

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ Tp.HCM**



PHAN KHOA CUONG

**PHÂN TÍCH MỨC ĐỘ HIỆU QUẢ
CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành: **Kinh tế phát triển**

Mã số: **60.31.05**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

TS NGUYỄN MINH KIỀU

Tp.Hồ Chí Minh – Năm 2006

Lời cảm ơn!



Sau một thời gian nghiên cứu tích cực, Luận văn này đã được hoàn thành. Để có được kết quả như ngày hôm nay, ngoài sự nỗ lực của bản thân, tôi đã nhận được sự ủng hộ và giúp đỡ rất nhiều từ các tổ chức và cá nhân. Nhân đây, trước tiên tôi xin bày tỏ lòng biết ơn sâu sắc nhất của mình đến thầy giáo, người hướng dẫn khoa học: TS Nguyễn Minh Kiều, đã tận tình hướng dẫn và giúp đỡ tôi trong suốt quá trình thực hiện nghiên cứu để có thể hoàn thành Luận văn này.

Kế đến, tôi xin chân thành cảm ơn đến các tổ chức:

- *Trường Đại học Kinh tế Tp.Hồ Chí Minh, Khoa Đào tạo Sau đại học và Khoa Kinh tế phát triển.*
- *Trường Đại học Kinh tế Huế.*
- *Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright.*
- *Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh.*
- *Trung tâm NCKH và Đào tạo chứng khoán-Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh.*
- *Công ty chứng khoán Sài Gòn, Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư.*

Đã tạo mọi điều kiện thuận lợi và cung cấp phương tiện học tập, nghiên cứu, kiến thức và kinh nghiệm cho bản thân tôi trong thời gian vừa qua.

Tôi xin chân thành cảm ơn PGS.TS Hoàng Hữu Hòa, P.Hiệu trưởng Trường ĐH Kinh tế Huế; TS Vũ Thành Tự Anh, P.Giám đốc Nghiên cứu-Chương trình Fulbright đã giúp đỡ tôi rất nhiều trong thời gian thực hiện đề tài này. Cùng các thầy giáo, cô giáo đã dìu dắt và truyền đạt kiến thức, kinh nghiệm cho tôi.

Cuối cùng, để được thành quả như ngày hôm nay, tôi xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến gia đình, người thân, đồng nghiệp và bạn bè đã tạo điều kiện cũng như động viên, giúp đỡ tôi trong suốt thời gian vừa qua.

Một lần nữa, tôi xin trân trọng cảm ơn!

LỜI CAM ĐOAN



Tôi tên là Phan Khoa Cường, tác giả Luận văn thạc sĩ kinh tế với đề tài “*Phân tích mức độ hiệu quả của Thị trường chứng khoán Việt Nam*” xin cam đoan: Nội dung của đề tài hoàn toàn là kết quả nghiên cứu của cá nhân dưới sự hướng dẫn khoa học của TS Nguyễn Minh Kiều; Tất cả các dữ liệu, tài liệu tham khảo và được sử dụng trong Luận văn thạc sĩ này đều đã được trích dẫn đầy đủ nguồn tài liệu tại danh mục tài liệu tham khảo. Nếu có điều gì sai tôi xin chịu hoàn toàn trách nhiệm.

Người cam đoan

Phan Khoa Cường

MỤC LỤC



	Trang
Lời cam đoan	ii
Mục lục	iii
Danh mục các ký hiệu, chữ viết tắt	vi
Danh mục các bảng, biểu	vii
Danh mục các hình vẽ, đồ thị	ix
 MỞ ĐẦU	 1
Chương 1: TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ	
1.1 Khái quát về thị trường tài chính	8
1.1.1 Thị trường tài chính	8
1.1.2 Chức năng của thị trường tài chính	8
1.1.3 Phân loại thị trường tài chính	10
1.1.4 Các công cụ của thị trường tài chính	11
1.1.5 Mối quan hệ giữa các bộ phận cấu thành nên thị trường tài chính	12
1.2 Tổng quan về thị trường chứng khoán	12
1.2.1 Thị trường chứng khoán	12
1.2.2 Chức năng và vai trò của thị trường chứng khoán	15
1.2.3 Phân loại thị trường chứng khoán	17
1.2.4 Hàng hóa và các thành phần tham gia thị trường chứng khoán	19
1.2.5 Cơ chế điều hành và nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán	25
1.3 Lý thuyết thị trường hiệu quả	28
1.3.1 Lý thuyết thị trường hiệu quả và tính ngẫu nhiên của thị trường	28
1.3.2 Thị trường hiệu quả	33
1.3.3 Kết luận về thị trường hiệu quả	35

1.3.4 Kiểm định mức độ hiệu quả của thị trường	36
Kết luận chương 1	43

Chương 2: ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	45
2.1 Quá trình hình thành thị trường chứng khoán Việt Nam.....	45
2.1.1 Sự hình thành và phát triển của Ủy ban chứng khoán Nhà nước	45
2.1.2 Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh.....	46
2.1.3 Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội.....	47
2.2 Tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam	48
2.2.1 Tình hình giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh ...	48
2.2.1.1 Hoạt động niêm yết trên thị trường chứng khoán	48
2.2.1.2 Hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán	52
2.2.1.3 Tình hình nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán	67
2.2.1.4 Tình hình hoạt động của các thành viên	68
2.2.1.5 Tình hình hoạt động công bố thông tin trên thị trường chứng khoán ...	72
2.2.2 Tình hình giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội	73
2.2.2.1 Hoạt động đấu giá cổ phần doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa	73
2.2.2.2 Tình hình hoạt động đấu thầu trái phiếu	74
2.2.2.3 Tình hình đăng ký giao dịch chứng khoán	75
2.2.2.4 Tình hình hoạt động giao dịch thứ cấp	77
2.2.3 Tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC).....	79
2.3 Một số hạn chế của thị trường chứng khoán Việt Nam	83
Kết luận chương 2	85

Chương 3: PHÂN TÍCH MỨC ĐỘ HIỆU QUẢ

CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	87
3.1 Thị trường chứng khoán mới nổi	87
3.1.1 Một số đặc điểm của thị trường chứng khoán mới nổi	88

3.1.2 Tự do hóa và hội nhập của thị trường chứng khoán mới nổi.....	92
3.2 Phân tích mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam	93
3.2.1 Xác định yếu tố tâm lý “bầy đàn” trong giao dịch chứng khoán	95
3.2.2 Kiểm định thống kê về tính độc lập của tỷ suất sinh lợi.....	100
3.2.3 Kiểm định các tiêu chí đặc trưng về mức độ hiệu quả thị trường	112
3.3 Một số nguyên nhân dẫn đến mức độ hiệu quả yếu của TTCK Việt Nam	123
Kết luận chương 3	125

Chương 4: MỘT SỐ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	127
4.1 Những thuận lợi cho tiến trình phát triển của TTCK Việt Nam.....	127
4.2 Định hướng phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam	132
4.3 Một số giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam	133
4.3.1 Nhóm giải pháp phát triển hệ thống thị trường	134
4.3.2 Nhóm giải pháp phát triển nhu cầu của thị trường	137
4.3.3 Nhóm giải pháp tạo môi trường pháp lý đồng bộ, ổn định	144
4.3.4 Nhóm giải pháp phát triển thị trường phi tập trung (OTC).....	145
Kết luận chương 4	146
KẾT LUẬN	148

Tài liệu tham khảo.....	x
--------------------------------	----------

Phụ lục.....	xiv
---------------------	------------

Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu (2000-2006)

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán (2000-2006)

Phụ lục 03: Phương pháp tính chỉ số giá cổ phiếu VN-Index

Phụ lục 04: Danh mục các công ty niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM

Phụ lục 05: Danh mục các công ty chứng khoán thành viên TTGDCK Tp.HCM

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU VÀ CHỮ VIẾT TẮT



ADB:	Ngân hàng phát triển Châu Á (Asia Development Bank)
CCQ:	Chứng chỉ quỹ đầu tư
CNH-HĐH:	Công nghiệp hóa - Hiện đại hóa
CPH:	Cổ phần hóa
Cp:	Cổ phiếu
CTCP:	Công ty cổ phần
CTCK:	Công ty chứng khoán
ĐTNN:	Đầu tư nước ngoài
HĐQT:	Hội đồng Quản trị
HASTC-Index:	Chỉ số giá cổ phiếu tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội
IMF:	Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Fund)
NHNN:	Ngân hàng Nhà nước
NHTM:	Ngân hàng thương mại
OTC:	Thị trường phi chính thức (Over The Counter Market)
SGDCK:	Sở giao dịch chứng khoán
TNHH:	Trách nhiệm hữu hạn
Tp:	Trái phiếu
TTTC:	Thị trường tài chính
TTCK:	Thị trường chứng khoán
TTGDCK:	Trung tâm giao dịch chứng khoán
Tp.HCM :	Thành phố Hồ Chí Minh
UBCKNN:	Ủy ban chứng khoán nhà nước
VN-Index:	Chỉ số giá cổ phiếu tại TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh
WB:	Ngân hàng thế giới (World Bank)

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU



Trang

Bảng 2.1:	Quy mô niêm yết chứng khoán toàn thị trường chứng khoán	49
Bảng 2.2:	Tình hình niêm yết chứng khoán qua các năm 2000-2006	50
Bảng 2.3:	Tình hình khối lượng chứng khoán niêm yết qua các năm 2000-2006	51
Bảng 2.4:	Kết quả đấu thầu trái phiếu qua các năm 2000-2006	53
Bảng 2.5:	Tình hình biến động chỉ số VN-Index qua các năm 2000-2006	55
Bảng 2.6:	Giao dịch chứng khoán toàn thị trường qua các năm 2000-2006	58
Bảng 2.7:	Quy mô giá trị giao dịch thị trường qua các năm 2000-2006	59
Bảng 2.8:	Tình hình giao dịch cổ phiếu qua các năm 2000-2006	60
Bảng 2.9:	Tình hình giao dịch chứng chỉ quỹ qua các năm 2000-2006	62
Bảng 2.10:	Tình hình giao dịch trái phiếu qua các năm 2000-2006	64
Bảng 2.11:	Tình hình giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài các năm 2000-2006 ..	66
Bảng 2.12:	Tỷ trọng giao dịch các loại chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài	67
Bảng 2.13:	Tình hình số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán	69
Bảng 2.14:	Tình hình cấp mã số kinh doanh chứng khoán cho nhà đầu tư N.Ngoài ...	70
Bảng 2.15:	Tình hình các công ty chứng khoán thành viên giai đoạn 2000-2006	71
Bảng 2.16:	Tình hình đấu giá cổ phần tại TTGDCK Hà Nội qua 2 năm 2005-2006 ...	75
Bảng 2.17:	Tình hình đấu thầu trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội	76
Bảng 2.18:	Tình hình đăng ký giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội	77
Bảng 2.19:	Tình hình giao dịch cổ phiếu tại TTGDCK Hà Nội	79
Bảng 2.20:	Diễn biến giá của một số loại cổ phiếu OTC giai đoạn 2005-2006	81
Bảng 3.1:	Tóm tắt về tỷ suất sinh lợi và khả năng thanh khoản tương đối của một số thị trường chứng khoán mới nổi chủ yếu giai đoạn 1987-2003	94
Bảng 3.2:	Tình hình biến động về giá cổ phiếu niêm yết giai đoạn 2000-2001	96
Bảng 3.3:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu REE	101
Bảng 3.4:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu GMD	101
Bảng 3.5:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu LAF	102

Bảng 3.6:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SAM	102
Bảng 3.7:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SAV	102
Bảng 3.8:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SGH	103
Bảng 3.9:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu TMS	103
Bảng 3.10:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu TRI.....	104
Bảng 3.11:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu HAP	104
Bảng 3.12:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu CAN.....	105
Bảng 3.13:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu BPC	105
Bảng 3.14:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu BT6.....	105
Bảng 3.15:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu VNM.....	106
Bảng 3.16:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu TYA.....	106
Bảng 3.17:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu KDC.....	107
Bảng 3.18:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu MHC	107
Bảng 3.19:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu DHA	108
Bảng 3.20:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu PMS	108
Bảng 3.21:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu VTC	108
Bảng 3.22:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu AGF	109
Bảng 3.23:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu HAS	109
Bảng 3.24:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu KHA	110
Bảng 3.25:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SFC	110
Bảng 3.26:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu PNC	111
Bảng 3.27:	Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu HTV.....	111
Bảng 3.28:	Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường qua 6 năm 2000-2006	113
Bảng 3.29:	Hệ số tự tương quan của chỉ số VN-Index qua 6 năm 2000-2006.....	118
Bảng 3.30:	Thị phần thị trường cổ phiếu của các công ty niêm yết	119
Bảng 3.31:	Độ thanh khoản của thị trường chứng khoán giai đoạn 2000-2006.....	121
Bảng 3.32:	So sánh giao dịch giữa TTCK Việt Nam và một số TTCK khu vực	122
Bảng 4.1:	Đánh giá thị trường vốn của một số quốc gia Châu Á-TBD năm 2006 ..	131
Bảng 4.2:	Tình hình đào tạo kiến thức chứng khoán và phổ biến về TTCK.....	143

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ VÀ ĐỒ THỊ



Trang

Hình 1:	Tóm tắt và mô tả nội dung nghiên cứu đề tài.....	6
Hình 1.1:	Sơ đồ luân chuyển vốn trên thị trường tài chính	9
Hình 1.2:	Mối quan hệ về thông tin dưới các dạng thị trường hiệu quả	33
Hình 2.1:	Tình hình biến động của chỉ số VN-Index qua các năm 2000-2006.....	56
Hình 2.2:	Thị phần tham gia của nhà đầu tư tại các CTCK năm 2005	72
Hình 2.3:	Thị phần môi giới cổ phiếu của các công ty chứng khoán năm 2005	72
Hình 2.4:	Thị phần môi giới cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tại các CTCK.....	73
Hình 2.5:	Tình hình biến động của chỉ số HASTC-Index qua 2 năm 2005-2006.....	78
Hình 3.1:	So sánh độ lệch chuẩn suất sinh lợi trước và sau khi tự do hóa TTCK	88
Hình 3.2:	So sánh tỷ suất sinh lợi trước và sau khi tự do hóa TTCK	89
Hình 3.3:	Hệ số Skewness trước và sau khi tự do hóa TTCK.....	91
Hình 3.4:	Thặng dư hệ số Kurtosis trước và sau khi tự do hóa TTCK	91
Hình 3.5:	So sánh hệ số tương quan giữa thị trường chứng khoán mới nổi và thị trường chứng khoán thế giới trước và sau khi tự do hóa TTCK	92
Hình 3.6:	Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index giai đoạn 2000-2001	96
Hình 3.7:	Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index giai đoạn 2001-2003	97
Hình 3.8:	Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index giai đoạn 2004-2005	98
Hình 3.9:	Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index năm 2006	99
Hình 3.10:	Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu năm thứ 5	115
Hình 3.11:	Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu năm thứ 6	116
Hình 4.1:	Mức tăng trưởng GDP và các khu vực kinh tế giai đoạn 2003-2006	128
Hình 4.2:	Dự báo tăng trưởng GDP của khu vực Đông Nam Á năm 2006-2007	129
Hình 4.3:	Tốc độ tăng trưởng kinh tế các khu vực trên thế giới năm 2005-2006	130

MỞ ĐẦU

Phần Mở đầu của Luận văn sẽ giới thiệu và trình bày các vấn đề liên quan đến nội dung đề tài như lý do nghiên cứu, vấn đề nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu, phương pháp và giới hạn phạm vi nghiên cứu, nội dung và ý nghĩa nghiên cứu của đề tài. Đây là phần giới thiệu khái quát của đề tài, chi tiết về nội dung nghiên cứu của đề tài sẽ lần lượt được trình bày trong các chương tiếp theo của Luận văn thạc sĩ kinh tế này.

1. Lý do nghiên cứu

Cách đây vừa tròn sáu năm, Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh sau khi được thành lập theo quyết định số 127/1998/QĐ-TTg đã thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/7/2000; TTCK chính thức đầu tiên tại Việt Nam đã ra đời trong sự háo hức chào đón của công chúng, giới chuyên môn và nhà đầu tư, đánh dấu một bước chuyển của nền kinh tế Việt Nam theo cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước và hội nhập quốc tế. Từ đây, Việt Nam đã có thêm một kênh huy động dài hạn cho nền kinh tế bên cạnh hệ thống ngân hàng thương mại. Huy động vốn qua TTCK là phương thức huy động tiên tiến nhất của nền kinh tế thị trường, góp phần tạo ra hệ thống tài chính mạnh đáp ứng nhu cầu vốn cho công nghiệp hóa - hiện đại hóa đất nước.

Sáu năm là khoảng thời gian không dài nhưng cũng đủ để TTCK Việt Nam thu hút sự quan tâm của công chúng và phát triển về nhiều mặt, đạt những thành tựu đáng khích lệ, từng bước đặt nền móng vững chắc cho tiến trình phát triển trong tương lai. Nếu trong những năm đầu, quy mô thị trường còn nhỏ, hoạt động cầm chừng thì nay đã có bước phát triển nhanh chóng với 57 doanh nghiệp niêm yết và đăng ký giao dịch. Tổng giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu đạt khoảng 52.000 tỷ đồng và thu hút trên 67.000 nhà đầu tư đăng ký giao dịch¹. Không chỉ ở thị trường chính thức mà trên thị trường không chính thức (OTC) hoạt động mua bán chứng khoán cũng diễn ra sôi động với chủng loại, khối lượng và giá trị ngày càng tăng. Bên cạnh đó với nỗ lực đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước của Chính phủ, các đợt bán đấu giá cổ phần nhà nước đã thu hút sự quan tâm mạnh mẽ của công chúng. Đặc biệt, TTCK đã

¹ Tính đến thời điểm ngày 31/07/2006 tại cả hai TTGDCK Tp.HCM và Hà Nội.

huy động được một lượng vốn rất lớn từ nguồn vốn nhàn rỗi khổng lồ trong dân cư đáp ứng nhu cầu về vốn cho đầu tư phát triển. Đây chính là một ưu việt của TTCK bên cạnh các phương thức huy động vốn truyền thống.

Thời báo NewYork Times số ra ngày 21.06.2006 đã viết “...*Với tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh nhất ở Châu Á (chỉ sau Trung Quốc) và kế hoạch phát triển đang thu hút sự quan tâm của toàn cầu, Việt Nam đang trở thành cường quốc kinh tế khu vực và Ngân hàng thế giới nhận định sự tăng trưởng đó là khá hợp lý...*” đã cho thấy tiềm năng phát triển của nền kinh tế Việt Nam trong tương lai. Do vậy, TTCK Việt Nam đang đứng trước một cơ hội lớn để phát triển nhanh chóng và bền vững.

Tuy nhiên, so sánh với tiềm năng phát triển và nhu cầu vốn đầu tư của nền kinh tế cũng như kinh nghiệm phát triển TTCK ở các nước trong khu vực thì TTCK Việt Nam vẫn bộc lộ nhiều yếu kém như quy mô thị trường còn quá nhỏ, tổng giá trị thị trường của cổ phiếu niêm yết chỉ chiếm khoảng 8%GDP; Số lượng và chất lượng hàng hóa trên thị trường còn kém hấp dẫn; Hệ thống văn bản pháp quy liên quan chưa đồng bộ, tính pháp lý chưa cao; Sự minh bạch hóa về thông tin, công tác tuyên truyền và phổ cập kiến thức về TTCK còn yếu... Đặc biệt là số lượng nhà đầu tư còn hạn chế, chủ yếu vẫn là nhà đầu tư cá nhân ít vốn và chịu ảnh hưởng lớn bởi yếu tố tâm lý. Nhiều nhà đầu tư với ý nghĩ “tối giản” của việc đầu tư là mua cổ phiếu sẽ thắng lớn nên đã mua chứng khoán và chờ bán với giá cao hơn trong ngắn hạn chứ không quan tâm đó là cổ phiếu của công ty nào, tình hình kinh doanh của nó ra sao... đây là vấn đề bất cập của thị trường. Theo nhiều chuyên gia chứng khoán thì biểu hiện đáng lo ngại nhất đối với hoạt động và sự phát triển lành mạnh của một TTCK là “Tính hiệu quả dạng yếu của thị trường” và cho rằng TTCK Việt Nam vẫn là thị trường chứng khoán hiệu quả dạng yếu với biểu hiện cụ thể là “tâm lý bầy đàn” rõ nét, thông tin bất cân xứng. Vậy, thực tế hoạt động của thị trường thời gian qua ra sao? mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam như thế nào? và làm thế nào để nâng cao tính hiệu quả của thị trường và phát triển TTCK Việt Nam theo hướng bền vững?

Đó chính là những lý do vì sao đề tài: “*Phân tích mức độ hiệu quả của Thị trường chứng khoán Việt Nam*” được lựa chọn làm Luận văn thạc sĩ kinh tế.

2. Vấn đề nghiên cứu

Việc huy động nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và đáp ứng một phần nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển đất nước qua kênh TTCK đã phổ biến ở các nước phát triển từ lâu nhưng đối với Việt Nam thì vẫn còn rất mới. Kể từ khi ra đời và đi vào hoạt động chính thức đến nay, bên cạnh những thành công bước đầu đạt được thì TTCK Việt Nam vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế. Việc sử dụng TTCK như là một kênh huy động vốn hiệu quả vẫn chưa được nhiều doanh nghiệp quan tâm hoặc có quan tâm thì cũng chưa đúng tầm; Sự công khai và minh bạch thông tin hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết và đăng ký giao dịch trên thị trường vẫn tồn tại nhiều vấn đề cần giải quyết; Một trong những “nhân vật chính” của TTCK là các nhà đầu tư thì đa số các nhà đầu tư trên thị trường lại là những nhà đầu tư cá nhân với kiến thức về đầu tư trên TTCK còn rất hạn chế, thiếu bài bản nên hoạt động đầu tư của họ vẫn chủ yếu là theo tâm lý đám đông; Hệ thống luật pháp liên quan đến hoạt động của TTCK vẫn còn nhiều bất cập. Do vậy qua thực tế vận hành của TTCK, nhiều chuyên gia chứng khoán cho rằng mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam là ở dạng yếu.

Trước tình hình đó, vấn đề nghiên cứu của đề tài này là đánh giá thực trạng hoạt động của thị trường và phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam có đúng là dạng yếu hay không. Đây cũng chính là mong muốn của tác giả nhằm tìm hiểu sâu hơn hoạt động của TTCK nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng. Vấn đề nghiên cứu xác định trên đây xuất phát từ nhu cầu hoàn thiện về lý luận và thực tiễn hoạt động nhằm nâng cao mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam, một thị trường chứng khoán mới nổi trong điều kiện kinh tế, xã hội và môi trường kinh doanh đặc thù của Việt Nam, một nền kinh tế chuyển đổi và đang trong thời kỳ đầu của hội nhập và tự do hóa kinh tế.

3. Mục tiêu nghiên cứu

Để giải quyết được vấn đề nghiên cứu đặt ra ở trên, đề tài này nhằm đạt các mục tiêu nghiên cứu cụ thể sau đây:

- Hệ thống hóa những vấn đề lý luận chung về thị trường tài chính, thị trường chứng khoán và Lý thuyết thị trường hiệu quả.

- Đánh giá thực trạng phát triển của TTCK Việt Nam từ khi thành lập đến nay.
- Phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam.
- Đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả của TTCK Việt Nam.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1 Cách tiếp cận vấn đề nghiên cứu

Đề tài này chọn cách tiếp cận thiên về nghiên cứu thực tiễn trong đó nhấn mạnh về thực trạng hoạt động và mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam. Do vậy, việc đánh giá kết quả thực trạng hoạt động của thị trường đã đạt được trong thời gian qua là rất quan trọng. Để làm được điều này, cần thu thập một cách đầy đủ các dữ liệu quá khứ về TTCK để kiểm định các giả thuyết liên quan đến mức độ hiệu quả của thị trường như là bằng chứng trước khi đưa ra các kết luận chính thức và đề xuất những giải pháp thích hợp nhằm nâng cao mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.2 Các phương pháp nghiên cứu được sử dụng

Như đã chỉ ra trong mục xác định vấn đề nghiên cứu, đề tài này nhằm đánh giá và phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam nên cách tiếp cận vấn đề thiên về nghiên cứu thực tiễn. Các phương pháp nghiên cứu được sử dụng chủ yếu là phương pháp thống kê, so sánh, tổng hợp và phương pháp tham khảo ý kiến chuyên gia.

Phương pháp thống kê được sử dụng để xử lý và phân tích nguồn dữ liệu thu thập được từ TTCK. Phương pháp so sánh được sử dụng để so sánh sự biến động của các chỉ tiêu theo thời gian của TTCK. Đối với phương pháp tổng hợp được dùng để đánh giá cụ thể về tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán thời gian qua.

Bên cạnh các phương pháp trên đây, phương pháp tham khảo ý kiến chuyên gia cũng được sử dụng nhằm tham khảo các ý kiến đánh giá và nhận định về thị trường của những nhà chuyên môn tại TTGDCK Tp.HCM và các CTCK; các giảng viên chuyên ngành, nhà nghiên cứu và những người đầu tư có thâm niên lâu năm trên TTCK. Để hỗ trợ cho quá trình phân tích và xử lý dữ liệu, chúng tôi sử dụng các phần mềm Microsoft Office Excel, Metastock Professional và phần mềm phân tích kinh tế lượng Eviews 3.0.

5. Giới hạn phạm vi nghiên cứu

Do thời gian và khả năng nghiên cứu còn hạn chế nên đề tài nghiên cứu về mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam được giới hạn về phạm vi nghiên cứu cụ thể như sau:

➤ *Về thời gian*: Phân tích, đánh giá thực trạng phát triển và mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ tháng 7/2000 đến tháng 7/2006.

➤ *Về không gian*: Đề tài chỉ chủ yếu tập trung phân tích thực trạng hoạt động của TTCK tại Tp.Hồ Chí Minh; đối với TTCK Hà Nội và Thị trường không chính thức (OTC) sẽ chỉ được đánh giá tổng quát. Tuy nhiên, khi phân tích mức độ hiệu quả của TTCK được giới hạn đối với thị trường cổ phiếu niêm yết còn thị trường các loại chứng khoán khác không nằm trong phạm vi phân tích của đề tài này.

6. Nội dung nghiên cứu

Nội dung Luận văn thạc sĩ được bố cục thành phần mở đầu, 4 chương và phần kết luận. Phần mở đầu của luận văn giới thiệu về đề tài nghiên cứu bao gồm các nội dung như lý do nghiên cứu, vấn đề nghiên cứu, mục tiêu và phương pháp nghiên cứu. Chương 1 trình bày hệ thống hóa các vấn đề lý luận về thị trường tài chính, thị trường chứng khoán và Lý thuyết thị trường hiệu quả. Chương 2 và 3 là trọng tâm của đề tài với nội dung chính là đánh giá thực trạng hoạt động của TTCK từ năm 2000 đến nay và phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam. Dựa trên cơ sở kết quả đánh giá thực trạng và phân tích mức độ hiệu quả của TTCK được trình bày trong các chương 2 và 3, chương 4 sẽ trình bày một số thuận lợi cho sự phát triển TTCK và đề xuất một số giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam trong tương lai, nhằm khai thác một cách có hiệu quả lợi thế của một thị trường tài chính bậc cao vào sự phát triển kinh tế-xã hội của đất nước trên con đường hội nhập kinh tế thế giới.

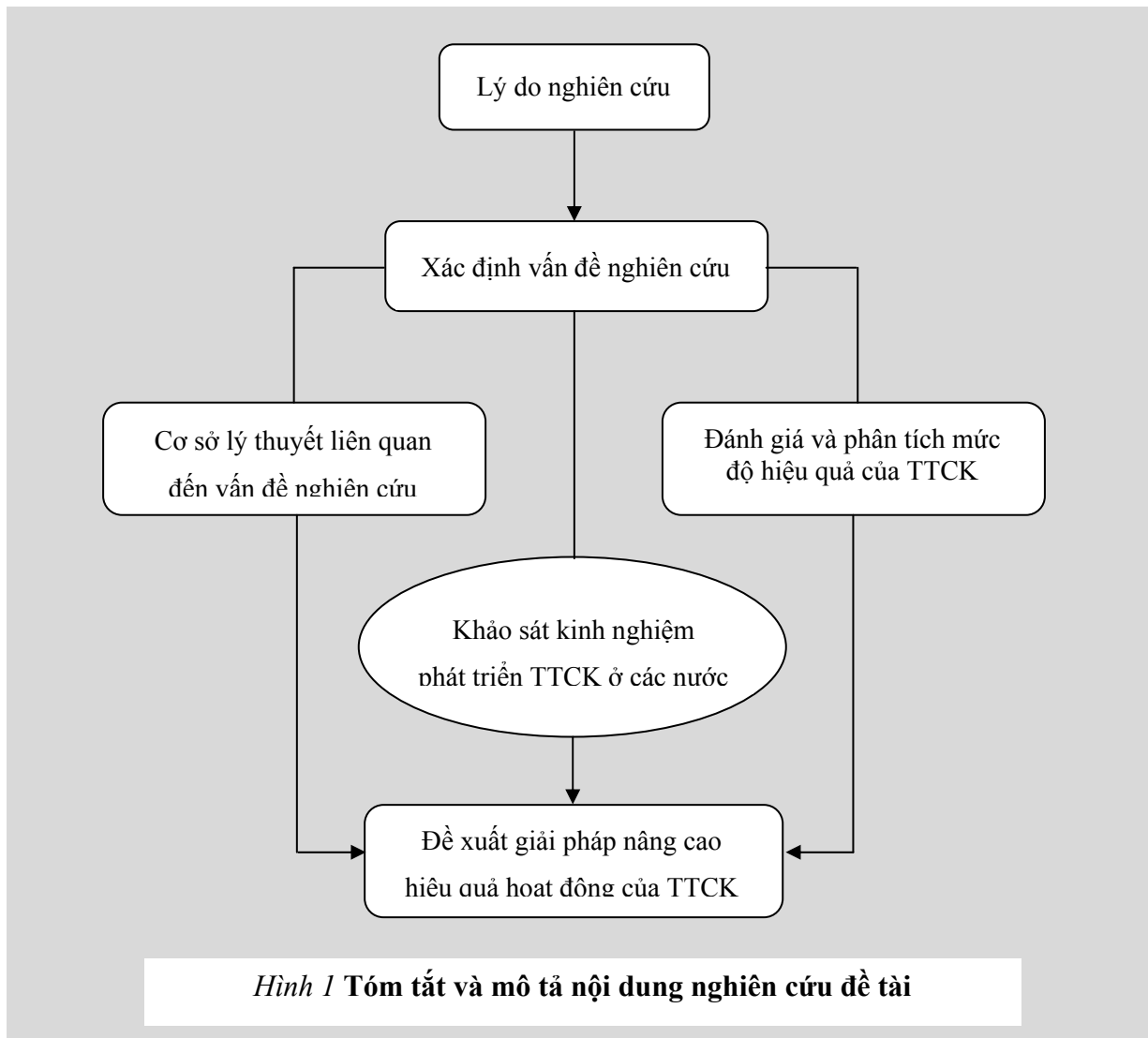
7. Ý nghĩa nghiên cứu đề tài

Việc nghiên cứu thành công đề tài này có ý nghĩa quan trọng cả về lý luận cũng như thực tiễn. Về lý luận, đề tài này giúp hệ thống hóa các vấn đề lý luận về thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Đối với lý thuyết thị trường hiệu

quả, đây là một lý thuyết được tiếp cận còn khá mới ở Việt Nam cũng được hệ thống một cách tương đối đầy đủ về khái niệm, đặc điểm và các dạng thị trường hiệu quả. Cách thức kiểm định và các tiêu chí xác định mức độ hiệu quả của TTCK.

Về thực tiễn, đề tài này đánh giá được tình hình hoạt động của thị trường và kiểm chứng nhận định về mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam trong thời gian qua. Qua đó kết luận được những thành công và hạn chế của TTCK Việt Nam kể từ khi chính thức đi vào hoạt động đến nay. Cuối cùng, đề tài nghiên cứu đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

Toàn bộ nội dung như vấn đề nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu và ý nghĩa nghiên cứu của đề tài này có thể tóm tắt qua sơ đồ hình vẽ 1 dưới đây.



Chương 1:
TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VÀ LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Chương 1 của Luận văn trình bày và hệ thống hóa các vấn đề lý luận có liên quan trực tiếp đến vấn đề nghiên cứu cụ thể là đánh giá tình hình hoạt động và phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam được trình bày chi tiết trong chương 2 và 3. Ba vấn đề lớn sẽ được trình bày trong chương này bao gồm khái quát về thị trường tài chính, tổng quan về thị trường chứng khoán và lý thuyết thị trường hiệu quả.

1.1 KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Các quốc gia phát triển trên thế giới đều có một hệ thống tài chính hoạt động rất tốt. Thị trường tài chính góp phần thúc đẩy sự phát triển nền kinh tế nhanh chóng, kể cả ở những quốc gia mà tài nguyên thiên nhiên nghèo nàn. Thị trường tài chính năng động là một thứ tài nguyên bất tận, có khả năng tăng thêm sức mạnh cho nền kinh tế hơn bất cứ loại tài nguyên nào khác.

1.1.1 Thị trường tài chính

Thị trường tài chính là thị trường giao dịch các loại tài sản tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, tín phiếu... Thành phần tham gia giao dịch trên thị trường tài chính bao gồm hộ gia đình, doanh nghiệp, các tổ chức tài chính trung gian và Chính phủ là những người tham gia mua và bán các loại tài sản tài chính-hàng hóa của thị trường tài chính¹. [14]

1.1.2 Chức năng của thị trường tài chính

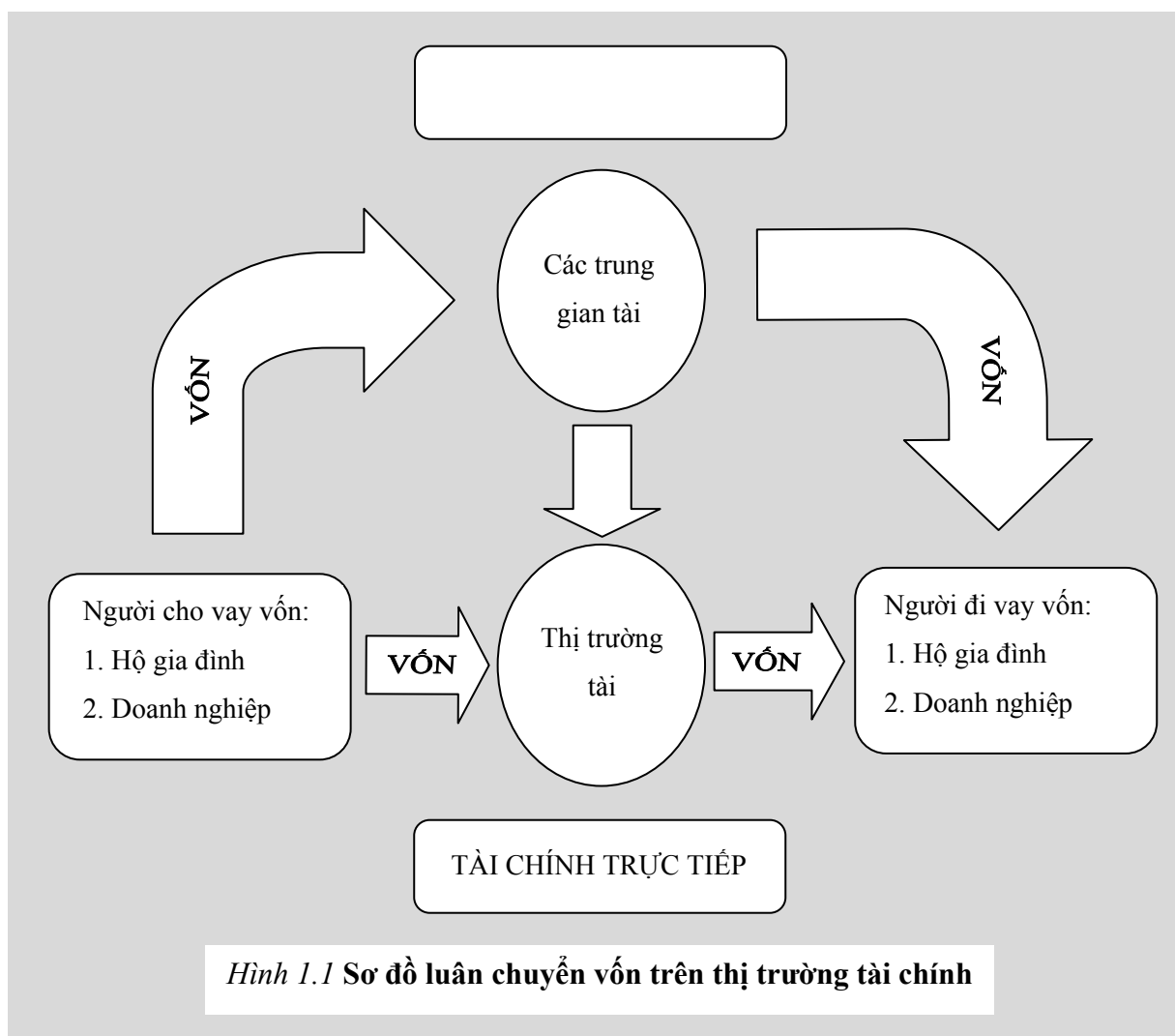
Trong nền kinh tế, TTTC xét về mặt bản chất đó chính là mối quan hệ nhân quả giữa đầu tư và tiết kiệm; là quá trình luân chuyển vốn giữa người dư vốn và người cần vốn.

Mối quan hệ nhân quả giữa đầu tư và tiết kiệm: Mọi quốc gia muốn có nền kinh tế tăng trưởng và phát triển trước hết phải đáp ứng đủ nhu cầu về vốn đầu tư. Muốn có vốn đầu tư lớn và dài hạn cần phải có tiết kiệm, khi nền kinh tế tăng trưởng cao sẽ là điều kiện để tăng tỷ lệ tiết kiệm và từ đó tăng khả năng cung ứng vốn đầu tư. Đây

¹ Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính công ty*, NXB Thống kê, trang 30.

chính là mối quan hệ nhân quả và là nền tảng để phát triển kinh tế-xã hội.

Quá trình luân chuyển vốn: Trong nền kinh tế, những người có cơ hội đầu tư sinh lợi thì thiếu vốn, trái lại một số người có vốn nhàn rỗi thì lại thiếu cơ hội đầu tư. Từ đó hình thành quá trình giao lưu vốn giữa những người có vốn và những người cần vốn. Cơ chế này được thực hiện trong khuôn khổ thị trường tài chính. Quá trình luân chuyển vốn trên thị trường tài chính được thể hiện qua sơ đồ sau đây:



Xuất phát từ hai đặc điểm đó, thị trường tài chính có những chức năng cơ bản sau đây:

- Dẫn vốn từ những nơi thừa vốn sang những nơi thiếu vốn. Đây là chức năng kinh tế chủ yếu của thị trường tài chính.

- Kích thích tiết kiệm và đầu tư: TTTC tạo ra cơ hội đầu tư cho mọi thành viên trong xã hội dưới nhiều hình thức nhằm tìm kiếm lợi nhuận.
- Hình thành giá của các tài sản tài chính: Thông qua tác động qua lại giữa người mua và người bán trên TTTC, giá của các tài sản tài chính sẽ được xác lập.
- Tạo tính thanh khoản cho tài sản tài chính: TTTC tạo ra một cơ chế để các nhà đầu tư có thể bán tài sản tài chính của mình.
- Giảm đến mức thấp nhất chi phí tìm kiếm và chi phí thông tin: Để cho các giao dịch có thể diễn ra, người mua và bán cần tìm được nhau, muốn thế họ phải tốn thời gian và chi phí. TTTC sẽ giúp họ giải quyết việc đó với chi phí thấp nhất.

1.1.3 Phân loại thị trường tài chính

Hiện nay dựa vào các tiêu thức khác nhau mà có nhiều cách phân loại thị trường tài chính. Tuy nhiên, theo mục đích nghiên cứu của đề tài thì căn cứ vào thời hạn luân chuyển vốn, TTTC được chia thành: thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

1.1.3.1 Thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ là thị trường giao dịch mua bán quyền sử dụng các công cụ tài chính ngắn hạn. Hiểu theo nghĩa đơn giản là nơi mua bán các giấy tờ có giá dưới một năm. Thị trường tiền tệ bao gồm các thị trường sau đây:

- *Thị trường liên ngân hàng*: đây là thị trường vốn ngắn hạn giữa các ngân hàng với nhau do Ngân hàng Trung ương tổ chức.
- *Thị trường ngoại hối*: là nơi mua bán, vay mượn ngoại tệ giữa các chủ thể có liên quan. Thị trường hối đoái có tính toàn cầu.
- *Thị trường vốn ngắn hạn*: là thị trường tín dụng, các khoản tín dụng được luân chuyển theo nguyên tắc tín dụng để huy động vốn và phân phối vốn.
- *Thị trường chứng khoán ngắn hạn*: là nơi thực hiện các giao dịch mua bán, chuyển nhượng và trao đổi các giấy tờ có giá ngắn hạn như tín phiếu, kỳ phiếu...

Thị trường tiền tệ có một số đặc trưng chính sau đây:

- Giai đoạn luân chuyển vốn ngắn hạn (không quá một năm).

- Hình thức tài chính đặc trưng là gián tiếp, NHTM đóng vai trò trung gian.
- Các công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ có tính thanh khoản cao.

1.1.3.2 Thị trường vốn

Thị trường vốn còn gọi là thị trường vốn dài hạn là bộ phận quan trọng của TTTC, là nơi mua bán, trao đổi các công cụ tài chính trung và dài hạn (thường có thời hạn trên 1 năm). Vai trò chủ yếu của thị trường vốn là huy động những nguồn vốn trong xã hội, tập trung thành nguồn vốn lớn tài trợ dài hạn cho các doanh nghiệp và Chính phủ nhằm mục đích phát triển sản xuất, tăng trưởng kinh tế.

So với các công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ, các công cụ trên thị trường vốn có tính thanh khoản kém hơn và độ rủi ro cao hơn, do đó chúng có mức sinh lợi cao. Thị trường vốn bao gồm:

- *Thị trường vay nợ dài hạn*: Cung cấp tín dụng trung và dài hạn cho các doanh nghiệp và thường yêu cầu doanh nghiệp phải thế chấp, cầm cố.
- *Thị trường cho thuê tài chính*: Cho thuê tài chính là loại hình tài trợ vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp đầu tư đổi mới trang thiết bị công nghệ.
- *Thị trường bất động sản*: là thị trường giao dịch các loại bất động sản.
- *Thị trường chứng khoán*: Đây là bộ phận quan trọng nhất của TTTC trong việc tập trung và huy động những khoản vốn khổng lồ tài trợ cho mục đích đầu tư phát triển kinh tế, xã hội của Chính phủ, phát triển sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

1.1.4 Các công cụ của thị trường tài chính

Hàng hóa giao dịch mua bán, trao đổi trên thị trường tài chính được gọi là các công cụ tài chính. Trên mỗi thị trường tài chính cụ thể sẽ có các công cụ tài chính tương ứng.

➤ *Các công cụ của thị trường tiền tệ*

Do thời gian đáo hạn ngắn nên các công cụ tài chính giao dịch trên thị trường tiền tệ thường có đặc điểm chung là có sự dao động về giá và độ rủi ro thấp. Các công cụ chủ yếu trên thị trường tiền tệ bao gồm: Tín phiếu kho bạc Nhà nước, Thương phiếu, Các chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng, chấp phiếu ngân hàng.

➤ *Các công cụ của thị trường vốn*

Các công cụ trên thị trường vốn bao gồm các công cụ vốn và công cụ nợ có thời gian đáo hạn trên một năm.

Loại công cụ này có biến động giá mạnh hơn và tính thanh khoản thấp hơn các công cụ trên thị trường tiền tệ và được xem là những khoản đầu tư khá rủi ro. Những loại công cụ chính là cổ phiếu (công cụ vốn) và trái phiếu (công cụ nợ). Ngoài ra, còn có các công cụ chuyển đổi hoặc công cụ phái sinh.

1.1.5 Mối quan hệ giữa các bộ phận cấu thành nên thị trường tài chính

Các bộ phận của thị trường tài chính có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Thị trường tiền tệ và thị trường vốn đều là những mắt xích quan trọng trong hệ thống tài chính quốc gia và ngày càng mang tính quốc tế. Vì thế, những biến động trong nền kinh tế thoát đầu tác động lên một thị trường này sẽ dễ dàng lan truyền đến thị trường khác, đến toàn hệ thống. Theo đà phát triển của nền kinh tế, TTTC ngày càng tinh vi, phức tạp; ranh giới truyền thống giữa các công cụ tài chính hay giữa các loại thị trường tài chính ngày càng mang tính tương đối. TTTC có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với việc khuyến khích tiết kiệm, đầu tư và quá trình vốn hóa nền kinh tế. TTTC là đối tượng tác động của các chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương nhằm đạt được các mục tiêu tăng trưởng. TTTC càng phát triển ở trình độ cao, các kênh liên hệ càng nhiều (nhiều loại hình trung gian tài chính) thì tính nhạy cảm với các biện pháp chính sách càng cao.

