhà đầu tư không có khả năng dự đoán giá của cổ phiếu trên thị trường. Như vậy, nếu thị trường tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên, thị trường đó được xác định là một thị trường hiệu quả.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

2.2.1. Các nghiên cứu kiểm định tính hiệu quả thị trường dạng yếu tại các quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới

Trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu về tính hiệu quả dạng yếu của các thị trường chứng khoán tại các quốc gia và vùng lãnh thổ khác nhau. Nhìn chung, kết quả kiểm định thị trường hiệu quả dạng yếu tại các thị trường chứng khoán không đồng nhất với nhau.

Tại Hoa Kỳ, trong khi kết quả kiểm định của một số nhà nghiên cứu ủng hộ quan điểm cho rằng thị trường chứng khoán Hoa Kỳ là thị trường hiệu quả dạng yếu, một số nhà nghiên cứu khác lại không tán thành kết quả đó. Cụ thể, Sharma và Kennedy (1977) đã chứng minh rằng chỉ số chứng khoán NYSE tuân theo nguyên tắc ngẫu nhiên trong giai đoạn 1963-1973. Kiểm định tính hiệu quả thị trường

dạng yếu trên chỉ số chứng khoán NASDAQ, Szakmary và cộng sự (1999) cũng kết luận rằng chỉ số này tuân theo lý thuyết bước đi ngẫu nhiên. Ngược lại, thông qua việc kiểm định dựa trên dữ liệu là chuỗi lợi nhuận hàng tuần của thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 1962–1985, Lo và MacKinlay (1988) đã phát hiện mối tương quan giữa các lợi nhuận trong toàn bộ giai đoạn và trong mỗi giai đoạn ngắn. Tương tự, Fama và French (1987) cũng không ủng hộ lý thuyết bước đi ngẫu nhiên trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trong kiểm định của họ cho giai đoạn từ 1926 đến 1985.

Tại Châu Âu, Worthington và Higgs (2004) đã chỉ ra rằng thị trường chứng khoán tại các quốc gia: Đức, Ireland, Bồ Đào Nha, Thụy Điển và Vương quốc Anh tuân theo lý thuyết bước đi ngẫu nhiên, trong khi thị trường chứng khoán tại các quốc gia khác bao gồm: Áo, Bỉ, Đan Mạch, Phần Lan, Pháp, Hy Lạp, Ý, Hà Lan, Na Uy, Tây Ban Nha và Thụy Sĩ lại không tuân theo nguyên tắc này. Tuy nhiên, Mishra (2012) chứng minh tính không hiệu quả dạng yếu của các thị trường Đức và Anh.

Tại châu Á, các nhà kinh tế học một lần nữa lại đưa ra các kết luận trái chiều nhau. Worthington và Higgs (2005) cho rằng các thị trường chứng khoán tại Hồng Kông, New Zealand và Nhật Bản là các thị trường hiệu quả dạng yếu. Ngược lại, Suleman và cộng sự (2010) chứng minh rằng không có bất kỳ thị trường chứng khoán phát triển nào tại châu Á tuân theo nguyên tắc thị trường hiệu quả.

2.2.2. Các nghiên cứu kiểm định tính hiệu quả thị trường dạng yếu tại Việt Nam

Mặc dù có rất nhiều tác giả nghiên cứu về tính hiệu quả dạng yếu của các thị trường trên thế giới, không có nhiều nghiên cứu kiểm định tính hiệu quả dạng yếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Truong Dong Loc (2006) đã tiến hành nghiên cứu dựa trên dữ liệu hàng ngày và hàng tuần của chỉ số VN Index và 5 cổ phiếu trong hai giai đoạn trùng lặp: từ 1/3/2002 đến 31/12/2004 và 28/7/2000 đến 31/12/2004. Dựa trên kết quả nghiên cứu, Truong Dong Loc (2006) tin rằng thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả thị trường dạng yếu trong 5 năm đầu tiên hoạt động.

Với phạm vi nghiên cứu rộng hơn, Guidi và Gupta (2011) đã thực hiện đánh giá hiệu quả thị trường dạng yếu tại các nước Đông Nam Á bao gồm: Indonesia, Malaysia, Singapore, Philippines, Thái Lan và Việt Nam trong giai đoạn 2000 – 4/2011. Kết quả của Guidi và Gupta (2011) cho thấy thị trường chứng khoán tại bốn quốc gia, trong đó có Việt Nam,

không đạt hiệu quả thị trường dạng yếu.