1.2 TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1.2.1 Thị trường chứng khoán

1.2.1.1 Sơ lược về lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán ban đầu phát triển một cách sơ khai, xuất phát từ một nhu cầu đơn lẻ từ buổi ban đầu. Vào giữa thế kỷ 15 tại những thành phố có vị trí địa lý thuận lợi ở Phương Tây, các thương gia thường tụ tập tại những quán cà phê để mua bán, trao đổi các loại hàng hóa (chủ yếu là nông sản, khoáng sản...). Những cuộc bàn bạc, trao đổi

này lúc đầu chỉ là một nhóm nhỏ, dần dần số lượng gia tăng, rồi hình thành một “khu chợ riêng”. Tại những cuộc bàn bạc này, họ trao đổi và thương lượng nhưng chỉ là những lời nói miệng với nhau, không có hàng hóa, ngoại tệ hay bất cứ một loại giấy tờ hay hàng mẫu nào trong tay cả. Những cuộc thương lượng này nhằm thống nhất với nhau các “hợp đồng” mua bán, trao đổi thực hiện ngay và những hợp đồng cho tương lai 3 tháng, 6 tháng hay 1 năm sau mới thực hiện.

Cuối thế kỷ 15, “khu chợ riêng” trở thành một thị trường, ở đó họ thống nhất với nhau những quy ước cho các cuộc thương lượng. Những quy ước đó được sửa đổi hoàn chỉnh dần thành những quy tắc có giá trị bắt buộc chung.

Phiên chợ riêng diễn ra đầu tiên vào năm 1453 tại một lữ điểm của gia đình Vanber ở Thành phố Bruges, nước Bỉ. Tại đây, các thương gia từ nhiều nước gặp gỡ và trao đổi thông tin, mua bán hàng hóa. Tại lữ điểm Vanber có một bảng hiệu hình 3 túi da với một từ tiếng Pháp “Bourse” nghĩa là “Mậu dịch trường” hay còn gọi là “Sở giao dịch”. Từ đó chữ “Bourse” được dùng để chỉ nơi buôn bán chứng khoán. Tuy nhiên vào năm 1547, thành phố Bruges mất đi sự phồn vinh do eo biển Even bị cát lấp, tàu bè ra vào khó khăn. “Mậu dịch trường” ở đây sụp đổ và được chuyển qua thành phố Auvers, một hải cảng lớn của Bỉ thời đó.

Lần đầu tiên vào năm 1531, ở Auvers triển khai các nghiệp vụ về chứng khoán (mua bán các khoản nợ của Chính phủ Anh, Hà Lan, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha và Pháp). Thị trường này phát triển nhanh, giữa thế kỷ 16 quan đại thần Anh quốc Thomas Gresham đến đây thị sát và về thiết lập một TTCK tại London, sau này được gọi là Sở giao dịch Chứng khoán London. Theo hình mẫu của TTCK Auvers người ta thành lập TTCK tại các thành phố Lyon (Pháp-1545), Amsterdam (Hà Lan-1608)...

Ở Mỹ, TTCK được hình thành vào năm 1792 trên cơ sở thỏa thuận của một số nhà môi giới chứng khoán dưới gốc cây ngô đồng ở góc phố Wall, đó là tiền thân của TTCK New York ngày nay. TTCK phát triển khá mạnh vào nửa cuối thế kỷ 19 trong mối liên hệ chặt chẽ với sự phát triển của nội thương và ngoại thương trên cơ sở sử dụng các phương tiện hiện đại về giao thông, thông tin liên lạc giữa các sở giao dịch

Từ thế kỷ 20, TTCK New York giữ vai trò quan trọng nhất, lớn thứ hai là TTCK Tokyo, tiếp theo là các TTCK London, Paris, Frankfurt...

Lịch sử phát triển của TTCK trên thế giới đã trải qua rất nhiều thời kỳ biến động. Thời kỳ phát triển nhất là những năm 1875-1913, nhưng đến “ngày thứ Năm đen tối” tức ngày 29/10/1929, cuộc tổng khủng hoảng kinh tế thế giới đã làm cho TTCK Tây Âu, Bắc Âu lâm vào khủng hoảng, mất lòng tin. Sau thế chiến thứ II, các TTCK được hồi phục, phát triển. Đến năm 1987, cuộc khủng hoảng tài chính một lần nữa làm cho các TTCK chao đảo và hậu quả của nó không thua kém gì cuộc khủng hoảng năm 1929. Thứ 2 ngày 19/10/1987 đã đi vào lịch sử nước Mỹ- ngày hoang mang cực độ của ngành tài chính Mỹ. Chỉ số công nghiệp Dow-Jones giảm 508,32 điểm, tương ứng 22,6%-mức giảm kỷ lục trong lịch sử TTCK. Hậu quả của nó không chỉ giới hạn trong phạm vi nước Mỹ mà còn mở rộng ra phạm vi toàn cầu và được xem là “*Ngày thứ 2 đen tối*”. Sau đó, TTCK được hồi sinh cho đến thời gian gần đây, vào năm 1997-1998 với cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ ở Châu Á đã làm cho TTCK của các nước trong khu vực khủng hoảng phải đóng cửa nhiều ngày đã tác động mạnh mẽ đến các thị trường hùng mạnh trong và ngoài khu vực như New York, Tokyo... Qua nhiều biến động, nhưng ngày nay TTCK thế giới vẫn tiếp tục phát triển mạnh mẽ, trở thành một thể chế tài chính không thể thiếu trong đời sống kinh tế của những nước theo cơ chế thị trường. Đặc biệt là đối với các nước đang phát triển đang cần thu hút luồng vốn dài hạn lớn cho phát triển nền kinh tế quốc dân¹. [18]

1.2.1.2 Thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán là thuật ngữ dùng để chỉ cơ chế hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán dài hạn như các loại trái phiếu, cổ phiếu và các công cụ tài chính khác như chứng chỉ quỹ đầu tư, công cụ phái sinh...

Thị trường chứng khoán là thị trường vốn dài hạn, tập trung các nguồn vốn cho đầu tư và phát triển kinh tế, do đó có tác động rất lớn đến môi trường đầu tư nói riêng

¹ Đào Lê Minh (2002), *Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và TTCK*, NXB Chính trị quốc gia, trang 35.

và nền kinh tế nói chung. Mặt khác, TTCK là một thị trường cao cấp, nơi tập trung nhiều đối tượng tham gia với các mục đích, sự hiểu biết và lợi ích khác nhau; các giao dịch các sản phẩm tài chính được thực hiện với giá trị rất lớn. Đặc tính đó khiến cho TTCK cũng là môi trường dễ xảy ra các hoạt động kiếm lợi không chính đáng thông qua các hoạt động gian lận, không công bằng gây tổn thất cho các nhà đầu tư, tổn thất cho thị trường và cho nền kinh tế.

Xuất phát từ vai trò quan trọng cũng như tính chất phức tạp của TTCK, việc điều hành và giám sát thị trường là vô cùng cần thiết để đảm bảo tính hiệu quả, công bằng và lành mạnh trong hoạt động của thị trường.

1.2.2 Chức năng và vai trò của thị trường chứng khoán

1.2.2.1 Chức năng của thị trường chứng khoán

Xét về mặt hình thức, TTCK chỉ là nơi diễn ra các hoạt động trao đổi, mua bán, chuyển nhượng các loại chứng khoán, qua đó thay đổi chủ thể nắm giữ chứng khoán. Do vậy, TTCK có những chức năng cơ bản sau:

- *Huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế*

Khi các nhà đầu tư mua chứng khoán do các công ty phát hành, số tiền nhàn rỗi của họ được đưa vào hoạt động sản xuất kinh doanh và qua đó góp phần mở rộng sản xuất xã hội. Thông qua TTCK, Chính phủ và Chính quyền ở các địa phương cũng huy động được các nguồn vốn cho mục đích sử dụng và đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế, phục vụ các nhu cầu chung của xã hội.

- *Cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng*

Thị trường chứng khoán cung cấp cho công chúng một môi trường đầu tư lành mạnh với các cơ hội lựa chọn phong phú. Các loại chứng khoán trên thị trường rất khác nhau về tính chất, thời hạn và độ rủi ro, cho phép các nhà đầu tư có thể lựa chọn loại hàng hoá phù hợp với khả năng, mục tiêu và sở thích của mình.

- *Tạo môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô*

Các chỉ báo của TTCK phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Giá các chứng khoán tăng lên cho thấy đầu tư đang mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng; ngược lại giá chứng khoán giảm sẽ cho thấy các dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Vì thế, TTCK được gọi là “*Phong vũ biểu*” của nền kinh tế và là một công cụ quan trọng giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Thông qua TTCK, Chính phủ có thể mua và bán trái phiếu chính phủ để tạo ra nguồn thu bù đắp thâm hụt ngân sách và quản lý lạm phát. Ngoài ra, Chính phủ cũng có thể sử dụng một số chính sách, biện pháp tác động vào TTCK nhằm định hướng đầu tư đảm bảo cho sự phát triển cân đối của nền kinh tế.

1.2.2.2 Vai trò của thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán hoạt động đã trở thành một kênh đầu tư và huy động vốn hiệu quả. Chính vì vậy, nó giữ một vai trò rất quan trọng đối với quá trình phát triển kinh tế của mỗi quốc gia, cụ thể là:

- *Tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán*

Nhờ có TTCK các nhà đầu tư có thể chuyển đổi các chứng khoán họ sở hữu thành tiền mặt hoặc các loại chứng khoán khác khi họ muốn. Khả năng thanh khoản là một trong những đặc tính hấp dẫn của chứng khoán đối với người đầu tư. Đây là yếu tố cho thấy tính linh hoạt, an toàn của vốn đầu tư. TTCK hoạt động càng năng động và có hiệu quả thì tính thanh khoản của các chứng khoán giao dịch trên thị trường càng cao.

- *Đánh giá hoạt động của doanh nghiệp*

Thông qua giá của chứng khoán, hoạt động của các doanh nghiệp được phản ánh một cách tổng hợp và chính xác, giúp cho việc đánh giá và so sánh hoạt động của doanh nghiệp được nhanh chóng và thuận tiện, từ đó cũng tạo ra một môi trường cạnh tranh lành mạnh nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, kích thích áp dụng công nghệ mới, cải tiến sản phẩm...

- *Hỗ trợ và thúc đẩy các công ty cổ phần ra đời và phát triển*

Thị trường chứng khoán hỗ trợ chương trình cổ phần hóa cũng như việc thành lập và phát triển của công ty cổ phần qua việc quảng bá thông tin, định giá doanh

nghiệp; bảo lãnh phát hành; phân phối chứng khoán một cách nhanh chóng, tạo tính thanh khoản cho chúng và như thế thu hút các nhà đầu tư đến góp vốn vào công ty cổ phần. Ngược lại, chính sự phát triển của mô hình công ty cổ phần đã làm phong phú và đa dạng các loại hàng hóa trên TTCK, thúc đẩy sự phát triển sôi động của TTCK. Có thể nói TTCK và công ty cổ phần là hai định chế song hành hỗ trợ nhau phát triển.

- *Thu hút vốn đầu tư nước ngoài*

Thị trường chứng khoán không những thu hút các nguồn vốn trong nước mà còn giúp Chính phủ và doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu công ty ra thị trường vốn quốc tế để thu hút thêm ngoại tệ. Việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài qua kênh chứng khoán là an toàn và hiệu quả vì các chủ thể phát hành được toàn quyền sử dụng vốn huy động cho mục đích riêng mà không bị ràng buộc bởi bất kỳ điều kiện nào của các nhà đầu tư nước ngoài.

1.2.3 Phân loại thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các giao dịch mua bán những tài sản tài chính (cổ phiếu, trái phiếu...). Vì vậy, có rất nhiều cách để phân loại thị trường chứng khoán theo các tiêu thức phân loại khác nhau. Sau đây, là một số cách phân loại thị trường chứng khoán phổ biến hiện nay.

1.2.3.1 Căn cứ vào sự luân chuyển các nguồn vốn

Đối với thị trường chứng khoán ở bất kỳ quốc gia nào, dù mới hình thành hay đã phát triển nếu căn cứ theo tiêu thức phân loại này đều được cấu thành từ hai bộ phận thị trường với chức năng khác nhau đó là thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

➤ *Thị trường sơ cấp*

Thị trường sơ cấp là thị trường mua bán các chứng khoán mới phát hành. Trên thị trường này, vốn từ nhà đầu tư sẽ được chuyển sang nhà phát hành thông qua việc nhà đầu tư mua các chứng khoán mới phát hành của nhà phát hành. Chính vì vậy, thị trường sơ cấp có những vai trò và đặc điểm cơ bản sau:

Vai trò của thị trường sơ cấp:

- Chứng khoán hóa nguồn vốn cần huy động, vốn của công ty được huy động qua việc phát hành chứng khoán ra công chúng.
- Thực hiện quá trình chu chuyển tài chính trực tiếp đưa các khoản tiền nhàn rỗi tạm thời trong dân chúng vào đầu tư, chuyển tiền từ dạng ngắn hạn sang dạng vốn dài hạn.

Đặc điểm của thị trường sơ cấp:

- Là thị trường tạo vốn cho đơn vị phát hành và đồng thời cũng tạo ra hàng hóa cho thị trường giao dịch. Trên bình diện toàn bộ nền kinh tế, thị trường sơ cấp làm tăng vốn đầu tư.
- Những người bán chứng khoán trên thị trường sơ cấp được xác định thường là Kho bạc nhà nước, Ngân hàng nhà nước, Công ty phát hành...
- Giá chứng khoán trên thị trường sơ cấp do tổ chức phát hành quyết định và thường được in ngay trên chứng khoán.

➤ *Thị trường thứ cấp*

Thị trường thứ cấp là nơi giao dịch các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp nhằm đảm bảo tính thanh khoản cho các chứng khoán đã phát hành.

Đặc điểm của thị trường thứ cấp:

- Các khoản tiền thu được từ việc bán chứng khoán thuộc về nhà đầu tư và các nhà kinh doanh chứng khoán chứ không thuộc về nhà phát hành.
- Giao dịch trên thị trường thứ cấp phản ánh nguyên tắc cạnh tranh tự do, giá chứng khoán trên thị trường thứ cấp do cung-cầu quyết định.
- Là thị trường hoạt động liên tục, các nhà đầu tư có thể mua và bán các chứng khoán nhiều lần trên thị trường thứ cấp.

Giữa thị trường sơ cấp và thứ cấp có mối quan hệ mật thiết với nhau, không thể tách rời nhau, là hai bộ phận cấu thành nên TTCK. Trong đó, thị trường sơ cấp là cơ sở, là tiền đề còn thị trường thứ cấp là động lực. Nếu không có thị trường sơ cấp thì không thể có chứng khoán để lưu thông trên thị trường thứ cấp và ngược lại không có thị trường thứ cấp thì thị trường sơ cấp sẽ khó hoạt động trôi chảy.

1.2.3.2 Căn cứ vào phương thức hoạt động của thị trường

Căn cứ theo tiêu thức này thì thị trường chứng khoán được phân thành thị trường tập trung (Sở giao dịch chứng khoán) và thị trường phi tập trung (thị trường OTC).

➤ ***Thị trường chứng khoán tập trung***

Là thị trường mà ở đó việc mua bán chứng khoán thông qua sở giao dịch chứng khoán. Các chứng khoán được tập trung tại một địa điểm; các lệnh được chuyển tới sàn giao dịch và tham gia vào quá trình ghép lệnh để hình thành nên phiên giao dịch.

➤ ***Thị trường chứng khoán phi tập trung***

Thị trường chứng khoán phi tập trung còn gọi là thị trường OTC (Over The Counter), dành cho những chứng khoán chưa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Trên thị trường OTC, các giao dịch được tiến hành qua mạng lưới các công ty chứng khoán phân tán trên khắp quốc gia và nối với nhau bằng mạng điện tử. Giá trên thị trường được hình thành theo phương thức thoả thuận.

1.2.3.3 Căn cứ vào hàng hoá trên thị trường

Thị trường chứng khoán cũng có thể được phân thành các loại thị trường: thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ chứng khoán phái sinh.

➤ ***Thị trường cổ phiếu:*** là thị trường giao dịch và mua bán các loại cổ phiếu, bao gồm cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi.

➤ ***Thị trường trái phiếu:*** là thị trường giao dịch và mua bán các trái phiếu đã được phát hành, bao gồm trái phiếu công ty, trái phiếu đô thị và trái phiếu chính phủ.

➤ ***Thị trường các công cụ chứng khoán phái sinh:*** là thị trường phát hành và mua đi bán lại các chứng từ tài chính khác như: quyền mua cổ phiếu, chứng quyền, hợp đồng quyền chọn...

1.2.4 Hàng hóa và các thành phần tham gia trên thị trường chứng khoán

1.2.4.1 Hàng hóa của thị trường chứng khoán

Hàng hóa trên TTCK là các loại chứng khoán. Đó là những tài sản tài chính vì nó mang lại lợi ích và khi cần người sở hữu nó có thể chuyển nhượng để thu tiền về.

Chứng khoán bao gồm: trái phiếu, cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư và chứng khoán phái sinh.

a. Trái phiếu

Trái phiếu là một loại chứng khoán quy định nghĩa vụ của người phát hành (người vay tiền) phải trả cho người nắm giữ chứng khoán (người cho vay) một khoản tiền xác định, thường là trong những khoảng thời gian cụ thể, và phải hoàn trả khoản cho vay ban đầu khi nó đáo hạn. Trên trái phiếu có ghi mệnh giá, lãi suất định kỳ và kỳ hạn của trái phiếu. Trái phiếu có những đặc điểm chính sau:

- Trái phiếu là một loại giấy nợ do Chính phủ hay doanh nghiệp phát hành để huy động vốn dài hạn. Cuối kỳ đáo hạn phải trả lại vốn gốc cho trái chủ.
- Được hưởng lãi cố định và không phụ thuộc kết quả kinh doanh nên ít rủi ro.
- Trường hợp khi công ty bị phá sản, người sở hữu trái phiếu được ưu tiên trả nợ trước cổ đông.

Có rất nhiều loại trái phiếu tùy thuộc vào cách phân loại. Tuy nhiên, căn cứ vào chủ thể phát hành có thể chia trái phiếu ra thành 2 loại:

Trái phiếu chính phủ: do Chính quyền trung ương hay địa phương phát hành nhằm mục đích bù đắp các khoản chi đầu tư của ngân sách, quản lý lạm phát hoặc tài trợ cho các công trình, các dự án của nhà nước.

Trái phiếu doanh nghiệp: Do các doanh nghiệp phát hành (có điều kiện của UBCKNN) nhằm mục đích đầu tư dài hạn cho doanh nghiệp.

b. Cổ phiếu

Cổ phiếu do công ty cổ phần phát hành ra công chúng để huy động vốn khi hội đủ các điều kiện quy định. Cổ phiếu là chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận các quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu chứng khoán đối với tài sản hoặc vốn của tổ chức phát hành. Cổ phiếu có hai loại là cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi. Nhưng trên TTCK thì chủ yếu lưu hành cổ phiếu thường.

➤ *Cổ phiếu thường*

Cổ phiếu thường hay còn gọi là cổ phiếu phổ thông là giấy chứng nhận cổ phần, người mua cổ phiếu được gọi là cổ đông. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường là một trong

những người chủ của doanh nghiệp nên được thụ hưởng kết quả kinh doanh cũng như chịu mọi rủi ro trong kinh doanh. Cổ phiếu thường có những đặc điểm cơ bản sau:

- Cổ phiếu thường là chứng nhận góp vốn do đó không có kỳ hạn và hoàn vốn.
- Cổ tức của cổ phiếu tùy thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- Nếu công ty bị phá sản, cổ đông thường là người cuối cùng được hoàn vốn.
- Giá trị cổ phiếu biến động rất nhanh, nhất là trên thị trường thứ cấp, do nhiều nhân tố nhưng cơ bản là hiệu quả kinh doanh và giá trị thị trường của công ty.

Các loại cổ phiếu thường

Phần lớn cổ phiếu của các công ty cổ phần là cổ phiếu thường với những đặc điểm nêu trên, nhưng đôi khi công ty cũng phát hành những loại cổ phiếu thường khác với những đặc điểm riêng từ sự khác biệt liên quan đến quyền bầu cử hay quyền được hưởng cổ tức. Cổ phiếu thường gồm các loại sau:

Cổ phiếu thường loại “A”: là loại cổ phiếu phát hành ra công chúng và được hưởng cổ tức nhưng không có quyền bầu cử.

Cổ phiếu thường loại “B”: thường được gọi là cổ phiếu sáng lập viên, có quyền bầu cử nhưng chỉ được hưởng cổ tức khi khả năng sinh lợi của công ty đã đến một giai đoạn tăng trưởng nhất định.

Cổ phiếu thường có gộp lãi: tức là người sở hữu cổ phiếu không nhận cổ tức bằng tiền mặt mà sẽ nhận được cổ tức bằng một số cổ phiếu có giá trị tương đương mới phát hành mà không phải góp thêm vốn.

Ngoài ra, tùy đặc điểm của công ty mà còn có những loại cổ phiếu thường khác như: cổ phiếu “thượng hạng” (Blue chip stocks), cổ phiếu tăng trưởng (Growth stocks), cổ phiếu thu nhập (Income stocks), cổ phiếu chu kỳ (Cyclical stocks)...

➤ *Cổ phiếu ưu đãi*

Cổ phiếu ưu đãi là loại chứng khoán có đặc điểm vừa giống với trái phiếu vừa giống cổ phiếu thường. Chứng nhận cổ đông được ưu tiên so với cổ đông thường về mặt tài chính nhưng bị hạn chế về quyền hạn đối với công ty góp vốn như không được tham gia ứng cử và bầu cử vào HĐQT hoặc Ban Kiểm soát công ty; nhưng được ưu tiên chia

cổ tức và trả nợ trước cổ đông thường trong trường hợp công ty bị phá sản. Cổ phiếu ưu đãi có những đặc điểm sau:

- Là chứng khoán vốn không có kỳ hạn và không hoàn lại vốn.
- Cổ phiếu ưu đãi được ấn định tỷ lệ lãi cố định tính trên mệnh giá.

Các loại cổ phiếu ưu đãi theo Luật doanh nghiệp Việt Nam bao gồm:

Cổ phiếu ưu đãi biểu quyết: là cổ phiếu có số phiếu biểu quyết nhiều hơn so với cổ phần phổ thông và số phiếu do Điều lệ công ty quy định.

Cổ phiếu ưu đãi cổ tức: là cổ phiếu được trả cổ tức với mức cao hơn so với mức cổ tức của cổ phần phổ thông hoặc mức ổn định hàng năm.

Cổ phiếu ưu đãi hoàn lại: là loại sẽ được công ty hoàn lại vốn góp bất kỳ lúc nào theo yêu cầu của người sở hữu hoặc theo điều kiện được ghi tại cổ phiếu.

c. Chứng chỉ quỹ đầu tư

Theo Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ thì Quỹ đầu tư chứng khoán là quỹ hình thành từ vốn góp của những người đầu tư ủy thác cho công ty quản lý quỹ quản lý và đầu tư tối thiểu 60% giá trị tài sản của quỹ vào chứng khoán.

Việc huy động vốn vào quỹ đầu tư được thực hiện theo những cách thức sau:

- *Cách thứ nhất*, một công ty được thành lập theo quy định của pháp luật hiện hành sẽ phát hành các cổ phần ra công chúng. Khi mua cổ phần, người đầu tư sẽ trở thành cổ đông của quỹ và có đầy đủ quyền do pháp luật quy định. Quỹ có tư cách pháp nhân, được gọi là quỹ đầu tư dạng công ty.

- *Cách thứ hai*, một công ty quản lý quỹ sẽ huy động vốn bằng cách lấy tổng vốn huy động chia thành các phần bằng nhau, mỗi phần tương ứng với một chứng chỉ quỹ, công ty sẽ bán các chứng chỉ ra công chúng. Theo mô hình này, người mua chứng chỉ quỹ sẽ không tham gia vào quá trình ra quyết định đầu tư mà ủy thác việc quản lý cho công ty. Quỹ chỉ đơn thuần là một khoản tiền, không có tư cách pháp nhân. Công ty quản lý quỹ sẽ đảm nhận cả hai khâu huy động và đầu tư vốn vào các chứng khoán.

Dựa trên hình thái vận động của vốn, có thể phân loại quỹ đầu tư thành quỹ đóng và quỹ mở.

Đối với Quỹ đóng, các chứng chỉ quỹ chỉ được phát hành một lần với một số lượng xác định. Quỹ đóng không mua lại chứng chỉ quỹ khi nhà đầu tư có nhu cầu bán lại và cũng không phát hành bổ sung. Nhà đầu tư sẽ mua bán chứng chỉ quỹ trên thị trường TTCK tập trung giống như bất kỳ một loại chứng khoán niêm yết nào khác.

Đối với Quỹ mở, quỹ mở liên tục phát hành chứng chỉ quỹ ra công chúng, số lượng có thể không hạn chế và sẵn sàng mua lại chứng chỉ quỹ khi nhà đầu tư có nhu cầu bán. Chứng chỉ quỹ mở không giao dịch trên thị trường thứ cấp mà giao dịch thẳng với các đại lý được ủy quyền của Quỹ.

d. Các chứng khoán phái sinh

Chứng khoán phái sinh là những công cụ tài chính được phát hành trên cơ sở những công cụ đã có như cổ phiếu, trái phiếu nhằm nhiều mục tiêu khác nhau như phân tán rủi ro, bảo vệ lợi nhuận hoặc tạo lợi nhuận. Các công cụ phái sinh cũng được mua bán trên thị trường bao gồm hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn, chứng quyền, quyền mua cổ phần.

➤ *Hợp đồng tương lai (Future contracts)*

Hợp đồng tương lai là một cam kết bằng văn bản về việc người bán sẽ chuyển giao một tài sản hay chứng khoán cụ thể vào một ngày nào đó trong tương lai cho người mua với mức giá thỏa thuận tại thời điểm hiện tại.

Để tránh thiệt hại có thể xảy ra trong quá trình thực hiện hợp đồng, vào lúc ký kết cả hai bên liên quan đều được yêu cầu ký quỹ nhằm bảo đảm thực hiện hợp đồng.

➤ *Hợp đồng quyền chọn (Option contracts)*

Hợp đồng quyền chọn là một hợp đồng được ký kết giữa một bên là “người ký phát” và một bên là người mua hợp đồng, trong đó cho phép người mua hợp đồng được quyền mua hoặc bán cho người ký phát một số lượng chứng khoán với giá cả nhất định và trong một thời hạn quy định trong tương lai. Quyền chọn có hai loại là quyền chọn mua và quyền chọn bán.

Hợp đồng quyền chọn cung cấp *quyền* cho người sở hữu nó chứ không phải *nghĩa vụ* mua hoặc bán. Vì vậy, người chủ của quyền chọn có thể thực hiện hay không

thực hiện *quyền* trong thời gian hiệu lực của hợp đồng. Nếu không thực hiện, người chủ *quyền chọn* có thể bán nó trên TTCK.

➤ *Chứng quyền (Warrants)*

Chứng quyền là loại chứng khoán được phát hành kèm theo trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, cho phép người nắm giữ chứng khoán đó được quyền mua một khối lượng cổ phiếu phổ thông nhất định mới phát hành với mức giá đã được xác định trước trong một thời kỳ nhất định.

Người nắm giữ chứng quyền có thể giữ lại trái phiếu bán chứng quyền và ngược lại hoặc giữ lại cả hai, hoặc bán cả hai. Thị giá của chứng quyền tùy thuộc vào các yếu tố như giá chuyển đổi, thời hạn còn lại của chứng quyền.

➤ *Quyền mua cổ phần (Rights)*

Quyền mua cổ phần hay còn gọi là quyền tiên mãi là một chứng khoán ghi nhận quyền dành cho cổ đông của công ty cổ phần được mua trước một số lượng cổ phiếu nhất định mới phát hành tương ứng với tỷ lệ cổ phần họ đang nắm giữ.

Người nắm giữ quyền mua cổ phiếu có thể sử dụng để mua cổ phiếu mới hoặc bán cho người khác trên TTCK và nếu quá hạn thì xem như bị hủy bỏ. Giá của quyền mua cổ phiếu phụ thuộc vào nhiều yếu tố như giá trị, thời hạn còn lại của quyền...

1.2.4.2 Các thành phần tham gia trên thị trường Chứng khoán

Các tổ chức và cá nhân tham gia TTCK có thể được chia thành ba nhóm sau: nhà phát hành, nhà đầu tư và các tổ chức có liên quan đến chứng khoán.

➤ *Nhà phát hành*

Nhà phát hành là các tổ chức thực hiện huy động vốn thông qua TTCK. Nhà phát hành là người cung cấp các chứng khoán - hàng hoá của TTCK bao gồm:

- *Chính phủ và chính quyền địa phương* là nhà phát hành các trái phiếu Chính phủ và trái phiếu địa phương.
- *Công ty* là nhà phát hành các cổ phiếu và trái phiếu công ty.
- *Các tổ chức tài chính* là nhà phát hành các công cụ tài chính như các trái phiếu, chứng chỉ thụ hưởng... phục vụ cho hoạt động của họ.

➤ *Nhà đầu tư*

Nhà đầu tư là những người thực sự mua và bán chứng khoán trên TTCK. Nhà đầu tư có thể được chia thành 2 loại: nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức.

- *Các nhà đầu tư cá nhân*: Là những người có vốn nhàn rỗi tham gia TTCK với mục đích tìm kiếm lợi nhuận.
- *Các nhà đầu tư có tổ chức*: thường xuyên mua bán chứng khoán với số lượng lớn trên thị trường và được thực hiện bởi các chuyên gia có kinh nghiệm.
- *Nhà môi giới-Công ty chứng khoán*: là những công ty hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán có thể đảm nhận một hoặc nhiều các nghiệp vụ chính là bảo lãnh phát hành, môi giới, tự doanh, quản lý quỹ đầu tư và tư vấn đầu tư chứng khoán.

➤ *Các tổ chức liên quan đến thị trường chứng khoán*

- *Ủy ban chứng khoán*: Cơ quan này được thành lập để thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với TTCK.
- *Sở giao dịch chứng khoán*: Thực hiện vận hành thị trường thông qua bộ máy tổ chức bao gồm nhiều bộ phận khác nhau phục vụ trên Sở giao dịch chứng khoán.
- *Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán*: được thành lập với mục đích bảo vệ lợi ích cho các công ty thành viên và cho toàn ngành chứng khoán nói chung.

1.2.5 Cơ chế điều hành và nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán

1.2.5.1 Cơ chế điều hành và giám sát thị trường chứng khoán

Nhìn chung các tổ chức tham gia quản lý và giám sát TTCK gồm 2 nhóm: các cơ quan quản lý của Chính phủ và các tổ chức tự quản.

➤ *Các cơ quan quản lý của Chính phủ*

Đây là các cơ quan thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với hoạt động của TTCK. Nhìn chung, các cơ quan này chỉ thực hiện các chức năng quản lý chung chứ không trực tiếp điều hành và giám sát thị trường. Các cơ quan này có thẩm quyền ban hành các quy định điều chỉnh hoạt động trên thị trường tạo cơ sở cho các tổ chức tự quản trực tiếp thực hiện các chức năng điều hành và giám sát thị trường của mình.

Ủy ban chứng khoán là cơ quan quản lý chuyên ngành của Nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán với các chức năng sau:

- Thực hiện các quy định quản lý ngành chứng khoán của Bộ Tài chính.
- Kiểm soát mọi vấn đề trong hoạt động thị trường như đăng ký chứng khoán, giám sát các công ty niêm yết, phát hiện và xử lý các trường hợp gian lận.
- Quản lý trực tiếp các tổ chức tự quản, giám sát hoạt động của các tổ chức này.
- Thanh tra đối với các cá nhân hay tổ chức để đảm bảo lợi ích chung của công chúng trong trường hợp có sự vi phạm pháp luật.

➤ *Các tổ chức tự quản*

Nhìn chung, các tổ chức tự quản gồm Sở giao dịch và Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán.

Sở giao dịch là tổ chức tự quản bao gồm các công ty chứng khoán thành viên, trực tiếp điều hành và giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán thực hiện trên Sở. Sở giao dịch thực hiện một số chức năng sau:

- Điều hành các hoạt động giao dịch diễn ra trên Sở.
- Giám sát, theo dõi các giao dịch giữa các công ty thành viên và khách hàng.
- Hoạt động điều hành và giám sát của Sở giao dịch phải phù hợp với quy định.

Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán là tổ chức của các công ty chứng khoán được thành lập với mục đích tạo ra tiếng nói chung cho toàn ngành kinh doanh chứng khoán và đảm bảo lợi ích chung của TTCK. Hiệp hội có các chức năng sau:

- Điều hành và giám sát thị trường giao dịch phi tập trung.
- Đưa ra các quy định chung cho các công ty chứng khoán thành viên.
- Thu nhận và điều tra các khiếu nại của khách hàng liên quan đến TTCK.
- Đề xuất và gợi ý với các cơ quan quản lý Nhà nước các vấn đề về TTCK.

1.2.5.2 Nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán

Hoạt động của thị trường chứng khoán được dựa trên các nguyên tắc cơ bản sau:

- *Nguyên tắc cạnh tranh (nguyên tắc đấu giá)*

Giá cả trên TTCK phản ánh quan hệ cung-cầu về chứng khoán và thể hiện tương quan

cạnh tranh giữa các công ty. Trên thị trường sơ cấp, các nhà phát hành cạnh tranh với nhau để bán chứng khoán của mình cho các nhà đầu tư, các nhà đầu tư được tự do lựa chọn các chứng khoán theo các mục tiêu của mình. Trên thị trường thứ cấp, các nhà đầu tư cũng cạnh tranh tự do để tìm kiếm cho mình một lợi nhuận cao nhất và giá cả được hình thành theo phương thức đấu giá.

Khi thực hiện nguyên tắc đấu giá bao giờ cũng tuân thủ theo các thứ tự ưu tiên về giá (giá đặt mua cao nhất và giá chào bán thấp nhất), về thời gian, về khách hàng (ưu tiên nhà đầu tư cá nhân trước), về quy mô lệnh.

- *Nguyên tắc công bằng*

Công bằng có nghĩa là mọi người tham gia thị trường đều phải tuân thủ những qui định chung, được bình đẳng trong việc chia sẻ thông tin và trong việc gánh chịu các hình thức xử phạt nếu vi phạm vào những qui định đó.

- *Nguyên tắc công khai*

Chứng khoán là loại hàng hoá trừu tượng nên TTCK phải được xây dựng trên cơ sở hệ thống công bố thông tin tốt. Theo luật định, tổ chức phát hành có nghĩa vụ phải cung cấp thông tin đầy đủ theo chế độ thường xuyên và đột xuất thông qua các phương tiện thông tin đại chúng, Sở giao dịch, các công ty chứng khoán và các tổ chức liên quan. Việc công khai thông tin về TTCK phải thỏa mãn các yêu cầu: (1) Chính xác, (2) Kịp thời, (3) Dễ tiếp cận.

- *Nguyên tắc trung gian*

Nguyên tắc này có nghĩa là các giao dịch chứng khoán được thực hiện thông qua tổ chức trung gian là các công ty chứng khoán. Trên thị trường sơ cấp, các nhà đầu tư không mua trực tiếp của nhà phát hành mà mua từ các nhà bảo lãnh phát hành. Trên thị trường thứ cấp, thông qua các nghiệp vụ môi giới kinh doanh, các công ty chứng khoán mua-bán chứng khoán giúp khách hàng hoặc kết nối các khách hàng với nhau qua việc thực hiện các giao dịch mua bán chứng khoán trên tài khoản của mình.

- *Nguyên tắc tập trung*

Các giao dịch chứng khoán chỉ diễn ra trên sở giao dịch và trên thị trường OTC dưới sự kiểm tra giám sát của cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức tự quản.

Các nguyên tắc trên đây nhằm đảm bảo cho giá cả chứng khoán được hình thành một cách thống nhất, công bằng cho tất cả các bên giao dịch. Do đó, ở hầu hết các nước trên thế giới hiện nay, mỗi nước chỉ có một Sở giao dịch chứng khoán duy nhất. Tuy nhiên, người dân ở mọi miền đất nước đều có thể tiếp cận thị trường thông qua các phòng giao dịch của công ty chứng khoán mở tới các điểm dân cư.

1.3 LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Trong những năm 1950, lần đầu tiên người ta sử dụng máy tính trong phân tích các hiện tượng kinh tế. Tuy vậy, những nhà nghiên cứu đã thất bại trong việc tìm ra quy luật phát triển kinh tế mang tính chu kỳ nếu chỉ dựa trên sự phân tích một vài biến số kinh tế. Nghiên cứu sự biến động của giá cổ phiếu cũng không phải là một ngoại lệ.

Năm 1953, lần đầu tiên Maurice Kendall công bố nghiên cứu của mình về giá của cổ phiếu. Theo kết quả này, giá của cổ phiếu thay đổi ngẫu nhiên, không có quy luật và không thể dự đoán được.

Bằng một loạt nghiên cứu của các nhà khoa học, người ta nhận thấy rằng chính sự thay đổi ngẫu nhiên này là biểu hiện của một thị trường hiệu quả. Những nghiên cứu đã chỉ ra rằng chính sự cạnh tranh giữa các nhà đầu tư đã dẫn đến một thị trường hiệu quả. Lý thuyết thị trường hiệu quả đã có những ứng dụng nhất định trong việc xây dựng chính sách đầu tư¹. [17]

1.3.1 Lý thuyết thị trường hiệu quả và tính ngẫu nhiên của thị trường

1.3.1.1 Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient market theory)

Khái niệm tính hiệu quả của thị trường rất phổ biến từ những năm 60 của thế kỷ 20. Thị trường hiệu quả được hiểu theo ba khía cạnh đó là: (1) Phân phối hiệu quả, (2) hoạt động hiệu quả và (3) thông tin hiệu quả. Một thị trường chỉ được coi là hiệu quả hoàn toàn khi nó đồng thời đạt được hiệu quả trên cả ba mặt trên.

¹ Lê Thị Mai Linh (2003), *Phân tích và đầu tư chứng khoán*, Nxb Chính trị quốc gia, trang 285-291.

- Thị trường được xem là hiệu quả về mặt phân phối khi các các nguồn tài nguyên khan hiếm được phân phối để sử dụng một cách tốt nhất. Điều này có nghĩa là chỉ những người trả giá cao nhất cho các nguồn tài nguyên đó mới giành được quyền sử dụng chúng. Đối với thị trường vốn nói chung và TTCK nói riêng, vai trò của nó là phân phối các nguồn vốn có thể đầu tư sao cho có hiệu quả nhất.
- Thị trường được xem là hiệu quả về mặt hoạt động khi các chi phí giao dịch trong thị trường đó được quyết định theo quy luật cạnh tranh. Nói cách khác, thị trường này được đặt trong môi trường cạnh tranh giữa các nhà tiếp thị và nhà môi giới kiếm lợi nhuận thông thường (không phải lợi nhuận độc quyền) thông qua các hoạt động của mình. Khi chi phí giao dịch bằng 0 thì thị trường được coi là hiệu quả. Tuy nhiên trên thực tế, các thị trường sẽ không tồn tại nếu chi phí hoạt động của những người vận hành thị trường không được bù đắp.
- Thị trường được coi là hiệu quả về mặt thông tin nếu thị giá hiện hành phản ánh đầy đủ và tức thời tất cả các thông tin có ảnh hưởng tới thị trường.

Tuy ba mặt cấu thành của thị trường hiệu quả này có sự gắn bó và phụ thuộc lẫn nhau, nhưng trong lý thuyết thị trường hiệu quả người ta giả định là thị trường chứng khoán có hiệu quả về mặt phân phối và hiệu quả hoạt động. Vì vậy, chúng ta chỉ xét thị trường này trong điều kiện hiệu quả về mặt thông tin. Khi nói đến thị trường hiệu quả thì đồng nghĩa với quan điểm là thị trường hiệu quả về mặt thông tin. Từ đó, giả thiết về thị trường hiệu quả được phát biểu như sau:

Thị trường hiệu quả là thị trường trong đó giá cả của chứng khoán đã phản ánh đầy đủ tức thời tất cả các thông tin hiện có trên thị trường. Khi giả thiết này đúng có nghĩa là giá cả chứng khoán được xác định tại mức công bằng và phản ánh đầy đủ thông tin hiện có trên thị trường; việc giá chứng khoán tăng hay giảm là do và chỉ do nó phản ứng đối với các thông tin mới. Mà theo định nghĩa, thông tin mới là các thông tin không thể dự đoán được. Do vậy, sự thay đổi về giá chứng khoán do tác động của các thông tin mới cũng là không thể dự đoán được. Tức là, giá chứng khoán thay đổi một cách ngẫu nhiên và không dự đoán được.

Tuy nhiên, cũng cần phân biệt về tính ngẫu nhiên của biến động giá với sự bất hợp lý về mức giá. Nếu giá cả được hình thành một cách hợp lý thì chỉ những thông tin mới mới làm giá đó thay đổi. [17]

1.3.1.2 Học thuyết về tính ngẫu nhiên (Random Walks)

Giả sử Maurice Kendall khám phá ra rằng giá của cổ phiếu có thể dự đoán được trước và có thể sử dụng phương pháp của ông để dự đoán được giá cổ phiếu thì các nhà đầu tư sẽ nhanh chóng tìm cách đạt được lợi nhuận bằng cách mua khi giá có khuynh hướng tăng và bán khi giá có khuynh hướng giảm. Nhưng trong thực tiễn, tình trạng này không thể tồn tại một cách lâu dài. Sự phán đoán về khả năng tăng giá trong tương lai sẽ ngay lập tức làm giá hiện tại tăng. Nói cách khác, giá cổ phiếu sẽ phản ứng ngay đối với bất kỳ thông tin mới nào được tiềm ẩn trong dự đoán của mô hình.

Nói một cách khái quát, người ta có thể thấy rằng: bất cứ một thông tin nào được sử dụng để dự đoán diễn biến của cổ phiếu đều đã được phản ánh hoàn toàn trong giá của cổ phiếu đó. Chừng nào còn có những thông tin khác chỉ ra rằng giá cổ phiếu đang bị đánh giá dưới giá trị, các nhà đầu tư sẽ đổ xô vào việc mua chứng khoán này và ngay lập tức giá cổ phiếu đó sẽ được đẩy lên ở mức hợp lý mà tại đó lợi suất của nó đúng bằng lợi suất bình thường đủ để bù đắp cho rủi ro của cổ phiếu đó.

Nhưng giả thiết rằng, tất cả những thông tin đều có thể tiếp cận được, giá của cổ phiếu chỉ tăng hay giảm khi xuất hiện những thông tin được xem là mới. Những thông tin mới là thông tin không thể dự đoán được, nếu là loại thông tin dự đoán được thì dự đoán đó đã sẵn sàng được phản ánh vào trong giá của cổ phiếu. Vì vậy, giá của cổ phiếu khi nhận được những thông tin mới cũng sẽ thay đổi không thể dự đoán được.

Đây chính là cốt lõi của lý luận cho rằng giá của cổ phiếu diễn biến một cách ngẫu nhiên (Random Walk).

Cần thiết phải phân biệt tính ngẫu nhiên của việc thay đổi giá với tính không hợp lý trong mức giá. Nếu giá được xác lập một cách hợp lý thì chỉ những thông tin mới mới tạo ra sự thay đổi giá. Vì vậy, tính ngẫu nhiên sẽ là kết quả tất yếu của giá khi giá này đã bao hàm tất cả những thông tin hiện tại. Nếu giá của cổ phiếu có thể dự

đoán được thì đây là bằng chứng thị trường không hiệu quả, bởi vì các thông tin chưa được phản ánh vào trong giá. Vì vậy, một thị trường được coi là hiệu quả nếu giá của cổ phiếu phản ánh tất cả các thông tin hiện có trên thị trường. [17]

1.3.1.3 Các dạng của thị trường hiệu quả

Sự phân chia các mức độ của thị trường hiệu quả là dựa trên mức độ khác nhau của tiêu thức mà những thông tin đã phản ánh trong giá chứng khoán. Có ba mức độ thị trường hiệu quả gồm:

- ***Mức độ thứ nhất: Thị trường hiệu quả dạng yếu (Weak Form)***

Hiệu quả dạng yếu giả định rằng giá cả chứng khoán đã phản ánh đầy đủ và kịp thời những thông tin trong quá khứ về giao dịch của thị trường như khối lượng giao dịch, giá cả chứng khoán...

Xem xét một ví dụ như sau: Giả sử thị trường tồn tại một quy luật trong quá khứ như sau: giá của chứng khoán giảm vào ngày giao dịch cuối cùng của năm và tăng lên trong ngày giao dịch đầu tiên của năm mới. Dưới những giả thuyết của dạng yếu, thị trường sẽ nhanh chóng nhận thức điều này và các nhà đầu tư sẽ đồng loạt mua chứng khoán vào ngày cuối năm để bán chúng vào ngày đầu tiên của năm sau. Vì vậy, ngay lập tức quy luật cung-cầu sẽ gây sức ép buộc giá cả trở về trạng thái cân bằng và xóa bỏ hiện tượng này.

Khi dạng yếu của thị trường tồn tại thì các nhà phân tích kỹ thuật trở nên bị vô hiệu hóa. Các nhà phân tích kỹ thuật thường theo dõi sự thay đổi của giá cổ phiếu qua một loạt các thời điểm khác nhau. Nếu họ nhận ra sự biến động giá tuân theo một số dạng nhất định, thì dự đoán rằng điều này sẽ được lặp lại theo cùng quy luật trong tương lai. Để làm được điều này, các nhà phân tích sử dụng các phương pháp phân tích để phân tích giá cả quá khứ của cổ phiếu, từ đó dự đoán cho giá tương lai. Tuy nhiên, nếu trường hợp dạng yếu của thị trường tồn tại thì không có bất kỳ những thông tin nào trong quá khứ có tác dụng để dự đoán cho tương lai. Bất cứ một thông tin nào có được trong quá khứ đều đã được nghiên cứu bởi hàng nghìn nhà phân tích trên thị trường. Những chuyên gia này đã hành động theo cách mà họ đã tìm ra và điều này được phản ánh rất nhanh trong giá cổ phiếu. Giả sử những thông tin này chứa đựng những dấu

hiệu về tương lai, khi đó tất cả các nhà đầu tư sẽ tìm cách để khai thác triệt để dấu hiệu này. Cuối cùng, những thông tin này trở thành sự hiểu biết của tất cả công chúng và do vậy giá của cổ phiếu sẽ nhanh chóng được điều chỉnh thăng bằng lại.

- **Mức độ thứ hai: Thị trường hiệu quả dạng trung bình (Semi Strong Form)**

Hiệu quả dạng trung bình giả định rằng giá của chứng khoán đã phản ánh tất cả các thông tin liên quan đến công ty được công bố ra công chúng. Ngoài những thông tin trong quá khứ, những thông tin cơ bản của công ty mà công chúng đầu tư có thể dễ dàng thu được như năng lực sản xuất, chất lượng quản lý, báo cáo tài chính, bí quyết sản xuất, dự đoán thu nhập, mô hình kế toán. Những thông tin cần thiết của các công ty đang cạnh tranh và những dự đoán khác về tình hình hoạt động và tình hình tài chính... đều đã được phản ánh trong giá của cổ phiếu. Nếu bất cứ nhà đầu tư nào cũng có được những thông tin từ nguồn thông tin đại chúng thì tức là nó đã sẵn sàng được phản ánh trong giá của chứng khoán. Ngoài ra, những thông tin mang tính chất dự đoán như các đánh giá dự báo, tin đồn... đều được nhà đầu tư đưa vào để xác định giá.

Nếu thị trường hiệu quả dạng trung bình tồn tại, không có hình thức phân tích nào (kể cả phân tích cơ bản lẫn kỹ thuật) có khả năng đem lại cho nhà đầu tư lợi nhuận siêu ngạch nếu việc phân tích chỉ dựa trên những số liệu từ nguồn được công bố ra công chúng và những thông tin dự đoán mà cả thị trường đều biết.

Xem xét một ví dụ như sau: một nhà phân tích sử dụng bảng tổng kết tài sản của công ty nhằm tìm kiếm lợi nhuận siêu ngạch sẽ không thể mang lại kết quả như mong muốn bởi những thông tin dạng này dễ dàng kiếm được do hàng nghìn nhà phân tích trên thị trường. Hành động của các nhà phân tích này nhanh chóng làm giá cả chứng khoán được điều chỉnh để phản ánh những thông tin cần thiết trong bảng tổng kết tài sản. Quá trình tương tự như vậy cũng sẽ diễn ra cho tất cả các thông tin khác đã được công bố ra công chúng.

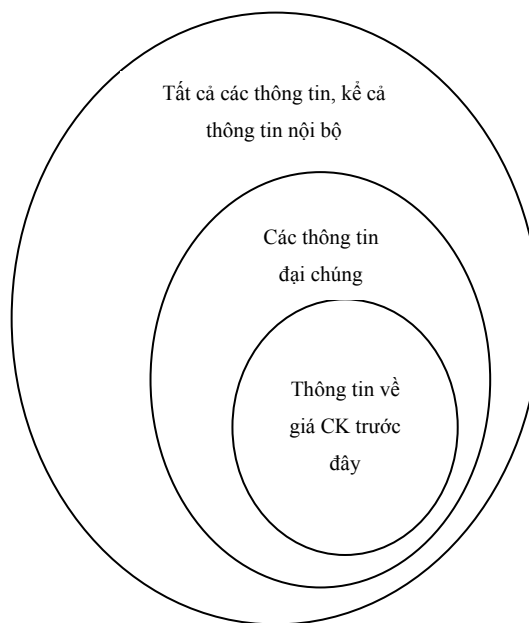
- **Mức độ cao nhất: Thị trường hiệu quả dạng mạnh (Strong Form)**

Hiệu quả dạng mạnh giả định rằng giá của cổ phiếu đã phản ánh tất cả những thông tin cần thiết có liên quan đến công ty, thậm chí cả những thông tin nội gián. Điều này nói lên rằng các thị trường phản ứng nhanh với bất kỳ thông tin nào, kể cả những thông tin

mang tính chất nội bộ hay cá nhân, làm cho khả năng tìm kiếm lợi nhuận siêu ngạch khó xảy ra. Như vậy, thị trường hiệu quả dạng mạnh không cho phép tồn tại phân tích kỹ thuật lẫn cơ bản.

Về vấn đề này, có nhiều quan điểm không đồng nhất. Một số ý kiến tranh luận rằng, chỉ có một bộ phận nhỏ những cá nhân có thể có được những thông tin quan trọng trước khi chúng được công bố ra công chúng, do đó họ có thể sẽ thu được lợi nhuận siêu ngạch. Nhưng thực tế, hầu như ở tất cả các nước, những hành động như vậy bị xem là vi phạm pháp luật. Do vậy, hình thái thị trường này khó đứng vững.

Hình vẽ 1.2 dưới đây mô tả mối quan hệ các thông tin dưới các dạng hiệu quả khác nhau của thị trường.



Hình 1.2 Mối quan hệ về thông tin dưới các dạng thị trường hiệu quả

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 luôn cố tìm cách tối đa hóa lợi nhuận của mình; (6) Có vô vàn 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. [23]

1.3.2 Thị trường hiệu quả

Trên các thị trường chứng khoán phát triển, mặc dù có nhiều bằng chứng có thể chứng minh rằng thị trường là hiệu quả, nhưng cũng có một số trường hợp đặc biệt vẫn có thể tìm thấy trong thực tế để chứng minh rằng thị trường không hiệu quả.

Một số trường hợp cụ thể trong thực tế có thể xem xét sau đây¹: [17]

➤ *Ảnh hưởng của ngày nghỉ*

Đây là một ảnh hưởng nhỏ, chưa thể giải thích rõ ràng nhưng lại rất có ý nghĩa về mặt thống kê. Qua thống kê, người ta nhận thấy rằng giá cổ phiếu có khuynh hướng giảm vào ngày thứ sáu cuối tuần và vào phiên giao dịch của sáng thứ hai đầu tuần. Chính vì hiện tượng này gắn liền với giá mở cửa ngày thứ hai nên tên gọi được đặt là ảnh hưởng của ngày nghỉ.

Mặc dù đến nay chưa có lời giải thích thỏa đáng nào cho hiện tượng này, nhưng một lý do có thể đưa ra là những tin tức xấu có thể thường xuất hiện vào cuối tuần. Tuy nhiên, sau khi trừ chi phí giao dịch, lợi nhuận thu được từ ảnh hưởng này hầu như không đáng kể vì giá của cổ phiếu chênh lệch rất thấp.

➤ *Ảnh hưởng của tháng giêng*

Theo số liệu thống kê cho thấy thu nhập của cổ phiếu trong tháng giêng cao hơn các tháng khác trong năm. Người ta chưa đưa ra một lý do nào cho vấn đề này. Một giải thích được đưa ra là các nhà đầu tư muốn bán những chứng khoán bị giảm giá vào cuối năm để khấu trừ vào thuế trước khi kết thúc năm tài khóa.

Những nhà đầu tư này chưa sử dụng ngay số tiền thu được từ việc bán cổ phiếu trên để mua cổ phiếu mới cho đến đầu năm sau. Tại thời điểm đầu năm mới, sức ép cho nhu cầu của việc mua vào cổ phiếu đã tạo ra hiện tượng tăng giá chứng khoán. Do vậy,

¹ Lê Thị Mai Linh (2003), *Phân tích và đầu tư chứng khoán*, Nxb Chính trị quốc gia, trang 295-297.

nếu ai đó mua chứng khoán vào cuối năm và bán chúng vào đầu năm sau sẽ có thể thu được khoản lợi tức cao hơn, hiện tượng này được gọi là ảnh hưởng tháng giêng.

➤ *Ảnh hưởng của các công ty nhỏ*

Qua các nghiên cứu của các nhà kinh tế học cho thấy, đầu tư vào các công ty nhỏ thường cho lợi suất cao hơn các công ty lớn. Người ta thấy rằng ảnh hưởng của công ty nhỏ và ảnh hưởng tháng giêng có sự liên hệ chặt chẽ với nhau. Lợi suất phụ trội trong tháng giêng lại thường xuyên xuất hiện đối với các công ty nhỏ. Hiện tượng này được giải thích như sau:

- Các công ty nhỏ ít được các nhà phân tích chú ý. Điều này làm cho một số nhà đầu tư có thể thu được lợi nhuận khi khám phá và khai thác các thông tin có lợi.
- Các công ty nhỏ thường có độ rủi ro cao hơn các công ty lớn. Những nhà đầu tư tham gia cuộc chơi với loại cổ phiếu này cũng là những người dám chấp nhận rủi ro cao hơn và dĩ nhiên lợi nhuận thu được phải cao hơn để bù đắp rủi ro này.

1.3.3 Kết luận về thị trường hiệu quả

Một thị trường chứng khoán được coi là hiệu quả nếu tất cả những thông tin có thể biết đã được phản ánh trong giá của chứng khoán. Tính hiệu quả của thị trường biểu hiện ở các cấp độ khác nhau, tùy thuộc vào loại thông tin được phản ánh trong giá chứng khoán. Một thị trường hiệu quả dạng yếu nếu những diễn biến về giá trước đó không cho phép dự đoán được sự thay đổi giá trong tương lai. Thị trường hiệu quả dạng trung bình có liên quan đến cả những thông tin không phải thuộc về quá khứ, đó là tất cả những thông tin liên quan đến công ty được công bố ra công chúng. Hiệu quả dạng mạnh của thị trường là loại có liên quan đến cả nhóm các nhà đầu tư đặc biệt- những người có thông tin nội gián.

Tóm lại, một thị trường được xem là hiệu quả sẽ có những biểu hiện thông qua các đặc trưng chính sau đây:

- *Thứ nhất*, giá chứng khoán thay đổi kịp thời và chính xác đối với những thông tin mới và có một số lượng lớn nhà đầu tư biết tối đa hóa lợi nhuận.

- *Thứ hai*, sự thay đổi tỷ suất lợi nhuận được quyết định bởi sự thay đổi của lãi suất đầu tư phi rủi ro và phụ phí rủi ro. Mọi sự thay đổi của giá chứng khoán xuất phát từ các sự kiện khác đều ngẫu nhiên không dự đoán trước được.
- *Thứ ba*, những nguyên tắc hoặc kinh nghiệm đều không thể áp dụng để thu được lợi nhuận siêu ngạch.
- *Thứ tư*, các nhà đầu tư chuyên nghiệp không thể dùng các hình thức phân tích chuyên nghiệp (phân tích cơ bản và kỹ thuật) để thu được lợi nhuận siêu ngạch cả trên hai phương diện cá nhân cũng như tổ chức. [17]

1.3.4 Kiểm định mức độ hiệu quả của thị trường

Trong suốt nửa thế kỷ qua, các học giả đã tìm ra rất nhiều phương pháp để kiểm định mức độ 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 các thông tin tài chính công ty (lợi nhuận, cổ tức, chia tách cổ phiếu...) đến giá của cổ phiếu. Còn việc kiểm tra hiệu quả dạng mạnh thì rất khó, thậm chí khó đến mức hình thành ra một số phản đề của lý thuyết thị trường hiệu quả như Lý thuyết đại lý (Agency theory) và Cai quản công ty (Corporate governance). [23]

1.3.4.1 Kiểm định thống kê về tính độc lập của tỷ suất sinh lợi

Giả thiết thị trường hiệu quả cho rằng tỷ suất sinh lợi của chứng khoán qua thời gian sẽ độc lập với tỷ suất sinh lợi của chứng khoán khác vì thông tin mới đến thị trường một cách ngẫu nhiên, độc lập và giá chứng khoán được điều chỉnh một cách nhanh chóng theo các thông tin 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 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 $(t+1)$. Sử dụng Kiểm định thống kê về tính độc lập để 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. Do vậy, sẽ kiểm định tính tương quan giữa các biến trong phương trình sau¹:

$$ROI_{ij} = \beta_0 + \sum \beta_i r_{t-i} + \varepsilon_i \quad (1.1) [46]$$

Trong đó:

ROI_{ij} : Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán j ở ngày t

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

β_0 : Hệ số tự do (tung độ gốc)

β_i : Hệ số mô hình

ε_i : Sai số của hồi quy (nhiều ngẫu nhiên)

Tiến hành kiểm định giả thuyết về tính tương quan của các biến trong phương trình (1.1) với độ tin cậy là 95% (mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$). Khi không có mối liên hệ tuyến tính giữa các biến trong phương trình (1.1) thì hệ số $\beta_i = 0$ và ngược lại nếu $\beta_i \neq 0$ có mối liên hệ tuyến tính giữa các biến trong phương trình. Như vậy, nếu giữa các biến trong mô hình (1.1) có sự tương quan thì thị trường không hiệu quả. [8]

1.3.4.2 Các tiêu chí xem xét mức độ hiệu quả của thị trường

Để xem xét mức độ hiệu quả của thị trường, người ta thường xem xét dựa trên những tiêu chí cơ bản sau đây:

- (1) Phân phối chuẩn của tỷ suất sinh lợi.
- (2) Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi của các chứng khoán trên thị trường.
- (3) Hệ số tự tương quan của tỷ suất sinh lợi.
- (4) Quy mô thị trường và độ thanh khoản của thị trường. [24]

➤ *Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán*

Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán (ROI) được tính theo công thức sau đây:

¹ Robert S.Pindyck, Daniel L.Rubinfeld (1991), *Econometric Models and Economics forecasts*, 3rd Edition, McGraw-Hill Inc, pp.63-64.

$$ROI_J = \frac{(P_1 - P_0) + DPS}{P_0} \quad (1.2)$$

Trong đó:

ROI_J : Suất sinh lợi của chứng khoán J

P_0 : Giá đóng cửa đầu năm của chứng khoán J

P_1 : Giá đóng cửa cuối năm của chứng khoán J

DPS: Cổ tức trong năm của chứng khoán J (Dividend per share)

Bản chất của tỷ suất sinh lợi chứng khoán đó là tỷ suất sinh lợi không phải là một đại lượng cố định mà luôn biến động (phụ thuộc vào giá thị trường) và mang tính chất ngẫu nhiên. Chính vì vậy, tỷ suất sinh lợi của chứng khoán phải được xem như một biến ngẫu nhiên (Random variable).

➤ Phân phối chuẩn

Biến ngẫu nhiên X có kỳ vọng là μ , phương sai là σ^2 . Nếu X có phân phối chuẩn thì nó được ký hiệu như sau: $X \sim N(\mu, \sigma^2)$

Dạng hàm mật độ xác suất của phân phối chuẩn như sau:

$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{1}{2} \frac{(x - \mu)^2}{\sigma^2}\right) \quad (1.3)$$

Tính chất của phân phối chuẩn:

- 1) Hàm mật độ xác suất của phân phối chuẩn đối xứng quanh giá trị trung bình.
- 2) Xấp xỉ 68% diện tích dưới đường pdf nằm trong khoảng $\mu \pm \sigma$, xấp xỉ 95% diện tích nằm dưới đường pdf nằm trong khoảng $\mu \pm 2\sigma$ và xấp xỉ 99,7% diện tích nằm dưới đường pdf nằm trong khoảng $\mu \pm 3\sigma$.
- 3) Nếu đặt $Z = (X - \mu)/\sigma$ thì ta có $Z \sim N(0,1)$. Z gọi là biến chuẩn hoá và $N(0,1)$ được gọi là phân phối chuẩn hoá. [20]
- 4) Định lý giới hạn trung tâm 1: Một kết hợp tuyến tính các biến có phân phối chuẩn, trong một số điều kiện xác định cũng là một phân phối chuẩn.
- 5) Định lý giới hạn trung tâm 2: Dưới một số điều kiện xác định, giá trị trung bình mẫu của một biến ngẫu nhiên sẽ gần như tuân theo phân phối chuẩn.

6) Mô men của phân phối chuẩn:

$$\text{Mô men bậc ba:} \quad E[(X-\mu)^3] = 0$$

$$\text{Mô men bậc bốn:} \quad E[(X-\mu)^4] = 3\sigma^4$$

Mô men bậc 3 và bậc 4 của phân phối xác suất được sử dụng trong hai số đo hình dạng của phân phối xác suất là Skewness (độ bất cân xứng) và Kurtosis (độ nhọn).

Độ bất cân xứng (S):

Độ nhọn (K):

$$S = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i - \bar{X}}{\hat{\sigma}} \right)^3 \quad (1.4)$$

$$K = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i - \bar{X}}{\hat{\sigma}} \right)^4 \quad (1.5)$$

Đối với một phân phối chuẩn thì Skewness = 0 và Kurtosis = 3

(Một phân phối có K lớn hơn 3 là nhọn và nhỏ hơn 3 là phẳng).

7) Dựa vào kết quả ở mục (6), người ta có thể kiểm định xem một biến ngẫu nhiên có tuân theo phân phối chuẩn hay không bằng cách kiểm định xem S có gần 0 và K có gần 3 hay không. Đây là nguyên tắc kiểm định quy luật chuẩn Jarque-Bera (JB).

$$JB = \frac{n}{6} \left[S^2 + \frac{(K-3)^2}{4} \right] \quad (1.6)$$

JB tuân theo phân phối χ^2 với hai bậc tự do ($df=2$). [40]

➤ Hệ số tương quan

Hệ số tương quan đo lường mối quan hệ tuyến tính giữa hai biến ngẫu nhiên X và Y.

Hệ số tương quan tổng thể được định nghĩa như sau¹: [20]

$$\rho_{xy} = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\sqrt{\text{var}(X) \text{var}(Y)}} = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\sigma_x \sigma_y} \quad (1.7)$$

ρ sẽ nhận giá trị nằm giữa -1 và 1. Nếu $\rho = -1$ thì mối quan hệ là nghịch biến hoàn hảo, nếu $\rho = 1$ thì mối quan hệ là đồng biến hoàn hảo.

Nếu là mẫu, thì hệ số tương quan mẫu là:

¹ Trần Bá Nhân, Đinh Thái Hoàng (2006), *Thống kê ứng dụng trong quản trị-kinh doanh và nghiên cứu kinh tế*, Nxb Thống kê, trang 183-186.

$$r_{XY} = \frac{S_{XY}}{S_X S_Y} \quad (1.8) \quad \text{với} \quad S_{XY} = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y}) \quad (1.9)$$

➤ *Hệ số tự tương quan của tỷ suất sinh lợi*

Hệ số tự tương quan cho thấy khả năng có thể dự báo được thị trường hay không. Nếu hệ số này gần với giá trị 0 thì giá của ngày hôm nay độc lập với giá của ngày hôm qua, thị trường không thể dự báo. Còn nếu hệ số tự tương quan dương nghĩa là hôm nay tăng giá (hoặc giảm giá) thì sẽ dự báo được ngày mai cũng sẽ tăng giá (hoặc giảm giá). Ngược lại, hệ số này âm có nghĩa là hôm nay tăng giá (hoặc giảm giá) thì sẽ dự báo được ngày mai giá sẽ giảm (hoặc tăng). [24]

Công thức tính hệ số tự tương quan như sau:

$$\rho_k = \frac{\text{Cov}(y_t, y_{t+k})}{\delta y_t \delta y_{t+k}} = \frac{E(y_t - \mu_y)(y_{t+k} - \mu_y)}{\delta_y^2} \quad (1.10)$$

Trong đó:

ρ_k : Hệ số tự tương quan

Y_t : Tỷ suất sinh lợi ngày t của chứng khoán

μ_y : Tỷ suất sinh lợi trung bình

k : Số ngày chênh lệch tính hệ số

δ_y : Độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi (δ_y được quan niệm bằng δ_{y+k} nếu dãy số dài).

Ví dụ, với $k = 1$ sẽ tính hệ số tự tương quan của hai dãy tỷ suất sinh lợi: dãy thứ nhất từ ngày giao dịch thứ 2 với dãy thứ 2 từ ngày giao dịch thứ 3.

1.4 MỘT SỐ KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CỦA TRUNG QUỐC, HÀN QUỐC VÀ THÁI LAN

Hiện nay ở các quốc gia trên thế giới, thị trường chứng khoán được hình thành theo hai cách phổ biến: (1) TTCK được hình thành một cách tự phát phù hợp với kinh tế thị trường; (2) TTCK được hình thành với sự hỗ trợ của Nhà nước.

Đối với các quốc gia thuộc khu vực Châu Á, cụ thể là ở ba quốc gia có xuất phát điểm thị trường giống với Việt Nam đó là Trung Quốc, Hàn Quốc và Thái Lan, TTCK được hình thành một cách có ý thức với sự hỗ trợ ngay từ ban đầu của Nhà nước để TTCK được xây dựng ổn định và phát triển bền vững. Kinh nghiệm phát triển thị trường của các nước này cho thấy¹:

➤ *Tạo môi trường pháp lý đầy đủ và phù hợp là yếu tố rất quan trọng làm cho thị trường chứng khoán có thể duy trì và phát triển bền vững.*

Nói chung, luật pháp ở các nước này được ban hành từng bước phù hợp với giai đoạn phát triển của thị trường chứng khoán. Cụ thể như,

Ở Hàn Quốc, luật pháp đã thúc đẩy thị trường vốn, trong đó chú ý đến chính sách khuyến khích của Nhà nước đối với các công ty niêm yết trên TTCK. Với quan điểm điều hành TTCK rất linh hoạt, Chính phủ Hàn Quốc đã có những thay đổi phù hợp với thực tế để điều chỉnh trong khuôn khổ pháp lý, nhằm giải quyết được yêu cầu của TTCK, đồng thời tránh được xu hướng cứng nhắc, bị động... Nhờ vai trò điều hành bằng luật pháp của Hàn Quốc khá hiệu quả, nên TTCK Hàn Quốc đã phát triển liên tục. Từ một thị trường mới nổi đến nay TTCK Hàn Quốc đã trở thành thị trường phát triển.

Ở Trung Quốc, từ năm 1990, Chính phủ đã sớm soạn thảo, ban hành luật chứng khoán và thành lập cơ quan Nhà nước về quản lý TTCK. Ngoài ra, Chính phủ Trung Quốc còn đề ra và thực hiện đồng bộ có hiệu quả nhiều chính sách khác nhau, tác động trực tiếp đến TTCK như chính sách tín dụng ưu đãi, tư nhân hoá doanh nghiệp, khuyến khích đầu tư nước ngoài, đào tạo nâng cao nguồn nhân lực và nhà đầu tư...

➤ *Mô hình Sở giao dịch chứng khoán được lựa chọn phù hợp với thực tiễn*

Các nước này cũng đã thành công trong việc xây dựng mô hình cho TTCK như Hàn Quốc bắt đầu từ năm 1998, có khoảng 95% khối lượng giao dịch và thực hiện lệnh ở Sở Giao dịch chứng khoán đã được tự động hoá; Sở Giao dịch chứng khoán Thái Lan đã được tự động hoá hoàn toàn; Sở Giao dịch chứng khoán Trung Quốc cũng được tự động hoá khâu giao dịch và thanh toán. Ở các nước này, xu hướng thống nhất các Sở

¹ Tổng hợp từ *Tạp chí chứng khoán Việt Nam* các số 1,2,6/2006, *Tạp chí Đầu tư chứng khoán* hàng tuần năm 2006, *Tạp chí Thành đạt* số 6/2006 và một số website liên quan.

Giao dịch chứng khoán với nhau để hình thành một TTCK thống nhất đã trở nên rõ ràng. Cách làm này vừa thực hiện được năng lực sẵn có, vừa đáp ứng được nhu cầu hiện đại hoá và tiết kiệm chi phí.

➤ *Kinh nghiệm tổ chức Sở Giao dịch chứng khoán và thị trường giao dịch mở*

Kinh nghiệm này của Hàn Quốc, Thái Lan, Trung Quốc về mô hình tổ chức sở giao dịch và thị trường giao dịch mở cũng là kinh nghiệm quý báu. Sở Giao dịch chứng khoán Hàn Quốc là công ty cổ phần với sự tham gia của Nhà nước; Sở Giao dịch chứng khoán Thái Lan là công ty cổ phần với quyền niêm yết chính cổ phiếu của mình; Sở Giao dịch chứng khoán Thượng Hải là tổ chức kinh tế 100% vốn sở hữu của Nhà nước với mục tiêu là hỗ trợ ban đầu cho Sở Giao dịch chứng khoán hoạt động phục vụ dịch vụ thị trường, phù hợp với xu hướng xây dựng nền kinh tế thị trường.

Kinh nghiệm của các nước này cũng chỉ ra rằng, ngay từ đầu việc giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết là nhu cầu thực tế. Tuy nhiên, chỉ khi đạt đến một trình độ kinh tế nhất định, thị trường giao dịch chứng khoán có niêm yết mới được hình thành. Vì vậy, có thể thành lập một khu vực giao dịch thứ hai ở TTCK cho các công ty chưa đủ điều kiện niêm yết với các tiêu chuẩn giảm nhẹ.

Quá trình mở cửa TTCK được áp dụng ở các nước cũng là kinh nghiệm tốt, mang lại hai lợi ích: (1) Sở Giao dịch chứng khoán thu được nhiều phí giao dịch hơn, nhờ tăng hoạt động giao dịch của các đối tác nước ngoài; (2) Thu hút, tận dụng tiềm năng nguồn vốn quốc tế.

Thị trường chứng khoán của các nước đã thực hiện việc mở cửa để thu hút vốn nước ngoài, ứng dụng mạnh mẽ sự tiến bộ của công nghệ thông tin trong hoạt động giao dịch. Các nước phát triển TTCK thành công như Hàn Quốc, Thái Lan, Trung Quốc đều áp dụng chính sách khuyến khích các công ty niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán. Đồng thời, để tăng nguồn cung cấp hàng hoá cho TTCK, Chính phủ các nước đã đẩy mạnh cổ phần hóa và khuyến khích các công ty đăng ký giao dịch chứng khoán trên TTCK; Giảm các loại thuế hành chính liên quan đến việc phát hành và mua bán chứng khoán cho các công ty có chứng khoán đăng ký trên thị trường...

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã hệ thống khái quát về TTTC và các thành phần của TTTC. Đồng thời, đã làm nổi bật được tổng quan lý thuyết về TTCK, một thị trường bậc cao của TTTC. Qua đó cho thấy được vai trò rất quan trọng của TTCK đối với sự tăng trưởng và phát triển kinh tế của đất nước trong quá trình tự do hóa và hội nhập kinh tế quốc tế. Chương 1 cũng đã hệ thống hóa một cách khá rõ ràng về mặt lý luận của lý thuyết thị trường hiệu quả và các tiêu chí cũng như cách thức để kiểm định mức độ hiệu quả của thị trường. Đây chính là cơ sở lý thuyết quan trọng làm căn cứ để đánh giá tình hình thị trường và phân tích mức độ hiệu quả TTCK Việt Nam được trình bày trong chương 2 và chương 3 tiếp theo của đề tài. Bên cạnh đó, trong chương 1 cũng đã trình bày tổng hợp một số kinh nghiệm phát triển TTCK của một số nước trong khu vực rất gần gũi với Việt Nam cụ thể là Trung Quốc, Hàn Quốc và Thái Lan để làm cơ sở tham khảo nhằm đề xuất một số giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam trong tương lai.

Chương 2:
ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG
CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nội dung chương 2 trình bày chi tiết kết quả nghiên cứu, đánh giá thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ ngày đầu thành lập đến nay. Thông qua kết quả đánh giá thực trạng hoạt động của thị trường sẽ làm tiền đề để tiếp tục kiểm định mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam trong chương 3 tiếp theo. Kết luận về thực trạng hoạt động của thị trường chứng khoán trong chương này sẽ là một trong những cơ sở quan trọng để đề xuất giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai được trình bày trong chương 4 của Luận văn này.

2.1 QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1.1 Sự hình thành và phát triển của Ủy ban chứng khoán Nhà nước

Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán là một mục tiêu quan trọng được Đảng và Nhà nước rất quan tâm nhằm xác lập một kênh huy động vốn dài hạn cho mục tiêu đầu tư và phát triển đất nước. Ngày 29/06/1995, Thủ tướng Chính phủ ban hành quyết định số 361/QĐ-TTg thành lập Ban chuẩn bị tổ chức TTCK giúp Thủ tướng Chính phủ chỉ đạo và chuẩn bị điều kiện cần thiết cho việc xây dựng TTCK Việt Nam. Ngày 28/11/1996, Ủy ban chứng khoán Nhà nước được thành lập theo Nghị định số 75/CP của Chính phủ, UBCKNN là cơ quan thuộc Chính phủ thực hiện chức năng tổ chức và quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Nghị định số 90/2003-CP ban hành ngày 12/08/2003 đã thay thế Nghị định số 75/CP đã trao cho UBCKNN đầy đủ chức năng, nhiệm vụ và thẩm quyền của một cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK.

Cơ cấu tổ chức của UBCKNN theo Nghị định số 90/2003-CP bao gồm:

- Lãnh đạo UBCKNN: Chủ tịch và các Phó chủ tịch, các ủy viên kiêm nhiệm.
- Các Vụ và Trung tâm chức năng, Văn phòng, Thanh tra và Tạp chí chứng khoán có nhiệm vụ tham mưu giúp Chủ tịch UBCKNN thực hiện quản lý các lĩnh vực thuộc về chứng khoán và TTCK.

Sau khi được thành lập, UBCKNN đã thực thi các chức năng và nhiệm vụ đạt nhiều kết quả, thể hiện tốt vai trò là cơ quan tổ chức và vận hành thị trường chứng khoán Việt

Nam. Tuy nhiên, nhằm tăng cường hiệu quả nhiệm vụ điều phối hoạt động của các Bộ ngành chức năng trong việc thúc đẩy sự phát triển của TTCK, ngày 19/02/2004 Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP chuyển UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính. Việc chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính là một bước đi hợp lý trong quá trình phát triển TTCK ở Việt Nam. Với vai trò là cơ quan điều hành chính sách tài chính vĩ mô, cơ quan quản lý và phát triển thị trường tài chính, việc hoạch định và ban hành các chính sách quản lý nhà nước về TTCK của Bộ Tài chính và UBCKNN sẽ nhanh nhạy và hiệu quả hơn. Đồng thời, các chính sách tài chính khác được triển khai từ Bộ Tài chính sẽ tạo thêm sự đồng bộ và gắn kết đảm bảo yếu tố an toàn cho hoạt động của TTCK và các thị trường tài chính khác.

2.1.2 Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh được thành lập theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg ngày 11/07/1998 của Thủ tướng Chính phủ. TTGDCK Tp.HCM chính thức đi vào hoạt động 20/07/2000 và thực hiện phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên vào ngày 28/07/2000, đã đánh dấu một cột mốc quan trọng trong đời sống kinh tế-xã hội của đất nước trong thời kỳ đổi mới. Sự ra đời của TTGDCK Tp.HCM có ý nghĩa rất lớn trong việc tạo thêm một kênh huy động vốn dài hạn phục vụ nhu cầu CNH-HĐH đất nước, là một sản phẩm của nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường. TTGDCK Tp.HCM được Chính phủ giao cho một số chức năng, nhiệm vụ và quyền hạn quản lý điều hành hệ thống giao dịch chứng khoán niêm yết tập trung tại Việt Nam. Đó là tổ chức, quản lý và điều hành việc mua-bán chứng khoán; quản lý điều hành hệ thống giao dịch; thực hiện hoạt động quản lý niêm yết, công bố thông tin, giám sát giao dịch, hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán và một số hoạt động khác. Để thực hiện tốt các chức năng đó, Trung tâm có cơ cấu tổ chức đồng bộ bao gồm Ban giám đốc và các phòng ban chức năng, bao gồm: phòng Giám sát giao dịch, phòng Quản lý niêm yết, phòng Quản lý thành viên, phòng Công nghệ thông tin, phòng Thông tin thị trường, phòng Hành chính tổng hợp, phòng Kế toán, Trung tâm Đăng ký-Lưu ký-Thanh toán bù trừ và Ban quản lý dự án.

Trong những ngày đầu mới thành lập, trung tâm gặp rất nhiều khó khăn trong qua trình vận hành như các văn bản pháp quy điều chỉnh hoạt động của TTCK còn chưa đồng bộ, nhiều bất cập, nguồn nhân lực chưa có kinh nghiệm trong quản lý, điều hành; sự hiểu biết của công chúng đầu tư về TTCK còn rất hạn chế... Tuy nhiên, với sự chỉ đạo kịp thời, hiệu quả của Chính phủ, các Bộ ngành liên quan, của UBCKNN cùng với sự nỗ lực của đội ngũ cán bộ nhân viên, hoạt động của trung tâm ngày càng phát triển, đảm bảo thực hiện tốt vai trò tổ chức và điều hành các hoạt động giao dịch chứng khoán trên thị trường tập trung thông suốt, an toàn và hiệu quả. Tiến tới nâng cấp thành Sở giao dịch chứng khoán của Việt Nam vào năm 2007 như lộ trình đã được phê duyệt.

2.1.3 Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội

Ngày 11/07/1998, Thủ tướng ban hành Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg về việc thành lập 02 Trung tâm giao dịch chứng khoán trực thuộc UBCKNN. Theo quyết định này, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội là một đơn vị sự nghiệp có thu, Trung tâm có các nhiệm vụ chính sau:

- Tổ chức, quản lý và điều hành việc mua bán chứng khoán.
- Quản lý, điều hành hệ thống giao dịch chứng khoán.
- Cung cấp các dịch vụ hỗ trợ việc mua-bán chứng khoán, dịch vụ đăng ký-lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán.

Việc xây dựng mô hình hoạt động cụ thể cho TTGDCK Hà Nội có ý nghĩa rất quan trọng đó là vừa đáp ứng nhu cầu huy động vốn của nền kinh tế vừa phải phù hợp với quy mô và lộ trình phát triển TTCK Việt Nam.

Ngày 05/08/2003, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010. Theo đó, TTGDCK Hà Nội được xác định là thị trường giao dịch cổ phiếu đăng ký giao dịch, chuẩn bị điều kiện để sau năm 2010 chuyển thành thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (OTC) của Việt Nam. Ngày 08/03/2005, TTGDCK Hà Nội đã chính thức khai trương hoạt động tại Tp. Hà Nội, đánh dấu thêm một bước tiến mới của TTCK Việt Nam.

2.2 TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN QUA

Qua 6 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã có sự phát triển mạnh về nhiều mặt, từ lúc chỉ có 2 loại cổ phiếu (REE và SAM) trong phiên giao dịch đầu tiên, đến nay đã có trên 750 loại chứng khoán được niêm yết và đăng ký giao dịch trên TTCK tập trung. Trên TTCK phi tập trung (OTC) cũng có hàng trăm loại chứng khoán khác đang được giao dịch sôi động. Đặc biệt, từ vài trăm nhà đầu tư trong những ngày đầu của thị trường đến nay đã có hơn 67 nghìn tài khoản giao dịch chứng khoán niêm yết được mở, chưa kể hàng chục nghìn nhà đầu tư tiềm năng hiện đang tham gia giao dịch các loại chứng khoán chưa niêm yết... điều đó thể hiện sự tăng trưởng và phát triển mạnh của thị trường, cho thấy một sự phát triển lạc quan của TTCK Việt Nam trong tương lai.

2.2.1 Tình hình giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh

2.2.1.1 Hoạt động niêm yết trên thị trường chứng khoán

a. Tình hình niêm yết chứng khoán

Kể từ khi thị trường bắt đầu giao dịch phiên đầu tiên vào ngày 28/7/2000 với 2 loại cổ phiếu được niêm yết là REE và SAM với tổng giá trị niêm yết là 270 tỷ đồng. Đến nay qua 6 năm hoạt động, số chứng khoán niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM đã lên đến con số hàng trăm bao gồm các loại cổ phiếu, trái phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư với tổng giá trị niêm yết lên đến hơn 115.000 tỷ đồng. Có thể khái quát tình hình niêm yết chứng khoán tại TTGDCK Tp.HCM qua số liệu bảng 2.1.

Qua số liệu thống kê ở bảng 2.1 cho thấy, tính đến hết ngày 31/07/2006 đã có 741 loại chứng khoán được niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM với tổng giá trị niêm yết lên tới 115.141,6 tỷ đồng. Trong đó bao gồm 107.103,8 tỷ đồng trái phiếu các loại chiếm tỷ trọng hơn 93% tổng giá trị niêm yết toàn thị trường và 8.037,8 tỷ đồng cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư của 45 công ty cổ phần và 01 công ty quản lý quỹ. Trái phiếu chính phủ vẫn là loại chứng khoán chiếm tỷ trọng lớn nhất cả về khối lượng

niêm yết và giá trị niêm yết. Tổng số trái phiếu phát hành sơ cấp và niêm yết trên thị trường ngày càng tăng nhanh qua các năm.

Bảng 2.1: Quy mô niêm yết chứng khoán toàn thị trường chứng khoán

(Tính đến ngày 31/07/2006)

Chỉ tiêu	ĐVT	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ đầu tư	Trái phiếu
1. Số CK niêm yết	Loại CK	741	45	1	695
Tỷ trọng	%	100	6,07	0,13	93,80
2. Khối lượng niêm yết	CK	1.877.785.950	773.778.270	30.000.000	1.074.007.690
Tỷ trọng	%	100	41,21	1,60	57,19
3. Giá trị niêm yết	Tỷ đồng	115.141,6	7.737,8	300	107.103,8
Tỷ trọng	%	100	6,72	0,26	93,02

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM”

Hoạt động giao dịch trái phiếu thứ cấp từ cuối năm 2003 đến nay đã có nhiều khởi sắc, nhất là kể từ ngày 16/08/2004 khi TTGDCK Tp.HCM bỏ phương thức giao dịch khớp lệnh chuyển sang áp dụng phương thức giao dịch thỏa thuận cho toàn bộ trái phiếu niêm yết trên thị trường và áp dụng thời gian thanh toán T+1 kể từ ngày 01/02/2005 (trước đây là T+4). Bên cạnh đó, việc áp dụng nghiệp vụ giao dịch trái phiếu có kỳ hạn (repo) của các Công ty chứng khoán thành viên cũng góp phần đáng kể vào việc đẩy mạnh giao dịch thứ cấp của trái phiếu.

Để thấy rõ hơn tình hình niêm yết cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư cụ thể trên thị trường trong thời gian qua, có thể nghiên cứu qua số liệu bảng 2.2. Qua số liệu thống kê ở bảng này cho thấy, tính đến hết ngày 31/07/2006 đã có tổng cộng 45 công ty cổ phần và 01 quỹ đầu tư niêm yết cổ phiếu, chứng chỉ quỹ tại TTGDCK Tp.HCM với tổng giá trị niêm yết trên 7.564 tỷ đồng (tính theo giá trị tại thời điểm các tổ chức đăng ký niêm yết). Số lượng công ty niêm yết mới qua các năm chưa nhiều, bình quân giá trị niêm yết trên thị trường qua 6 năm khoảng trên 1.200 tỷ đồng. Trong đó, chỉ tính

riêng 7 tháng đầu năm 2006 số lượng công ty đăng ký niêm yết trên thị trường bằng 52% tổng số công ty niêm yết và tăng hơn 267% so với tổng giá trị niêm yết toàn thị trường trong 5 năm trước đó. Đây là một tín hiệu tốt, khẳng định vai trò và sự phát triển của TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

Bảng 2.2: Tình hình niêm yết chứng khoán qua các năm 2000 - 2006

Chỉ tiêu	ĐVT	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Số lượng tổ chức niêm yết trong năm	Công ty	5	5	10	2	4	7	13
Giá trị niêm yết trong năm	Tỷ đồng	466,9	170,0	432,9	50,0	462,2	476,4	5.505,5
Chứng khoán niêm yết trong năm	Chứng khoán	LAF; REE; SAM; TMS; HAP;	BBC; CAN; DPC; SGH; TRI;	BPC; BT6; BTC; GIL; GMD; HAS; KHA; SAV; AGF; TS4;	PMS; VTC;	VF1; BBT; DHA; SFC;	NKD; MHC; NHC; PNC; SSC; TNA; KDC;	BMP; CII; CYC ¹ ; FPC; HTV; RHC; SJS; STB TYA; UNI; VFC; VNM; VSH;
Tổng số tổ chức niêm yết	Công ty	5	10	20	22	26	33	46

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Quản lý niêm yết – TTGDCK Tp.HCM”

¹ Cổ phiếu CYC niêm yết ngày 31/07/06.

Tuy nhiên, so với số lượng công ty cổ phần trên cả nước thì đây vẫn là một tỷ lệ rất thấp. Nguyên nhân cơ bản của tình trạng này là do công tác tuyên truyền về TTCK thời gian qua chưa toàn diện, các công ty cổ phần còn có tâm lý e ngại khi niêm yết trên TTCK vì sợ ảnh hưởng đến công ty do phải minh bạch thông tin về tình hình tài chính, kinh doanh; bị chia sẻ quyền lực... Ngoài ra, công ty còn bị ảnh hưởng rất lớn bởi sự biến động giá cổ phiếu trên thị trường. Do vậy, để phát triển TTCK trong thời gian tới, cần đẩy mạnh công tác tuyên truyền để các công ty cổ phần thấy rõ được ưu điểm khi niêm yết trên TTCK nhằm gia tăng số lượng công ty niêm yết, tăng khối lượng hàng hóa có chất lượng cho TTCK, tạo cơ hội đầu tư nhiều hơn cho các nhà đầu tư lựa chọn và khẳng định vị thế của doanh nghiệp trên thị trường.

Bảng 2.3: Tình hình khối lượng chứng khoán niêm yết qua các năm 2000 – 2006

Năm	Toàn Thị trường	Cổ phiếu	Trái phiếu	Chứng chỉ quỹ	+/- (%)		
					Toàn TT	Cổ phiếu	Trái Phiếu
2000	43.948.540	32.117.840	11.830.700	-	-	-	-
2001	78.905.100	50.011.720	28.893.380	-	79,5	56,3	154,5
2002	142.676.720	99.963.340	42.713.380	-	81,0	99,8	48,3
2003	231.044.460	112.001.080	119.043.380	-	61,5	12,0	176,7
2004	402.116.071	133.586.391	238.529.680	30.000.000	74,0	19,6	100,8
2005	616.644.280	191.750.200	394.894.080	30.000.000	53,5	43,3	65,3
2006	1.877.785.950	773.778.270	1.074.007.680	30.000.000	204,3	303,4	171,9

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Đi vào cụ thể từng loại chứng khoán niêm yết trên thị trường, số lượng chứng khoán niêm yết gia tăng nhanh qua các năm. Qua số liệu bảng 2.3 cho thấy: trong năm 2002, số lượng cổ phiếu niêm yết tăng gần 100% so với năm 2001, nhưng ở năm 2003 và 2004 thì số lượng chứng khoán niêm yết chỉ tăng thêm tương ứng là 12% và 19,6%

so với năm trước đó, nguyên nhân cơ bản là do sự chững lại trong hoạt động giao dịch trên thị trường và giá cổ phiếu có xu hướng giảm trong những năm này nên đã làm giảm mạnh sức hấp dẫn của thị trường đối với các công ty cổ phần. Tuy nhiên, trái phiếu niêm yết vẫn có tốc độ tăng cao qua các năm từ 48% đến hơn 177% và do được đặc cách niêm yết nên trái phiếu chính phủ vẫn là loại trái phiếu chủ yếu được niêm yết trên thị trường. Chính điều này đã làm cho tốc độ niêm yết toàn thị trường vẫn duy trì ở mức tăng trưởng từ 53% đến 81% hàng năm.