Cũng kiểm định tính hiệu quả thị trường dạng yếu trong khu vực Đông Nam Á, Aumeboonsuke (2012) thu thập và xử lý dữ liệu trong khoảng thời gian từ 1991 đến 2012 để đánh giá những chuyển biến về tính hiệu quả dạng yếu của từng thị trường qua thời gian. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, Aumeboonsuke (2012) tiến hành kiểm định trên chuỗi lợi nhuận của chỉ số VN Index trong khoảng thời gian 2001 – 2012 và chia thành hai giai đoạn là 2001–2005 và 2006–2012. Cuối cùng, Aumeboonsuke (2012) kết luận rằng thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả dạng yếu, đồng thời không có sự chuyển biến tích cực về tính hiệu quả của thị trường qua thời gian.

Nghiên cứu gần đây nhất kiểm định tính hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam là của Vinh và Thao (2013). Hai tác giả đã phân tích lợi nhuận hàng ngày và hàng tuần của VN Index và 8 chỉ số chứng khoán trong khoảng thời gian từ tháng 1/2007 đến 12/2010. Kết quả phân tích của Vinh và Thao (2013) cho thấy đối với biến quan sát là lợi nhuận hàng ngày, thị trường chứng khoán Việt Nam không tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên. Đối với biến quan sát là lợi nhuận hàng tuần, kết quả của các phương pháp kiểm định không đồng nhất với nhau.

Như vậy, dù được kiểm định trong những khoảng thời gian và quy mô khác nhau, các nghiên cứu trước đây đều khẳng định tính không hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Nghiên cứu thực nghiệm kiểm định tính hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam

3.1. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, chỉ số giá cổ phiếu hàng ngày của VN Index (từ 7/2000 đến 12/2014) và HNX Index (từ 1/2006 đến 12/2014) sẽ được thu thập và chuyển đổi sang lợi nhuận hàng ngày của chỉ số theo công thức: $R_t = \ln(I_t/I_{t-1})$, với R_t là lợi nhuận của chỉ số chứng khoán tại ngày t , I_t là giá đóng cửa của chỉ số tại ngày t , và I_{t-1} là giá đóng cửa của chỉ số tại ngày $t-1$.

Ngoài ra, do mục đích đánh giá sự cải thiện tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam qua thời gian, nghiên cứu cũng chia dữ liệu thành bốn giai đoạn phù hợp với sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam để phục vụ cho việc phân tích:

Giai đoạn 1 - từ năm 2000 đến 2005: là giai đoạn “chập chững bước đi” của thị trường, với số lượng công ty niêm yết ít, số lượng nhà đầu tư và khối

lượng giao dịch nhỏ, giá trị vốn hóa thị trường thấp.

Giai đoạn 2 - từ năm 2006 đến 2008: là giai đoạn hình thành và nở tung của bong bóng chứng khoán, nổi bật với hệ thống cơ sở các nhà đầu tư đa dạng về trình độ từ những chuyên gia trong lĩnh vực đến những người không có kiến thức cơ bản về định giá chứng khoán, dễ bị ảnh hưởng bởi tâm lý bầy đàn.

Giai đoạn 3 - từ năm 2009 đến 2012: là giai đoạn diễn biến phức tạp, tình hình trong nước và quốc tế nhiều biến động, nhiều nhà đầu tư giai đoạn trước rời bỏ thị trường.

Giai đoạn 4 - từ năm 2013 đến 2014: là giai đoạn cải tổ mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, với hàng loạt các chính sách quản lý, tái cấu trúc có hiệu lực trong điều kiện kinh tế vĩ mô tương đối ổn định.

Cuối cùng, nghiên cứu kiểm tra nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên đối với lợi nhuận của chỉ số chứng khoán trong mỗi giai đoạn thông qua bốn phương pháp định lượng: kiểm định nghiệm đơn vị, kiểm định tự tương quan, kiểm định các đoạn mạch và kiểm định hệ số phương sai.