Thị trường chứng khoán Việt Nam thật sự khởi sắc trở lại bắt đầu vào cuối năm 2005 đến nay và chỉ tính riêng trong 7 tháng đầu năm 2006 số cổ phiếu niêm yết của trên thị trường đã tăng lên hơn 303% so với cả năm 2005. Tương tự, đối với số lượng trái phiếu niêm yết trên thị trường cũng tăng gần 172% so với năm 2005. Điều này đã góp phần tăng tốc độ niêm yết toàn thị trường lên trên 204%. Với sự gia tăng nhanh chóng về số lượng chứng khoán niêm yết kể từ cuối năm 2005 sang nửa đầu năm 2006 đã chứng tỏ rằng TTCK Việt Nam đã dần khẳng định được vai trò, vị trí trong thị trường tài chính và trở thành một kênh huy động vốn hấp dẫn của doanh nghiệp, Nhà nước cũng như là nơi đầu tư hấp dẫn của công chúng.

b. Tình hình quản lý sau niêm yết

Qua thu thập dữ liệu từ Phòng quản lý niêm yết-TTGDCK Tp.HCM cho thấy, hầu hết các công ty niêm yết đều thực hiện tốt việc duy trì các tiêu chuẩn niêm yết cũng như các quy định về công bố thông tin định kỳ theo hướng dẫn của Nghị định 144/CP của Chính phủ về quản lý TTCK. Các trường hợp chậm nộp các báo cáo liên quan đến các công ty niêm yết đều có công văn giải trình. Các thông tin liên quan đến hoạt động của tổ chức niêm yết như Đại hội cổ đông, phát hành thêm chứng khoán, thay đổi nhân sự, chi trả cổ tức, giao dịch cổ phiếu nội bộ... đều được công bố đầy đủ, chính xác và kịp thời theo đúng quy định. Tình hình hoạt động kinh doanh của các tổ chức niêm yết đều tăng trưởng và khá ổn định. Phần lớn các công ty niêm yết đều đạt lợi nhuận cao, vượt kế hoạch, uy tín thương hiệu trên thị trường của công ty ngày càng được khẳng định. Tuy nhiên, vẫn còn một số công ty kinh doanh thua lỗ sau khi niêm yết như CTCP Nhựa Đà Nẵng (DPC), CTCP Bông Bạch Tuyết (BBT), CTCP Cơ khí

Bình Triệu (BTC) vào năm 2004. Đầu năm 2006, CTCP Cơ khí Bình Triệu vẫn đang bị kiểm soát đặc biệt.

c. Tình hình đấu thầu trái phiếu Chính phủ

Đây là một trong những nhiệm vụ quan trọng của TTGDCK Tp.HCM nhằm huy động vốn cho ngân sách và vốn cho đầu tư phát triển. Kể từ tháng 07/2000 đến ngày 31/07/2006, TTGDCK Tp.HCM đã tổ chức thành công được 159 đợt đấu thầu trái phiếu, trong đó số đợt trúng thầu là 99 đợt, tổng giá trị trái phiếu phát hành là 12.473 tỷ đồng. Tổng quát về tình hình đấu thầu trái phiếu tại TTGDCK Tp.HCM trong thời gian qua được thể hiện qua số liệu bảng 2.4.

Bảng 2.4: Kết quả đấu thầu trái phiếu qua các năm 2000-2006

Đơn vị tính: Tỷ đồng

Năm	Kho bạc nhà nước		Quỹ Hỗ trợ P.triển		Quỹ HIFU		Tổng cộng	
	<i>Đợt trúng PH</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Đợt trúng PH</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Đợt trúng PH</i>	<i>Giá trị</i>	<i>Đợt trúng PH</i>	<i>Giá trị</i>
2000	2/5	600	-	-	-	-	2/5	600
2001	10/12	1.333	-	-	-	-	10/12	1.333
2002	8/13	231	5/20	155	-	-	13/33	386
2003	5/6	672	4/18	357	1/1	250	10/25	1.279
2004	18/19	1.421	9/16	762	1/2	125	28/37	2.308
2005	21/25	2.235	1/16	75	0/2	0	22/33	2.310
2006	11/11	4.087	-	-	3/3	170	14/14	4.257
Tổng	75/91	10.579	19/70	1.349	5/8	545	99/159	12.473

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Quản lý niêm yết – TTGDCK Tp.HCM”

Nhìn chung, số liệu bảng 2.4 đã cho thấy hoạt động đấu thầu trái phiếu thời gian qua diễn ra còn ít sôi động, số thành viên tham gia trong từng phiên chỉ vào khoảng dưới 7 thành viên. Số đợt đấu thầu thành công thấp, chưa thật sự là kênh đáp ứng nhu

cầu vốn cho ngân sách và đầu tư phát triển. Nguyên nhân chủ yếu là do sự khống chế lãi suất trần và cơ chế đấu thầu chưa thể hiện được tính cạnh tranh cao như phương thức bảo lãnh phát hành. Ngoài ra, việc Ngân hàng Nhà nước vẫn chưa chấp nhận trái phiếu của Quỹ Hỗ trợ phát triển và trái phiếu đô thị trong các giao dịch tái cấp vốn cũng có ảnh hưởng rất lớn đến tính thanh khoản, dẫn đến việc phát hành các loại trái phiếu này gặp nhiều khó khăn.

Cụ thể, năm 2002 và 2003 giá trị trúng thầu trái phiếu chính phủ giảm hẳn là do Chính phủ khống chế lãi suất trần và mức lãi suất trần công bố không chênh lệch mấy so với lãi suất tiết kiệm cùng kỳ hạn của ngân hàng nên việc đấu thầu trái phiếu kém hấp dẫn. Tuy nhiên, từ năm 2004 số đợt đấu thầu thành công và giá trị trúng thầu gia tăng nhanh chóng, cả hai năm 2004 và 2005 đều tăng hơn 80% so với năm 2003. Nhưng chỉ tính trong 7 tháng đầu năm 2006, giá trị trái phiếu trúng thầu gia tăng rất cao, tăng 84,3% so với cả năm 2005, đạt giá trị 4.257 tỷ đồng bao gồm 4.087 tỷ đồng trái phiếu kho bạc nhà nước, 170 tỷ đồng trái phiếu HIFU (Quỹ Đầu tư và phát triển đô thị Tp. HCM). Nguyên nhân chủ yếu là do sự khác biệt về lãi suất so với bảo lãnh phát hành và phí được xóa bỏ. Mặt khác, từ năm 2005 Ngân hàng Nhà nước đã điều chỉnh lãi suất cơ bản từ 7,5% lên 8,25%, lãi suất chiết khấu từ 3% lên 4%. Động thái tích cực này đã làm cho hoạt động đấu thầu được cải thiện. Ngoài ra, với quy định mới về việc áp dụng phương thức giao dịch thỏa thuận cho toàn bộ giao dịch trái phiếu trên TTGDCK Tp. HCM và rút ngắn thời gian thanh toán từ T+4 xuống còn T+1 bắt đầu từ năm 2005 đã làm cho giao dịch trái phiếu sôi động hơn, góp phần nâng cao tính thanh khoản cho trái phiếu trên thị trường.

2.2.1.2 Hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán

a. Tình hình diễn biến của chỉ số VN-Index

Qua 6 năm hoạt động, sau những biến động lớn ở những năm đầu TTCK Việt Nam đã dần đi vào ổn định kể từ cuối năm 2004, đã khẳng định được vai trò và vị trí trong sự phát triển kinh tế đất nước. Diễn biến cụ thể của thị trường chứng khoán được phản ánh

tổng hợp qua chỉ số giá VN-Index. Tình hình biến động chỉ số VN-Index trong sáu năm vừa qua được thể hiện qua số liệu bảng 2.5.

Bảng 2.5: Tình hình biến động chỉ số VN-Index qua các năm 2000 – 2006

Năm	Cao nhất	Thấp nhất	Cuối năm	Bình quân	Tổng giá trị vốn hóa (Tỷ đồng)	Tổng GT vốn hóa/ Tổng vốn niêm yết
2000	206,83	100,00	206,83	140,62	1.046,4	3,26 lần
2001	571,04	203,12	235,40	312,85	1.605,4	3,32 lần
2002	231,70	174,62	183,33	193,15	2.539,6	2,54 lần
2003	183,41	130,90	166,94	152,88	2.408,1	2,17 lần
2004	279,71	169,19	239,29	238,45	3.913,2	2,93 lần
2005	322,59	232,41	307,50	266,28	7.538,7	4,54 lần
2006	632,69	304,23	422,41	463,10	42.045,9	5,23 lần

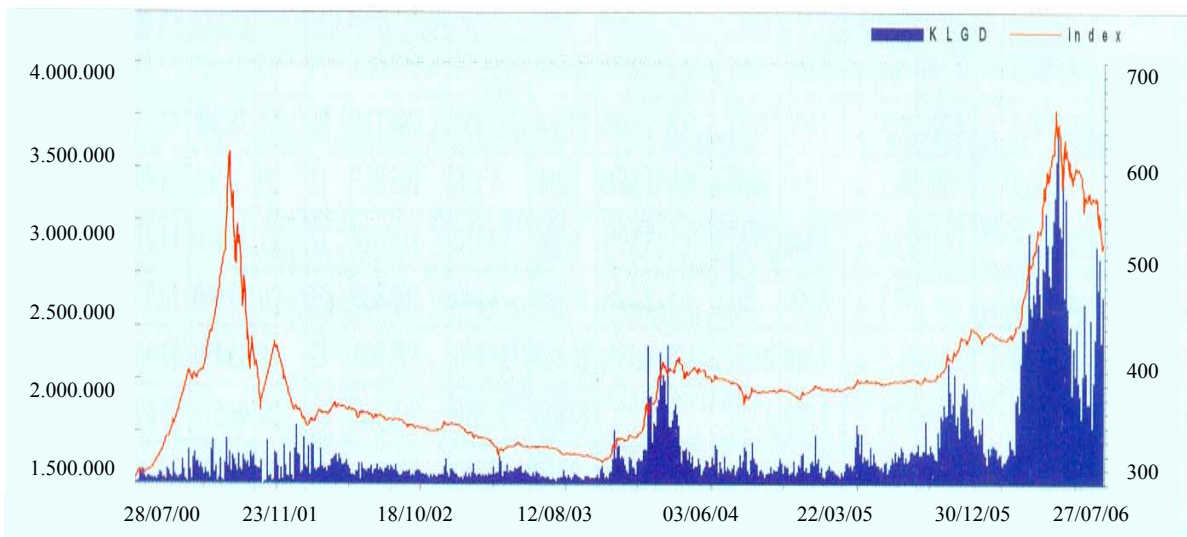
- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006
- Giá trị vốn hóa toàn thị trường được tính tại thời điểm 31/12 hàng năm. Riêng năm 2006 tính tại thời điểm 31/07/2006.

“Nguồn: Phòng Quản lý thành viên – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Khi thị trường chứng khoán mới đi vào hoạt động từ tháng 7 năm 2000 cho đến cuối năm 2001, chỉ số VN-Index biến động phức tạp từ 100 điểm ban đầu đã đạt mức “Đỉnh” là 571,04 điểm vào ngày 25/06/2001 cao nhất từ trước cho đến hết năm 2005. Nguyên nhân là do sự mất cân đối cung cầu cổ phiếu trên thị trường và tâm lý đầu cơ của nhà đầu tư. Sau đó, cùng với sự chững lại trong hoạt động giao dịch trên thị trường, giá cổ phiếu có xu hướng giảm dần và không có biến chuyển trong hai năm tiếp theo 2002 và 2003. Năm 2002, chỉ số VN-Index đã giảm xuống thấp tới mức 174,62 điểm ở phiên giao dịch ngày 07/11/2002. Đến ngày 24/10/2003 chỉ số VN-Index giảm xuống ở mức “Đáy” là 130,9 điểm, giảm 440,14 điểm so với “Đỉnh” của nó ở năm 2001. Nguyên nhân là do ở giai đoạn đầu, các nhà đầu tư đầu cơ cổ phiếu đã đẩy giá cổ phiếu lên quá cao so với giá trị thực của chính nó và khi họ nhận thức ra được sự thật thì họ đã bán ra ồ ạt làm cho giá cổ phiếu giảm một cách nhanh chóng. Tuy nhiên, bắt đầu từ

c cuối năm 2003 chỉ số VN-Index đã có xu hướng hồi phục tăng trở lại, dao động quanh mức bình quân 230-240 điểm trong những tháng cuối năm 2004 và đầu năm 2005.

Giai đoạn cuối năm 2005, chỉ số VN-Index tăng nhanh chóng từ khoảng 250 điểm lên 310 điểm và kết thúc phiên giao dịch ngày 30/12/2005 Vn-Index đạt 307,5 điểm. Tuy nhiên, chỉ trong khoảng thời gian ngắn của đầu năm 2006 TTCK Việt Nam đã có bước tăng trưởng nhảy vọt. Giá của đa số các loại cổ phiếu niêm yết tiếp tục tăng nhanh và điều kỳ diệu đã xảy ra vào ngày 25/04/2006 khi VN-Index đã xác lập kỷ lục mới đạt 632,69 điểm, tăng 325,19 điểm (gấp hơn 2 lần) so với cuối năm 2005 và tăng 61,65 điểm so với mức “Đỉnh” của năm 2001. Tính đến thời điểm này, đây là chỉ số giá thị trường cao nhất kể từ khi thị trường chứng khoán vận hành phiên đầu tiên.



Hình 2.1: Tình hình biến động của chỉ số VN-Index qua các năm 2000 - 2006

Nguyên nhân cơ bản của sự bứt phá này là do kết thúc năm 2005, kết quả kinh doanh của đa số các công ty niêm yết đều rất khả quan đó là đạt lợi nhuận cao, tỷ lệ chia cổ tức cho cổ đông nhờ vậy cũng gia tăng theo, với mức chi trả cổ tức bình quân đạt 17%/năm. Vốn điều lệ của các doanh nghiệp tăng trung bình là 44%, đặc biệt có doanh nghiệp tăng hơn 10 lần như CTCP Đại lý liên hiệp vận chuyển (GMD) tăng 30 lần, CTCP Cơ điện lạnh (REE) tăng 13 lần... Mặt khác, tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam cũng đầy hứa hẹn, theo đánh giá của các chuyên gia tài chính thì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam theo chỉ tiêu ROE trong năm

2006 sẽ khoảng 29,8%, cao nhất khu vực Châu Á. Những điều này đã thu hút mạnh mẽ các nhà đầu tư trong cũng như ngoài nước đầu tư vào TTCK. Ngoài ra, các công ty niêm yết thông báo tăng vốn điều lệ đã tạo nên sức cầu về cổ phiếu mạnh mẽ trong khi đó lượng hàng chào bán rất ít dẫn đến làm mất cân bằng cung-cầu trầm trọng trên thị trường đã đẩy giá cổ phiếu lên rất cao trong 4 tháng đầu năm 2006. Có thể nói đây là nguyên nhân chủ yếu làm chỉ số giá thị trường tăng cao.

Tuy nhiên sau đợt tăng giá này, kể từ tháng 5 đến nay thị trường bắt đầu ở trạng thái điều chỉnh và VN-Index giảm dần. Nguyên nhân cơ bản là do lượng hàng hóa được cung ứng nhiều trong một thời gian ngắn. Chỉ trong tháng 07/2006, thị trường niêm yết đã tiếp nhận thêm 8 loại cổ phiếu mới (UNI, SJS, BMP, STB, VSH, VFC, FPC và CYC) với tổng giá trị niêm yết tính theo mệnh giá trên 3.400 tỷ đồng. Cũng trong tháng này, thị trường niêm yết đã xuất hiện một loại hàng hóa khá đặc biệt, đó là trái phiếu tăng vốn của Vietcombank với quy mô niêm yết trên 1.374 tỷ đồng. Như vậy, trong khi sức cầu tăng không đáng kể (tháng 07/2006 chỉ xuất hiện 1 quỹ đầu tư mới là Quỹ đầu tư chứng khoán Bảo Việt với quy mô vốn là 500 tỷ đồng), thậm chí có phần giảm mạnh do sự rút vốn hoặc tạm dừng giao dịch của nhiều nhà đầu tư, việc TTCK tiếp nhận nhiều hàng hóa mới khiến xu hướng đi xuống của giá cổ phiếu là điều không tránh khỏi. Một nguyên nhân khác nữa là hiện nay hàng loạt công ty sau khi được cấp giấy phép đang bắt đầu huy động vốn thông qua TTCK. Ở TTCK các nước trên thế giới, công ty niêm yết khi phát hành thêm cổ phiếu mới, đi kèm trong bộ hồ sơ xin phát hành thêm gửi UBCKNN là các biện pháp làm thế nào để ổn định được giá cổ phiếu trên thị trường khi số cổ phiếu mới được niêm yết trở lại nhằm bảo vệ nhà đầu tư cũng như cổ đông của công ty. Trên TTCK Việt Nam hiện nay, công ty niêm yết chỉ lo việc phát hành, còn giá cổ phiếu biến động như thế nào là chuyện của các nhà đầu tư. Hiện tượng giảm giá giai đoạn này cho thấy, TTCK có thể mang đến những phần thưởng vô giá nhưng cũng luôn tiềm ẩn những tác động không thể lường hết được.

b. Tình hình giao dịch chứng khoán trên thị trường

Tính đến ngày 31/07/2006, TTGDCK Tp.HCM đã tổ chức thành công 1.344 phiên giao dịch chứng khoán. Từ lúc ban đầu trung tâm chỉ thực hiện một đợt khớp

lệnh trong 1 phiên giao dịch và mỗi tuần chỉ có 3 phiên sau đó đã tăng lên hai đợt khớp lệnh trong 1 phiên và mỗi tuần giao dịch 5 phiên. Kể từ ngày 14/06/2006, Trung tâm đã thực hiện khớp lệnh 3đợt/1phiên đối với giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ quỹ. Tình hình giao dịch chứng khoán thời gian qua được thể hiện trong bảng 2.6 và 2.7.

Bảng 2.6: Giao dịch chứng khoán toàn thị trường qua các năm 2000 - 2006

(Theo phương thức Khớp lệnh + Thỏa thuận)

Năm	Số phiên	Khối lượng giao dịch		Giá trị giao dịch (Tỷ đồng)		+/- (%)	
		Tổng cộng	Bình quân	Tổng cộng	Bình quân	KL	GT
2000	66	3.662.790	55.497	92,4	1,4	-	-
2001	151	19.721.930	130.609	1.034,7	6,8	447,2	1.019,8
2002	236	37.078.379	157.112	1.082,2	4,6	88,3	4,6
2003	247	53.105.990	215.004	2.997,7	12,1	43,1	177,0
2004	250	248.072.240	992.289	19.887,2	79,5	367,2	563,4
2005	251	353.070.622	1.406.655	26.887,8	107,1	42,3	35,2
2006	143	495.389.140	3.464.260	37.664,1	263,4	40,3	40,1

- Số liệu năm 2006: tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Sau thời gian biến động giảm sút, tình hình thị trường năm 2005 đã dần đi vào phát triển ổn định. Tổng số lượng chứng khoán giao dịch toàn thị trường năm 2005 đạt được là 353.070.622 chứng khoán, tương ứng với giá trị là 26.877,83 tỷ đồng tăng 42,3% về khối lượng và 35,2% về giá trị so với năm 2004. Trong đó ấn tượng nhất là sự gia tăng nhanh chóng cả về khối lượng và giá trị giao dịch của chứng chỉ quỹ đầu tư VFMVF1. Đặc biệt thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu khởi sắc vào 3 tháng cuối năm 2005 là do ngày 29/09/2005 Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg về việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài được nâng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu niêm yết và chứng chỉ quỹ đầu tư từ 30% lên 49% làm cho thị trường giao dịch chứng khoán sôi động hẳn lên.

Bước sang năm 2006, thị trường chứng khoán đã vươn lên một tầm cao mới. Chỉ số VN-Index được xác lập ở mức kỷ lục 632,69 điểm vào ngày 25/04/2006. Tổng khối lượng và giá trị giao dịch toàn thị trường trong 7 tháng đầu năm đạt được trên 495 triệu chứng khoán tăng 40,3% và 37.664 tỷ đồng, tăng 40,1% so với cả năm 2005. Khối lượng và giá trị giao dịch bình quân/phiên toàn thị trường là 3,46 triệu chứng khoán và 263,39 tỷ đồng, tăng hơn rất nhiều so với con số 1,4 triệu chứng khoán và 107 tỷ đồng của cả năm 2005. Trong đó giá trị giao dịch cổ phiếu tăng đột biến lên tới 307,5% so với cả năm 2005.

Bảng 2.7: Quy mô giá trị giao dịch trên thị trường qua các năm 2000 – 2006

Đơn vị tính: Tỷ đồng

Năm	Giá trị giao dịch				+/- (%)		
	<i>Cổ phiếu</i>	<i>Chứng chỉ quỹ</i>	<i>Trái phiếu</i>	<i>Tổng cộng</i>	<i>Cổ phiếu</i>	<i>Chứng chỉ quỹ</i>	<i>Trái phiếu</i>
2000	90,2	0	2,2	92,4	-	-	-
2001	964,1	0	70,6	1.034,7	971,1	-	3.109,1
2002	961,6	0	120,6	1.082,2	-0,3	-	70,8
2003	501,4	0	2.496,3	2.997,7	-47,8	-	1.962,8
2004	1.970,9	32,9	17.883,4	19.887,2	293,3	-	616,5
2005	2.784,2	256,1	23.837,5	26.887,8	41,3	678,4	32,9
2006	11.346,4	1.099,0	25.218,7	37.664,1	307,5	5,9	5,9

- Số liệu năm 2006: tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Đây là là giai đoạn tăng trưởng được xem là “nóng” nhất kể từ khi TTCK giao dịch phiên đầu tiên đến nay. Tình hình giao dịch những tháng đầu năm 2006 đã chứng tỏ được công chúng đầu tư kỳ vọng về thành công với tinh thần rất lạc quan, tin tưởng vào sự phát triển mạnh mẽ của TTCK Việt Nam trong tương lai.

Tình hình giao dịch từng loại chứng khoán cụ thể trên thị trường chứng khoán trong

thời gian từ 07/2000 đến 07/2006, có thể được đánh giá một cách tổng quát trên các hoạt động cụ thể như sau:

➤ **Tình hình giao dịch cổ phiếu**

Nhìn chung qua số liệu bảng 2.8 cho thấy, khối lượng giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận đều có xu hướng tăng nhanh qua các năm, riêng năm 2003 khối lượng giao dịch giảm đáng kể ở các hai phương thức khớp lệnh và thỏa thuận tương ứng là giảm 20,4% và 27,8% so với năm trước. Nhưng nếu tính đến số phiên giao dịch trong tuần tăng từ 3 lên 5 phiên kể từ ngày 01/03/2005 thì thực tế quy mô giao dịch cổ phiếu chỉ thật sự biến động mạnh trong hai năm 2001 và 2004. Khối lượng cổ phiếu giao dịch năm 2001 tăng 391,6% so với năm 2000, năm 2004 tăng 167,9% đối với phương thức khớp lệnh và 120,4% đối với phương thức thỏa thuận so với năm 2003. Tốc độ gia tăng về khối lượng giao dịch bình quân mỗi năm khoảng trên 200%.

Bảng 2.8: Tình hình giao dịch cổ phiếu qua các năm 2000 – 2006

Năm	Khớp lệnh		Thỏa thuận		Tổng cộng			+/- (%)	
	<i>K.Lượng</i>	<i>Giá trị (Tỷ.Đ)</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>Giá trị (Tỷ.Đ)</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>% K. Lệnh</i>	<i>% T. Thuận</i>	<i>K. Lệnh</i>	<i>T. Thuận</i>
2000	3.641.000	90,2	-	-	3.641.000	100,0	0	-	-
2001	17.729.700	923,4	1.298.500	40,7	19.028.200	93,3	6,7	391,6	-
2002	29.641.000	784,3	6.154.939	177,3	35.795.939	82,8	17,2	67,2	373,1
2003	23.579.220	412,1	4.444.930	89,3	28.024.150	83,9	16,1	-20,4	-27,8
2004	63.181.900	1.701,0	9.712.388	269,9	72.894.288	86,7	13,3	167,9	120,4
2005	79.266.180	2.261,5	15.580.007	522,7	94.846.187	83,6	16,4	25,5	60,8
2006	187.934.570	10.068,3	19.986.560	1.278,1	207.921.130	90,4	9,6	136,9	28,2

- Số liệu năm 2006: tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Về giá trị giao dịch cổ phiếu, sau khi có sự gia tăng đột biến trong năm 2001 với giá trị giao dịch bình quân/phiên đạt 6,38 tỷ đồng đã giảm xuống liên tục ở hai năm

2002 và 2003. Đến năm 2004, với xu hướng hồi phục của thị trường, giá trị giao dịch cổ phiếu đã bắt đầu tăng trở lại với mức bình quân/phiên là 7,9 tỷ đồng, riêng đối với giao dịch khớp lệnh là 6,8 tỷ đồng. Sự gia tăng cả về khối lượng và giá trị giao dịch cổ phiếu đã làm cho chỉ số giá VN-Index hồi phục nhanh chóng bắt đầu từ cuối năm 2004. Năm 2005, tổng khối lượng giao dịch của cổ phiếu đạt 94,8 triệu với giá trị giao dịch trên 2.784 tỷ đồng. Chỉ tính riêng 7 tháng đầu năm 2006, giao dịch cổ phiếu trên thị trường đã tăng 119,2% về khối lượng và 307,5% về giá trị so với cả năm 2005. Khối lượng giao dịch theo phương thức khớp lệnh so với cả năm 2005 tăng 136,9%. Trong đó giao dịch khớp lệnh chiếm trên 90% cả về khối lượng lẫn giá trị giao dịch. Tuy nhiên, vào tháng 04/2006 trong sự bùng nổ của TTCK Việt Nam, việc tăng cung được đặt ra như một vấn đề cấp bách thì với sự nỗ lực của cơ quan quản lý và các thành phần tham gia thị trường, tính đến hết tháng 07/2006, đã có 45 loại cổ phiếu được niêm yết với tổng giá trị trên 8.000 tỷ đồng. Nếu như nỗi lo khan hiếm hàng hóa được giải tỏa thì nay biến động đi xuống của thị trường lại mang đến nỗi lo lắng và thất vọng cho không ít nhà đầu tư, chỉ số VN-Index có phiên chỉ còn 434 điểm, tức giảm gần 200 điểm so với mức đỉnh 632,69 điểm vào tháng 04/2006. Việc sụt giảm quá nhanh về giá chứng khoán trên TTCK xuất phát từ hệ quả trực tiếp của việc gia tăng quá nhanh về giá thời gian trước đó. Kể từ đầu tháng 3/2006 đến cuối tháng 04/2006, VN-Index đã tăng gần 80% và việc tăng giá chứng khoán trong giai đoạn này hoàn toàn không dựa trên một yếu tố thuyết phục nào. Vì vậy, từ 25/04/2006 đến 31/07/2006 VN-Index đã giảm gần 50% giá trị. Trong số 8 cổ phiếu mới lên sàn từ đầu tháng 7 đến nay thì có 6 loại cổ phiếu có đồ thị đi xuống theo chiều gần như thẳng đứng. Một số cổ phiếu gây thất vọng lớn cho nhà đầu tư khi lên sàn như STB của Sacombank có phiên chỉ còn 67.500 đồng, giảm 10.500đồng/cổ phiếu so với phiên chào sàn (12/07/2006). Bên cạnh việc tăng cung cho thị trường với quy mô lớn trong thời gian rất ngắn làm cho nguồn cung vượt cầu trong giai đoạn tạm thời thì nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này là do thị trường đã tăng quá “nóng” nên sẽ giảm tương ứng. Đồng thời, một phần đáng kể các nhà đầu tư tham gia mua/bán chứng khoán nhưng không kiểm soát được quyết định của mình nên rất dễ thay đổi quan điểm khi thị trường có dấu hiệu

chững lại. Như vậy, rõ ràng vấn đề tâm lý của nhà đầu tư vẫn là vấn đề đáng quan tâm. Theo ý kiến của các chuyên gia phân tích chứng khoán thì nhiều nhà đầu tư vẫn mua bán cổ phiếu theo phong trào, thiếu tìm hiểu về thị trường và doanh nghiệp niêm yết. Và hiện tượng giá cổ phiếu đồng loạt tăng hoặc giảm trong cùng thời điểm chỉ có xảy ra ở TTCK Việt Nam.

➤ **Tình hình giao dịch chứng chỉ quỹ đầu tư**

Chứng chỉ quỹ đầu tư VFMVF1 được giao dịch trên thị trường chứng khoán bắt đầu từ ngày 08/11/2004, là chứng chỉ quỹ duy nhất niêm yết cho đến thời điểm này. Giao dịch của chứng chỉ quỹ có xu hướng tăng nhanh qua các năm cả về khối lượng lẫn giá trị. Năm 2005, khối lượng chứng chỉ quỹ giao dịch tăng rất lớn và số lượng chứng chỉ quỹ mà nhà đầu tư nước ngoài được phép mua vào đã hết điều này chứng tỏ sức hấp dẫn của loại chứng khoán này trên thị trường.

Bảng 2.9: Tình hình giao dịch chứng chỉ quỹ qua các năm 2000 – 2006

Năm	Khớp lệnh		Thỏa thuận		Tổng cộng			+/- (%)	
	<i>K.Lượng</i>	<i>Giá trị (Tỷ.Đ)</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>Giá trị (Tỷ.Đ)</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>% K. Lệnh</i>	<i>% T. Thuận</i>	<i>K. Lệnh</i>	<i>T. Thuận</i>
2004	3.149.720	29,7	349.000	3,2	3.498.720	90,0	10,0	-	-
2005	23.313.990	229,3	2.799.620	26,8	26.113.610	89,3	10,7	651,6	7021,8
2006	37.868.800	1.053,5	1.878.120	45,54	39.746.920	95,5	4,5	62,5	-

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Tính đến ngày 31/12/2005, giá trị tài sản ròng (NAV) của quỹ VFMVF1 đạt 385,8 tỷ đồng, tăng 28,6% so với tổng vốn ban đầu của quỹ là 300 tỷ đồng. Chính kết quả tích cực này đã góp phần thu hút sự quan tâm của công chúng đầu tư trong cũng như ngoài nước. Nhu cầu mua chứng chỉ VFMVF1 tăng lên đã làm cho loại chứng khoán này có khối lượng khớp lệnh trung bình rất lớn và thị giá cũng tăng nhanh. Trong 7 tháng đầu năm 2006, khối lượng chứng chỉ giao dịch khớp lệnh đã tăng 62,5%

so với cả năm 2005 và chiếm 95,5% tổng khối lượng giao dịch. Điều này cho thấy sự thành công của loại chứng chỉ quỹ niêm yết trên TTCK và đây sẽ là tín hiệu tốt làm động lực thu hút các Quỹ đầu tư khác niêm yết chứng chỉ quỹ của mình trên TTCK trong thời gian tới.

Tuy nhiên xem xét cụ thể qua số liệu cho thấy, giá thị trường của chứng chỉ quỹ cũng có sự biến động khá lớn. Giá của chứng chỉ quỹ VFMVF1 đạt đỉnh với mức 48.000 đồng vào ngày 27/04/2006, đến ngày 19/05/2006 chỉ còn 39.000 đồng và tiếp tục giảm xuống chỉ còn 19.800 đồng vào ngày 31/07/2006, giảm 58,75% so với giá ở mức đỉnh vào ngày 27/04/2006. Nguyên nhân chính của sự giảm giá này bên cạnh sự giảm giá chung của toàn thị trường thì theo nhận định còn là vì tâm lý của số đông nhà đầu tư chưa nắm được nhiều thông tin về tình hình quỹ VFMVF1. Mặt khác giá chứng chỉ quỹ thường xoay quanh giá trị tài sản ròng (NAV), nhưng vấn đề mấu chốt là NAV được xác định thế nào và mức độ tin cậy của nhà đầu tư đối với NAV của VFMVF1 đến đâu thì vẫn chưa có câu trả lời bởi vì cách xác định giá của chứng chỉ quỹ và cổ phiếu có sự khác nhau. Ở các nước trên thế giới, NAV không quá khó để tính toán. Thị trường cổ phiếu chưa niêm yết (OTC) của họ được xây dựng bài bản, giá cổ phiếu được tính trên giá thị trường. Còn ở Việt Nam do chưa có thị trường OTC đúng nghĩa nên việc tính toán NAV là rất khó khăn. Chính vì vậy, để tạo tâm lý tin cậy cho nhà đầu tư và tạo cú huých về giá thị trường cho VFMVF1 sắp tới, VFMVF1 nếu có thể thì nên công khai cho nhà đầu tư biết về cách tính NAV và danh mục đầu tư.

➤ ***Tình hình giao dịch trái phiếu***

Tình hình giao dịch trái phiếu trên thị trường từ năm 2000 - 2006 được thể hiện qua số liệu bảng 2.10. Qua số liệu thống kê ở bảng cho thấy, thị trường giao dịch trái phiếu trong giai đoạn 2000-2002 rất kém phát triển, nhất là giao dịch trái phiếu theo phương thức khớp lệnh gần như là đóng băng với giá trị giao dịch chỉ đạt từ 2 đến gần 8 tỷ đồng. Thị trường giao dịch trái phiếu chỉ thật sự được kích hoạt kể từ năm 2003 đến nay và chủ yếu được thực hiện thông qua phương thức thỏa thuận. Năm 2003, khối lượng trái phiếu giao dịch theo phương thức thỏa thuận tăng trên 1.912% so với năm

2002 đạt 25.032.920 đơn vị trái phiếu. Quy mô thị trường trái phiếu đặc biệt được mở rộng hơn trong năm 2004 và tiếp tục được duy trì cho đến nay với tốc độ tăng trên 2000%/năm. Chỉ 7 tháng đầu năm 2006, giao dịch trái phiếu đã tăng 6,7% về khối lượng và 5,9% về giá trị so với cả năm 2005. Tính đến hết tháng 07/2006, khối lượng giao dịch trái phiếu trên thị trường đạt 247,7 triệu trái phiếu với giá trị gần 25.219 tỷ đồng tăng 6,7% so với năm 2005. Như vậy, sau một thời gian đóng băng nay thị trường trái phiếu đã trở nên sôi động hơn. Cơ chế giao dịch đối với trái phiếu đã được điều chỉnh phù hợp hơn đã có tác dụng kích thích sự phát triển của thị trường trái phiếu.

Bảng 2.10: Tình hình giao dịch trái phiếu qua các năm 2000 – 2006

Năm	Khớp lệnh		Thỏa thuận		Tổng cộng			+/- (%)	
	<i>K.Lượng</i>	<i>Giá trị (Tỷ.Đ)</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>Giá trị (Tỷ.Đ)</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>% K. Lệnh</i>	<i>% T. Thuận</i>	<i>K. Lệnh</i>	<i>T. Thuận</i>
2000	21.790	2,1	0	0	21.790	100,0	0	-	-
2001	81.730	7,8	612.000	62,9	620.730	13,2	86,8	274,8	-
2002	37.890	3,6	1.244.550	117,0	1.282.440	3,0	97,0	-53,7	103,3
2003	48.920	4,6	25.032.920	2.491,7	25.081.840	0,2	99,8	29,0	1912
2004	53.520	5,3	171.625.712	17.878,0	171.679.232	0,03	99,97	9,4	586,4
2005	-	-	232.110.825	23.837,6	232.110.825	0	100,0	-	35,3
2006	-	-	247.721.090	25.218,7	247.721.090	0	100,0	-	6,7

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Đặc biệt, kể từ ngày 16/08/2004, tất cả giao dịch trái phiếu đều theo phương thức thỏa thuận. Sang đầu năm 2005, thời hạn thanh toán các giao dịch trái phiếu được rút ngắn từ T+4 xuống còn T+1 đã tác động tích cực đến thị trường giao dịch làm cho các giao dịch trái phiếu gia tăng đáng kể. Tuy nhiên, giao dịch trái phiếu trên thị trường hiện nay cũng vẫn chủ yếu là giao dịch trái phiếu chính phủ còn giao dịch trái phiếu doanh nghiệp chưa đáng kể. Mặc dù trái phiếu doanh nghiệp cũng là một hình thức huy động vốn hữu hiệu cho doanh nghiệp, nhưng thị trường trái phiếu doanh

ng nghiệp Việt Nam hầu như chưa phát triển, chỉ mới ở giai đoạn manh nha mà thôi. Việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp có khối lượng lớn mới thực sự khởi động khoảng từ một năm trở lại đây với các doanh nghiệp lớn như: Tổng công ty Sông Đà, Công ty tài chính dầu khí, Tổng công ty Công nghiệp tàu thủy... Ngày 01/07/2006, Nghị định 52/2006/NĐ-CP của Chính phủ về phát hành trái phiếu doanh nghiệp có hiệu lực, thay thế Nghị định 120 được ban hành từ năm 1994. Với những quy định thông thoáng hơn, Nghị định 52/2006/NĐ-CP hy vọng sẽ tạo ra được bước đột phá cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới làm cơ sở tạo nguồn trái phiếu doanh nghiệp cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

➤ ***Tình hình giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài***

Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường là một yếu tố hết sức quan trọng góp phần thúc đẩy sự phát triển ổn định của TTCK Việt Nam. Tình hình giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trong thời gian từ 2000 – 2006 được thể hiện qua số liệu bảng 2.11 và 2.12.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các nhà đầu tư nước ngoài tham gia mua/bán tất cả các loại chứng khoán được niêm yết. Số liệu ở bảng 2.11 cho thấy, tỷ trọng đầu tư về khối lượng cũng như giá trị chứng khoán của họ có xu hướng tăng nhanh qua các năm ở cả hai hoạt động mua/bán và ở những năm đầu hoạt động của TTCK các nhà đầu tư nước ngoài vẫn có xu hướng mua chứng khoán vào là chính. Đến năm 2005, thì khối lượng và giá trị chứng khoán mua/bán có xu hướng cân bằng nhau hơn, chiếm tỷ trọng từ 9-12% giao dịch toàn thị trường, tăng gần gấp hai lần so với năm 2004. Riêng 7 tháng đầu năm 2006, các nhà đầu tư nước ngoài mua chứng khoán vào nhiều hơn so với bán ra, chính vì vậy đã tạo ra sự chênh lệch về tỷ trọng mua/bán của nhà đầu tư nước ngoài so với toàn thị trường rõ rệt.

Cụ thể, tỷ trọng về khối lượng và giá trị các loại chứng khoán mua vào của nhà đầu tư nước ngoài chiếm tỷ trọng tương ứng là 14,2% và 15,6% so với 9,8% và 11,3% khối lượng và giá trị chứng khoán bán ra, tăng lên rất nhiều so với cả năm 2005. Chính điều này đã góp phần đáng kể cho sự gia tăng nhanh về giá của các loại chứng khoán

niêm yết trong những tháng đầu năm 2006 vừa qua. Đồng thời, qua số liệu ở bảng 2.12 cho thấy, trong giai đoạn đầu hoạt động của TTCK các nhà đầu tư nước ngoài chủ yếu đầu tư vào cổ phiếu và bắt đầu đến năm 2003 thì đầu tư kinh doanh trái phiếu. Tỷ trọng khối lượng đầu tư vào trái phiếu của nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng tăng dần theo thời gian (hầu hết là trái phiếu chính phủ) và tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu giảm dần. Đây chính là yếu tố đặc trưng của nhà đầu tư nước ngoài bởi vì khi đầu tư vào trái phiếu thì mức độ rủi ro sẽ thấp hơn, có nghĩa là khoản đầu tư của họ sẽ trở nên an toàn hơn khi thị trường có sự biến động.

**Bảng 2.11: Tình hình giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài
qua các năm 2000 - 2006**

Năm	Mua				Bán			
	<i>K.Lượng</i>	<i>% so với TT</i>	Giá trị (Tỷ.Đ)	<i>% so với TT</i>	<i>K.Lượng</i>	<i>% so với TT</i>	Giá trị (Tỷ.Đ)	<i>% so với TT</i>
2000	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	161.600	0,8	12,1	1,2	45.000	0,2	2,4	0,2
2002	4.259.339	10,0	121,2	9,9	874.879	2,4	25,5	2,3
2003	3.385.420	6,4	99,9	3,3	323.010	0,6	5,9	0,2
2004	22.096.711	8,9	1.226,6	6,2	6.507.253	2,3	486,5	2,1
2005	41.889.916	11,9	3.038,8	11,4	31.972.065	9,1	2.847,0	10,6
2006	70.046.720	14,2	5.870,1	15,6	48.334.930	9,8	4.258,2	11,3

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM”

Như vậy, sau một thời gian thị trường đi vào hoạt động, các biện pháp điều hành thị trường của các cơ quan có liên quan đã dần phát huy được hiệu quả, tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường ổn định hơn. Sự tham gia giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài tăng nhanh trên thị trường, đặc biệt là sau khi giới hạn mua cổ phiếu của người nước ngoài trong các công ty niêm yết đã được nâng từ 20% lên 30%. Chính vì vậy, thị

trường cổ phiếu và trái phiếu đã đạt được những thành công nhất định. Nếu như trong 9 tháng đầu năm 2005, tình hình mua bán của nhà đầu tư nước ngoài khá trầm lắng, tổng khối lượng mua bán đạt được là 36,35 triệu chứng khoán với giá trị 3.084 tỷ đồng. Kể từ ngày 29/09/2005, khi quyết định số 238/2005/QĐ-TTg cho phép nhà đầu tư nước ngoài được nâng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu niêm yết và chứng chỉ quỹ đầu tư từ 30% lên 49% có hiệu lực, thị trường giao dịch đã thực sự trở nên sôi động với sự tham gia tích cực của đông đảo nhà đầu tư nước ngoài.

Bảng 2.12: Tỷ trọng giao dịch các loại chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài qua các năm 2000 - 2006

Năm	Mua				Bán			
	<i>Tổng K.Lượng</i>	<i>% Cổ phiếu</i>	<i>% Trái phiếu</i>	<i>% Chứng chỉ quỹ</i>	<i>Tổng K.Lượng</i>	<i>% Cổ phiếu</i>	<i>% Trái phiếu</i>	<i>% Chứng chỉ quỹ</i>
2000	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	161.600	100,0	-	-	45.000	100,0	-	-
2002	4.259.339	100,0	-	-	874.879	100,0	-	-
2003	3.385.420	94,8	5,2	-	323.010	100,0	-	-
2004	22.096.711	61,1	34,9	5,0	6.507.253	36,3	63,67	0,03
2005	41.889.916	28,6	59,6	11,8	31.972.065	14,1	81,85	4,05
2006	70.046.720	46,7	50,9	2,4	48.334.930	26,0	70,80	3,20

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Trong 3 tháng cuối năm 2005, khối lượng và giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đạt 37,5 triệu chứng khoán với giá trị 2.803,7 tỷ đồng, tương đương với tổng mức giao dịch của 9 tháng đầu năm. Chỉ riêng 7 tháng đầu năm 2006, giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài tăng 67,1% về khối lượng mua và 50,9% về khối lượng bán so với cả năm 2005. Giao dịch mua của nhà đầu tư nước ngoài tỏ ra chiếm ưu thế với khối lượng và giá trị gần gấp đôi so với giao dịch bán. Ngày

29/09/2005 đã thực sự trở thành dấu mốc trên thị trường với quyết định số 238/2005/QĐ-TTg có hiệu lực đã tác động rất lớn đến sự chuyển biến tích cực của TTCK Việt Nam non trẻ. Bởi vì, với việc cho phép mở rộng tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán là một giải pháp tích cực nhằm thu hút nguồn vốn đầu tư, đồng thời cũng là một bước đi tích cực tiến tới hội nhập của TTCK Việt Nam với TTCK thế giới. Bên cạnh đó, sự đánh giá cao của các tổ chức tài chính uy tín trên thế giới về môi trường và triển vọng đầu tư ở Việt Nam như Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB), Ngân hàng thế giới (WB), Merrill Lynch... đã góp phần thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam.

2.2.1.3 Tình hình nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán

Một thành phần không thể thiếu để hình thành nên thị trường chứng khoán đó là các nhà đầu tư chứng khoán. Tốc độ và chất lượng phát triển của TTCK chịu sự ảnh hưởng trực tiếp bởi số lượng và trình độ của nhà đầu tư tham gia thị trường. Tình hình về số lượng nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán thời gian qua được thể hiện qua số liệu bảng 2.13. Đồng thời, do quy định tại quyết định số 238/2005/QĐ-TTg về tỷ lệ nắm giữ tối đa cổ phần của các công ty niêm yết của nước ngoài nên Trung tâm cũng đã tiến hành cấp mã số kinh doanh chứng khoán cho nhà đầu tư nước ngoài. Tình hình cấp mã số kinh doanh cho nhà đầu tư nước ngoài được thể hiện qua số liệu bảng 2.14.