3.2. Kết quả nghiên cứu

3.2.1. Kiểm định nghiệm đơn vị

Nếu một chuỗi dữ liệu theo thời gian được kiểm định có tồn tại một nghiệm đơn vị thì chuỗi dữ liệu đó tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp kiểm định đơn vị ADF (Augmented Dickey-Fuller) đối với chuỗi lợi nhuận của hai chỉ số VN Index và HNX Index nhằm đưa ra kết luận về tính hiệu quả dạng yếu của thị trường. Kết quả được minh họa tại bảng 1.

Đối với chuỗi lợi nhuận của chỉ số VN Index, kết quả thu được từ phương pháp ADF khi xem xét dữ liệu của toàn bộ 15 năm hoạt động của thị trường chứng khoán cũng như trong từng giai đoạn phát

triển đều cho thấy tính không hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam. Giả thuyết H_0 : tồn tại một nghiệm đơn vị trong chuỗi lợi nhuận bị bác bỏ với giá trị xác suất thống kê ở mức 1%.

Tương tự, giả thuyết bước đi ngẫu nhiên cũng bị bác bỏ đối với chuỗi lợi nhuận của chỉ số HNX Index. Cụ thể, trong toàn giai đoạn 2006 – 2014 và trong từng giai đoạn nhỏ, giá trị xác suất của kiểm định ADF đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

So sánh với nghiên cứu trước đây, các kết quả thu được từ kiểm định nghiệm đơn vị cho hai chỉ số chứng khoán VN Index và HNX Index của thị trường chứng khoán Việt Nam tương đồng với kết quả thu được trong kiểm định nghiệm đơn vị của Guidi và Gupta (2011) khi bác bỏ giả thuyết bước đi ngẫu nhiên tại bốn thị trường Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam. Ngoài ra, dựa vào kết quả kiểm định ADF có thể nhận thấy thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đạt được những chuyển biến rõ rệt về tính hiệu quả dạng yếu qua 15 năm hình thành và phát triển.

3.2.2. Kiểm định tự tương quan

Kiểm định tự tương quan cũng là một trong những phương pháp phổ biến để xác định tính hiệu quả dạng yếu của thị trường. Nghiên cứu này áp dụng kiểm định Ljung-Box với giá trị thống kê Q , từ đó so sánh giá trị Q tìm được với các giá trị tới hạn nhằm kết luận giả thuyết H_0 : không tồn tại mối tương quan giữa các lợi nhuận của cổ phiếu có được chấp nhận hay không. Nếu giả thuyết H_0 bị bác bỏ, điều này đồng nghĩa với việc tồn tại mối quan hệ tương quan giữa lợi nhuận cổ phiếu tại những thời điểm khác nhau (tự tương quan), hay thị trường chứng khoán Việt Nam không hiệu quả. Đối với chuỗi lợi nhuận của hai chỉ số VN Index và HNX

Bảng 1: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF của chuỗi lợi nhuận chỉ số VN Index qua các giai đoạn

VN Index	2000-2014	2000-2005	2006-2008	2009-2012	2013-2014
t-stat	-21.19665	-9.807851	-19.15757	-25.07451	-21.5883
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Bảng 2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF của chuỗi lợi nhuận chỉ số HNX Index qua các giai đoạn

HNX Index	2006-2014	2006-2008	2009-2012	2013-2014
t-stat	-38.95488	-20.41933	-27.83021	-10.88944
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Bảng 3: Kết quả kiểm định tự tương quan (Ljung-Box Q stat) của chuỗi lợi nhuận chỉ số Index qua các giai đoạn

VN Index	2000-2014		2000-2005		2006-2008		2009- 2012		2013-2014	
	Lag	Q-stat	Prob	Q-stat	Prob	Q-stat	Prob	Q-stat	Prob	Q-stat
1	306.13	0.000	206.42	0.000	59.51	0.000	51.155	0.000	0.3997	0.527
2	314.13	0.000	215.23	0.000	60.882	0.000	51.569	0.000	0.9952	0.608
3	315.6	0.000	215.38	0.000	61.617	0.000	52.033	0.000	7.3442	0.062
4	345.34	0.000	226.09	0.000	75.662	0.000	56.259	0.000	9.022	0.061
5	389.13	0.000	259.58	0.000	91.674	0.000	60.318	0.000	9.2937	0.098

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Index, kết quả kiểm định tự tương quan được trình bày ở bảng 3.

Khi tiến hành kiểm định tự tương quan đối với chỉ số chứng khoán VN Index trong từng thời kỳ, kết quả thu được không đồng nhất với nhau. Trong toàn giai đoạn 15 năm hoạt động (2000 – 2014), giả thuyết H_0 bị bác bỏ. Như vậy, về dài hạn, chuỗi lợi nhuận của chỉ số VN Index phản ánh tính không hiệu quả của thị trường do các lợi nhuận có mối quan hệ tương quan với nhau. Tương tự, đối với các giai đoạn 2000 – 2005, 2006 – 2008, 2009 – 2012, kiểm định tự tương quan cũng kết luận thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu trong các giai đoạn đó. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2013- 2014, giả thuyết H_0 không bị bác bỏ ở hai biến trễ đầu và bị bác bỏ ở các biến trễ tiếp theo với xác suất có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Đây là một dấu hiệu cho thấy sự hình thành tính hiệu quả dạng yếu của thị trường trong giai đoạn 2013 – 2014.

Đối với chuỗi lợi nhuận của chỉ số chứng khoán HNX Index, giả thuyết H_0 bị bác bỏ trong các giai đoạn: 2006 – 2014; 2006- 2008; 2009- 2012 với giá trị xác suất tại tất cả các biến trễ có ý nghĩa thống kê

ở mức 1%. Nói cách khác, thị trường không đạt hiệu quả dạng yếu trong những giai đoạn này. Bước sang giai đoạn 2013 – 2014, kết quả cho thấy những tín hiệu tích cực về tính hiệu quả của thị trường. Cụ thể, biến trễ đầu tiên bác bỏ giả thuyết H_0 với giá trị xác suất thống kê ở mức 10%, trong khi biến trễ thứ 2 không bác bỏ giả thuyết H_0 .

Như vậy, kết quả kiểm định tự tương quan bác bỏ giả thuyết H_0 của chỉ số VN Index trong các giai đoạn 2000 – 2014, 2000 – 2005, 2006 – 2008, 2009– 2012 và của chỉ số HNX Index trong các giai đoạn 2006 – 2014, 2006 – 2008, 2009 – 2012 đồng nhất với kết quả kiểm định tự tương quan của Aumeboonsuke (2012), Vinh và Thao (2013) cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, sang đến giai đoạn 2013 – 2014, cả hai chỉ số lại cho kết quả ngược lại, khẳng định sự cải thiện mức độ hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.3. Kiểm định đoạn mạch

Kiểm định đoạn mạch là kiểm định phi tham số giúp phát hiện sự tự tương quan trong chuỗi số liệu. Kết quả kiểm định đoạn mạch của chuỗi lợi nhuận cho hai chỉ số VN Index và HNX Index qua các giai

Bảng 4: Kết quả kiểm định tự tương quan (Ljung-Box Q stat) của chuỗi lợi nhuận chỉ số HNX Index qua các giai đoạn

HNX Index	2006-2014		2006-2008		2009-2012		2013-2014	
	Lag	Q-stat	Prob	Q-stat	Prob	Q-stat	Prob	Q-stat
1	71.934	0.000	43.536	0.000	15.563	0.000	3.2011	0.074
2	74.257	0.000	44.122	0.000	16.775	0.000	4.1269	0.127
3	77.401	0.000	45.474	0.000	16.823	0.001	15.064	0.002
4	90.005	0.000	52.735	0.000	20.419	0.000	16.472	0.002
5	99.758	0.000	56.724	0.000	23.241	0.000	17.646	0.003

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Bảng 5: Kết quả kiểm định đoạn mạch của chuỗi lợi nhuận chỉ số VN Index qua các giai đoạn

VN Index	2000-2014	2000-2005	2006-2008	2009-2012	2013-2014
Z-stat	-12.100	-11.977	-6.537	-3.828	-0.114
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000	0.454

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

đoạn như bảng 5.

Với chỉ số VN Index, giả thuyết H_0 : không tồn tại sự tự tương quan trong chuỗi lợi nhuận bị bác bỏ với giá trị xác suất có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với hầu hết các giai đoạn (2000–2014, 2000–2005, 2006–2008, 2009–2012). Nói cách khác, trong các giai đoạn trên, lợi nhuận của chỉ số VN Index không tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên. Kết quả này tương tự như các kết quả kiểm định đoạn mạch đã được công bố của Guidi và Gupta (2011) hay Vinh và Thao (2013) khẳng định thị trường chứng khoán Việt Nam không phải là thị trường hiệu quả dạng yếu. Riêng giai đoạn cuối cùng (2013–2014), kiểm định đoạn mạch cho thấy chuỗi chỉ số VN Index tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên, đồng nhất với kết quả thu được khi kiểm định tự tương quan ở phần trên.