Qua số liệu ở bảng 2.13 cho thấy, số lượng nhà đầu tư tham gia chính thức vào TTCK thông qua mở tài khoản giao dịch có xu hướng tăng rất nhanh trong thời gian gần đây. Điều đó chứng tỏ TTCK Việt Nam đã thu hút được sự quan tâm ngày càng mạnh mẽ của công chúng đầu tư cả trong và ngoài nước. Nếu như những ngày đầu hoạt động toàn thị trường chỉ mới có 2.973 tài khoản giao dịch được mở tại các công ty chứng khoán thành viên thì con số này liên tục tăng theo thời gian. Tuy nhiên, trong năm 2002 và đặc biệt là 2003 số lượng tài khoản của nhà đầu tư mới bị giảm so với năm trước tương ứng là 4.850 và 2.825 tài khoản, giảm tương ứng là 15,6% và 41% so với năm trước đó. Nguyên nhân cơ bản là do giai đoạn này thị trường có sự biến động mạnh theo xu hướng giảm, chỉ số VN-Index giảm nhanh từ mức trên 500 điểm xuống

còn chưa tới 200 điểm. Tuy vậy, sang năm 2004 khi thị trường bắt đầu giai đoạn hồi phục thì số lượng tài khoản giao dịch được mở mới tăng dần. Năm 2005, số tài khoản giao dịch được mở mới đạt 9.700 tài khoản, tăng 89,7% so với năm 2004. Trong đó, số tài khoản giao dịch của nhà đầu tư trong nước tăng tới 92,2% và chủ yếu là các nhà đầu tư cá nhân. Lý do chính dẫn đến hiện tượng trên là thời gian này nhận thức về cơ hội thuận lợi khi đầu tư trên thị trường chứng khoán của nhà đầu tư đã bắt đầu rõ ràng hơn.

Bảng 2.13: Tình hình số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư qua các năm 2000 – 2006

Năm	Số lượng tài khoản nhà đầu tư				+/- (%)		
	<i>Trong nước</i>	<i>Nước ngoài</i>	<i>Tổng số</i>	<i>Lũy tiến</i>	<i>Tổng số</i>	<i>Trong nước</i>	<i>Nước ngoài</i>
2000	2.973	24	2.997	2.997	-	-	-
2001	5.756	21	5.777	8.774	92,7	93,6	-12,5
2002	4.850	27	4.877	13.651	-15,6	-15,7	28,6
2003	2.825	26	2.851	16.502	-41,5	-41,8	-3,7
2004	4.979	135	5.114	21.616	79,4	76,2	419,2
2005	9.568	132	9.700	31.316	89,7	92,2	-2,2
2006	34.828	1.233	36.061	67.377	271,8	264,0	834,1
Tổng cộng	65.779	1.598	67.377				

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Quản lý thành viên – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Đặc biệt chỉ trong 7 tháng đầu năm 2006, số lượng tài khoản giao dịch được mở mới tăng đột biến đạt 34.828 tài khoản, tăng 271,8% so với cả năm 2005 và cao hơn 11,2% so với tổng số lượng tài khoản giao dịch được mở trong 5 năm trước đó. Đưa tổng số tài khoản giao dịch trên toàn thị trường tính đến ngày 31/07/2006 là 67.377 tài khoản. Trong đó số tài khoản giao dịch của nhà đầu tư trong nước tăng 264% so với cả năm 2005, riêng số tài khoản giao dịch mới của nhà đầu tư nước ngoài đã tăng tới

834,1% tương ứng là 1.233 tài khoản giao dịch được mở, cao gấp 3,4 lần tổng số tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong 5 năm trước đó. Đây thật sự là điều thành công nhất, bất ngờ nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2006.

Bảng 2.14: Tình hình cấp mã số kinh doanh chứng khoán cho nhà đầu tư nước ngoài qua các năm 2000 – 2006

Năm	Cá nhân	Tổ chức	Tổng số Lũy tiến	+/- (%)	
				Cá nhân	Tổ chức
2000	21	3	24	-	-
2001	14	7	45	-33,3	133,3
2002	19	8	72	35,7	14,3
2003	26	0	98	36,8	-
2004	124	11	233	376,9	-
2005	128	4	365	3,2	-175,0
2006	1.218	15	1598	851,6	275,0
Tổng cộng	1.550	48			

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Đăng ký-Lưu ký-Thanh toán bù trừ – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Nguyên nhân chính của sự gia tăng đột biến này là do các nhà đầu tư đã thực sự bị thu hút bởi sức sinh lời hấp dẫn cũng như tốc độ quay vòng vốn đầu tư nhanh trên TTCK so với đầu tư vào các lĩnh vực khác. Ngoài ra, các công ty chứng khoán thành viên cũng đã có những chính sách tích cực nhằm thu hút sự tham gia vào thị trường của đông đảo công chúng đầu tư tiềm năng.

2.2.1.4 Tình hình hoạt động của các thành viên

Thành viên của TTGDCK Tp.HCM gồm các công ty chứng khoán, những năm đầu thị trường đi vào hoạt động mới chỉ có bảy thành viên với tổng số vốn khoảng trên 257 tỷ đồng. Đến nay sau sáu năm hoạt động, số thành viên của Trung tâm giao dịch chứng

khoán Tp. Hồ Chí Minh đã lên đến con số 14 công ty chứng khoán với tổng số vốn hoạt động lên tới 1.709,5 tỷ đồng. Theo dự báo của các chuyên gia về chứng khoán, trong khoảng thời gian cuối năm 2006 đến đầu năm 2007 sẽ có thêm hàng chục công ty chứng khoán mới ra đời, tham gia vào thị trường. Đây cũng là một tín hiệu tốt cho thị trường khi các công ty chứng khoán thành viên vừa nâng cao năng lực tài chính, vừa hoàn thiện tổ chức bộ máy sẽ thuận lợi hơn khi tổ chức thực hiện các nghiệp vụ trên thị trường chứng khoán. Số liệu cụ thể về quy mô các công ty chứng khoán thành viên của trung tâm được thể hiện qua số liệu bảng 2.15.

Bảng 2.15: Tình hình các công ty chứng khoán thành viên TTGDCK Tp.HCM qua các năm 2000 – 2006

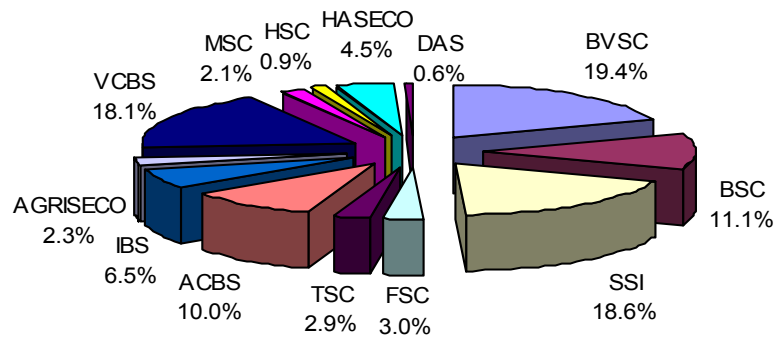
Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Số Công ty CK	7	8	9	12	13	13	14
Vốn Điều lệ (Tỷ đồng)	257	321	392	548,7	655,7	789,5	1.709,5
Số CTCK đăng ký đủ 5 nghiệp vụ	5	6	7	9	9	11	11
Giá trị giao dịch (Tỷ đồng)	92,4	1.034,7	1.082,2	2.997,7	19.887,2	26.877,8	37.664,1

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Phòng Quản lý thành viên – TTGDCK Tp.HCM và tính toán của Tác giả”

Với sự phát triển nhanh của thị trường chứng khoán, để đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của thị trường các công ty chứng khoán thành viên đã tích cực huy động thêm nguồn vốn; tích cực liên kết với các đối tác trong và ngoài nước để đào tạo đội ngũ nhân lực và chuyển giao công nghệ quản lý. Hiện nay có 11/14 công ty chứng khoán thành viên đăng ký hoạt động đầy đủ 5 nghiệp vụ trên thị trường (môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và quản lý danh mục đầu tư). Với chính sách kinh doanh phù hợp, hiệu quả các CTCK đã ngày càng thu hút được đông đảo công chúng

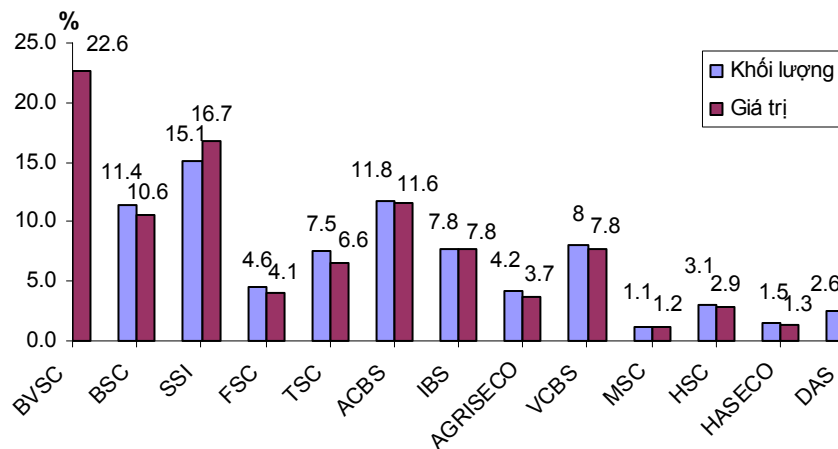
đầu tư đến với thị trường chứng khoán. Hiện nay, trong các CTCK thành viên của trung tâm đã có sự phân hóa tương đối rõ ràng trong các mảng hoạt động kinh doanh dịch vụ. Đồng thời, các CTCK thành viên đều có sự tăng trưởng mạnh mẽ từ các hoạt động kinh doanh trên thị trường chứng khoán như Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn (SSI), Bảo Việt (BVSC), Á Châu (ACBS)... Kết quả hoạt động ở lĩnh vực kinh doanh cơ bản nhất là môi giới chứng khoán của các thành viên được minh họa lần lượt qua các hình 2.2, 2.3 và 2.4.



Hình 2.2: Thị phần tham gia của nhà đầu tư tại các công ty chứng khoán

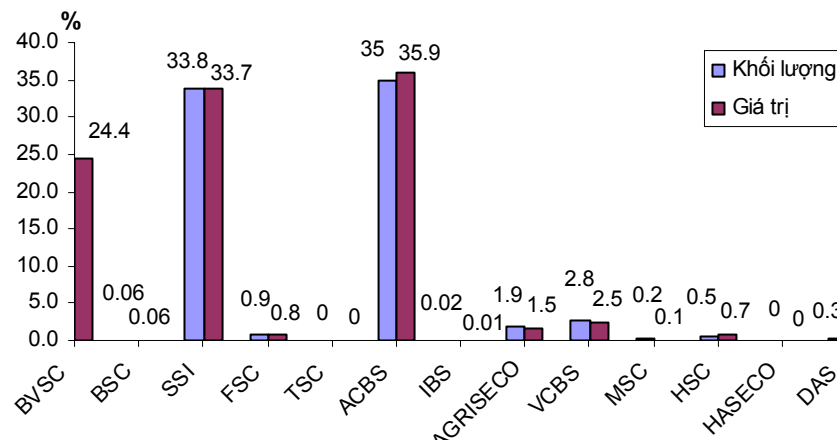
Năm 2005 [30]

Qua hình 2.2 cho thấy, số tài khoản giao dịch của nhà đầu tư được mở tập trung chủ yếu tại các công ty chứng khoán lớn như Sài Gòn, Bảo Việt, Á Châu, Ngân hàng Đầu tư (BSC), Ngân hàng Ngoại thương (VCBS) và Ngân hàng Công thương (IBS).



Hình 2.3: Thị phần môi giới cổ phiếu của các công ty chứng khoán

năm 2005 [30]



Đồ thị 2.4: Thị phần môi giới cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty chứng khoán năm 2005 [30]

Nét mới trong hoạt động quản lý thành viên năm 2005 và đầu năm 2006 là việc các tổ chức tài chính trung gian nước ngoài mua lại cổ phần của các công ty chứng khoán, cụ thể như: Dragon capital nắm giữ 5% cổ phần của CTCK Tp.Hồ Chí Minh (HSC), công ty Hong Long Limited nắm giữ 10% cổ phần của CTCK Sài Gòn (SSI) và Indochina Bank nắm giữ 30% cổ phần của CTCK Mê Kông (MKS). Đây là một tín hiệu rất tốt đối với sự phát triển của các công ty chứng khoán trong tương lai, một định chế tài chính không thể thiếu trên thị trường chứng khoán.

2.2.1.5 Tình hình hoạt động công bố thông tin trên thị trường chứng khoán

Hoạt động công bố thông tin thị trường chiếm vị trí quan trọng trong việc xây dựng một TTCK hoạt động công khai, minh bạch nhằm tạo ra môi trường đầu tư công bằng. Là mảng nghiệp vụ quan trọng bậc nhất trên TTCK và có tính nhạy cảm vì thông tin công bố sẽ có tác động trực tiếp, tức thời đến giá cả thị trường của chứng khoán niêm yết. Từ khi đi vào hoạt động, TTGDCK Tp.HCM đã không ngừng hoàn thiện các quy trình nghiệp vụ, thực hiện quản lý chặt chẽ, có tổ chức đối với các vấn đề liên quan đến quản lý công bố thông tin của các tổ chức có nghĩa vụ trên thị trường. Trung tâm thường xuyên đôn đốc tổ chức niêm yết, tổ chức kinh doanh chứng khoán thực hiện đầy đủ kịp thời các nghĩa vụ công bố thông tin khi tham gia thị trường. Đảm bảo thông tin liên quan đến với công chúng đầu tư kịp thời và chính xác.

Hoạt động công bố thông tin trên thị trường chứng khoán được quy định cụ thể tại Nghị định 144/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Thủ tướng Chính phủ và Thông tư số 57/2004/TT-BTC ngày 17/06/2004 do Bộ Tài chính ban hành. Trên cơ sở đó, thời gian qua trung tâm đã triển khai xây dựng và vận hành trang web mới có địa chỉ www.vse.org.vn mà các nhà đầu tư có thể truy cập trực tiếp để nhận thông tin kịp thời về tình hình giao dịch cũng như tham khảo các kiến thức cơ bản về đầu tư chứng khoán. Trang web của trung tâm đã có sự thay đổi lớn về hình thức với nội dung phong phú, đa dạng và cập nhật thông tin liên tục. Đặc biệt đã có bảng báo giá trực tuyến và phần tin tức bằng tiếng Anh, các số liệu giao dịch được cập nhật dưới nhiều dạng khác nhau và được cập nhật tự động từ hệ thống máy chủ.

Bản tin thị trường chứng khoán, tờ tin chính thức hàng ngày của Trung tâm đã có sự cải thiện đáng kể về chất lượng và hình thức, công bố thông tin kịp thời cho nhà đầu tư vào mỗi buổi sáng trước giờ giao dịch. Ngoài ra, hệ thống website của các CTCK thành viên cũng liên tục được hoàn thiện với nội dung và hình thức hấp dẫn. Thông tin về thị trường được cập nhật khá đầy đủ, kịp thời đã góp phần cho hoạt động công bố thông tin được công khai và minh bạch hơn trên thị trường.

2.2.2 Tình hình giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội

Cùng với TTGDCK Tp.HCM, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội đã có những đóng góp lớn vào quá trình phát triển của TTCK Việt Nam, trở thành một kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế và là kênh đầu tư hấp dẫn trong thời gian qua. Cùng với hoạt động giao dịch thứ cấp, TTGDCK Hà Nội còn triển khai khá hiệu quả các hoạt động đấu giá cổ phần của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa, đấu thầu trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp.

2.2.2.1 Hoạt động đấu giá cổ phần doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa

Hoạt động đấu giá cổ phần doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa tại TTGDCK Hà Nội đã góp phần rất lớn trong việc tăng thu ngân sách cho Nhà nước. Tính đến hết tháng 10/2006, TTGDCK Hà Nội đã tổ chức được tổng cộng 54 phiên đấu giá cổ phần, bán

được gần 289,5 triệu cổ phần với tổng giá trị trên 5.128 tỷ đồng, đã làm lợi cho Ngân sách nhà nước trên 2.110 tỷ đồng so với mức giá khởi điểm. Tình hình đấu giá cổ phần tại TTGDCK Hà Nội thời gian qua được thể hiện qua số liệu bảng 2.16.

Bảng 2.16: Tình hình đấu giá cổ phần tại TTGDCK Hà Nội qua 2 năm 2005 -2006

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Kết quả	
		2005	2006
1. Tổng số đợt đấu giá thực hiện	Đợt	28	26
2. Tổng số cổ phần chào bán	Cổ phần	204.523.854	142.276.075
3. Tổng giá trị cổ phần bán đấu giá	Tỷ đồng	2.128,2	1.429,7
4. Tổng số cổ phần đăng ký mua	Cổ phần	238.686.830	442.306.780
5. Tổng số nhà đầu tư tham gia hợp lệ	Nhà đầu tư	4.075	11.621
6. Tổng số nhà đầu tư trúng giá	Nhà đầu tư	2.880	2.757
+ Cá nhân	Cá nhân	2.743	2.483
+ Tổ chức	Tổ chức	137	106
7. Tổng số cổ phần trúng giá	Cổ phần	184.058.194	105.391.741
8. Tổng giá trị cổ phần trúng giá	Tỷ đồng	2.039,2	3.088,1
9. Tổng giá trị chênh lệch so với mệnh giá	Tỷ đồng	329,9	2.027,5
10. Tổng giá trị chênh lệch so với giá khởi điểm	Tỷ đồng	274,1	1.836,6

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/10

“Nguồn: Tổng hợp từ Website <http://www.hastc.org.vn>”

2.2.2.2 Tình hình hoạt động đấu thầu trái phiếu

Trong thời gian qua, TTGDCK Hà Nội đã tổ chức được 22 đợt đấu thầu trái phiếu (tính đến ngày 31/10/2006), bao gồm huy động của Quỹ đầu tư phát triển và trái phiếu xây dựng thủ đô. Kỳ hạn của trái phiếu bao gồm: kỳ hạn 2 năm, 3 năm, 5 năm, 10 năm và 15 năm. Tình hình đấu thầu trái phiếu tại trung tâm được thể hiện cụ thể qua số liệu bảng 2.17.

Bảng 2.17: Tình hình đấu thầu trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội qua 2 năm 2005 – 2006

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Kết quả	
		2005	2006
1. Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	Đợt	6	16
2. Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	Loại	6	2
3. Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu	Tỷ Trái phiếu	1.350	5.210
4. Tổng số phiếu đăng ký đấu thầu hợp lệ	Phiếu	39	56
5. Tổng khối lượng đăng ký đấu thầu hợp lệ	Tỷ Trái phiếu	1.187	8.833
6. Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu	Tỷ Trái phiếu	205	3.230
7. Tổng số tiền thanh toán trái phiếu trúng thầu	Tỷ đồng	205	3.230

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/10

“Nguồn: Tổng hợp từ Website <http://www.hastc.org.vn>”

Qua số liệu kết quả đấu thầu trái phiếu ở bảng trên cho thấy, khối lượng trái phiếu trúng thầu năm 2005 vẫn còn rất thấp chỉ đạt 15,2% so với khối lượng gọi thầu. Tuy nhiên, chỉ tính trong 10 tháng của năm 2006, tỷ lệ khối lượng trái phiếu trúng thầu đã đạt gần 62% so với khối lượng trái phiếu gọi thầu. Khối lượng trái phiếu trúng thầu chủ yếu là loại trái phiếu có kỳ hạn 5 năm. Nguyên nhân chủ yếu làm cho tỷ lệ trái phiếu trúng thầu còn thấp là do TTGDCK Hà Nội mới đi vào hoạt động được một thời gian ngắn nên chưa thực sự thu hút nhiều nhà đầu tư quan tâm.

2.2.2.3 Tình hình đăng ký giao dịch chứng khoán

Sau khi đi vào hoạt động, TTGDCK Hà Nội đã tích cực cùng Ban quản lý phát hành (thuộc UBCKNN) phối hợp với các Tổng công ty, các địa phương để tìm nguồn hàng cho trung tâm. Tình hình đăng ký giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội được thể hiện qua số liệu bảng 2.18. Qua số liệu thống kê cho thấy, trong năm 2005 tại trung tâm đã có 8 doanh nghiệp cổ phần thực hiện đăng ký giao dịch cổ phiếu với tổng giá trị đăng ký giao dịch tính theo mệnh giá là 265,6 tỷ đồng và 6 loại trái phiếu đăng ký giao

dịch với tổng giá trị đăng ký theo mệnh giá là 1.060 tỷ đồng. Đến tháng 7 năm 2006, toàn thị trường đã có 11 loại cổ phiếu của các CTCP đăng ký giao dịch với tổng mệnh giá là 3.713,4 tỷ đồng tương ứng với khối lượng là 371,34 triệu cổ phiếu.

Bảng 2.18: Tình hình đăng ký giao dịch chứng khoán tại TTGDCK Hà Nội

Chỉ tiêu	Đvt	2005		2006	
		Cổ phiếu	Trái phiếu	Cổ phiếu	Trái phiếu
Chứng khoán đăng ký giao dịch	Loại	8	6	11	72
Khối lượng đăng ký giao dịch	Tr.CK	26,56	10,6	371,34	144,42
Giá trị đăng ký giao dịch	Tỷ đồng	265,6	1.060	3.713,4	14.442,0

- Số liệu năm 2006: Tính đến ngày 31/10

“Nguồn: Tổng hợp từ Website <http://www.hastc.org.vn> và <http://www.ssi.com.vn>”

Qua kết quả đăng ký giao dịch chứng khoán cho thấy, khối lượng chứng khoán đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội chưa nhiều, mặc dù Chính phủ và các cơ quan chức năng liên quan đã tích cực hỗ trợ về nhiều mặt. Nhưng nếu so với kết quả đạt được trong năm đầu hoạt động của TTGDCK Tp.HCM thì TTGDCK Hà Nội đã có một bước tiến khả quan hơn với 8 công ty đăng ký giao dịch so với 4 công ty niêm yết trong năm 2000 của TTGDCK Tp.HCM. Điều này đã chứng tỏ một triển vọng phát triển trong tương lai của TTGDCK Hà Nội là rất lớn.

2.2.2.4 Tình hình hoạt động giao dịch thứ cấp

Thành quả lớn nhất mà sàn giao dịch thứ cấp Hà Nội mang lại cho nền kinh tế sau một năm vận hành (14/07/2005 – 14/07/2006) đó là đã tạo ra một TTCK thật gần gũi và hấp dẫn đối với các nhà đầu tư và doanh nghiệp ở khu vực phía Bắc. Sau hơn một năm hoạt động, sàn thứ cấp Hà Nội đã thu hút được 11 doanh nghiệp đăng ký tham gia giao dịch, với quy mô cổ phiếu đăng ký giao dịch tại trung tâm tính theo mệnh giá đạt 3.713 tỷ đồng (trong đó riêng giá trị đăng ký giao dịch của CTCP Nhiệt điện Phả Lại chiếm gần 83%). Nếu chỉ tính trong 6 tháng đầu năm 2006, thì quy mô đăng ký giao dịch tại trung tâm còn thấp hơn so với quy mô niêm yết khoảng 4.252 tỷ đồng của 38 doanh nghiệp

niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM. Trong 6 tháng đầu năm 2006, giá trị giao dịch cổ phiếu tại sàn giao dịch Hà Nội đạt trên 12 tỷ đồng/phiên, bằng với mức giao dịch bình quân năm 2005 của các loại cổ phiếu niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM.

Trong thời gian đầu, TTGDCK Hà Nội hoạt động với phương thức giao dịch thỏa thuận. Sau đó vào ngày 02/11/2005, Trung tâm đã đưa thêm phương thức giao dịch báo giá vào hoạt động song song với phương thức giao dịch thỏa thuận.



Hình 2.5: Tình hình biến động của chỉ số HASTC-Index qua 2 năm 2005-2006

Qua hình 2.5 ở trên cho thấy, chỉ số giá thị trường HASTC-Index kể từ khi TTGDCK Hà Nội bắt đầu thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 14/07/2005 đến đầu năm 2006 biến động rất ít, chủ yếu dao động ở quanh mức 100 điểm. Nhưng kể từ tháng 2/2006, chỉ số giá thị trường đã bắt đầu có sự bứt phá ngoạn mục với xu hướng tăng rất mạnh trong suốt hơn 3 tháng tiếp theo (biến động cùng chiều với chỉ số giá VN-Index). Tuy nhiên, bắt đầu từ khoảng đầu tháng 05/2006 chỉ số giá thị trường HASTC-Index lại có xu hướng biến động giảm dần và dao động quanh mức 180 điểm. Nguyên nhân chủ yếu là do sự biến động cung-cầu về các loại cổ phiếu đăng ký giao dịch tại trung tâm và tâm lý chung của các nhà đầu tư trên thị trường. Mặt khác, cổ phiếu của các doanh nghiệp đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội có các yêu cầu về tiêu chuẩn đăng ký giao dịch thấp hơn so với tiêu chuẩn niêm yết cổ phiếu tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM.

Quy mô giao dịch cổ phiếu qua 2 năm 2005-2006 tại TTGDCK Hà Nội được tập hợp qua số liệu bảng 2.19.

Bảng 2.19: Tình hình giao dịch cổ phiếu tại TTGDCK Hà Nội qua 2 năm 2005-2006

Chỉ tiêu	Thỏa thuận		Bảo giá		Tổng cộng	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Tháng 1	-	1.069.406	-	61.700	-	1.131.106
Tháng 2	-	6.982.499	-	154.100	-	7.136.599
Tháng 3	-	3.517.458	-	1.411.000	-	4.928.458
Tháng 4	-	3.861.645	-	3.891.200	-	7.752.845
Tháng 5	-	1.847.019	-	5.754.300	-	7.601.319
Tháng 6	-	1.964.749	-	6.821.000	-	8.785.749
Tháng 7	974.924	220.500	-	2.910.100	974.924	3.130.600
Tháng 8	988.328	-	-	-	988.328	-
Tháng 9	3.992.821	-	-	-	3.992.821	-
Tháng 10	1.913.200	-	-	-	1.913.200	-
Tháng 11	3.821.303	-	102800	-	3.924.103	-
Tháng 12	8.468.607	-	161400	-	8.630.007	-
Tổng cộng	20.159.183	194.632.276	264.200	21.003.400	20.423.383	215.635.676

- Số liệu năm 2006: tính đến ngày 31/07/2006

“Nguồn: Tổng hợp từ Website <http://www.hastc.org.vn>”

Qua số liệu ở bảng 2.19 cho thấy, tổng khối lượng cổ phiếu giao dịch trong 7 tháng đầu năm 2006 đạt hơn 215 triệu cổ phiếu, tăng 975% so với 6 tháng cuối năm 2005 (phiên giao dịch đầu tiên bắt đầu từ ngày 14/07/2005). Sở dĩ có sự gia tăng đột biến này là do trong năm 2006 có 3 doanh nghiệp với tổng số vốn điều lệ 3.448 tỷ đồng tham gia đăng ký giao dịch trên thị trường là CTCP Tái bảo hiểm Việt Nam (VNR), CTCP Công nghiệp Tung Kuang (TKU) và CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC). Mặt khác, phương thức giao dịch bảo giá cũng được đưa vào áp dụng từ tháng 11/2005, đồng thời

khoảng đầu năm 2006 cũng là thời gian TTCK Việt Nam bắt đầu khởi sắc trở lại sau một thời gian trầm lắng.

Do ra đời sau và hàng hóa giao dịch tại TTGDCK Hà Nội còn ít nên quy mô giao dịch cổ phiếu thứ cấp trên thị trường vẫn còn rất thấp. Tuy nhiên, TTGDCK Hà Nội đã đạt được mục tiêu ban đầu là hình thành một thị trường giao dịch chứng khoán tại Thủ đô Hà Nội. Việc trung tâm tổ chức thành công các giao dịch, đảm bảo an toàn-hiệu quả đã góp phần thúc đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, hoàn thiện thêm một bước của quá trình xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam. Đồng thời, là bước tập dượt cần thiết trước khi hội đủ các điều kiện để xây dựng TTGDCK Hà Nội thành một TTCK phi tập trung (OTC) hoàn chỉnh tại Việt Nam trong tương lai.

2.2.3 Tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán phi tập trung

Tồn tại song hành cùng với Sở giao dịch chứng khoán là nơi tổ chức giao dịch cho các loại chứng khoán đủ tiêu chuẩn niêm yết, thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung (OTC-Over The Counter Market) hiểu theo nghĩa hẹp là nơi giao dịch các chứng khoán chưa đủ điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Thị trường chứng khoán phi tập trung (thị trường OTC) cùng với thị trường tập trung sẽ tạo nên một thị trường chứng khoán hoàn chỉnh.

Thực trạng thị trường OTC Việt Nam trong hai năm 2005-2006

Thị trường OTC Việt Nam chỉ thực sự khởi sắc và nhận được sự quan tâm của đông đảo công chúng đầu tư trong khoảng 2 năm gần đây mà thôi. Tình hình giao dịch cổ phiếu chưa niêm yết trên thị trường OTC trong giai đoạn 2005-2006 được trình bày một cách khái quát qua số liệu bảng 2.20 và có thể chia làm 5 giai đoạn như sau:

➤ Giai đoạn thứ nhất

Giai đoạn này kéo dài trong khoảng từ đầu năm 2005 đến khoảng cuối tháng 08/2005. Có thể xem đây là giai đoạn của nhóm các cổ phiếu ngân hàng TMCP và một số cổ phiếu của các công ty có thương hiệu nổi tiếng như CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk), CTCP Dầu Tường An (TAOIL), CTCP Dược Hậu Gang (HGP)... Xu hướng giao dịch trong giai đoạn này là giá thị trường và khối lượng giao dịch của các loại cổ phiếu đều

gia tăng. Cụ thể như, giá cổ phiếu Dược Hậu Giang thời điểm đầu năm là 200.000 đồng/cp thì đến tháng 8 đã giao dịch ở mức giá 350.000 đồng/cp, tăng gần 75% so với đầu năm. Giá cổ phiếu của Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) đầu năm là 2,85 triệu đồng/cp thì đến tháng 8 đã tăng tới gần 104% tương ứng với mức giá 5,8 triệu đồng/cp.

Bảng 2.20: Diễn biến giá một số loại cổ phiếu OTC trong giai đoạn 2005-2006

Đơn vị tính: Nghìn đồng

Chỉ tiêu	Mệnh giá	01/1/05	15/08/05	30/12/05	15/5/06	31/7/06	Tăng trưởng
1. NH TMCP Á Châu	1 Triệu	2.850	5.800	5.400	10.750	14.000	391%
2. NH TMCP Quân Đội	1 Triệu	1.550	1.620	3.100	5.500	6.000	287%
3. NH TMCP XNK Việt Nam	1 Triệu	1.080	1.550	3.050	7.500	7.400	572%
4. NH TMCP Đông Á	2 Triệu	3.800	4.330	6.000	16.000	10.000	163%
5. NH TMCP SG Thương tín	10.000	19	24	43	86	64,5 ¹	239%
6. CTCP Dược Đồng Tháp	100.000	240	350	420	750	630	163%
7. CTCP Dược Hậu Giang	100.000	200	350	335	720	700	250%
8. CTCP Sữa Việt Nam	100.000	228	302	510	-	-	124% ²
9. CTCP BVTV An Giang	100.000	160	180	220	420	450	181%
10. CTCP Dầu Tường An	100.000	150	190	235	420	375	150%
11. CTCP Điện tử Quận 10	100.000	170	250	210	380	345	103%
12. CTCP NGK Chương Dương	100.000	130	155	160	300	290	123%
13. CTCP PT Nhà Thủ Đức	100.000	250	300	360	720	620	148%

“Nguồn: Tổng hợp từ CTCP Chứng khoán Sài Gòn (SSI) và Tạp chí Đầu tư chứng khoán”

➤ *Giai đoạn thứ hai*

Từ cuối tháng 8 đến khoảng đầu tháng 11/2005, là giai đoạn bùng nổ giao dịch trên thị trường OTC và có nhiều cổ phiếu lên cơn sốt giá, sức cầu đã vượt rất xa nguồn cung.

¹ Giá của cổ phiếu NH TMCP SG Thương tín (STB) lấy theo mức giá khớp lệnh ngày 31/07/2006.

² Mức tăng trưởng của cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam (VNM) chỉ tính đến năm 2005.

Có nhiều nguyên nhân làm gia tăng nhanh nhu cầu đầu tư trên thị trường OTC trong thời gian này, trong đó nguyên nhân cơ bản nhất là do sự “đóng băng” của thị trường bất động sản đã làm cho một phần vốn lớn chuyển từ đầu tư bất động sản sang đầu tư cổ phiếu. Đỉnh cao là trong khoảng thời gian này thông tin chính thức Chính phủ sẽ cho phép nhà đầu tư nước ngoài được nắm giữ tối đa 49% số cổ phiếu đang lưu hành của công ty niêm yết. Tâm lý đầu tư theo phong trào cộng với kỳ vọng về sự tăng trưởng đột biến khi các cổ phiếu này được niêm yết lên sàn giao dịch đã làm cho hầu hết các cổ phiếu đều tăng mạnh về giá.

➤ *Giai đoạn thứ ba*

Đây là khoảng thời gian cuối năm 2005, là giai đoạn tăng trưởng chậm lại của đa số các cổ phiếu. Ở giai đoạn này đã xuất hiện thêm nhiều cơ hội lựa chọn cho nhà đầu tư do sự gia tăng các doanh nghiệp cổ phần hóa, đồng thời ngoài sự đa dạng về chủng loại cổ phiếu thì còn xuất hiện thêm loại trái phiếu chuyển đổi. Vì vậy đã không có sự biến động lớn về giá cổ phiếu trên thị trường. Tuy nhiên, đối với nhóm cổ phiếu “nóng” thuộc nhóm ngành ngân hàng và dược phẩm vẫn rất hấp dẫn các nhà đầu tư.

➤ *Giai đoạn thứ tư*

Đây là khoảng thời gian từ đầu năm 2006 đến tháng 05/2006, giai đoạn này cùng với sự “nóng lên” của các cổ phiếu niêm yết tại TTGDCK Tp.HCM các cổ phiếu trên thị trường OTC cũng có sự tăng vọt về giá giao dịch. Hầu hết các cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi đều tăng giá rất nhanh. Lúc này cầu về cổ phiếu luôn vượt nguồn cung, chính vì vậy nhiều cổ phiếu thuộc loại “Bluechip” như cổ phiếu các ngân hàng cổ phần, cổ phiếu dược phẩm, cổ phiếu ngành thủy sản, trái phiếu VCB... luôn có sức hấp dẫn mạnh mẽ đối với nhà đầu tư. Giá các loại cổ phiếu tăng bình quân trên 90% so với cuối năm 2005. Có thể nói đây thật sự là một giai đoạn phát triển đột biến của thị trường OTC từ trước đến nay. Chính điều này làm cho công chúng đầu tư biết đến thị trường OTC nhiều hơn và thu hút đông đảo nhà đầu tư tiềm năng đến với thị trường.

➤ *Giai đoạn thứ năm*

Là giai đoạn từ tháng 05/2006 đến nay, đây là giai đoạn thị trường niêm yết bắt đầu tự điều chỉnh do sự tăng trưởng “quá nóng” trước đó. Chính vì vậy, thị trường OTC cũng

bắt đầu “hạ nhiệt”. Đa số giá các loại cổ phiếu trên thị trường đã giảm bình quân so với giai đoạn trước từ 5-10%. Ngoại trừ một số cổ phiếu của các công ty có các thông tin tốt như bán cổ phiếu cho đối tác nước ngoài, chuẩn bị niêm yết trên sàn giao dịch...

Như vậy, thị trường OTC Việt Nam bước đầu đã làm tốt chức năng giao dịch chứng khoán chưa niêm yết, đặc biệt là cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa có đủ điều kiện để niêm yết tại sàn giao dịch chính thức, nâng cao tính thanh khoản cho các loại chứng khoán này.

Ở Việt Nam hiện nay, trên TTCK tập trung có quy mô niêm yết là 7.737 tỷ đồng (khoảng 483 triệu USD), tương ứng với mức vốn hóa thị trường là 42.046 tỷ đồng (khoảng 2,62 tỷ USD)¹. Trong khi đó, theo ước tính của các chuyên gia chứng khoán thì thị trường OTC hiện có khoảng hơn 01 tỷ USD được mua bán; nếu TTCK chính thức có hơn 67.000 nhà đầu tư đăng ký giao dịch thì trên thị trường OTC có hơn 200.000 nhà đầu tư tham gia. Như vậy có thể kết luận rằng, thị trường OTC của Việt Nam không hề nhỏ nhưng lại đang không được kiểm soát. Theo đánh giá của các tổ chức tài chính quốc tế có uy tín như Merrill Lynch, Dragon Capital... thì thị trường OTC ở Việt Nam hiện nay và trong tương lai có tiềm năng rất lớn, nhất là khi số lượng công ty cổ phần hóa chưa đủ điều kiện niêm yết sẽ tăng rất nhanh trong thời gian tới.

2.3 MỘT SỐ HẠN CHẾ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Qua kết quả đánh giá thực trạng của thị trường ở trên cho thấy sự phát triển bước đầu rất đáng khích lệ của TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, so sánh với tiềm năng phát triển cũng như kinh nghiệm phát triển TTCK các nước trong khu vực, TTCK Việt Nam đã bộc lộ ra những yếu kém và hạn chế chủ yếu có thể nêu ra sau đây:

- Quy mô của TTCK Việt Nam còn quá nhỏ, tổng giá trị thị trường cổ phiếu mới chỉ đạt hơn 51.000 tỷ đồng, mới bằng khoảng 8% GDP. Nếu so sánh với thị trường chứng khoán các nước thì con số này là rất khiêm tốn.

¹ Quy mô niêm yết và giá trị vốn hóa thị trường tính tại thời điểm ngày 31/07/2006.

- Số lượng và chất lượng hàng hóa trên thị trường chứng khoán chưa cao nên kém hấp dẫn các nhà đầu tư. Mặc dù hiện nay trên thị trường đã có gần 1000 công ty cổ phần đủ điều kiện niêm yết, nhưng tại TTGDCK Tp.HCM mới chỉ có 45 công ty niêm yết và 11 công ty đăng ký giao dịch tại TTGDCK Hà Nội, với giá thị trường bình quân mỗi công ty đạt khoảng 918,4 tỷ đồng¹. Đây chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ nên chưa thật sự thu hút mạnh mẽ sự tham gia của các nhà đầu tư.
- Số lượng nhà đầu tư chứng khoán còn rất hạn chế, với khoảng hơn 67.000 tài khoản giao dịch được mở, tính bình quân gần 1.300 người dân Việt Nam mới có một người tham gia đầu tư vào TTCK. Ngoài ra, các nhà đầu tư tham gia vào thị trường chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân, ít vốn và chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố tâm lý “bầy đàn”, còn các nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài còn quá ít, chỉ chiếm khoảng 10% tổng số nhà đầu tư vào thị trường. Tuy nhiên, trong tổng số tài khoản đã được mở, số tài khoản không giao dịch thường xuyên chiếm một tỷ lệ khá lớn.
- Hệ thống văn bản pháp quy liên quan đến thị trường có tính pháp lý chưa cao, thiếu đồng bộ và vẫn còn nhiều bất cập như chính sách ưu đãi thuế cho công ty niêm yết, vấn đề liên quan đến niêm yết cổ phiếu của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong công ty niêm yết...
- Tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhằm thúc đẩy quá trình tạo hàng cho thị trường vẫn tiến hành rất chậm, thiếu quyết liệt. Do vậy, việc huy động vốn của doanh nghiệp thông qua TTCK vẫn chưa phát huy được hiệu quả và chưa thực sự trở thành động lực để thúc đẩy doanh nghiệp niêm yết lên sàn giao dịch chứng khoán.
- Hoạt động tuyên truyền và phổ cập kiến thức chứng khoán và TTCK còn yếu, chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của thị trường. Do vậy, nguồn lực tham gia vào thị trường còn nhiều hạn chế. Chất lượng hoạt động và cung cấp dịch vụ trên thị trường chưa cao, tính minh bạch và hiệu quả thông tin mặc dù được cải thiện nhưng còn rất hạn chế, thể hiện ở chất lượng công bố thông tin, chất lượng hoạt động của TTGDCK cũng như các thành viên tham gia thị trường. Các biểu hiện vi phạm của một số CTCK

¹ Tính tại thời điểm 31/07/2006, bao gồm cả tại TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh và Hà Nội

cũng như một số CTNY trên thị trường đã ảnh hưởng đến lòng tin công chúng đầu tư.

- Hiện nay, TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh đang áp dụng hình thức khớp lệnh định kỳ 3 lần/phiên nên số lần khớp lệnh trên một đơn vị thời gian rất thấp so với hình thức khớp lệnh liên tục. Chính vì vậy, đã làm hạn chế rất lớn độ thanh khoản của thị trường.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 đã trình bày một cách chi tiết kết quả đánh giá tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua. Kết quả đánh giá thực trạng cho thấy rằng, qua sáu năm hoạt động mặc dù trải qua những bước thăng trầm nhưng TTCK Việt Nam thực sự đã có những bước phát triển khả quan về nhiều mặt; trở thành địa chỉ đầu tư khá hấp dẫn của công chúng đầu tư. Số lượng công ty niêm yết, quy mô thị trường, số lượng và chất lượng nhà đầu tư... đều gia tăng nhanh chóng. Đặc biệt, TTCK đã trở thành một kênh đầu tư gián tiếp hấp dẫn đối với các nhà đầu tư và tổ chức tài chính nước ngoài. Nếu như trước đây, trong mắt của nhà đầu tư nước ngoài, TTCK Việt Nam chỉ là một thị trường mới nổi, dễ bị thao túng do qui mô nhỏ bé, hàng hóa nghèo nàn và kém thanh khoản thì đến thời điểm này vị thế của TTCK Việt Nam đã có bước đột phá lớn trong quá trình phát triển. TTCK Việt Nam cũng đã tạo được một hệ thống các tổ chức trung gian hoạt động trên thị trường khá hoàn chỉnh với 14 CTCK thành viên. Mặc dù, thời gian hoạt động còn rất khiêm tốn so với nhiều TTCK trên thế giới và gặp không ít khó khăn trong bước đầu phát triển. Nhưng TTCK Việt Nam đã khẳng định được Quyết định hình thành thị trường chứng khoán của Chính phủ là một quyết định hoàn toàn đúng đắn và phù hợp với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam theo cơ chế thị trường và hội nhập ngày càng sâu rộng với nền kinh tế thế giới. Tuy nhiên, mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua như thế nào sẽ tiếp tục được phân tích ở chương 3 tiếp theo.

Chương 3:
PHÂN TÍCH MỨC ĐỘ HIỆU QUẢ
CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Kết quả đánh giá tình hình hoạt động của TTCK Việt Nam ở chương 2 cho thấy, qua sáu năm hoạt động TTCK Việt Nam đã có sự phát triển về nhiều mặt, khẳng định được vai trò là kênh huy động vốn dài hạn cho đầu tư-phát triển. Tuy nhiên, bên cạnh đó vẫn đề quan trọng được đặt ra là mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam (cụ thể là thị trường cổ phiếu niêm yết) như thế nào, trong chương 3 của nghiên cứu này sẽ xem xét, phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam với tư cách là một thị trường mới nổi.

3.1 THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN MỚI NỔI

Thị trường chứng khoán 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-Ấn Độ (1887), Rio de Janeiro (1845) hay Sao Paulo-Brazil (1890)... Đầu thế kỷ 20, TTCK Argentina còn lớn hơn cả thị trường Anh. Hiện nay, các tổ chức tài chính quốc tế uy tín như World Bank, IFC, Citibank và Morgan Stanley Capital International (MSCI) quan niệm rằng: *Thị trường chứng khoán mới nổi là thị trường của những nước đang phát triển, 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, những TTCK như thị trường Singapore, Hàn Quốc bị xem là thị trường mới nổi trong thập niên 90 của thế kỷ trước thì nay có thể xem là những thị trường mới nổi phát triển. Sự phân biệt giữa thị trường phát triển và thị trường mới nổi, nhất là đối với những thị trường mới nổi phát triển nhất chỉ là một cách tương đối.