Kết quả đối với lợi nhuận chuỗi chỉ số HNX Index cũng cho thấy sự chuyển biến tích cực của tính hiệu quả dạng yếu của thị trường. Xét trên toàn bộ giai đoạn 2006-2014 và trong thời gian đầu hoạt động 2006-2008, giả thuyết thị trường hiệu quả dạng yếu bị bác bỏ ở mức xác suất thống kê 1%. Bước sang giai đoạn 2009–2012, giả thuyết H_0 vẫn

không được chấp nhận nhưng xác suất có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Giai đoạn gần nhất 2013-2014, giả thuyết H_0 đã không bị bác bỏ, xác nhận chuỗi chỉ số HNX Index tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên trong giai đoạn này.

3.2.4. Kiểm định hệ số phương sai

Kiểm định hệ số phương sai là một kiểm định tham số giúp xác định các lợi nhuận có tuân theo phân phối độc lập và giống nhau, với trung bình không đổi và phương sai hữu hạn, trong đó phương sai là một hàm tuyến tính của các giai đoạn được nghiên cứu hay không. Nói cách khác, nếu lợi nhuận của cổ phiếu tuân theo bước đi ngẫu nhiên, phương sai của sai phân bậc k tại một giai đoạn sẽ bằng k lần phương sai của sai phân bậc nhất của giai đoạn đó (Cochrane và Sbordone, 1988).

Nghiên cứu này ứng dụng kiểm định phương sai của Lo và MacKinlay (1988) nhằm đánh giá tính hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán. Kết quả kiểm định phương sai của hai chuỗi lợi nhuận VN Index và HNX Index được tổng hợp trong hai bảng 7 và 8.

Theo bảng 7, giá trị xác suất của kiểm định hệ số phương sai của chuỗi lợi nhuận chỉ số VN Index giai

Bảng 6: Kết quả kiểm định đoạn mạch của chuỗi lợi nhuận chỉ số HNX Index qua các giai đoạn

HNX Index	2006-2014	2006-2008	2009-2012	2013-2014
Z-stat	-3.478	-5.619	-1.644	0.742
Prob	0.000	0.000	0.050	0.771

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Bảng 7: Kết quả kiểm định hệ số phương sai của chuỗi lợi nhuận chỉ số VN Index qua các giai đoạn

VN Index	2000-2014	2000-2005	2006-2008	2009-2012	2013-2014
Max z stat	12.551	4.012597	7.455684	9.518276	5.003239
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

Bảng 8: Kết quả kiểm định hệ số phương sai của chuỗi lợi nhuận chỉ số HNX Index qua các giai đoạn

HNX Index	2006-2014	2006-2008	2009-2012	2013-2014
Max z stat	10.275	5.769235	10.15554	5.969188
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của tác giả

đoạn 2000 – 2014 cũng như các giai đoạn ngắn đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, bác bỏ giả thiết chuỗi lợi nhuận của VN Index có tính chất ngẫu nhiên. Kết quả này cũng đồng nhất với kết quả kiểm định hệ số phương sai trong các nghiên cứu trước đây của Guidi và Gupta (2011), Vinh và Thao (2013).

Tương tự như bảng 7, bảng 8 cũng cho thấy giả thuyết về tính chất ngẫu nhiên của chuỗi lợi nhuận chỉ số HNX Index không được chấp nhận. Đối với cả giai đoạn 2006 – 2014 và trong từng giai đoạn nhỏ, giá trị xác suất đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Như vậy, phương pháp kiểm định hệ số phương sai cho thấy cả hai chỉ số VN Index và HNX Index đều không tuân theo nguyên tắc bước đi ngẫu nhiên trong bất kỳ giai đoạn phát triển nào của thị trường. Nói cách khác, thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt tính hiệu quả dạng yếu và không có sự chuyển biến tích cực qua thời gian.