Có thể chia khoảng 100 TTCK mới nổi trên thế giới ra thành ba nhóm gồm: (1) Những thị trường mới nổi phát triển nhất như Hàn Quốc, Malaysia, Thái Lan... là những thị trường có quy mô và một số đặc điểm gần giống với các thị trường phát triển của những nước nhỏ như Hà Lan, Áo, Đan Mạch...; (2) Những 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; (3) Những thị trường mới ra đời hoặc được tái hoạt động sau một thời gian dài đóng cửa như thị trường Nga, các nước Đông Âu, Trung Âu

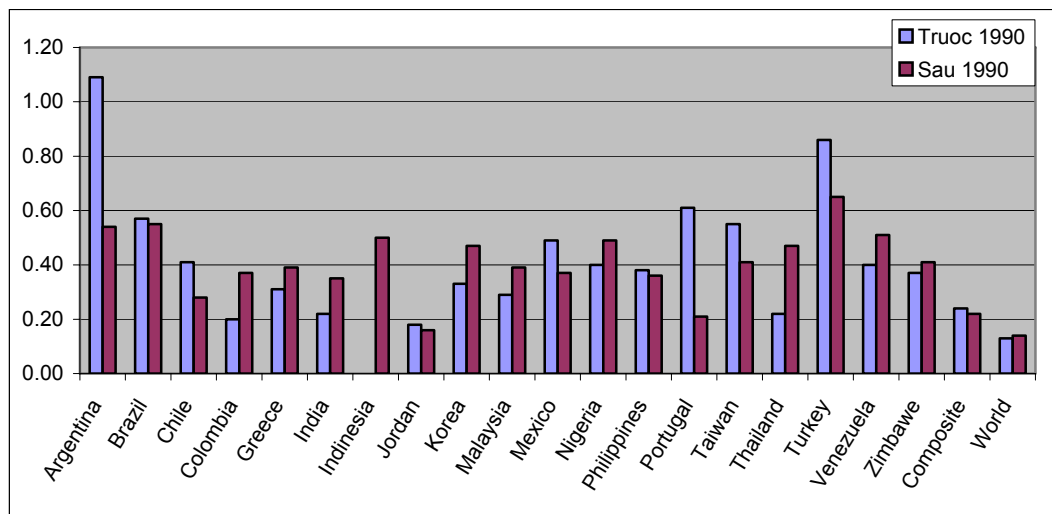
và thậm chí cả Trung Quốc. TTCK Việt Nam là một thị trường thuộc nhóm thứ ba này. Đặc điểm chính của nhóm này là quy mô thị trường vốn nhỏ cả về giá trị tuyệt đối lẫn giá trị tương đối (so với GDP), mức độ giao dịch thấp và còn rất nhiều rào cản đối với các nhà đầu tư nước ngoài. [23]

3.1.1 Một số đặc điểm của thị trường chứng khoán mới nổi

Thị trường chứng khoán mới nổi có những đặc điểm chính cơ bản sau đây:

- *Thứ nhất, độ biến động của thị trường cao*

Độ biến thiên của thị trường mới nổi 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 của tỷ suất sinh lợi tính trong vòng 60 tháng của các thị trường mới nổi thường cao hơn thị trường phát triển khoảng hai lần¹ được thể hiện qua cột “composite” và cột “world” của đồ thị trên hình 3.1.



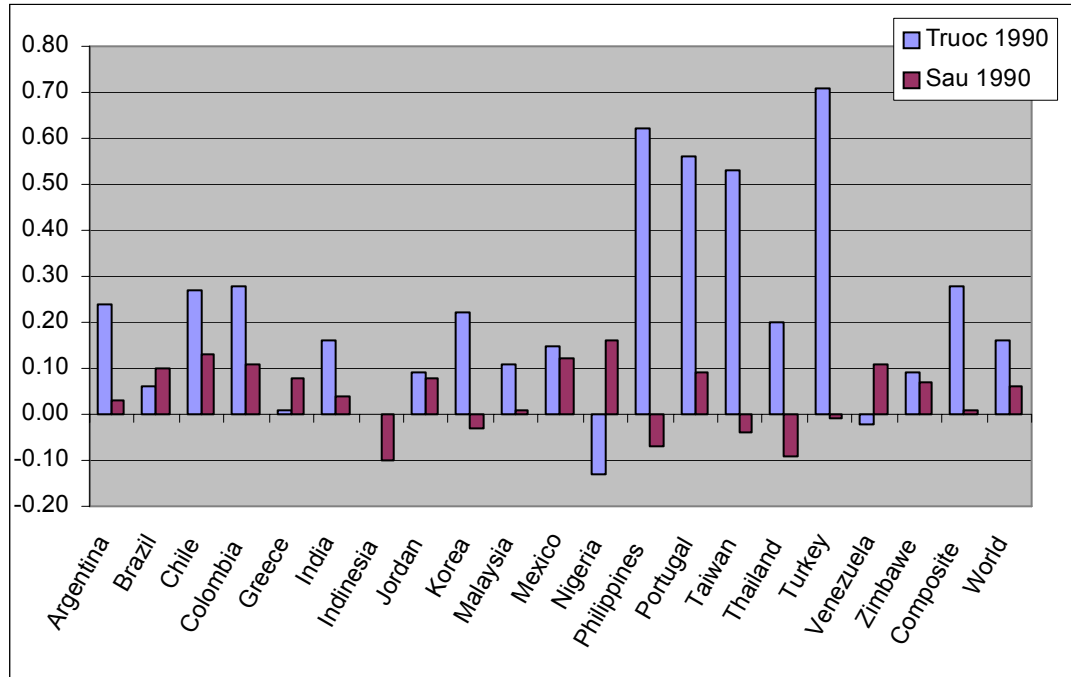
Hình 3.1: So sánh độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi trước (1980s) và sau khi tự do hóa thị trường chứng khoán (1990-2002)

“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>.” [23]

¹ Tchemeni, E (1997) “Marchés émergents”, trong Y.Simon, éd. *Encyclopédie des marchés financiers*, Edition Economica, Paris, France (1), pp.917.

- *Thứ hai, mức độ rủi ro cao nên tỷ suất sinh lợi cao*

Trong bối cảnh rủi ro cao của thị trường mới nổi nên các nhà đầu tư cũng kỳ vọng một khả năng sinh lợi tương đối cao hơn các thị trường phát triển, cột “composite” và cột “world” của đồ thị trên hình 3.2.



Hình 3.2: So sánh tỷ suất sinh lợi trước (1980s) và sau khi tự do hóa thị trường chứng khoán (1990-2002)

“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>.” [23]

- *Thứ ba, độ rủi ro thanh khoản phụ thuộc vào những công ty niêm yết hàng đầu*

Độ rủi ro thanh khoản của các thị trường mới nổi phụ thuộc rất nhiều vào những công ty niêm yết hàng đầu. Khi nghiên cứu, người ta thường 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 hàng đầu này mặc dù rất lớn nhưng 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 TTCK mới nổi. Nếu sự tập trung này càng

cao thì mức độ rủi ro thanh khoản của thị trường chứng khoán càng lớn¹. [23]

- *Thứ tư, mức độ mở cửa thị trường ra quốc tế hạn chế*

Mức độ mở cửa của các thị trường mới nổi với thị trường quốc tế còn khá hạn chế.

Những rào cản định chế đối với các nhà đầu tư nước ngoài có thể có những biểu hiện chính sau đây: (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 Malaysia có mức trần là 80% và Ấn Độ là 51%, nhiều quốc gia có thị trường 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 dưới dạng tiền 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...

Barkaert (1995) phân biệt ba loại rào cản một cách tinh vi hơn, đó là: (1) 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 thuê đối với đầu tư nước ngoài; (2) Loại rào cản có tính chất gián tiếp liên quan đến khả năng tiếp cận thông tin, hệ thống chuẩn mực kế toán, các quy định bảo vệ nhà đầu tư; (3) Loại rào cản gồm 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 có tính chất gián tiếp lại có ảnh hưởng còn lớn hơn là các rủi ro trực tiếp.

- *Thứ năm, tính minh bạch của các doanh nghiệp và của thị trường thấp*

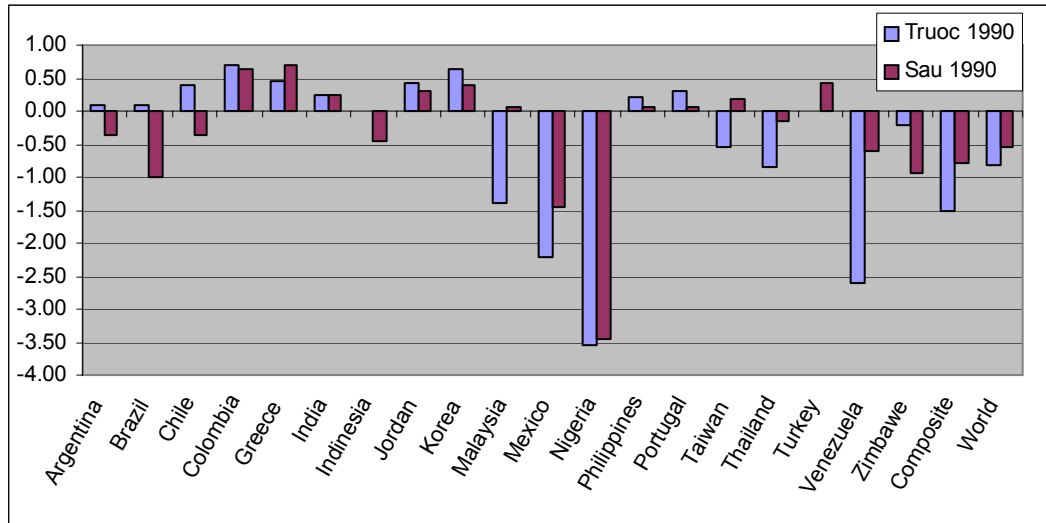
Tính minh bạch thông tin của các doanh nghiệp nói riêng và thị trường nói chung rất thấp. Việc tuân theo các quy định kiểm toán và công bố thông tin còn bị xem là một khó khăn đối với các doanh nghiệp tham gia niêm yết.

- *Thứ sáu, tỷ suất sinh lợi của thị trường mới nổi phân phối không chuẩn*

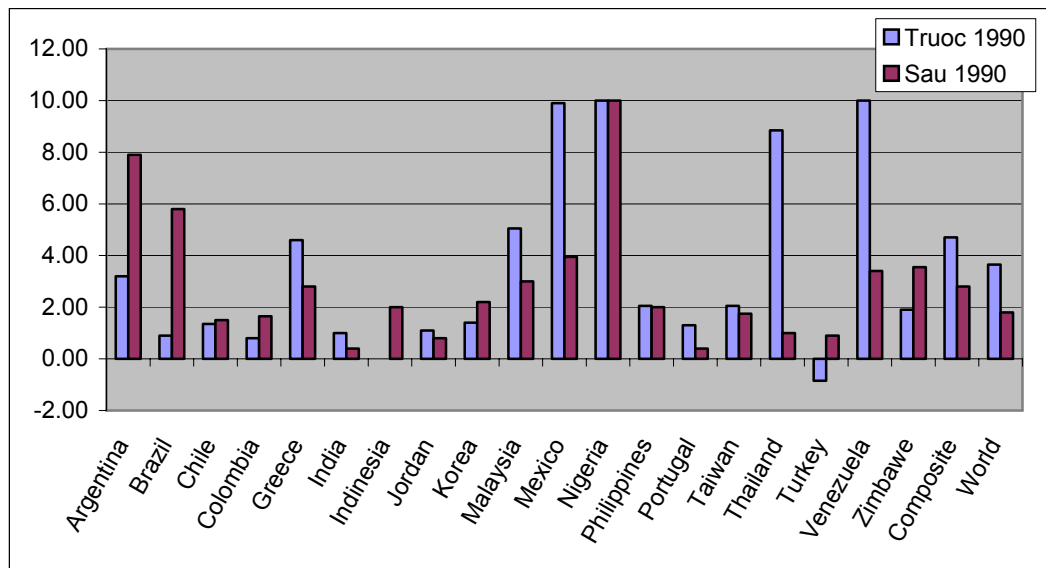
Trong nhiều nghiên cứu về tài chính, người ta thường đơn giản hóa bằng cách coi phân

¹ Tchemeni, E (1997) "Marchés émergents", trong Y.Simon, éd. *Encyclopédie des marchés financiers*, Edition Economica, Paris, France (1), pp.918.

phối tỷ suất sinh lợi là phân phối chuẩn. Nhưng Berkaert (2002a) đã cho thấy tỷ 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).



Hình 3.3: Hệ số Skewness trước (1980s) và sau khi tự do hóa thị trường chứng khoán (1990-2002)



Hình 3.4: Thặng dư hệ số Kurtosis trước (1980s) và sau khi tự do hóa thị trường chứng khoán (1990-2002)

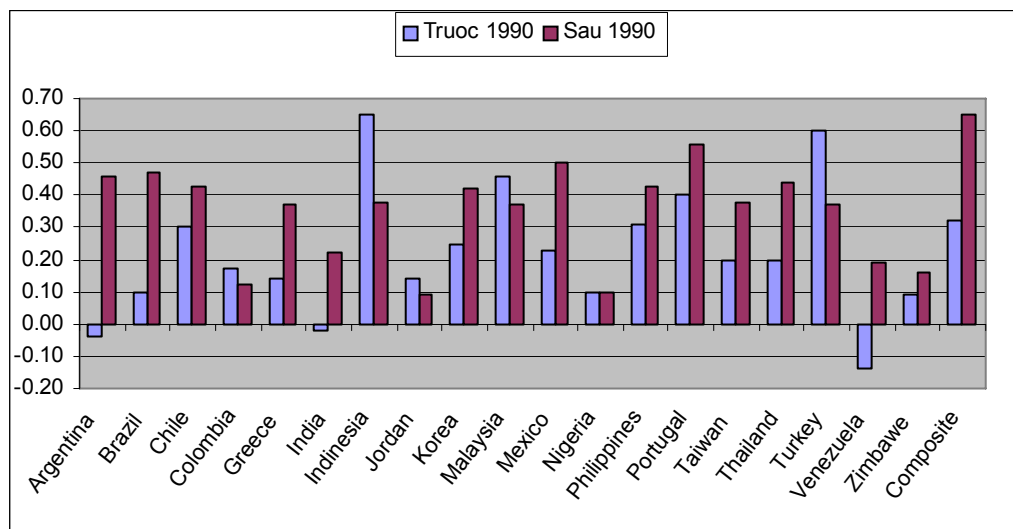
“Nguồn: Berkaert, G., C.R. Harvey (2002a), *Research in Emerging Markets Finance: Looking to the Future*, working paper No. SSRN-id795364, <http://www.ssrn.com>.” [23]

Đồ thị trên hình 3.3 và 3.4 cho thấy các thị trường mới nổi có tỷ suất sinh lợi vừa phân phối lệch trái hoặc lệch phải, vừa phân phối quá rộng. Về mặt tài chính, tỷ 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 cần phải tính đến khi diễn giải độ biến động của thị trường.

3.1.2 Tự do hóa và hội nhập của thị trường chứng khoán mới nổi

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

Một trong những bằng chứng của hội nhập thị trường thế giới là hệ số tương quan của thị trường mới nổi với phần còn lại của thế giới sẽ tăng lên, điều này được thể hiện qua đồ thị ở hình 3.5.



Hình 3.5: So sánh hệ số tương quan giữa thị trường mới nổi và thị trường thế giới trước (1980s) và sau khi tự do hóa thị trường chứng khoán (1990-2002)

“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>.” [23]

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, đồng thời những biến cố lớn trên thế giới cũng ít ảnh hưởng đến TTCK trong nước. Khi dòng vốn thông thương, hệ số tương quan giữa thị trường trong nước và thị trường thế giới 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 danh mục 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 chứng khoán mới nổi lại có hệ số tự tương quan tỷ suất sinh lợi rất 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 cung và cầu chứng khoán làm cho giá giao dịch hình thành một cách ngẫu nhiên. Ngược lại, nếu trị số của hệ số này cao chứng tỏ thị trường đang bị ảnh hưởng bởi một số 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 tự tương quan sẽ có trị số dương. Khi các nhà đầu tư đó không quyết định thị trường, hệ số tự tương quan sẽ gần đến giá trị 0. Qua số liệu bảng 3.1 (*dòng thứ 3 in đậm*) cho thấy, tại các thị trường mới nổi, trung bình hệ số tự tương quan tỷ suất sinh lợi là khoảng 0,129. Trong khi hệ số trung bình của thế giới chỉ là 0,03 và của các nước phát triển là từ 0,00 đến 0,01 mà thôi¹. [23]

3.2 PHÂN TÍCH MỨC ĐỘ HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nhằm xác định mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam, đề tài sẽ tập trung phân tích cả về mặt định tính và định lượng dựa trên ba nội dung chính sau đây:

- *Trong giao dịch cổ phiếu, có sự xuất hiện đầu tư theo tâm lý “bầy đàn” không.*
- *Kiểm định thống kê về tính độc lập của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu.*
- *Kiểm định các tiêu chí đặc trưng của thị trường chứng khoán mới nổi.*

¹ Harvey, C.R. (1994), *Predictable Risk and Returns in Emerging Markets*, working paper No.4621, NBER, <http://www.nber.com> USA.

Bảng 3.1: Tóm tắt về tỷ suất sinh lợi và khả năng thanh khoản tương đối của một số 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	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	0.008	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	0.104	0.010	0.134	0.123	0.199
Autocorrelation	-0.066	-0.01	0.212	0.397	0.082	0.107	0.195	0.023	0.103	0.270	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
<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	0.012	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	0.096	0.099	0.130	0.116	0.195
Autocorrelation	0.241	0.227	0.214	0.039	0.109	0.107	0.111	0.074	0.077	0.289	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
<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	0.0010	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	0.0005	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	0.948	0.913	0.898	0.856	0.855
Observations	204	204	204	204	204	204	168	204	204	204	204	204	204	204	204
<i>Turnover</i>															
Mean	0.035	0.050	0.010	0.007	0.033	0.094	0.049	0.141	0.028	0.038	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	0.014	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	0.668	0.789	0.641	0.685	0.842
Observations	204	204	204	204	204	204	168	204	204	204	204	204	204	204	204

“Nguồn: Berkeart, Harvey & 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>.”

Để thuận lợi cho quá trình kiểm định mức độ hiệu quả của thị trường, trong nghiên cứu này một số điểm được quy ước như sau: (1) *Lấy mốc thời gian là ngày giao dịch đầu tiên, ngày 28/07/2000. Vì vậy, mỗi năm sẽ được tính bắt đầu từ ngày 28/07 và kết thúc vào ngày 27/07 của năm sau.* (2) *Tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu (ROI) chỉ được tính trên biến động giá mà không tính đến thu nhập cổ tức bằng tiền.* Tuy nhiên, thực tế có nhiều công ty phân bổ cổ tức bằng cổ phiếu mới hoặc phân bổ cổ phiếu thưởng, những nghiệp vụ này làm cho giá giảm, tỉ lệ nghịch với số lượng cổ phiếu mới được phân bổ, do vậy giá đã được điều chỉnh cho phù hợp.

Toàn bộ hệ thống dữ liệu thống kê về chỉ số VN-Index và giá các loại cổ phiếu giao dịch trên thị trường niêm yết được thu thập từ website <http://www.bsc.com.vn>, các website liên quan và từ các Phòng chức năng thuộc TTGDCK Tp.HCM.

3.2.1 Xác định yếu tố tâm lý “bầy đàn” trong giao dịch của TTCK Việt Nam

Sau khi thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức hoạt động, thực tế trên thị trường cho thấy: xét về mặt định tính, các nhà đầu tư trên TTCK (chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân) vẫn thường đầu tư theo trào lưu, yếu tố “tâm lý bầy đàn” là vấn đề mang tính đường như quyết định hành vi của các nhà đầu tư. Vì vậy, đã ảnh hưởng rất lớn đến giá chứng khoán nên việc xác định yếu tố tâm lý bầy đàn trong giao dịch chứng khoán nhằm xác định mức độ hiệu quả trở nên rất quan trọng.

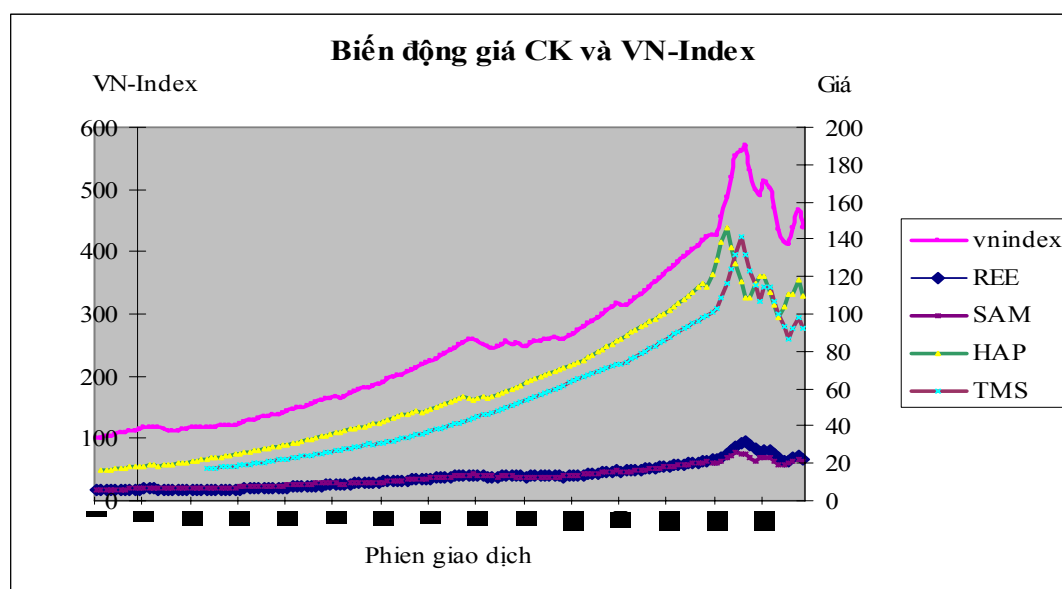
Để xác định vấn đề này, có thể chia thời gian hoạt động của thị trường chứng khoán theo các giai đoạn sau đây:

➤ *Giai đoạn đầu tiên: từ 28/07/2000 đến 25/06/01*

Giai đoạn này chỉ mới có 4 cổ phiếu niêm yết trên thị trường là REE, SAM, HAP và TMS. Biến động giá giao dịch của các cổ phiếu này được minh họa qua hình 3.6.

Đồ thị trong hình 3.6 được xây dựng từ cơ sở dữ liệu về chỉ số VN-Index và biến động giá trong 150 phiên giao dịch đầu tiên trên thị trường của 4 loại cổ phiếu niêm yết đầu tiên tại TTGDCK Tp.HCM. Bằng trực quan cho thấy, nhìn chung biến động giá giao dịch của các cổ phiếu trên thị trường cũng như chỉ số VN-Index là rất đồng điệu. Trong suốt gần 1 năm liên tục kể từ khi thị trường chứng khoán giao dịch

phiên đầu tiên, tất cả các cổ phiếu tăng giá khá đều (riêng cổ phiếu HAP và TMS tăng đều và mạnh hơn).



Hình 3.6: Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index giai đoạn 2000-2001

Ngày 25/06/2001, chỉ số VN-Index đạt mức “đỉnh” với 571,04 điểm, mức cao nhất từ phiên giao dịch đầu tiên cho đến hết năm 2005. Sau đó là sự suy giảm dần về giá của các cổ phiếu và hiện tượng đồng biến lại xảy ra, tuy nhiên giai đoạn này theo chiều hướng ngược lại.

Bảng 3.2: Tình hình biến động về giá của cổ phiếu niêm yết giai đoạn 2000-2001

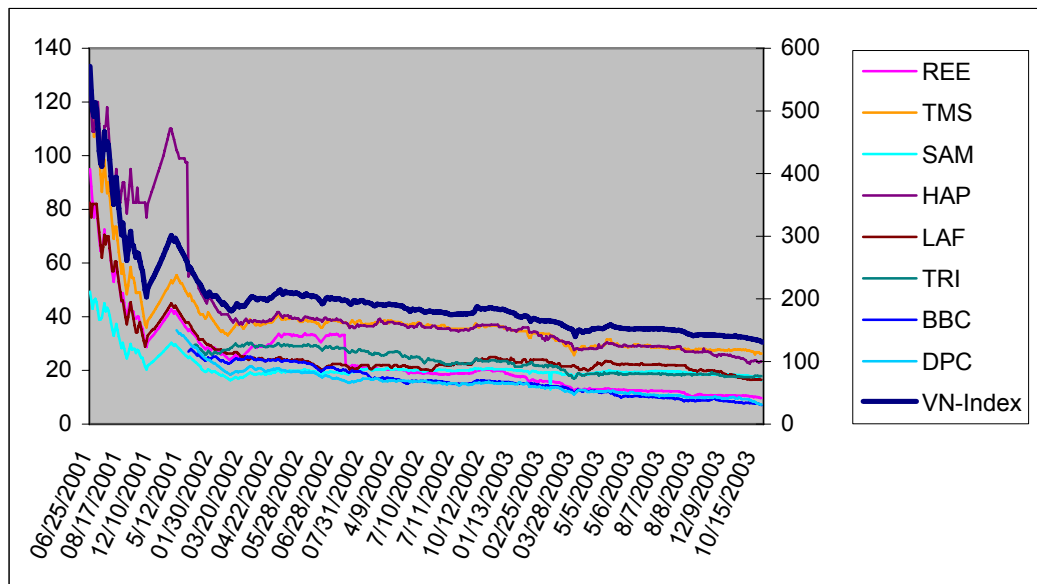
Chỉ tiêu	Đvt	31/07/00	25/6/01	Biến động	25/07/01	Biến động
VN-Index	Điểm	102,0	571,1	570%	450,9	79%
REE	Nghìn đồng	16,2	95,0	593%	70,0	73%
SAM	Nghìn đồng	17,2	78,5	456%	65,0	82%
HAP	Nghìn đồng	16,0	146,0	910%	103,0	70%
TMS	Nghìn đồng	14,0	141,0	1000%	86,0	61%

“Nguồn: Công ty TNHH chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển (BSC)”

Qua số liệu tập hợp về chỉ số thị trường và giá giao dịch của cổ phiếu theo ngày cụ thể ở bảng 3.2 đã cụ thể hóa được hình ảnh mà đồ thị trực quan đã cho thấy. Bên cạnh đó, trong giai đoạn tăng giá đầu tiên này khối lượng giao dịch cổ phiếu bình quân một phiên rất thấp mà nguyên nhân chính là do tính bầy đàn đã tạo tâm lý đầu cơ trên thị trường đẩy giá các cổ phiếu lên rất cao.

➤ *Giai đoạn thứ hai: từ 25/06/2001 đến 24/10/2003*

Trong thời gian này, chỉ số VN-Index biến động theo xu hướng giảm dần cho đến mức “Đáy” là 130,9 điểm vào ngày 24/10/2003. Xem xét sự biến động chỉ số thị trường và giá giao dịch của 4 cổ phiếu niêm yết sớm nhất cùng một số cổ phiếu mới niêm yết trong thời gian này như BBC, TRI... được minh họa qua hình 3.7. Qua đồ thị minh họa trong hình 3.7 cho thấy rằng các cổ phiếu niêm yết không hề có sự tách biệt (biến động riêng rẽ). Kể cả trong giai đoạn các cổ phiếu xuống giá mạnh nhất bắt đầu từ ngày 25/06/2001 cho đến khi thị trường được coi là biến động tương đối ổn định vào khoảng cuối năm 2002.



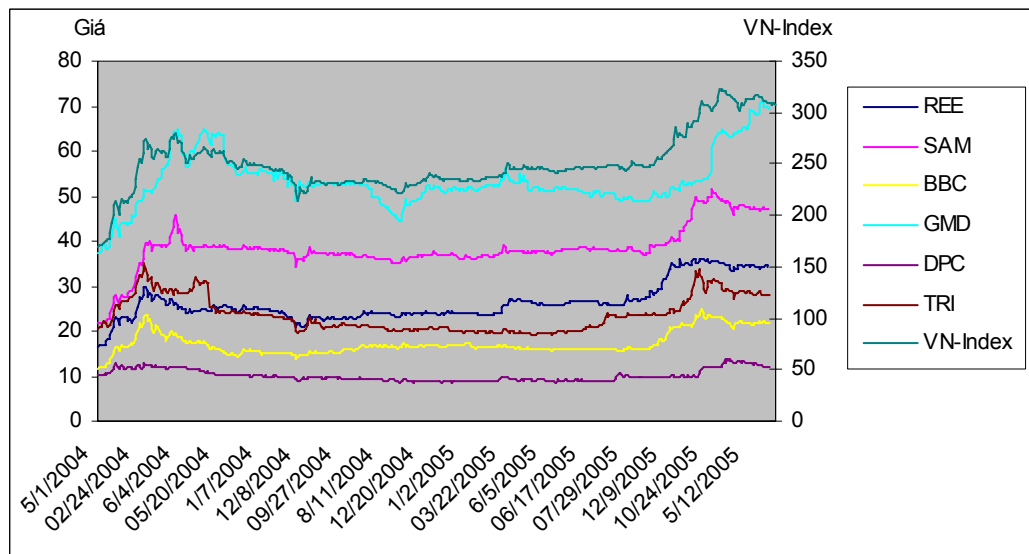
Hình 3.7: Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index giai đoạn 2001-2003

Như vậy, một lần nữa cho thấy sau thời gian hơn 2 năm kể từ khi thị trường chứng khoán bắt đầu đi vào hoạt động, giá của các cổ phiếu trong thực tế biến động theo cùng một hướng và gần như có thể dự báo trước được sự xảy ra của biến động đó.

Nếu bỏ qua những yếu tố tác động khác, sẽ thấy rất rõ một điểm cơ bản là trong giai đoạn này tâm lý của nhà đầu tư cũng có tính lan tỏa rất mạnh. Đây cũng chính là tâm lý và xu thế đầu tư bầy đàn bất chấp những giá trị tính toán thực tế về giá trị thực có thể chấp nhận được của các loại cổ phiếu. Cho nên, về giá giao dịch của cổ phiếu có sự đối lập giữa hai giai đoạn đầu của thị trường, cũng như tâm lý hưng phấn cao độ trong thời gian đầu đối lập hoàn toàn với tâm lý chán nản, mất phương hướng của giai đoạn thứ hai này. Tất cả những điều đó đã thể hiện rõ hiện tượng tâm lý “bầy đàn” trên thị trường và nó cũng thể hiện rõ nét về mức độ hiệu quả yếu trong hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam.

➤ *Giai đoạn thứ ba: từ đầu năm 2004 đến cuối năm 2005*

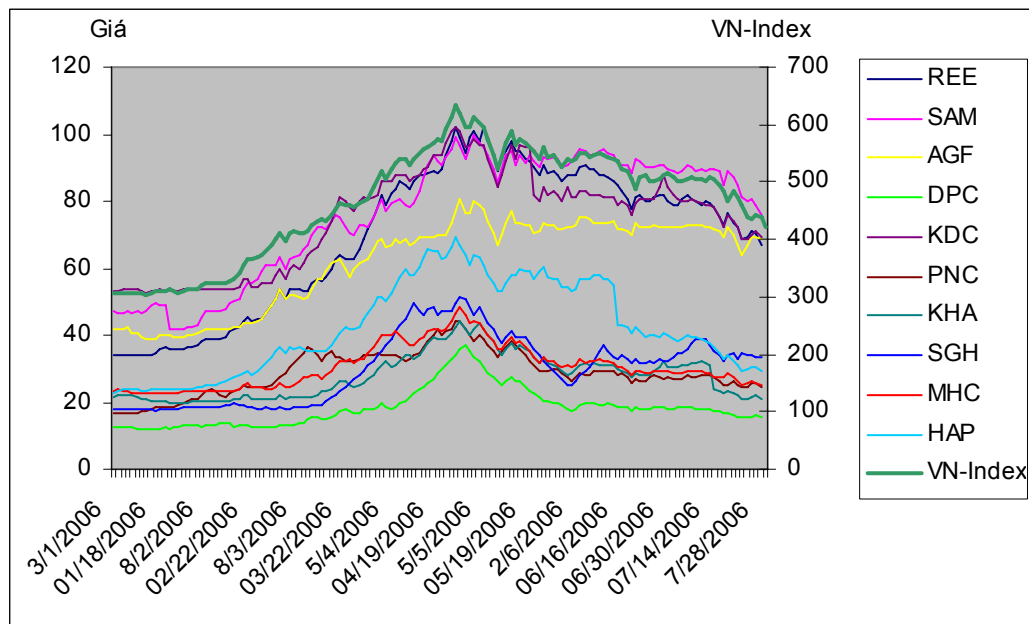
Sau khi chỉ số thị trường VN-Index giảm xuống mức “Đáy” ở gần cuối năm 2003 thì đến giai đoạn này TTCK Việt Nam bắt đầu hồi phục và có xu hướng tăng trở lại và sự biến động đã ổn định hơn. Chỉ số thị trường trong giai đoạn này chủ yếu dao động quanh mức 250 điểm. Điều này chứng tỏ giá giao dịch của các cổ phiếu niêm yết cũng không có sự biến động mạnh. Tuy nhiên, vẫn không xuất hiện sự biến động riêng rẽ về giá giao dịch của các cổ phiếu trên thị trường. Đồ thị trên hình 3.8 biểu diễn tình hình biến động thị trường trong thời gian này rất rõ.



Hình 3.8: Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index giai đoạn 2004-2005

➤ *Giai đoạn thứ tư: từ đầu năm 2006 đến 31/07/2006*

Đây là thời kỳ có bước phát triển đột phá nhất kể từ khi thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời, giá giao dịch tất cả các loại cổ phiếu niêm yết trên thị trường đều biến động rất lớn và có xu hướng tăng rất nhanh. Đặc biệt, trên thị trường đã tăng thêm một khối lượng khá lớn các cổ phiếu của những công ty có thương hiệu mạnh như CTCP Sữa Việt Nam (VNM), CTCP Kinh đô miền Bắc (NKD), CTCP Cấp điện TaiYa (TYA)... đăng ký niêm yết. Đồng thời, trình độ hiểu biết về TTCK và nghiệp vụ đầu tư trên TTCK của các nhà đầu tư đã được nâng lên rõ rệt so với những ngày đầu thị trường mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, tâm lý “bầy đàn” trên thị trường vẫn tiếp tục tồn tại, thể hiện qua sự đồng biến về giá của đồng loạt các cổ phiếu niêm yết trên sàn giao dịch. Tình hình biến động của thị trường thời gian này được thể minh họa cụ thể qua hình 3.9.



Hình 3.9: Đồ thị biến động giá cổ phiếu và VN-Index năm 2006

Như vậy, qua đồ thị trong hình 3.8 và 3.9 biểu diễn biến động giá cổ phiếu giao dịch trên thị trường và chỉ số VN-Index ở hai giai đoạn tiếp theo một lần nữa bằng trực quan đã cho thấy sau sáu năm tròn hoạt động, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa thoát ra được “cái bóng” của chính mình. Biểu hiện cụ thể nhất của một thị trường chứng khoán không hiệu quả đó là các nhà đầu tư vẫn đầu tư theo trào lưu, theo

đám đông và yếu tố tâm lý đã trở thành vấn đề mang tính quyết định hành vi giao dịch của họ trên thị trường. Kết quả này là một dấu hiệu rõ ràng bằng trực quan cho thấy mức độ hiệu quả dạng yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.2 Kiểm định thống kê về tính độc lập của tỷ suất sinh lợi

Sử dụng kiểm định thống kê về tính độc lập để 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 giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng mối tương quan này bằng 0 cho tất cả các kết hợp. Do vậy, chúng ta sẽ kiểm định tính tương quan giữa các biến trong phương trình sau:

$$ROI_{ij} = \beta_0 + \sum \beta_i r_{t-i} + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Trong đó:

ROI_{ij} : Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán j ở ngày t

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

β_0 : Hệ số tự do (tung độ gốc)

β_i : Hệ số mô hình

ε_i : Sai số của hồi quy (nhiều ngẫu nhiên)

Với i trong kiểm định này chạy từ 1-5, tiến hành kiểm định tính tương quan của các biến trong phương trình (3.1) với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$. Nếu giữa các biến trong mô hình có sự tương quan ($P.value < 0,05$) thì bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Sử dụng phần mềm phân tích kinh tế lượng Eviews 3.0, tiến hành kiểm định sự tương quan giữa tỷ suất sinh lợi hiện tại của cổ phiếu và tỷ suất sinh lợi trong quá khứ của cổ phiếu đó. Trong tổng số 44 cổ phiếu niêm yết trên thị trường (trừ CCQ VF1), chọn ra 25 cổ phiếu đại diện cho các ngành nghề để kiểm định. *Để thuận tiện cho việc tính toán, chúng ta sẽ chỉ tính tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu j dựa vào giá cổ phiếu từ ngày t năm 2002 đến nay.* Chọn mẫu là 1000, đối với những cổ phiếu niêm yết gần đây thì tính tỷ suất sinh lợi dựa vào giá giao dịch từ ngày niêm yết trên thị trường đến thời điểm ngày 27/06/2006. [50]

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu REE
- Với kết quả kiểm định trong bảng 3.3, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu REE, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_REE01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:02				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.163252	0.031697	5.150375	0.0000
RT2	-0.009275	0.032151	-0.288490	0.7730
RT3	0.031040	0.032159	0.965209	0.3347
RT4	0.035429	0.032181	1.100912	0.2712
RT5	0.092915	0.031779	2.923787	0.0035
C	0.000720	0.000626	1.150297	0.2503
R-squared	0.041065	Mean dependent var	0.001045	
Adjusted R-squared	0.036241	S.D. dependent var	0.020064	
S.E. of regression	0.019697	Akaike info criterion	-5.010677	
Sum squared resid	0.385660	Schwarz criterion	-4.981230	
Log likelihood	2511.338	F-statistic	8.513225	
Durbin-Watson stat	2.009269	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.3: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu REE

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu GMD

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_GMD01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:06				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.031087	0.031671	0.981547	0.3266
RT2	-0.049865	0.031675	-1.574254	0.1157
RT3	-0.061234	0.031706	-1.931282	0.0537
RT4	-0.075369	0.031731	-2.375254	0.0177
RT5	0.055304	0.031806	1.738796	0.0824
C	0.000785	0.000598	1.311667	0.1899
R-squared	0.016516	Mean dependent var	0.000717	
Adjusted R-squared	0.011669	S.D. dependent var	0.018957	
S.E. of regression	0.018846	Akaike info criterion	-5.099036	
Sum squared resid	0.353046	Schwarz criterion	-5.069589	
Log likelihood	2555.518	F-statistic	3.359077	
Durbin-Watson stat	1.998623	Prob(F-statistic)	0.005148	

Bảng 3.4: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu GMD

Với kết quả kiểm định ở bảng 3.4, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,005148 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu GMD, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu LAF
- Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000678 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu LAF, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_LAF01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:09				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.127147	0.031747	4.005023	0.0001
RT2	0.013525	0.031974	0.422986	0.6724
RT3	-0.023521	0.032027	-0.734407	0.4629
RT4	0.062628	0.032041	1.954622	0.0509
RT5	0.017383	0.031842	0.545925	0.5852
C	0.000210	0.000775	0.271284	0.7862
R-squared	0.021275	Mean dependent var	0.000274	
Adjusted R-squared	0.016352	S.D. dependent var	0.024692	
S.E. of regression	0.024489	Akaike info criterion	-4.575205	
Sum squared resid	0.596112	Schwarz criterion	-4.545758	
Log likelihood	2293.602	F-statistic	4.321495	
Durbin-Watson stat	1.997763	Prob(F-statistic)	0.000678	

Bảng 3.5: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu LAF

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu SAM

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_SAM01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:12				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	-0.226548	0.031703	-7.145926	0.0000
RT2	-0.057884	0.032521	-1.779876	0.0754
RT3	-0.002977	0.032621	-0.091256	0.9273
RT4	0.026704	0.032576	0.819751	0.4126
RT5	0.034200	0.031804	1.075339	0.2825
C	0.002207	0.000768	2.874298	0.0041
R-squared	0.050167	Mean dependent var	0.001799	
Adjusted R-squared	0.045389	S.D. dependent var	0.024337	
S.E. of regression	0.023778	Akaike info criterion	-4.634143	
Sum squared resid	0.561994	Schwarz criterion	-4.604697	
Log likelihood	2323.072	F-statistic	10.49993	
Durbin-Watson stat	2.003183	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.6: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SAM

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu SAM, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu SAV

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_SAV01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:14				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.182642	0.031647	5.771184	0.0000
RT2	-0.032834	0.032370	-1.014337	0.3107
RT3	-0.000739	0.032452	-0.022772	0.9818
RT4	0.021133	0.032421	0.651844	0.5147
RT5	0.119374	0.031895	3.742702	0.0002
C	0.000453	0.000547	0.829450	0.4070
R-squared	0.048832	Mean dependent var	0.000661	
Adjusted R-squared	0.044047	S.D. dependent var	0.017625	
S.E. of regression	0.017232	Akaike info criterion	-5.278090	
Sum squared resid	0.295168	Schwarz criterion	-5.248644	
Log likelihood	2645.045	F-statistic	10.20611	
Durbin-Watson stat	2.000240	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.7: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SAV

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu SAV, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu SGH*

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_SGH01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:16				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.129219	0.031676	4.079393	0.0000
RT2	0.003771	0.031924	0.118123	0.9060
RT3	0.094796	0.031842	2.977108	0.0030
RT4	0.093058	0.032008	2.907341	0.0037
RT5	0.062627	0.031990	1.957712	0.0505
C	0.000542	0.000664	0.816983	0.4141
R-squared	0.049762	Mean dependent var	0.000885	
Adjusted R-squared	0.044982	S.D. dependent var	0.021422	
S.E. of regression	0.020935	Akaike info criterion	-4.888798	
Sum squared resid	0.435648	Schwarz criterion	-4.859352	
Log likelihood	2450.399	F-statistic	10.41067	
Durbin-Watson stat	1.995827	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.8: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SGH

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu SGH, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu TMS*

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_TMS01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:18				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.062445	0.031662	1.972232	0.0489
RT2	-0.085046	0.031840	-2.671064	0.0077
RT3	-0.068489	0.032008	-2.139763	0.0326
RT4	-0.006056	0.031957	-0.189508	0.8497
RT5	0.073982	0.031878	2.320815	0.0205
C	0.000403	0.000617	0.653359	0.5137
R-squared	0.024048	Mean dependent var	0.000399	
Adjusted R-squared	0.019139	S.D. dependent var	0.019663	
S.E. of regression	0.019474	Akaike info criterion	-5.033468	
Sum squared resid	0.376970	Schwarz criterion	-5.004021	
Log likelihood	2522.734	F-statistic	4.898529	
Durbin-Watson stat	2.008674	Prob(F-statistic)	0.000196	

Bảng 3.9: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu TMS

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000196 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu TMS, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu TRI
- Với kết quả kiểm định ở bảng 3.10, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu TRI, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_TRI01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:21				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.186328	0.031641	5.888811	0.0000
RT2	-0.013518	0.032147	-0.420488	0.6742
RT3	-0.058953	0.032194	-1.831201	0.0674
RT4	0.064753	0.032262	2.007126	0.0450
RT5	0.069715	0.031787	2.193187	0.0285
C	0.000147	0.000592	0.248877	0.8035
R-squared	0.047144	Mean dependent var	0.000209	
Adjusted R-squared	0.042351	S.D. dependent var	0.019138	
S.E. of regression	0.018728	Akaike info criterion	-5.111572	
Sum squared resid	0.348648	Schwarz criterion	-5.082125	
Log likelihood	2561.786	F-statistic	9.835845	
Durbin-Watson stat	2.003853	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.10: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu TRI

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu HAP

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_HAP01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:23				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.137439	0.031767	4.326455	0.0000
RT2	0.024081	0.032115	0.749825	0.4535
RT3	0.021113	0.032182	0.656049	0.5119
RT4	-0.013478	0.032228	-0.418197	0.6759
RT5	0.052216	0.031944	1.634607	0.1024
C	4.97E-05	0.000687	0.072400	0.9423
R-squared	0.023755	Mean dependent var	8.26E-05	
Adjusted R-squared	0.018844	S.D. dependent var	0.021925	
S.E. of regression	0.021718	Akaike info criterion	-4.815404	
Sum squared resid	0.458825	Schwarz criterion	-4.785957	
Log likelihood	2413.702	F-statistic	4.837363	
Durbin-Watson stat	2.001013	Prob(F-statistic)	0.000224	

Bảng 3.11: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu HAP

Với kết quả kiểm định trong bảng 3.11, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000224 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu HAP, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu CAN
- Với kết quả kiểm định ở bảng 3.12, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000001 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu CAN, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_CAN01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:26				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.161921	0.031689	5.109672	0.0000
RT2	0.005782	0.032104	0.180107	0.8571
RT3	-0.067758	0.032080	-2.112131	0.0349
RT4	0.008258	0.032136	0.257005	0.7972
RT5	0.075088	0.031721	2.367138	0.0181
C	0.000232	0.000567	0.408854	0.6827
R-squared	0.035929	Mean dependent var	0.000292	
Adjusted R-squared	0.031080	S.D. dependent var	0.018213	
S.E. of regression	0.017927	Akaike info criterion	-5.198990	
Sum squared resid	0.319464	Schwarz criterion	-5.169543	
Log likelihood	2605.495	F-statistic	7.408959	
Durbin-Watson stat	2.000596	Prob(F-statistic)	0.000001	