4. Kết luận và khuyến nghị chính sách

4.1. Kết luận

Các phương pháp định lượng tham số và phi tham số được áp dụng trên chuỗi lợi nhuận của hai chỉ số VN Index và HNX Index đã phản ánh mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam trong từng giai đoạn như sau:

Xét trên toàn bộ 15 năm hoạt động của thị trường, chuỗi lợi nhuận của cả hai chỉ số VN Index (giai đoạn 2000 – 2014) và HNX Index (giai đoạn 2006–2014) đều không tuân theo bước đi ngẫu nhiên trong tất cả bốn kiểm định. Như vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả thị trường dạng yếu trong dài hạn.

Xét trong 5 năm đầu tiên (2000– 2005) khi thị trường chứng khoán Việt Nam mới chỉ thành lập Trung tâm giao dịch thành phố Hồ Chí Minh, các kiểm nghiệm trên chuỗi lợi nhuận của chỉ số VN Index đều bác bỏ giả thuyết chuỗi lợi nhuận tuân theo bước đi ngẫu nhiên. Do đó, thị trường chứng khoán Việt Nam trong 5 năm đầu tiên không phải là thị trường hiệu quả dạng yếu.

Đối với giai đoạn 2006 – 2008, tất cả các kiểm định trên chuỗi lợi nhuận của cả hai chỉ số VN Index và HNX Index đều không chấp nhận giả thuyết về tính ngẫu nhiên. Nói cách khác, tồn tại mối tương quan trong chuỗi lợi nhuận của mỗi chỉ số, khẳng định tính không hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006- 2008. Giải thích cho kết quả trên, có thể nhận thấy trong giai đoạn này, thị

trường bị ảnh hưởng mạnh bởi tâm lý đám đông, các nhà đầu tư thiếu lý trí và kiến thức để đánh giá đúng giá trị thực của các cổ phiếu trên thị trường.

Tương tự như các giai đoạn trên, cả bốn phương pháp kiểm định đều bác bỏ giả thuyết bước đi ngẫu nhiên đối với chuỗi lợi nhuận của hai chỉ số VN Index và HNX Index trong giai đoạn 2009– 2012. Như vậy, chưa có sự chuyển biến tích cực nào về tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009- 2012 so với các giai đoạn trước. Một vài nguyên nhân dẫn đến kết quả này bao gồm: tâm lý sợ hãi của các nhà đầu tư sau khi thị trường chứng khoán tụt dốc vào năm 2008, nền kinh tế vĩ mô chưa ổn định và các công cụ trên thị trường còn chưa đa dạng.

Cuối cùng, giai đoạn gần đây nhất là giai đoạn 2013 – 2014, kết quả kiểm định giả thuyết bước đi ngẫu nhiên đã có một số dấu hiệu khả quan. Cụ thể, trong khi hai phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị và kiểm định hệ số phương sai vẫn bác bỏ giả thuyết bước đi ngẫu nhiên, hai phương pháp còn lại là kiểm định tự tương quan và kiểm định đoạn mạch đã không bác bỏ giả thuyết này cho cả hai chỉ số VN Index và HNX Index. Kết quả đó có được là do những hành động cụ thể của Nhà nước trong việc tái cấu trúc và củng cố lại thị trường chứng khoán kể từ đầu năm 2013 đến nay.

4.2. Khuyến nghị chính sách

Nhìn chung, thị trường chứng khoán Việt Nam chưa đạt hiệu quả thị trường dạng yếu. Thị trường không hiệu quả là một cơ hội lớn cho những nhà đầu tư muốn tối đa hóa lợi nhuận bằng cách điều chỉnh rủi ro và tìm kiếm danh mục đầu tư tối ưu. Có hai hệ quả lớn từ một thị trường không hiệu quả: Một là, tính chất kém hiệu quả của thị trường sẽ tạo ra cơ hội kiếm lời cho những nhà đầu tư có nguồn thông tin tốt hơn dựa trên tổn thất của những nhà đầu tư ít thông tin hơn. Hai là, các thị trường không hiệu quả sẽ phải chi trả một khoản chi phí lớn, có thể xuất phát từ việc phân bổ nguồn lực không hiệu quả. Vì vậy, các nhà hoạch định chính sách phải thực hiện các biện pháp nhằm giảm thiểu các chi phí của một thị trường không hiệu quả. Điều này có thể được hỗ trợ bằng cách đưa ra những cải cách cải thiện khuôn khổ pháp lý, đồng thời tăng cường các tiêu chuẩn minh bạch và kiểm soát nội bộ. □