Bảng 3.12: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu CAN

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu BPC

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_BPC01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:28				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.146248	0.031758	4.605052	0.0000
RT2	-0.074972	0.032013	-2.341959	0.0194
RT3	0.086363	0.032242	2.678579	0.0075
RT4	0.074452	0.032226	2.310284	0.0211
RT5	0.053632	0.031943	1.678979	0.0935
C	0.000137	0.000556	0.246893	0.8050
R-squared	0.042072	Mean dependent var	0.000219	
Adjusted R-squared	0.037254	S.D. dependent var	0.017902	
S.E. of regression	0.017566	Akaike info criterion	-5.239764	
Sum squared resid	0.306700	Schwarz criterion	-5.210318	
Log likelihood	2625.682	F-statistic	9.731271	
Durbin-Watson stat	1.997118	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.13: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu BPC

Với kết quả kiểm định trong bảng 3.13, giá trị $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu BPC, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu BT6

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_BT601				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:30				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.251791	0.031777	7.923600	0.0000
RT2	-0.096652	0.032860	-2.941320	0.0033
RT3	0.075962	0.033117	2.293723	0.0220
RT4	-0.027422	0.033044	-0.829865	0.4068
RT5	0.015084	0.032001	0.471349	0.6375
C	0.000681	0.000540	1.261346	0.2075
R-squared	0.061882	Mean dependent var	0.000885	
Adjusted R-squared	0.057163	S.D. dependent var	0.017502	
S.E. of regression	0.016994	Akaike info criterion	-5.305883	
Sum squared resid	0.287077	Schwarz criterion	-5.276436	
Log likelihood	2658.941	F-statistic	13.11360	
Durbin-Watson stat	1.998195	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.14: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu BT6

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu BT6, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu VNM*

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_VNMD1				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:32				
Sample(adjusted): 1 123				
Included observations: 123 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.109690	0.090602	1.210678	0.2285
RT2	0.029164	0.090925	0.320748	0.7490
RT3	-0.145389	0.090856	-1.600204	0.1123
RT4	0.063040	0.091640	0.687913	0.4929
RT5	0.191609	0.091955	2.083723	0.0394
C	0.001804	0.002323	0.776810	0.4388
R-squared	0.073248	Mean dependent var	0.002585	
Adjusted R-squared	0.033644	S.D. dependent var	0.025452	
S.E. of regression	0.025020	Akaike info criterion	-4.490711	
Sum squared resid	0.073244	Schwarz criterion	-4.353531	
Log likelihood	282.1787	F-statistic	1.849485	
Durbin-Watson stat	1.981512	Prob(F-statistic)	0.108548	

Bảng 3.15: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu VNM

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,108548 > 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu VNM, các biến trong phương trình (3.1) không có tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu TYA*

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_TYA01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:38				
Sample(adjusted): 1 109				
Included observations: 109 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.199671	0.097434	2.049300	0.0430
RT2	-0.014042	0.095708	-0.146714	0.8836
RT3	-0.013424	0.096472	-0.139148	0.8896
RT4	-0.037739	0.096561	-0.390832	0.6967
RT5	0.083921	0.095748	0.876477	0.3828
C	0.002280	0.003376	0.675228	0.5010
R-squared	0.046692	Mean dependent var	0.002955	
Adjusted R-squared	0.000415	S.D. dependent var	0.034850	
S.E. of regression	0.034842	Akaike info criterion	-3.822492	
Sum squared resid	0.125041	Schwarz criterion	-3.674344	
Log likelihood	214.3258	F-statistic	1.008960	
Durbin-Watson stat	2.003518	Prob(F-statistic)	0.416346	

Bảng 3.16: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu TYA

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,416346 > 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu TYA, các biến trong phương trình (3.1) không có tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu KDC*

Với kết quả kiểm định ở bảng 3.17, giá trị $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,488073 > 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu KDC, các biến trong phương trình (3.1) không có tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_KDC01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 11:40				
Sample(adjusted): 1 149				
Included observations: 149 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.110533	0.083648	1.321406	0.1885
RT2	-0.090497	0.083836	-1.079453	0.2822
RT3	0.032925	0.084693	0.388762	0.6980
RT4	0.077564	0.083802	0.925566	0.3562
RT5	0.054648	0.084128	0.649587	0.5170
C	0.001182	0.002267	0.521273	0.6030
R-squared	0.030255	Mean dependent var		0.001527
Adjusted R-squared	-0.003652	S.D. dependent var		0.027401
S.E. of regression	0.027451	Akaike info criterion		-4.313387
Sum squared resid	0.107759	Schwarz criterion		-4.192422
Log likelihood	327.3473	F-statistic		0.892301
Durbin-Watson stat	1.993498	Prob(F-statistic)		0.488073

Bảng 3.17: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu KDC

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu MHC

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_MHC01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 12:02				
Sample(adjusted): 1 333				
Included observations: 333 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.201385	0.055069	3.656951	0.0003
RT2	0.006496	0.056008	0.115976	0.9077
RT3	-0.056590	0.056069	-1.009287	0.3136
RT4	-0.045326	0.056235	-0.806010	0.4208
RT5	0.048987	0.055322	0.885486	0.3765
C	0.001378	0.001170	1.177153	0.2400
R-squared	0.047732	Mean dependent var		0.001616
Adjusted R-squared	0.033172	S.D. dependent var		0.021558
S.E. of regression	0.021198	Akaike info criterion		-4.851983
Sum squared resid	0.146937	Schwarz criterion		-4.783367
Log likelihood	813.8551	F-statistic		3.278175
Durbin-Watson stat	2.002238	Prob(F-statistic)		0.006657

Bảng 3.18: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu MHC

Với kết quả kiểm định ở bảng 3.18, giá trị $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,006657 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu MHC, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu DHA

Với kết quả kiểm định ở bảng 3.19, giá trị $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,089215 > 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu DHA, các biến trong phương trình (3.1) không có tương quan, có nghĩa là chấp nhận giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_DHA01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 16:31				
Sample(adjusted): 1 505				
Included observations: 505 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.049875	0.044314	1.125491	0.2609
RT2	-0.032267	0.043866	-0.735568	0.4623
RT3	-0.030997	0.043936	-0.705513	0.4808
RT4	0.080372	0.043939	1.829176	0.0680
RT5	0.078230	0.044412	1.761454	0.0788
C	0.001683	0.000724	2.324779	0.0205
R-squared	0.018890	Mean dependent var	0.001947	
Adjusted R-squared	0.009059	S.D. dependent var	0.015894	
S.E. of regression	0.015822	Akaike info criterion	-5.443024	
Sum squared resid	0.124917	Schwarz criterion	-5.392832	
Log likelihood	1380.364	F-statistic	1.921487	
Durbin-Watson stat	1.948623	Prob(F-statistic)	0.089215	

Bảng 3.19: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu DHA

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu PMS

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_PMS01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 16:38				
Sample(adjusted): 1 671				
Included observations: 671 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.343565	0.038778	8.859803	0.0000
RT2	-0.033917	0.040990	-0.827443	0.4083
RT3	0.015336	0.041044	0.373644	0.7088
RT4	0.043121	0.040938	1.053331	0.2926
RT5	0.110888	0.038680	2.866821	0.0043
C	0.000641	0.000737	0.869915	0.3847
R-squared	0.139535	Mean dependent var	0.001169	
Adjusted R-squared	0.133065	S.D. dependent var	0.020427	
S.E. of regression	0.019020	Akaike info criterion	-5.077765	
Sum squared resid	0.240567	Schwarz criterion	-5.037448	
Log likelihood	1709.690	F-statistic	21.56760	
Durbin-Watson stat	2.000935	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.20: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu PMS

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu PMS, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu VTC

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_VTC01				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/06 Time: 16:40				
Sample(adjusted): 1 856				
Included observations: 856 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.225616	0.034322	6.573564	0.0000
RT2	0.039227	0.035222	1.113706	0.2657
RT3	-0.016610	0.035283	-0.470764	0.6379
RT4	0.005238	0.035322	0.148306	0.8821
RT5	0.004138	0.034549	0.119771	0.9047
C	0.000743	0.000734	1.011890	0.3119
R-squared	0.055726	Mean dependent var	0.001012	
Adjusted R-squared	0.050172	S.D. dependent var	0.021932	
S.E. of regression	0.021375	Akaike info criterion	-4.846251	
Sum squared resid	0.388339	Schwarz criterion	-4.812940	
Log likelihood	2080.195	F-statistic	10.03255	
Durbin-Watson stat	1.994622	Prob(F-statistic)	0.000000	

Bảng 3.21: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu VTC

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,0000 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu VTC, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu AGF*

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_AGF01				
Method: Least Squares				
Date: 12/19/06 Time: 11:28				
Sample: 1 1000				
Included observations: 1000				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.133965	0.031784	4.214883	0.0000
RT2	-0.087590	0.032143	-2.725051	0.0065
RT3	-0.041812	0.032237	-1.297006	0.1949
RT4	0.014143	0.032142	0.440005	0.6600
RT5	0.061425	0.031841	1.929114	0.0540
C	0.000958	0.000501	1.912061	0.0562
R-squared	0.031234	Mean dependent var	0.001036	
Adjusted R-squared	0.026361	S.D. dependent var	0.015912	
S.E. of regression	0.015701	Akaike info criterion	-5.464222	
Sum squared resid	0.245038	Schwarz criterion	-5.434776	
Log likelihood	2738.111	F-statistic	6.409543	
Durbin-Watson stat	1.985568	Prob(F-statistic)	0.000007	

Bảng 3.22: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu AGF

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000007 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu AGF, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- *Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu HAS*

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_HAS01				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/06 Time: 11:50				
Sample(adjusted): 1 884				
Included observations: 884 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.057203	0.033526	1.706213	0.0883
RT2	-0.029566	0.033584	-0.880364	0.3789
RT3	-0.072994	0.036973	-1.974246	0.0487
RT4	-0.005759	0.037021	-0.155572	0.8764
RT5	0.126824	0.036988	3.428781	0.0006
C	0.000729	0.000675	1.080541	0.2802
R-squared	0.023324	Mean dependent var	0.000806	
Adjusted R-squared	0.017762	S.D. dependent var	0.020093	
S.E. of regression	0.019914	Akaike info criterion	-4.968057	
Sum squared resid	0.348174	Schwarz criterion	-4.955584	
Log likelihood	2210.721	F-statistic	4.193493	
Durbin-Watson stat	2.023907	Prob(F-statistic)	0.000901	

Bảng 3.23: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu HAS

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000901 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu HAS, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu KHA
- Với kết quả kiểm định ở bảng 3.24, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000017 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu KHA, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_KHA01				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/06 Time: 11:52				
Sample(adjusted): 1 971				
Included observations: 971 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.145008	0.032153	4.509894	0.0000
RT2	-0.028988	0.032430	-0.893872	0.3716
RT3	-0.040144	0.032459	-1.236754	0.2165
RT4	0.053020	0.032447	1.634061	0.1026
RT5	0.061065	0.032201	1.896384	0.0582
C	0.000180	0.000661	0.271783	0.7858
R-squared	0.030220	Mean dependent var	0.000225	
Adjusted R-squared	0.025195	S.D. dependent var	0.020839	
S.E. of regression	0.020575	Akaike info criterion	-4.923300	
Sum squared resid	0.408522	Schwarz criterion	-4.893156	
Log likelihood	2396.262	F-statistic	6.014109	
Durbin-Watson stat	2.006067	Prob(F-statistic)	0.000017	

Bảng 3.24: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu KHA

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu SFC

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_SFC01				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/06 Time: 11:54				
Sample(adjusted): 1 453				
Included observations: 453 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.171541	0.047607	3.603315	0.0003
RT2	0.038670	0.048214	0.802045	0.4230
RT3	-0.000679	0.048306	-0.014058	0.9888
RT4	0.054412	0.048030	1.132880	0.2579
RT5	0.057237	0.047205	1.212500	0.2260
C	0.001062	0.000971	1.093983	0.2746
R-squared	0.043209	Mean dependent var	0.001514	
Adjusted R-squared	0.032506	S.D. dependent var	0.020828	
S.E. of regression	0.020487	Akaike info criterion	-4.924891	
Sum squared resid	0.187614	Schwarz criterion	-4.870376	
Log likelihood	1121.488	F-statistic	4.037298	
Durbin-Watson stat	1.991576	Prob(F-statistic)	0.001357	

Bảng 3.25: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu SFC

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,001357 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu SFC, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu PNC
- Với kết quả kiểm định ở bảng 3.26, giá trị $\text{Prob(F-statistic)} = 0,000001 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu PNC, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_PNC01				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/06 Time: 11:56				
Sample(adjusted): 1 256				
Included observations: 256 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.358471	0.063025	5.687745	0.0000
RT2	-0.089768	0.066910	-1.341623	0.1809
RT3	-0.021557	0.067060	-0.321456	0.7481
RT4	-0.036289	0.067116	-0.540693	0.5892
RT5	0.131373	0.063605	2.065471	0.0399
C	0.001211	0.001539	0.786942	0.4321
R-squared	0.130787	Mean dependent var	0.001805	
Adjusted R-squared	0.113403	S.D. dependent var	0.025921	
S.E. of regression	0.024407	Akaike info criterion	-4.564770	
Sum squared resid	0.148920	Schwarz criterion	-4.481680	
Log likelihood	590.2906	F-statistic	7.523296	
Durbin-Watson stat	1.983750	Prob(F-statistic)	0.000001	

Bảng 3.26: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu PNC

- Kiểm định tương quan giữa các biến trong phương trình (3.1) đối với cổ phiếu HTV

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED				
View Procs Objects Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: ROIT_HTV01				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/06 Time: 11:58				
Sample(adjusted): 1 131				
Included observations: 131 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT1	0.396078	0.089865	4.407504	0.0000
RT2	-0.130028	0.096105	-1.352977	0.1785
RT3	0.157992	0.096644	1.634782	0.1046
RT4	-0.044144	0.097003	-0.455085	0.6498
RT5	0.059488	0.089996	0.661007	0.5098
C	0.002239	0.002690	0.832316	0.4068
R-squared	0.154016	Mean dependent var	0.003590	
Adjusted R-squared	0.120176	S.D. dependent var	0.032462	
S.E. of regression	0.030449	Akaike info criterion	-4.100793	
Sum squared resid	0.115894	Schwarz criterion	-3.969105	
Log likelihood	274.6020	F-statistic	4.551376	
Durbin-Watson stat	1.980357	Prob(F-statistic)	0.000758	

Bảng 3.27: Kết quả kiểm định thống kê đối với cổ phiếu HTV

Với kết quả kiểm định, giá trị $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,000758 < 0,05$ cho phép kết luận trong trường hợp cổ phiếu HTV, các biến trong phương trình (3.1) có tương quan, có nghĩa là bác bỏ giả thuyết thị trường hiệu quả.

Như vậy, qua kết quả kiểm định thống kê về tính độc lập của tỷ suất sinh lợi của 25 chứng khoán niêm yết đại diện cho nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau theo thời gian đã cho thấy: Đa số các kiểm định trên từng chứng khoán riêng rẽ (21/25 chứng khoán) ủng hộ giả thiết thị trường kém hiệu quả của TTCK Việt Nam.

Kiểm định mức độ hiệu quả TTCK Việt Nam với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$, mặc dù đã có một số trường hợp ủng hộ giả thiết thị trường hiệu quả như kiểm định đối với cổ phiếu VNM, TYA, KDC, DHA (4/25 chứng khoán). Tuy nhiên, nếu chúng ta tăng mức ý nghĩa α lên thì số trường hợp ủng hộ thị trường hiệu quả dạng yếu của Việt Nam

chắc chắn sẽ thấp xuống. Điều này chứng tỏ, chưa có đủ bằng chứng để kết luận có thị trường hiệu quả dạng vừa và tất nhiên không thể có hiệu quả dạng mạnh vào thời điểm hiện nay đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.3 Kiểm định các tiêu chí đặc trưng về mức độ hiệu quả của thị trường

Thị trường chứng khoán Việt Nam được xem là một thị trường chứng khoán mới nổi. Do vậy trong giới hạn của nghiên cứu này, mức độ hiệu quả của thị trường sẽ được xem xét dựa trên bốn tiêu chí đặc trưng cụ thể của thị trường mới nổi sau đây: [24]

- *Phân phối tỷ suất sinh lợi không chuẩn.*
- *Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu trên thị trường có xu hướng dương và trị số quá cao.*
- *Dãy số thời gian của tỷ suất sinh lợi có xu hướng tự tương quan với nhau.*
- *Quy mô thị trường và độ thanh khoản của thị trường quá phụ thuộc vào 10 công ty hàng đầu niêm yết trên sàn giao dịch. Độ thanh khoản của thị trường thấp.*

(1) *Tỷ suất sinh lợi phân phối không chuẩn*

Tiến hành khảo sát toàn bộ phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và của các cổ phiếu niêm yết trong 6 năm thông qua các giá trị hệ số S, K và hệ số JB có thể kết luận như sau¹: Tất cả các cổ phiếu niêm yết đều có phân phối tỷ suất sinh lợi không chuẩn.

Khảo sát tỷ suất sinh lợi của thị trường dựa trên biến động chỉ số VN-Index qua sáu năm cho thấy thị trường không có phân phối chuẩn về tỷ suất sinh lợi. Các trị số thống kê về tỷ suất sinh lợi của thị trường được thể hiện trong bảng 3.28.

Qua các trị số thống kê tập hợp trên cho thấy, phân phối lệch theo cả hai hướng, đó là:

- Phân phối tỷ suất sinh lợi bị lệch trái hoặc lệch phải thể hiện qua trị số S (Skewness) dương và âm cách rất xa giá trị 0.

¹ Chi tiết về phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và của các cổ phiếu tại Phụ lục số 01

- Phân phối tỷ suất sinh lợi ở các năm đều quá rộng so với phân phối chuẩn nên hệ số K (Kurtosis) cao hơn 3 rất nhiều.

Bảng 3.28: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường qua 6 năm 2000-2006

Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6
Hệ số Skewness (S)	-1,01	-0,33	0,08	0,07	0,19	-0,01
Hệ số Kurtosis (K)	7,92	4,73	11,62	5,84	15,14	4,01
Hệ số Jarque-Bera (JB)	178,82	27,31	763,02	132,91	1.537,50	10,84

“Nguồn: Tính toán trên cơ sở dữ liệu thu thập từ website <http://www.bsc.com>”

Sử dụng hệ số JB (Jarque-Bera) để kiểm định hai hệ số S và K, kết quả tính toán (*dòng thứ 3, bảng 3.28*) đối chiếu với hệ số χ^2 hai bậc tự do ($df=2$) bằng 5,99 cho thấy, hệ số JB của thị trường cao hơn rất nhiều so với giá trị chi-bình phương trong cả 6 năm.

Như vậy, chúng ta có thể kết luận chắc chắn rằng, tỷ suất sinh lợi của thị trường và của các cổ phiếu đều phân phối không chuẩn. Đây là một dấu hiệu đầu tiên của thị trường kém hiệu quả.

(2) Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi giữa các cổ phiếu có trị số cao

Trong khi tiến hành tính toán hệ số tương quan giữa các cổ phiếu niêm yết có một số ghi chú sau đây: Nếu cổ phiếu nào mới được niêm yết vào cuối năm quy ước (giao dịch dưới 20 phiên/năm) sẽ không đưa vào để tính hệ số tương quan nhằm đảm bảo ý nghĩa của trị số thống kê. Như vậy, năm thứ nhất sẽ không có cổ phiếu SGH (giao dịch 6 phiên) và năm thứ sáu không có 7 cổ phiếu sau: BMP (13 phiên), SJS (16 phiên), STB (12 phiên), UNI (19 phiên), VSH (8 phiên), FPC (3 phiên) và VFC (4 phiên).

Kết quả cụ thể về hệ số tương quan giữa các cổ phiếu niêm yết trên thị trường qua các năm như sau¹:

¹ Chi tiết về hệ số tương quan giữa các cổ phiếu niêm yết qua các năm tại Phụ lục số 02.

- *Năm thứ nhất (7/2000-7/2001)*, có 5 cổ phiếu tương ứng với 10 hệ số tương quan, tất cả các hệ số tương quan giữa các cổ phiếu đều dương với trị số lớn (có tất cả 5 trị số $> 0,5$). Trung bình hệ số tương quan năm thứ nhất là 0,549, nghĩa là có đến gần 55% trường hợp giá của các cổ phiếu cùng tăng hoặc cùng giảm. Do vậy, ý nghĩa của việc đa dạng hóa danh mục đầu tư trong trường hợp này để giảm rủi ro không đáng kể.

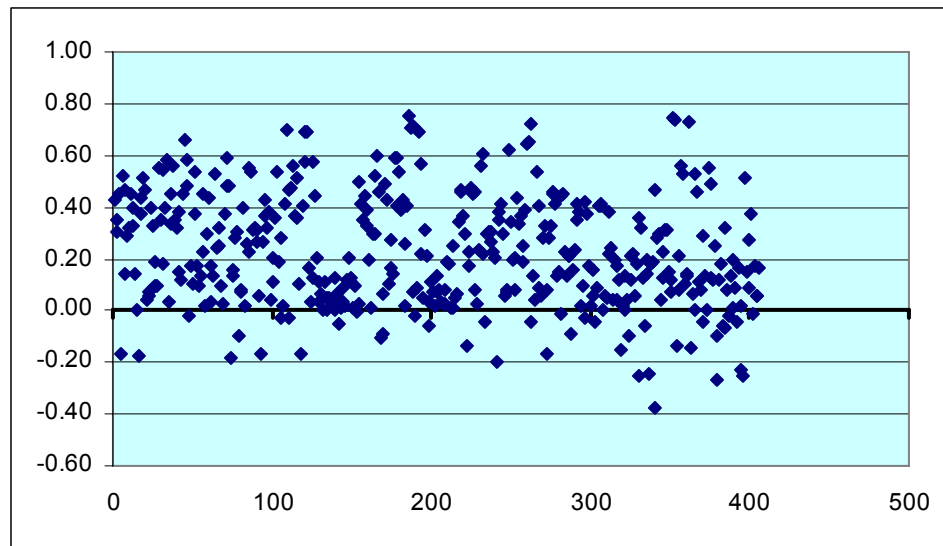
- *Năm thứ hai (7/2001-7/2002)*, có 17 cổ phiếu tương ứng với 136 hệ số tương quan, trong đó có 4 hệ số tương quan âm (chiếm 2,9%), điều này cho thấy giá chứng khoán đã có xu hướng biến đổi khác chiều nhau mặc dù không lớn. Hệ số tương quan trung bình cũng được giảm đáng kể so với năm thứ nhất. Các hệ số tương quan âm chủ yếu là của CTCP Cơ khí Bình Triệu (BTC), công ty có kết quả kinh doanh kém hiệu quả ngay sau khi niêm yết. Bên cạnh đó, có một số công ty có hệ số tương quan rất cao như REE và SAM lên đến 95,44% (0,9544), TMS và SAM 91,8% (0,9180). Chính vì vậy, chắc chắn có rất nhiều nhà đầu tư đã bị thiệt hại do giá cổ phiếu giảm mạnh vào khoảng cuối năm thứ hai.

- *Năm thứ ba (7/2002-7/2003)*, có 21 cổ phiếu tương ứng với 276 hệ số tương quan, trong đó có 8 hệ số có giá trị âm (2,9%), nhưng điều quan trọng là các hệ số tương quan đã giảm đáng kể so với năm thứ hai và đều thấp hơn 0,5 làm cho hệ số tương quan trung bình giảm xuống đáng kể. Trong năm này, một số công ty niêm yết có tình hình không tốt như CTCP Đồ hộp Hạ Long (CAN) đã khai man giá trị các lô hàng xuất khẩu để được hoàn thuế giá trị gia tăng, CTCP Cơ điện lạnh (REE) có một số mâu thuẫn trong nội bộ Ban lãnh đạo, CTCP Bánh kẹo Biên Hòa (BBC) hoạt động thua lỗ nhưng được Ban lãnh đạo che đậy... nhưng các thông tin đó đều được giữ kín. Sự bất cân xứng thông tin đã làm cho giá của các cổ phiếu này giảm mạnh trên thị trường sau khi có thông tin lọt ra ngoài, đã góp phần tạo hiệu ứng xấu trên toàn thị trường chứng khoán Việt Nam lúc bấy giờ.

- *Năm thứ tư (7/2003-7/2004)*, có 24 cổ phiếu tương ứng với 276 hệ số tương quan, nhìn chung hệ giá trị đã tăng cao hơn so với năm trước do thị trường có xu hướng tăng trở lại sau một thời gian xuống giá. Tuy nhiên, so với năm thứ nhất và thứ

hai thì vẫn chưa bằng, trong đó số hệ số tương quan âm là 10 chiếm 3,6% trong tổng các hệ số tương quan.

- *Năm thứ năm (7/2004-7/2005)*, có 406 hệ số tương quan của 28 cổ phiếu và 01 chứng chỉ quỹ niêm yết. Trong đó, 42 hệ số có giá trị âm chiếm 10,3% và 364 hệ số có giá trị dương chiếm 89,7%. Hệ số tương quan dương có nghĩa là các cổ phiếu sẽ cùng tăng giá hoặc cùng giảm giá nên rủi ro cao hơn và ngược lại khi hệ số tương quan âm thì cổ phiếu này tăng giá thì cổ phiếu kia giảm giá. Chính vì vậy, rủi ro chung sẽ giảm xuống. Năm thứ năm được xem là năm TTCK đã bắt đầu có xu hướng tích cực, hệ số tương quan trung bình giữa các cổ phiếu được minh họa qua đồ thị trong hình 3.10.



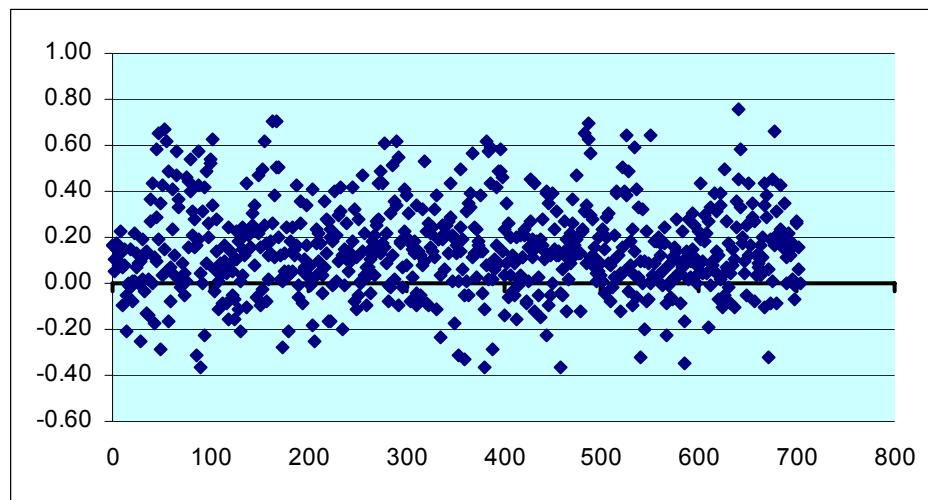
Hình 3.10: Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi giữa các cổ phiếu năm thứ Năm

Qua đồ thị trên cho thấy, tất cả các hệ số tương quan giữa các chứng khoán đều nằm trong khoảng từ -0,4 đến +0,8 và tập trung chủ yếu trong khoảng từ -0,2 đến +0,6. Nghĩa là không có những cặp cổ phiếu quá đồng thuận hay quá nghịch chiều với nhau. Khi có đến gần 90% hệ số tương quan dương thì có thể kết luận rằng hầu hết các chứng khoán vẫn biến đổi đồng thuận với nhau, cùng lên hoặc cùng xuống mặc dù mức độ biến động có khác nhau. Hệ số tương quan trung bình của năm thứ năm là 0,224.

- *Năm thứ năm (7/2005-7/2006)*, có 703 hệ số tương quan của 37 cổ phiếu và 01 chứng chỉ quỹ niêm yết. Với 19% hệ số tương quan mang giá trị âm (134 hệ số) và 81% mang trị số dương đã nói lên xu hướng phát triển tích cực của thị trường đó là

xuất hiện sự biến động ngược chiều nhiều hơn giữa các chứng khoán. Tuy nhiên, đây là thời gian được xem là phát triển nhất của TTCK Việt Nam từ trước tới nay nên trị số của các hệ số tương quan được phân bố tập trung chủ yếu trong khoảng $-0,2$ đến $+0,4$. Điều này được minh họa rất rõ qua hình 3.11.

So với các năm trước, thì tình hình năm thứ sáu đã thể hiện một bước phát triển rất rõ của thị trường, các hệ số tương quan cho thấy sự biến động đồng thuận giữa giá của các chứng khoán như trước đây đã được giảm đáng kể, điều này có nghĩa là thị trường đã bắt đầu xuất hiện dấu hiệu của một thị trường bắt đầu có hiệu quả. Tính trung bình hệ số tương quan năm thứ sáu là $0,147$ đã thể hiện rõ nhận định này.



Hình 3.11: Hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu năm thứ Sáu

Như vậy, qua kết quả phân tích hệ số tương quan cho thấy, trung bình hệ số tương quan giữa các chứng khoán đều có giá trị dương và khá cao trong cả sáu năm. Điều đó chứng tỏ có sự đồng biến giữa giá của các chứng khoán là rất lớn. Đây là một dấu hiệu nữa cho thấy thị trường hiệu quả yếu. Tuy nhiên, xu hướng đồng biến này đang có khuynh hướng giảm dần theo thời gian mặc dù theo đường ziczac.

(3) Hệ số tự tương quan của tỷ suất sinh lợi cao

Để khẳng định chắc chắn rằng phân phối tỷ suất sinh lợi của chứng khoán không chuẩn, không hoàn toàn ngẫu nhiên như đã đề cập ở mục (1), chúng ta sẽ tiến hành xem xét đặc điểm tự tương quan của thị trường.

Hệ số tự tương quan cho thấy khả năng có thể dự báo được thị trường hay không. Nếu hệ số này gần với giá trị 0 thì giá của ngày hôm nay độc lập với giá của ngày hôm qua, thị trường không thể dự báo, có nghĩa là thị trường hiệu quả. Còn nếu hệ số tự tương quan dương nghĩa là hôm nay tăng giá (hoặc giảm giá) thì sẽ dự báo được ngày mai cũng sẽ tăng giá (hoặc giảm giá). Ngược lại, hệ số này âm có nghĩa là hôm nay tăng giá (hoặc giảm giá) thì sẽ dự báo được ngày mai giá sẽ giảm (hoặc tăng).

Công thức tính hệ số tự tương quan như sau:

$$\rho_k = \frac{Cov(y_t, y_{t+k})}{\delta y_t \delta y_{t+k}} = \frac{E(y_t - \mu_y)(y_{t+k} - \mu_y)}{\delta_y^2} \quad (3.2)$$

Trong đó:

ρ_k : Hệ số tự tương quan (autocorrelation)

Y_t : Tỷ suất sinh lợi ngày t của chứng khoán

μ_y : Tỷ suất sinh lợi trung bình

k: Số ngày chênh lệch tính hệ số

δ_y : Độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi (δ_y được quan niệm bằng δ_{y+k} nếu dãy số dài).

Tiến hành tính hệ số tự tương quan với k chạy từ 1-30 cho chỉ số VN-Index, kết quả được tập hợp trong bảng 3.29.

Qua các hệ số tự tương quan tính ở bảng 3.29 cho thấy, tất cả các trị số đều khác giá trị 0. Do vậy, sự độc lập về giá giữa ngày hôm nay với giá của ngày hôm qua là rất thấp nên thị trường có thể dự báo. Xét trong 10 ngày đầu tiên, chỉ có giá của ngày thứ 3 điều chỉnh trái chiều còn tất cả giá các ngày khác đều đồng thuận với ngày thứ nhất. Như vậy có nghĩa là, nếu giá đang tăng thì có xu hướng tăng trong 10 ngày tiếp theo, riêng ngày thứ 3 giá sẽ giảm. Ngược lại, giá đang giảm thì 10 ngày tiếp theo cũng sẽ giảm, trừ ngày thứ 3 sẽ tăng. Từ ngày thứ 11 đến ngày thứ 20, giá đều đồng thuận với ngày thứ nhất. Mười ngày tiếp theo, từ ngày thứ 21 đến ngày thứ 30 có các ngày thứ 23, 27, 28, 29, 30 là có biến động giá trái chiều với ngày thứ nhất còn lại là đồng thuận với ngày thứ nhất.

Tuy nhiên, nhìn vào các hệ số ρ_k tập hợp trong bảng 3.29 thì chỉ có hệ số tự tương quan khi $k = 1$ (0,382) là đủ lớn để khẳng định giá của ngày hôm sau có xu hướng giống với giá của ngày hôm trước. Như vậy, đây là một dấu hiệu nữa làm cơ sở cho thấy rằng mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam là dạng yếu.

Bảng 3.29: Hệ số tự tương quan của chỉ số VN-Index qua 6 năm 2000-2006

k	Hệ số ρ_k	T.stat	k	Hệ số ρ_k	T.stat
1	0,382	15,137	16	0,137	5,081
2	0,075	2,755	17	0,050	1,840
3	-0,004	-0,160	18	0,020	0,733
4	0,091	3,325	19	0,064	2,352
5	0,182	6,752	20	0,096	3,501
6	0,189	7,022	21	0,059	2,162
7	0,097	3,562	22	0,003	0,140
8	0,050	1,818	23	-0,016	-0,460
9	0,091	3,334	24	0,018	0,679
10	0,105	3,903	25	0,081	2,978
11	0,118	4,386	26	0,051	1,884
12	0,021	0,787	27	-0,008	-0,297
13	0,007	0,244	28	-0,045	-1,673
14	0,124	4,610	29	-0,020	-0,756
15	0,176	6,578	30	-0,002	-0,074

“Nguồn: Tính toán trên cơ sở dữ liệu thu thập từ website <http://www.bsc.com.vn>”

(4) Thị trường chứng khoán quá tập trung, tính thanh khoản của thị trường thấp

Các nhà phân tích thường dựa vào mức độ ảnh hưởng của 10 công ty có cổ phiếu niêm yết hàng đầu để đánh giá mức độ hiệu quả của thị trường chứng khoán mới nổi. Thống kê số liệu thị trường về các công ty niêm yết được tập hợp tại bảng 3.30.

Qua số liệu ở bảng 3.30 cho thấy, TTCK Việt Nam quá phụ thuộc vào 10 công ty niêm yết hàng đầu. Nguyên nhân chính là do số lượng công ty niêm yết còn quá ít ỏi, sau sáu năm hoạt động cũng chỉ mới có 45 chứng khoán niêm yết (kể cả VFMVF1). Do vậy, một sự biến động về giá chứng khoán của những công ty này sẽ có tác động rất lớn đến toàn bộ thị trường. Nếu căn cứ theo giá thị trường của công ty niêm yết thì chỉ tính riêng 10 công ty hàng đầu đã chiếm gần 9/10 (89,5%) tổng giá trị thị trường. Trong khi đó ở các TTCK phát triển, dù có một số công ty niêm yết khổng lồ với mức vốn hóa 200-300 triệu USD nhưng 10 công ty hàng đầu cũng chỉ chiếm khoảng 10-15% thị phần mà thôi. [24]

Bảng 3.30: Thị phần thị trường cổ phiếu của các công ty niêm yết
(Tính tại thời điểm 27/07/2006)

STT	Công ty	KLNY	Giá (Đ)	Vốn hóa thị trường (Đ)	Thị phần	Lũy kế
1	STB	189,947,299	68,500	13,011,389,981,500	30.677%	30.7%
2	VNM	159,000,000	70,000	11,130,000,000,000	26.241%	56.9%
3	VSH	125,000,000	29,000	3,625,000,000,000	8.547%	65.5%
4	SAM	28,080,000	80,500	2,260,440,000,000	5.329%	70.8%
5	KDC	29,999,980	70,000	2,099,998,600,000	5.951%	75.7%
6	REE	28,174,274	71,000	2,000,373,454,000	4.716%	80.5%
7	GMD	34,795,315	48,900	1,701,490,903,500	4.012%	84.5%
8	CII	30,000,000	30,000	900,000,000,000	2.122%	86.6%
9	BMP	10,718,000	59,500	637,721,000,000	1.504%	88.1%
10	SJS	5,000,000	119,000	595,000,000,000	1.403%	89.5%
11	NKD	8,399,997	66,000	554,399,802,000	1.307%	
12	SSC	6,000,000	50,000	300,000,000,000	0.707%	
13	BT6	5,882,690	44,000	258,838,360,000	0.610%	
14	SAV	6,500,000	36,400	236,600,000,000	0.558%	
15	AGF	6,388,034	36,400	232,524,437,600	0.548%	
16	DHA	3,849,962	53,500	205,972,967,000	0.486%	
17	TMS	4,290,000	45,000	193,050,000,000	0.455%	
18	GIL	4,550,000	38,500	175,175,000,000	0.413%	
19	MHC	6,705,640	26,000	174,346,640,000	0.411%	
20	TYA	4,201,440	41,300	173,519,472,000	0.409%	
21	BBC	5,600,000	30,200	169,120,000,000	0.399%	
22	VFC	5,575,627	26,000	144,966,302,000	0.342%	
23	TRI	4,548,360	27,000	122,805,720,000	0.290%	
24	HAP	3,850,251	30,500	117,432,655,500	0.277%	
25	RHC	3,200,000	35,900	114,880,000,000	0.271%	
26	HTV	4,800,000	23,600	113,280,000,000	0.267%	
27	VTC	2,415,000	39,500	95,392,500,000	0.225%	
28	BBT	6,840,000	13,900	95,076,000,000	0.224%	
29	CAN	3,500,000	24,000	84,000,000,000	0.198%	

30	TS4	3,000,000	27,600	82,800,000,000	0.195%
31	BPC	3,800,000	21,500	81,700,000,000	0.193%
32	PMS	3,200,000	24,000	76,800,000,000	0.181%
33	PNC	3,000,000	25,500	76,500,000,000	0.180%
34	HAS	1,998,840	36,400	72,757,776,000	0.172%
35	FPC	1,914,611	38,000	72,755,218,000	0.172%
36	KHA	3,291,750	21,500	70,772,625,000	0.167%
37	LAF	3,819,680	17,500	66,844,400,000	0.158%
38	SFC	1,700,000	37,800	64,260,000,000	0.152%
39	SGH	1,766,300	34,000	60,054,200,000	0.142%
40	TNA	1,300,000	43,000	55,900,000,000	0.132%
41	NHC	1,336,061	30,000	40,081,830,000	0.094%
42	UNI	1,000,000	28,000	28,000,000,000	0.066%
43	DPC	1,587,280	15,800	25,079,024,000	0.059%
44	BTC	1,261,345	14,000	17,658,830,000	0.042%
45	VFMVF1	20,000,000	21,400	428,000,000,000	1.009%
Tổng cộng cả VF1		791,787,736		42,842,757,698,100	
Tổng cộng không tính VF1		771,787,736		42,414,757,698,100	100.0%

“Nguồn: Tính toán trên cơ sở dữ liệu thu thập từ Bản tin Thị trường chứng khoán¹”

Như vậy, 10 công ty niêm yết hàng đầu trên TTCK Việt Nam chiếm tỷ lệ vốn hóa thị trường lớn sẽ làm cho khả năng biến động thị trường rất cao vì giá của cổ phiếu phụ thuộc vào tình hình kinh doanh của những công ty này cũng như tin tức liên quan đến hoạt động các công ty. Rõ ràng, đây cũng là một dấu hiệu đáng tin cậy để có thể kết luận rằng mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam là dạng yếu.

Về độ thanh khoản của thị trường, đây cũng được xem là một yếu tố quan trọng làm căn cứ để nhận xét về mức độ hiệu quả của thị trường. Độ thanh khoản của thị trường được đo bằng tỷ lệ cổ phiếu giao dịch trong một năm. Tuy nhiên, vì thời gian niêm yết trên thị trường của các cổ phiếu là khác nhau, tổng số phiên giao dịch của mỗi cổ phiếu và của thị trường mỗi năm cũng khác nhau nên độ thanh khoản được tính theo tỷ lệ phần trăm cổ phiếu giao dịch trung bình trong mỗi phiên. Kết quả tính toán độ thanh khoản của TTCK Việt Nam trong thời gian qua được thể hiện tại bảng 3.31.

Số liệu trong bảng 3.31 cho thấy, vấn đề thanh khoản là vấn đề lớn nhất của thị trường cổ phiếu Việt Nam hiện nay. Nếu như năm thứ nhất, độ thanh khoản là 45,3% thì đến năm thứ ba tỷ lệ này còn 19,12%. Có nghĩa là, trung bình phải sau 5 năm

¹ Bản tin Thị trường chứng khoán của TTGDCK Tp.HCM số 141, ra ngày 28/07/2006.

TTCK Việt Nam mới quay được 1 vòng. Năm thứ nhất mới chỉ có 5 cổ phiếu niêm yết và có trung bình 90.898 cổ phiếu được giao dịch trong 1 phiên. Năm thứ hai có 17 cổ phiếu niêm yết và số cổ phiếu giao dịch trung bình mỗi phiên tăng lên 139.828 cổ phiếu. Mặc dù, năm thứ 3 có 21 cổ phiếu niêm yết nhưng số cổ phiếu giao dịch lại giảm, thậm chí xuống mức còn thấp hơn cả năm thứ nhất, chỉ ở mức trung bình 90.174 cổ phiếu/phiên mà thôi.

Bảng 3.31: Độ thanh khoản của thị trường chứng khoán giai đoạn 2000-2006

Chỉ tiêu	Số phiên giao dịch	KLGD _{b.quân/phiên} (Cổ phiếu & CCQ)	GTGD _{b.quân/phiên} (Triệu đồng)	Tỷ lệ thanh khoản
Năm thứ nhất	151	90.898	4.472	45,30%
Năm thứ hai	190	139.828	4.818	53,83%
Năm thứ ba	246	90.174	1.833	19,12%
Năm thứ tư	250	232.258	5.946	44,48%
Năm thứ năm	250	175.955	4.239	26,61%
Năm thứ sáu	251	1.141.092	4.340	39,84%
Trung bình		311.700	4.275	38,20%

“Nguồn: Tính toán từ dữ liệu <http://www.bsc.com.vn> và Tạp chí Kinh tế phát triển” [25]

Tuy nhiên, tỷ lệ của cả ba năm đều thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các nước có thu nhập thấp trên thế giới, chỉ so năm 2000 tỷ lệ này là 114,4% đối với thị trường cổ phiếu của các nước nghèo (của thế giới là 87,6%)¹. Độ thanh khoản của năm thứ năm giảm cả về giá trị tuyệt đối lẫn tương đối. Về tương đối, độ thanh khoản giảm từ gần 45% ở năm thứ tư xuống còn gần 27%, nghĩa là thời gian quay vòng vốn từ khoảng 27 tháng thành 45 tháng. Về giá trị tuyệt đối, số lượng cổ phiếu giao dịch trung bình/phiên chỉ là 175.955 so với 232.258 cổ phiếu ở năm thứ tư. Giá trị giao dịch trung bình một phiên cũng giảm từ 5.946 triệu đồng ở năm thứ tư xuống còn 4.239

¹ World Bank, 2001, “2001-World Development Indicators”, Washington D.C, USA, pp. 280.

triệu đồng. Năm thứ sáu, độ thanh khoản của thị trường đã được cải thiện, tăng lên 39,84%. Giá trị giao dịch bình quân/phiên giao tăng, đặc biệt là khối lượng giao dịch bình quân/phiên có sự tăng đột biến với hơn 1,1 triệu cổ phiếu tăng gần 550% so với năm 2005. Tuy nhiên, so với trung bình thế giới thì vẫn rất thấp. [51]

Theo đánh giá của Merrill Lynch về sự nổi bật của Việt Nam tại khu vực Asean vào đầu năm 2006, thì với tổng giá trị thị trường vào khoảng hơn 1,1 triệu USD, giá trị giao dịch bình quân ngày ở mức 1 triệu USD, TTCK Việt Nam nếu so sánh với các TTCK các nước trong khu vực vẫn là một thị trường rất nhỏ bé và có độ thanh khoản thấp nhất¹. Tình hình này được minh họa qua bảng 3.32.