Tài liệu tham khảo

- Aumeboonsuke, V. (2012), 'Weak-form Efficiency of Six Equity Exchanges in ASEAN', *European Journal of Scientific Research*, số 84, tập 4, trang 532 đến 538.
- Cochrane, J.H. và Sbordone, A.M. (1988), 'Multivariate estimates of the permanent components of GNP and stock prices', *Journal of Economic Dynamics and Controls*, số 12, trang 255 đến 296.
- Fama, E.F. (1965a), 'The Behavior of Stock Market Price', *Journal for Business*, số 38, trang 34 đến 105.
- Fama, E.F. (1965b), 'Random Walks in Stock Market Prices', *Financial Analysts Journal*, số 51, tập 1, trang 75 đến 80.
- Fama, E.F. (1970), 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, số 25, tập 2, trang 283 đến 417.
- Fama, E.F. (1991), 'Efficient Capital Market: II', *Journal of Finance*, số 5, trang 1575 đến 1617.
- Fama, E.F. (1995), 'Random walks in stock market prices', *Financial Analyst Journal*, số 21, tập 5, trang 55 đến 59.
- Fama, E.F. và French, K.R. (1987), 'Permanent and temporary components of stock prices', *Journal of Political Economy*, số 2, trang 246 đến 273.
- Guidi, F. và Gupta, R. (2011), 'Are ASEAN stock market efficient? Evidence from univariate and multivariate variance ratio tests', *Discussion papers in Finance*, Đại học Griffith, bang Queensland, Australia.
- Kendall, M.G. (1953), 'The analysis of economic time-series. Part I: Prices', *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, số 116, tập 1, trang 11 đến 34.
- Lo, A.W. và MacKinlay, A.C. (1988), 'Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test', *Review of Financial Studies*, số 1, tập 1, trang 41 đến 66.
- Mishra, P. (2012), 'Weak-form market efficiency: evidence from emerging and developed world', *The Journal of Commerce*, số 3, tập 2, trang 26 đến 34.
- MSCI (2015), *MSCI frontier markets 100 Index (USD)*, truy cập lần cuối ngày 4 tháng 9 năm 2015, từ <https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-frontier-markets-100-index.pdf>.
- Pearson, K. (1905), 'The Problem of the Random Walk', *Nature*, số 72, trang 294.
- Sharma, J. L., Kenedy, R. E. (1977), 'A Comparative Analysis of Stock Price Behavior on the Bombay, London, and New York Stock Exchanges', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, số 12, trang 391 đến 413.
- Suleman, M.T., Hamid, K., Shah., S.Z.A. và Akkash, R.S.I. (2010), 'Testing the Weak-form of Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence from Asia-Pacific Markets', *International Research Journal of Finance and Economics*, số 58, trang 121 đến 133
- Szakmary, A., Davidson, W.N. và Schwarz, T.V. (1999), 'Filter tests in Nasdaq Stocks', *The Financial Review*, số 34, trang 45 đến 70.
- Truong Dong Loc (2006), 'Equitisation and stock market development: The case of Vietnam', luận án tiến sỹ, Đại học Groningen, Groningen, Hà Lan.
- Vinh, V.X. và Thao, L.D.B. (2013), *Empirical Investigation of Efficient Market Hypothesis in Vietnam Stock Market*, truy cập lần cuối ngày 4 tháng 9 năm 2015, từ <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2226866>.
- Worthington, A. và Higgs, H. (2004), 'Random walks and market efficiency in European equity markets', *Global Journal of Finance and Economics*, số 1, tập 1, trang 59 đến 78.
- Worthington, A. và Higgs, H. (2005), 'Weak-Form Market Efficiency in Asian Emerging and Developed Equity Markets: Comparative Tests of Random Walk Behavior', *Accounting & Finance Working Paper 05/03*, Đại học Wollongong, bang New South Wales, Australia.

Thông tin tác giả:

***Đào Lê Trang Anh, Thạc sỹ**

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu: quản trị tài chính doanh nghiệp, đầu tư tài chính.

- Một số Tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Phát triển kinh tế.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: daoletranganh.neu@gmail.com