Bảng 3.32: So sánh giá trị giao dịch bình quân ngày giữa TTCK Việt Nam và một số TTCK trong khu vực

Thị trường	Triệu USD
Việt Nam	1
Indonesia	167
Malaysia	121
Philippines	19
Singapore	424
Thái Lan	414
Trung Quốc	507
Hồng Kông	3.659
Hàn Quốc	5.015
Đài Loan	3.937
Ấn Độ	963
Pakistan	545

“Nguồn: Thomson Financial Datastream” [44]

¹ Merrill Lynch (2 feb 2006), *Asian Insight*, “Buy Vietnam- the Emerging Frontier of Asean”, pp.6.

Qua số liệu ở bảng 3.32 cho thấy rằng, mức độ thanh khoản của TTCK Việt Nam còn rất nhỏ bé so với thị trường các nước trong khu vực và thế giới. Nguyên nhân rất dễ nhận thấy đó là, ở TTCK Việt Nam số lần khớp lệnh trong một năm rất thấp, nếu trước đây khớp lệnh 2 lần/phiên và hiện tại tăng lên 3 lần/phiên có nghĩa là chỉ khoảng 753 lần khớp lệnh/năm (chẳng hạn tính cho năm thứ 6). Trong khi đó, với cơ chế khớp lệnh liên tục tại các thị trường chứng khoán phát triển trên thế giới, mỗi lần khớp lệnh chỉ tốn trung bình khoảng 22 giây¹ thì có thể có đến hơn 1.300 lần khớp lệnh/ngày (chỉ tính giao dịch 8 giờ/ngày), đây là một trong những yếu tố rất quan trọng nhằm tăng độ thanh khoản trên thị trường. [43]

Như vậy, rõ ràng với độ thanh khoản của thị trường rất thấp cùng với thị trường quá tập trung, phụ thuộc rất nhiều vào 10 công ty niêm yết hàng đầu đã bổ sung thêm một dấu hiệu tin cậy nữa cho thấy mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam là dạng yếu.

3.3 MỘT SỐ NGUYÊN NHÂN DẪN ĐẾN MỨC ĐỘ HIỆU QUẢ YẾU CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Kết quả phân tích cả định tính và định lượng trong chương 3 đã cho thấy mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam là dạng yếu, qua đó có thể nhận thấy một số nguyên nhân dẫn đến kết quả này như sau:

- Sau khi thị trường chứng khoán hoạt động, các giải pháp phát triển thị trường của cơ quan chức năng còn chưa đồng bộ, nhiều chính sách chế độ bất cập như chính sách tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào công ty, chế độ kế toán đối với công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư, chính sách quản lý ngoại hối... dẫn đến hạn chế trong quá trình vận hành, thông tin kém minh bạch và sự tham gia của các nhà đầu tư.
- Nhiều công ty cổ phần còn chưa nhận thấy quyền lợi khi niêm yết trên TTCK. Bởi vì, họ ngại khi niêm yết trên thị trường thì các công ty sẽ phải chịu sự kiểm tra, giám sát chặt chẽ hoạt động kinh doanh của nhiều bên hữu quan, việc quản lý và quyết

¹ Teweles R.J., E.S Bradley (1998), The Stock Market, 7e Edition, Ed. Wiley, USA, pp. 191.

định chiến lược bị ảnh hưởng. Nhưng thực ra những điều đó là hoàn toàn bình thường đối với một doanh nghiệp hoạt động trong nền kinh tế thị trường. Điều này đã ảnh hưởng trực tiếp đến số lượng hàng hóa trên thị trường và khả năng thanh khoản.

- Chính phủ vẫn chưa có được giải pháp mạnh trong việc thực hiện cổ phần hóa các doanh nghiệp quy mô lớn và đối với các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa niêm yết trên TTCK. Đến hết tháng 7/2006 chỉ mới có 43 doanh nghiệp cổ phần niêm yết (trừ CYC, FPC và TYA là các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài) trong tổng số gần 3.000 doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa. Số lượng cổ phần nhà nước vẫn còn chiếm tỷ lệ rất cao trong các doanh nghiệp nên các cổ phiếu này ít được giao dịch. Có đến gần 900 doanh nghiệp cổ phần hóa không có cổ phần bán ra bên ngoài. Điều này làm cho quy mô thị trường quá nhỏ.

- Các định chế tài chính tham gia hoạt động trên thị trường phát triển chưa mạnh cả về số lượng lẫn quy mô đầu tư. Các CTCK còn ít, lại chủ yếu tập trung tại hai thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội nên vai trò làm cầu nối giữa các nhà đầu tư tiềm năng và thị trường chứng khoán chưa phát huy tốt. Điều này cũng ảnh hưởng lớn đến khả năng thanh khoản của thị trường.

- Chưa tranh thủ hết kinh nghiệm về xây dựng phát triển thị trường của các nước có thị trường phát triển hơn trong khu vực và trên thế giới. Chưa có sự nối kết với các TTCK trong khu vực nên đã ảnh hưởng lớn đến việc thu hút vốn đầu tư gián tiếp từ nhà đầu tư nước ngoài. Chính vì vậy, độ mở của TTCK Việt Nam rất kém.

- Công tác tuyên truyền và phổ biến kiến thức về TTCK rộng rãi cho công chúng chưa được quan tâm đúng mức. Vì vậy, phần lớn dân chúng chưa hiểu biết mấy về TTCK hoặc chưa quan tâm tới thị trường và tham gia đầu tư trên thị trường; Đa số các nhà đầu tư trên thị trường thì trình độ hiểu biết về chứng khoán và TTCK hầu như không đáng kể. Đây là một nguyên nhân chính và trực tiếp dẫn đến tâm lý “bầy đàn” tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Cơ sở hạ tầng của TTCK Việt Nam hiện nay vừa yếu vừa thiếu đồng bộ. Mức độ tự động hóa trong giao dịch của thị trường chưa cao, một yêu cầu số một của thị trường tài chính cao cấp này đã ảnh hưởng rất lớn đến tính thanh khoản của thị trường.

Bên cạnh đó, phương thức tổ chức thị trường chưa hợp lý, chưa thuận tiện cho giao dịch của nhà đầu tư khi mua bán chứng khoán. Chi phí giao dịch còn rất cao, nhất là đối với khách hàng cá nhân nên dẫn đến chưa đủ hấp dẫn để lôi kéo các nhà đầu tư tiềm năng đến với thị trường chứng khoán nhiều hơn.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Kết quả phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam trong chương 3 cho thấy rằng, các quyết định của phần lớn nhà đầu tư trên thị trường là do ảnh hưởng bởi yếu tố tâm lý “bầy đàn”, một yếu tố đặc trưng cho thị trường hiệu quả dạng yếu. Các kiểm định thống kê về tính độc lập của tỷ suất sinh lợi trên 25/44 cổ phiếu được chọn mẫu, đa số đều ủng hộ giả thuyết thị trường hiệu quả dạng yếu của TTCK Việt Nam. Đặc biệt, qua kiểm định các tiêu chí đặc trưng về mức độ hiệu quả của thị trường, kết quả cho thấy TTCK Việt Nam có đầy đủ các đặc điểm của một thị trường mới nổi như: (1) Suất sinh lợi cao kèm theo rủi ro lớn; (2) Hệ số tương quan giữa các cổ phiếu cao nên sự đồng thuận về giá thường xảy ra; (3) Quy mô thị trường và tính thanh khoản quá phụ thuộc vào một số công ty hàng đầu; (4) Tỷ suất sinh lợi phân phối không chuẩn và đặc biệt là hệ số tự tương quan tỷ suất sinh lợi khá cao.

*Do thời gian và khả năng hiểu biết của bản thân về TTCK còn nhiều hạn chế nên trong nghiên cứu này còn một số khía cạnh liên quan đến mức độ hiệu quả của thị trường chưa được xem xét đến trong đề tài như quan hệ chênh lệch cung cầu trên thị trường, sự ảnh hưởng của nhà đầu tư nước ngoài đến mức độ hội nhập của thị trường... Tuy nhiên, với tất cả những bằng chứng xác thực ở trên đã đủ cơ sở để kết luận rằng: **“Mức độ hiệu quả của Thị trường chứng khoán Việt Nam là mức độ hiệu quả dạng yếu”.***

Những kết luận từ kết quả đánh giá cụ thể thực trạng hoạt động và phân tích mức độ hiệu quả TTCK Việt Nam trong chương 2 và 3 có ý nghĩa đặc biệt quan trọng, làm cơ sở đề xuất một số giải pháp nâng cao hiệu quả của TTCK Việt Nam trong tương lai được trình bày tiếp theo trong chương 4 của Luận văn này.

Chương 4:
MỘT SỐ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG
CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trong chương 1 của Luận văn trình bày các khía cạnh lý thuyết về TTTC và TTCK cũng như lý thuyết về thị trường hiệu quả một cách khá cơ bản để làm cơ sở nghiên cứu đề tài. Chương 2 và 3 đã tiến hành đánh giá phân tích tình hình hoạt động của thị trường và mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam thời gian qua. Dựa trên kết quả khảo sát lý thuyết và phân tích hiệu quả của thị trường như đã trình bày trong các chương trước, chương 4 trình bày những yếu tố thuận lợi cho tiến trình phát triển của TTCK Việt Nam và định hướng phát triển trong tương lai. Đồng thời, đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.1 NHỮNG THUẬN LỢI CHO TIẾN TRÌNH PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Cùng với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, môi trường đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ ngày càng tốt hơn. Trong suốt thời gian qua, chúng ta có thể tự hào về tốc độ tăng trưởng kinh tế của đất nước, nhất là trong thời kỳ đổi mới (kể từ năm 1986), đặc biệt là từ năm 1991 đến nay. Tốc độ tăng GDP từ năm 1977 đến nay như sau¹: (1) Tốc độ tăng bình quân năm thời kỳ 1977-1985 đạt 3,6%, cao không bao nhiêu so với tốc độ tăng dân số; (2) Tốc độ tăng bình quân năm thời kỳ 1986-1990 đạt xấp xỉ 1,5%; (3) Tốc độ tăng bình quân năm thời kỳ 1991-1995 đạt 8,2%, cao nhất trong các kế hoạch 5 năm từ trước tới nay; (4) Tốc độ tăng bình quân năm thời kỳ 1996-2000 đạt 7%; (5) Tốc độ tăng bình quân năm thời kỳ 2001-2005 đạt 7,5%;

Từ số liệu trên cho chúng ta thấy rằng, thời gian tăng trưởng kinh tế liên tục trong 25 năm của Việt Nam chỉ thấp thua kỷ lục 27 năm của Trung Quốc cho đến nay. Quy mô GDP năm 2005 đã gấp 3,7 lần năm 1985. Các chỉ số kinh tế vĩ mô của Việt Nam giai đoạn 2003-2006 minh họa trong hình 4.1. Tuy đạt tốc độ tăng trưởng khá cao nhưng GDP bình quân đầu người mới đạt 10,1 triệu đồng, quy đổi ra USD theo tỷ giá hối đoái tại thời điểm 30/12/2005 chỉ được 637,3 USD. [22]

¹ Thời báo Kinh tế Việt Nam (2006), *Kinh tế 2005-2006 Việt Nam & Thế giới*, trang 6.

Nếu tính bằng USD theo tỷ giá sức mua tương đương (PPP) mới đạt trên 2.700 USD. Đó là những chỉ số còn rất thấp so với mức bình quân chung của khu vực, của thế giới.

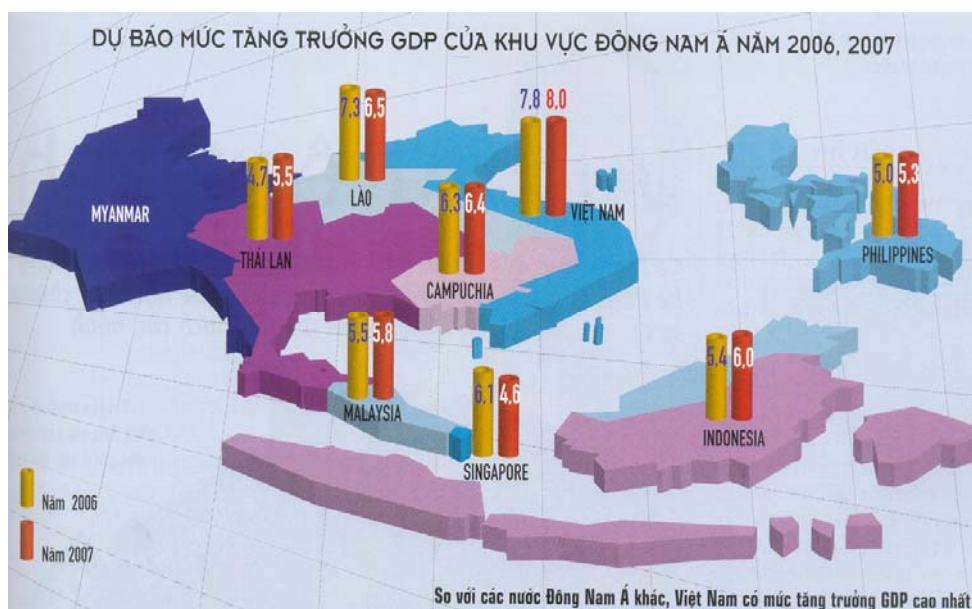


Hình 4.1: **Mức tăng trưởng GDP và các khu vực kinh tế giai đoạn 2003 – 2006**

“Nguồn: Tổng cục Thống kê và Báo cáo của Chính phủ” [27] [28]

Theo đánh giá của Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) thì tăng trưởng kinh tế của Việt Nam đạt tốc độ cao nhất so với các nước trong khu vực Đông Nam Á, thuộc loại cao nhất so với các nước và vùng lãnh thổ ở Châu Á cũng như trên thế giới. Tốc độ tăng trưởng kinh tế dự báo thời gian tới của Việt Nam và các nước trong khu vực được thể hiện trong hình 4.2. Nhìn vào kết quả dự báo của ADB cho thấy trong hai năm tới Việt Nam vẫn tiếp tục dẫn đầu trong khu vực về tốc độ tăng trưởng. Để có thể nhận thấy tiềm năng phát triển của Việt Nam chúng ta tham khảo và so sánh với tốc độ tăng trưởng kinh tế của một số khu vực kinh tế trên thế giới minh họa trong hình 4.3.

Với dân số hiện nay khoảng 84 triệu người, trong đó phân nửa dân số dưới 25 tuổi, Việt Nam là một quốc gia có dân số trẻ của khu vực Châu Á, đây được đánh giá là thời kỳ “điểm vàng dân số” của Việt Nam, sẽ là nguồn cung lao động dồi dào cho nền kinh tế. Bên cạnh đó, tỷ lệ biết chữ của người dân Việt Nam là trên 96%.



Hình 4.2: Dự báo mức tăng trưởng GDP của Khu vực Đông Nam Á năm 2006-2007

“Nguồn: Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB)¹” [44]

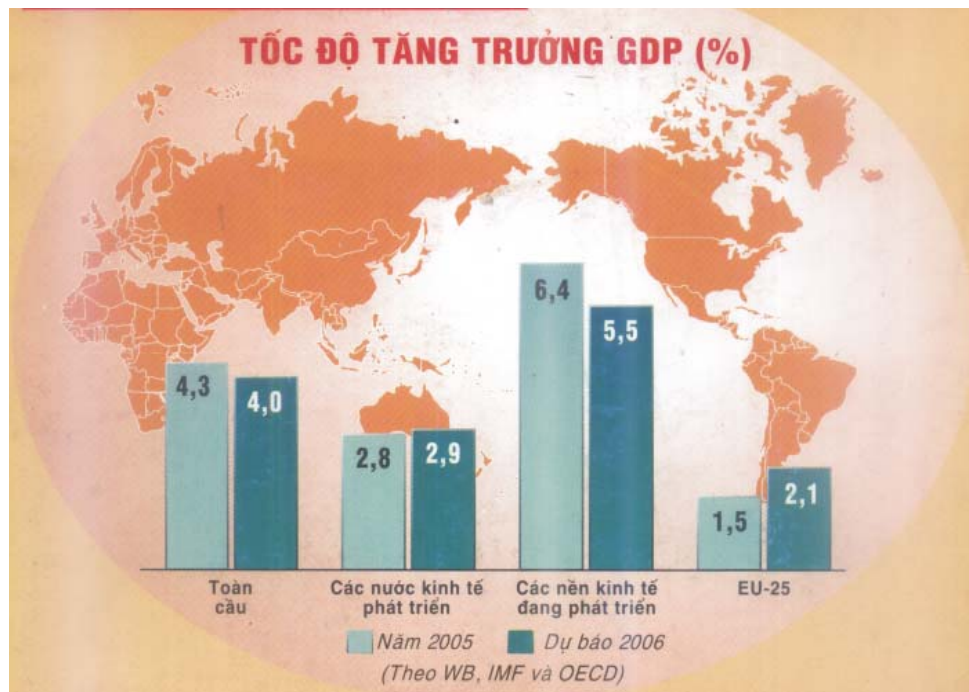
Mức tiêu dùng hàng hóa của dân cư tăng bình quân 20%/năm. Đây là một thị trường tiêu dùng đầy tiềm năng nên trong những năm qua vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) liên tục tăng nhanh. Năm 2005, thu hút trên 5,8 tỷ USD vốn FDI tăng trên 24% so với năm 2004, chiếm tới gần 20% tổng vốn đầu tư toàn xã hội, đã góp phần không nhỏ vào thành tựu chung của cả nước về phát triển kinh tế-xã hội với mức tăng trưởng 8,4% cao nhất trong 5 năm qua². [22]

Cùng với sự phát triển chung của cả nền kinh tế thời gian qua, TTCK Việt Nam cũng đã đạt được những thành tựu đáng kể nhưng đây chỉ ở giai đoạn khởi động. Giá trị vốn hóa thị trường mới khoảng 8% GDP nhưng mục tiêu của Chính phủ quyết tâm tăng từ 10-15% vào năm 2010 nhằm thu hẹp khoảng cách so với mức bình quân gần 130% GDP của toàn khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Với thời cơ thuận lợi, chỉ tiêu này chắc chắn sẽ được kết thúc sớm hơn dự định. Bắt đầu từ năm 2006, theo các chuyên gia chứng khoán thì TTCK Việt Nam đã bước sang trang mới đó là giai đoạn tăng tốc để thực sự trở thành một kênh huy động vốn hiệu quả cho phát triển nền kinh

¹ Merrill Lynch (2 feb 2006), *Asian Insight*, “Buy Vietnam – The Emerging Frontier of Asean”, pp.3.

² Thời báo Kinh tế Việt Nam (2006), *Kinh tế 2005-2006 Việt Nam & Thế giới*, trang 46.

tế. Với sự gia nhập toàn diện vào WTO trong năm tới của Việt Nam, đã mở ra triển vọng cho TTCK Việt Nam phát triển sâu rộng với thị trường thế giới, là cơ hội tốt để thu hút nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) rất lớn cho phát triển kinh tế. Đồng thời, cùng với sự góp mặt của các doanh nghiệp lớn trên TTCK sau khi thực hiện cổ phần hóa trong thời gian tới như Vietcombank, BIDV, Vinaship, Vinaphone, Mobifone... sẽ làm cho quy mô thị trường gia tăng nhanh chóng.



Hình 4.3: Tốc độ tăng trưởng kinh tế của các khu vực trên thế giới năm 2005-2006

“Nguồn: Ngân hàng thế giới (WB), IMF và OECD”¹ [22]

Trước những tiềm năng và triển vọng phát triển đó, tập đoàn tài chính Merrill Lynch đã dự đoán rằng: Trong 2 năm tới đầu tư gián tiếp (FII) vào thị trường Việt Nam sẽ là dòng chảy chính của đầu tư Châu Á, chỉ số VN-Index sẽ vượt ngưỡng 1.000 điểm trong năm 2007. Cổ phần hóa và chuyển đổi từ OTC sẽ đẩy giá trị thị trường lên trên 10 tỷ USD trước khi kết thúc năm 2007, có thể đạt 10-15% GDP. Dịch vụ tài chính sẽ trải qua những thay đổi theo chiều sâu. Nguồn nhân lực sẽ trở nên mạnh hơn, dịch vụ

¹ Thời báo Kinh tế Việt Nam (2006), *Kinh tế 2005-2006 Việt Nam & Thế giới*, trang 71.

tư vấn phát triển mạnh từ quan hệ nhà đầu tư đến M&A (sáp nhập, mua bán công ty)¹. Đồng thời, Merrill Lynch dự báo giá trị một số thị trường vốn trong khu vực Châu Á-Thái Bình Dương (TBD) năm 2006 như số liệu Bảng 4.1. [44] [45]

Bảng 4.1: Đánh giá thị trường vốn của một số quốc gia Châu Á –TBD năm 2006 (Dự báo)

Chỉ tiêu	Tăng trưởng EPS (%)	PE (Lần)	PB (Lần)	ROE (%)	DY (%)
Việt Nam	20,2	21,1	5,2	29,1	3,6
Indonesia	13,9	12,7	2,6	20,4	3,4
Malaysia	10,8	13,0	1,8	14,9	4,2
Philippines	15,0	10,8	1,4	12,9	1,8
Singapore	9,6	14,5	1,8	12,8	3,4
Thái Lan	3,8	9,6	2,9	19,9	4,4
Nhật	9,7	18,7	2,2	11,8	1,2
Trung Quốc	6,8	11,6	1,9	16,8	2,8
Hàn Quốc	9,4	10,2	1,5	10,0	1,6
Đài Loan	11,0	12,0	2,1	17,1	4,2
Australia	10,8	14,5	2,6	18	3,8
Ấn Độ	18,5	14,7	3,3	24,2	1,8

“Nguồn: Merrill Lynch Asia Pacific Equity Strategy Group, Consensus forecasts”²

Như vậy, với tiềm năng phát triển kinh tế-xã hội đầy triển vọng của Việt Nam, cùng với hành lang pháp lý sẽ được hoàn thiện hơn khi Luật chứng khoán bắt đầu có hiệu lực kể từ ngày 01/01/2007 và TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh sẽ trở thành Sở giao dịch chứng khoán vào khoảng giữa năm 2007 đã tạo ra một viễn cảnh tươi sáng cho TTCK Việt Nam phát triển mạnh trong tương lai.

¹ Merrill Lynch Report (28 April 2006), *Asia pacific Investment Strategy*, pp.4.

² Merrill Lynch (2 feb 2006), “Buy Vietnam – The Emerging Frontier of Asean”, *Asian Insight*, pp.6.

4.2 ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam cả về quy mô lẫn chất lượng hoạt động nhằm tăng khả năng thanh khoản cho các loại chứng khoán và tạo ra kênh huy động vốn dài hạn có hiệu quả cho nền kinh tế, góp phần phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong tương lai được định hướng như sau:

- Mở rộng thị trường chứng khoán niêm yết, thu hẹp thị trường tự do; phấn đấu đến năm 2010 tổng giá trị vốn hóa TTCK niêm yết đạt 10-15% GDP.
- Nâng cao tính minh bạch của hoạt động TTCK, áp dụng thông lệ tốt nhất về quản trị công ty đối với các công ty đại chúng và các tổ chức kinh doanh chứng khoán.
- Nâng cao quy mô và năng lực của các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán bao gồm các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm nhằm đáp ứng yêu cầu phát triển thị trường. Theo đó sẽ phát triển các CTCK theo hai loại hình: CTCK đa nghiệp vụ và CTCK chuyên doanh. Hướng dẫn và quản lý, giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán chưa niêm yết tại CTCK.
- Thực hiện đăng ký, lưu ký tập trung chứng khoán của các công ty đại chúng giao dịch trên TTCK có tổ chức tại Trung tâm lưu ký chứng khoán. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, quy trình nghiệp vụ để thực hiện đăng ký, lưu ký tập trung chứng khoán của các công ty đại chúng tại Trung tâm lưu ký từ năm 2007. Nghiên cứu đề án chuyển đổi Trung tâm lưu ký thành mô hình công ty, trong đó có vốn chủ sở hữu của nhà nước. Phát triển mạng lưới thành viên lưu ký bao gồm các CTCK, ngân hàng lưu ký nhằm đảm bảo an toàn tài sản và thực hiện các quyền cho nhà đầu tư.
- Xây dựng TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh thành Sở giao dịch chứng khoán với hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát và công bố thông tin thị trường tự động hóa hoàn toàn, là nơi niêm yết và giao dịch cổ phiếu cho các công ty lớn.
- Hoàn thiện tổ chức và hoạt động của TTGDCK Hà Nội theo mô hình phi tập trung (OTC). Xây dựng và hoàn thiện thị trường giao dịch trái phiếu.
- Phát triển các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân. Thiết lập hệ thống các tổ chức đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, khuyến khích các tổ chức này

thành lập các công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán. nhằm tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nhỏ, nhà đầu tư cá nhân tham gia TTCK thông qua góp vốn vào các quỹ đầu tư.

- Tăng cường phổ cập, đào tạo các kiến thức về chứng khoán và TTCK cho công chúng. Nâng cao hiểu biết của công chúng về vai trò, lợi ích và rủi ro của hình thức đầu tư qua TTCK. Phần đầu đạt tỷ trọng đầu tư vào TTCK của các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp từ 20-30% tổng giá trị thị trường niêm yết vào năm 2010.
- Hoàn thành việc xây dựng cơ sở dữ liệu tập trung phục vụ quản lý và điều hành thị trường. Tin học hóa việc trao đổi, cập nhật dữ liệu TTCK, tăng cường áp dụng công nghệ thông tin trong công tác quản lý, điều hành và giám sát thị trường.
- Mở cửa thị trường dịch vụ chứng khoán, kết nối với thị trường khu vực theo lộ trình hội nhập đã cam kết. Áp dụng nguyên tắc về quản lý TTCK theo khuyến nghị của Tổ chức quốc tế các UBCK (IOSCO) phù hợp với từng giai đoạn phát triển thị trường.

4.3 MỘT SỐ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phát triển thị trường chứng khoán như là một phần không thể thiếu trong quá trình phát triển kinh tế, nhằm thúc đẩy quá trình thu hút vốn cho CNH-HĐH đất nước. Trong 6 năm qua, tuy đã có nhiều biện pháp được thực hiện như công ty niêm yết được miễn giảm thuế thu nhập, thu nhập từ lãi chứng khoán-chênh lệch mua bán chứng khoán tạm thời được miễn thuế... nhưng vẫn chưa đủ lực để nâng cao mức độ hiệu quả của thị trường. Vì vậy, căn cứ kết quả đánh giá và phân tích mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam, để nâng cao hiệu quả thị trường trong thời gian tới, chúng tôi đề xuất thực hiện bốn nhóm giải pháp chủ yếu nhằm tập trung giải quyết ba vấn đề cơ bản tác động trực tiếp đến mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam thời gian tới là: *(1) Tăng qui mô và chất lượng hàng hóa trên thị trường; (2) Đẩy mạnh tính thanh khoản của thị trường; (3) Gia tăng số lượng và chất lượng nhà đầu tư chuyên nghiệp nhằm giảm tâm lý “bầy đàn” trên thị trường.* Các nhóm giải pháp đề xuất cụ thể như sau:

4.3.1 Các giải pháp phát triển hệ thống thị trường

Nhóm giải pháp phát triển hệ thống thị trường chứng khoán nhằm góp phần mở rộng quy mô và nâng cao chất lượng chứng khoán niêm yết, đồng thời gia tăng tính thanh khoản. Nhóm bao gồm các giải pháp phát triển hệ thống niêm yết, hệ thống công bố thông tin, hệ thống giao dịch, hệ thống đăng ký-lưu ký-thanh toán bù trừ.

4.3.1.1 Giải pháp phát triển hệ thống niêm yết

Đây chính là giải pháp nhằm tăng cung cho TTCK vốn còn rất khan hiếm hàng hóa, với 56 loại chứng khoán được niêm yết và đăng ký giao dịch hiện nay. Đây là con số quá thấp khi so sánh với hàng ngàn CTCP đủ điều kiện niêm yết.

- *Tăng nguồn cung cho thị trường từ các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa:*
Trên lý thuyết việc đăng ký niêm yết hay không thuộc về đại hội cổ đông công ty. Nhưng do đặc trưng các CTCP Việt Nam hầu hết xuất phát từ quá trình cổ phần (CPH) doanh nghiệp nhà nước, quyền lực chi phối thực sự phần lớn vẫn thuộc về các cổ đông nhà nước. Chính việc sợ mất quyền lợi, sợ phải đối mặt với minh bạch hóa thông tin nên việc xem xét niêm yết rất ít được nhắc tới trong các kỳ đại hội cổ đông của các doanh nghiệp này. Để thay đổi được điều này nhất thiết cần phải có những biện pháp mạnh tương tự như quá trình CPH. Cần phải có một danh sách phân bổ chỉ tiêu các công ty sẽ niêm yết tới các ban ngành, tỉnh thành phố như chỉ tiêu CPH. Tuy nhiên, khác với quá trình CPH, quyền quyết định cuối cùng vẫn thuộc về đại hội cổ đông, nhưng Chủ tịch HĐQT công ty phải là người đưa vấn đề ra trước đại hội. Toàn bộ cổ phần nhà nước nắm giữ sẽ được biểu quyết chấp thuận cho việc niêm yết. Đối với các cổ đông thuần túy việc niêm yết chắc chắn sẽ chỉ đem lại thuận lợi cho họ, như việc nâng cao tính thanh khoản, gia tăng thu nhập do miễn thuế... thiết nghĩ chỉ cần HĐQT tạo điều kiện, việc niêm yết chắc chắn không bao giờ gặp phản đối từ phía cổ đông. Tuy nhiên, thực tế đây là một việc nằm ngoài quyền hạn của UBCKNN và Bộ Tài chính. Do vậy, có thể thành lập một Ban chuyên trách trực thuộc Chính phủ. Ban này có trách nhiệm tìm kiếm những công ty tốt, đủ điều kiện niêm yết, mà chủ tịch HĐQT

là người của cơ quan Nhà nước chủ quản, đề trình lên Chính phủ. Chính phủ sẽ căn cứ để phân bổ các chỉ tiêu này tới các bộ ngành liên quan thực hiện.

- *Khuyến khích doanh nghiệp niêm yết*: việc tạo những nguồn hàng chất lượng từ các công ty cổ phần khác cũng cần được quan tâm. Cần tạo những điều kiện khuyến khích hơn nữa về cơ chế để hấp dẫn các doanh nghiệp niêm yết lên TTCK như thường xuyên tổ chức các cuộc hội thảo giới thiệu về thị trường, về lợi ích của việc niêm yết đến các CTCP, các chính sách ưu đãi...

- *Lựa chọn những chứng khoán có chất lượng để niêm yết*: Việc tăng hàng hoá rõ ràng là rất cần thiết cho thị trường, tuy nhiên việc tăng cung cũng cần diễn ra một cách thận trọng từng bước. Bản chất thị trường là nơi gặp gỡ cung-cầu, giá cả được xác định trên quan hệ này. Khi đã có một lượng cầu tương ứng, chắc chắn lượng cầu này cũng chỉ tập trung vào những cổ phiếu tốt. Việc thực tế có những cổ phiếu niêm yết đã lâu năm trên thị trường mà khối lượng giao dịch rất khiêm tốn là bài học cần rút kinh nghiệm. Như vậy, cùng với việc tăng cung cho thị trường, thì cần tăng cung có chất lượng. Những công ty được xem xét niêm yết phải là những công ty tốt nhất có thể, còn những công ty đủ điều kiện niêm yết nhưng có chất lượng kém hơn sẽ được xem xét niêm yết sau. Việc phát triển thị trường quá nhanh nhưng thiếu thận trọng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến toàn thị trường.

Ngoài ra, để có nguồn hàng chất lượng thì cần phải có những công ty tốt. Lâu nay khái niệm công ty tốt ở Việt Nam là những công ty có vốn lớn, nổi tiếng với một thị phần lớn trong ngành. Những tiêu chí đó là đúng nhưng vẫn chưa đủ, với những nhà đầu tư thì khả năng tăng trưởng lợi nhuận của công ty mới là quan trọng nhất. Nếu tạo ra được một TTCK với những công ty có tiềm năng tăng trưởng tốt thì bản thân nó đã hứa hẹn việc giá cổ phiếu sẽ tăng một cách bền vững. Những công ty như vậy không chỉ giúp ích trong việc tăng cung cho thị trường, mà nó còn chứa nhiều giá trị trong việc kích cầu. Do vậy, khi xét niêm yết các cơ quan có thẩm quyền cần phải có những tiêu chí lựa chọn cụ thể bằng các chỉ tiêu định lượng tối thiểu cần phải đạt được như lợi nhuận, thu nhập vốn cổ phần (EPS), tỷ lệ nợ, chính sách cổ tức...

4.3.1.2 Giải pháp phát triển hệ thống công bố thông tin

Chất lượng và tính kịp thời của thông tin được công bố có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư và ảnh hưởng gián tiếp đến kết quả thị trường. Vì vậy, để đảm bảo hiệu quả hoạt động của thị trường cần phải quan tâm phát triển hệ thống này.

Cần có giải pháp mạnh nhằm xây dựng một cơ chế công bố thông tin minh bạch và công bằng, cải thiện một số nghiệp vụ chứng khoán. Thông tin liên quan phải được công bố một cách rộng rãi và đồng thời tới tất cả nhà đầu tư trên thị trường. Việc TTGDCK Tp.HCM, Hà Nội và các CTCK thành viên hoàn thành, duy trì tốt hoạt động các website một cách khá chuyên nghiệp trong thời gian qua rất đáng khích lệ. Tuy nhiên, thực tế việc xảy ra thông tin bất cân xứng từ TTGDCK là điều mà hầu như nhà đầu tư nào cũng lo ngại. Để hoạt động công bố thông tin được minh bạch, TTGDCK Tp.HCM cần phải cập nhật tức thời những thông tin chính thức nhận được từ các công ty niêm yết, CTCK và không thể chấp nhận bất kỳ một lý do nào làm chậm trễ thông tin. Mặt khác, để thị trường thêm minh bạch và sôi động, có thể nghiên cứu việc bắt buộc các công ty niêm yết phải công bố kết quả kinh doanh hàng tháng một cách bắt buộc thay vì hàng quý như hiện nay. Nếu những công ty niêm yết nào để xảy ra chậm trễ trong việc công bố thông tin theo quy định thì cần phải có những hình thức xử lý kịp thời và nghiêm khắc.

Bên cạnh đó, cần phải đa dạng hóa các hình thức công bố thông tin, cần triển khai sớm hệ thống công bố thông tin tự động bằng mạng điện thoại để trả lời tự động khi nhà đầu tư có yêu cầu.

4.3.1.3 Giải pháp phát triển hệ thống giao dịch

Hiện tại, TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh đang áp dụng phương thức khớp lệnh định kỳ, điều này đã ảnh hưởng rất lớn đến tính thanh khoản của thị trường. Chính vì vậy, khi chuyển thành Sở giao dịch chứng khoán trong năm 2007, trung tâm cần phải áp dụng ngay phương thức khớp lệnh liên tục để phù hợp với sự gia tăng khối lượng giao dịch nhanh chóng của thị trường. Đây là giải pháp tích cực trong việc tăng mạnh độ thanh khoản của thị trường. Với phương thức khớp lệnh liên tục sẽ giúp nhà đầu tư xác định

được ngay giao dịch khi có hai lệnh giao dịch tương thích với nhau. Đối với TTCK Việt Nam đến đây là thời điểm hợp lý để chuyển đổi phương thức khớp lệnh. Trước mắt, để giải quyết việc đôi khi quá tải trong nhập lệnh, trung tâm nên lắp đặt thêm một sổ màn hình nhận lệnh tại sàn giao dịch cho các CTCK thành viên.

Việc sử dụng lệnh thị trường cũng cần được thay thế cho lệnh giới hạn cho phù hợp với phương thức khớp lệnh liên tục. Bởi vì, lệnh giao dịch thị trường sẽ mang lại cơ hội thực hiện giao dịch cho nhà đầu tư cao hơn so với lệnh giới hạn. Bên cạnh đó, việc tăng thời gian giao dịch lên, có thể là cả ngày thay vì chỉ 3 đợt khớp lệnh/phiên và vào các buổi sáng từ thứ 2 đến thứ 6 trong tuần (trừ ngày nghỉ lễ theo quy định) như hiện nay. Việc tăng thời gian giao dịch cũng sẽ góp phần làm tăng khả năng thanh khoản của thị trường chứng khoán.

4.3.1.4 Giải pháp phát triển hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ

Hiện nay, Trung tâm lưu ký chứng khoán đã được thành lập góp phần làm cho hoạt động lưu ký và thanh toán bù trừ chuyên nghiệp hơn. Tuy nhiên, hiện tại TTGDCK Tp. HCM đang sử dụng phần mềm của Thái Lan nên gặp khá nhiều khó khăn trong việc cải tiến các nghiệp vụ. Vì vậy, cần có những biện pháp thích hợp để rút ngắn ngày thanh toán T+3 xuống thấp hơn. Bởi vì, với sự tiến bộ của công nghệ thông tin hiện nay việc phải ba ngày sau khi mua mới được bán và ba ngày sau khi bán mới được nhận tiền là quá lâu, đã làm giảm nhịp độ đầu tư của các nhà đầu tư chuyên nghiệp và cũng làm giảm khả năng thanh khoản của thị trường. Tuy nhiên, điều này đòi hỏi phải có một cơ sở hạ tầng thông tin mạnh để kết nối giữa TTGDCK, Trung tâm lưu ký, CTCK và Ngân hàng chỉ định thanh toán. Việc rút ngắn là hết sức cần thiết, tuy nhiên cần phải thực hiện một cách hết sức thận trọng.

4.3.2 Các giải pháp phát triển nhu cầu của thị trường

Các giải pháp này nhằm mục đích tăng nhu cầu trên thị trường chứng khoán. Bởi vì, tăng nhu cầu sẽ kích thích thị trường chứng khoán phát triển. Các giải pháp bao gồm

giải pháp kích cầu đại chúng; giải pháp về đào tạo và phổ cập kiến thức chứng khoán & TTCK rộng rãi trong công chúng.

4.3.2.1 Giải pháp tăng nhu cầu về chứng khoán

Một trong những lý do quan trọng dẫn đến trong 6 năm qua thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thực sự phát triển nhanh chóng đó là chúng ta chưa cải thiện được sức cầu. Cùng với việc tăng cung, kích cầu là một bước đi quan trọng nhằm giúp thị trường cân bằng và phát triển. Việc tăng cầu vừa giúp ích cho thị trường phát triển trong ngắn hạn vừa để tạo nên một nền văn hóa chứng khoán trong tương lai gần.

- *Thu hút nhà đầu tư bằng các chứng khoán chất lượng:* Mục tiêu của các nhà đầu tư trên TTCK là để kiếm lợi nhuận. Với đặc trưng của TTCK Việt nam đang trong thời kỳ thị trường mới nổi, lượng cung chất lượng có thể tăng một cách có kiểm soát. Nếu thận trọng phát triển thị trường bằng những công ty có chất lượng trước, có khả năng tăng trưởng lợi nhuận hàng năm, thì giá cổ phiếu sẽ tăng một cách có cơ sở tin cậy. Không gì hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư khi giảm rủi ro và gia tăng cơ hội tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường. Chính vì vậy, cần phải tăng cung đảm bảo chất lượng, nếu một công ty có lợi nhuận lớn, ngay lập tức cổ phiếu sẽ có một mức giá hợp lý đối với các nhà đầu tư. Như vậy, một công ty có mức tăng trưởng lợi nhuận cao và liên tục qua từng năm, điều này sẽ giúp giá cổ phiếu tăng liên nhanh theo sự phát triển của công ty và kích cầu phát triển. Vì vậy, Chính phủ cần tập trung chỉ đạo CPH một số ngành nghề có thể duy trì mức tăng trưởng cao trong vài năm tới ở Việt Nam nhằm tăng nguồn hàng chất lượng cho thị trường là: Ngân hàng, Công nghệ thông tin, Bưu điện, Điện lực, Dầu khí, Bia rượu...

- *Nhìn nhận đúng vai trò và tăng cường thu hút các nhà đầu tư nước ngoài trong phát triển TTCK Việt nam:* Nhà đầu tư nước ngoài có vai trò rất quan trọng, nền kinh tế sẽ được lợi nhờ lượng cầu tiềm năng khổng lồ do họ mang tới cho thị trường. Đồng thời, những nhà đầu tư này sẽ giúp quảng cáo tốt nhất hình ảnh môi trường đầu tư của Việt Nam. Tận dụng những thuận lợi cho sự phát triển TTCK Việt Nam để biến những nhà đầu tư tiềm năng này trở thành nhà đầu tư thực tế vẫn không đơn giản. Một trong

những trở ngại chính lớn nhất đó chính là TTCK Việt Nam còn nhỏ về quy mô. Để giải quyết vấn đề này, trước hết cần phải có nhanh chóng tăng một lượng hàng hóa có chất lượng trên thị trường, giúp thị trường đạt một quy mô tương xứng đủ lôi cuốn các tổ chức đầu tư chính lớn. Ngoài ra, nghiên cứu tăng giá trị đầu tư vào thị trường của họ lên bằng cách tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần tối đa của nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư vào một CTCP. Theo nhiều chuyên gia, việc giới hạn số lượng cổ phần nhà đầu tư nước ngoài ở mức 49% tại mọi ngành nghề (trừ ngành ngân hàng là 30%) thực tế là không cần thiết, điều này cản trở sự phát triển của TTTC nói chung và TTCK nói riêng, nhất là trong hoàn cảnh Việt Nam đang hội nhập vào nền kinh tế thế giới. Ngoài ra, với tỷ lệ sở hữu của người nước ngoài được điều chỉnh hợp lý thì chắc chắn họ sẽ đem đến cho các CTCP những thành tựu mới về quản trị doanh nghiệp, công nghệ tiên tiến cũng như những khách hàng mới. Các nhà đầu tư nước ngoài không chỉ tham gia góp vốn vào công ty mà còn góp phần vào quá trình phát triển của công ty, của TTCK Việt Nam.

- *Nhìn nhận đúng vai trò và có biện pháp gia tăng lượng nhà đầu cơ trên TTCK Việt Nam:* Với quy mô của TTCK Việt Nam hiện nay, một yêu cầu là phải tăng thời gian giao dịch, đi kèm với việc cho phép mua bán một loại chứng khoán trong ngày (không cùng một phiên) sẽ mang lại một sự sôi động cho thị trường. Điều này sẽ tạo ra cho thị trường những nhà đầu cơ. Họ chính là những nhân tố quan trọng trên thị trường. Ngoài việc đem đến một nguồn vốn nhất định cho thị trường, họ còn là tác nhân lớn giúp tăng tính thanh khoản của thị trường thứ cấp. Sẽ không thể tưởng tượng TTCK Việt Nam thời gian qua sẽ hoạt động như thế nào nếu thiếu những nhà đầu tư giao dịch tìm kiếm chênh lệch giá trong ngắn hạn này.

- *Có biện pháp phù hợp triển khai hoạt động niêm yết chéo trên thị trường:* Bên cạnh đó, một biện pháp kích cầu có thể được xem xét đó là niêm yết chéo, niêm yết chéo là một phương thức thông dụng được dùng tại những TTCK hàng đầu trên thế giới. Việc niêm yết những CTCP hàng đầu của Việt Nam tại TTCK của các quốc gia khác là một hình thức quảng bá hình ảnh TTCK Việt Nam. Ngoài việc có thể thu hút một nguồn vốn đầu tư nước ngoài tại chính quốc gia mà công ty tham gia niêm yết,

việc thực hiện niêm yết tại TTCK nước ngoài còn góp phần giúp TTCK Việt Nam tăng mức độ mở cửa ra thị trường quốc tế. Hoạt động niêm yết chéo sẽ hình thành những nhà đầu tư mua bán song hành, những người thực hiện việc mua chứng khoán tại quốc gia này và bán chính chứng khoán đó tại một quốc gia khác để tìm kiếm chênh lệch giá, điều này làm cho giá chứng khoán tại các quốc gia khác nhau có xu hướng bằng nhau. Chính hoạt động này của những nhà đầu tư chuyên nghiệp tại các quốc gia có TTCK phát triển sẽ giúp giá các loại chứng khoán được niêm yết chéo có giá sát với giá trị thực của nó hơn, đồng thời sẽ loại bỏ được yếu tố tâm lý “bầy đàn” tại các thị trường mới nổi như TTCK Việt Nam.

- *Đẩy nhanh việc liên kết Sở giao dịch song phương giữa TTCK Việt Nam và Singapore theo thỏa thuận giữa Chính phủ hai nước năm 2004, tiến tới liên kết đa phương trong khu vực:* Đây là mô hình liên kết giao dịch trên cơ sở thỏa thuận song phương hay đa phương giữa các sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) để hình thành nên một cơ chế kết nối giao dịch điện tử giữa các bên đối tác. Theo đó, người đầu tư ở thị trường này có thể tham gia đầu tư vào các loại chứng khoán tại thị trường kia thông qua cơ chế kết nối. Theo mô hình liên kết song phương này, SGDCK tại Việt Nam và Singapore mỗi bên sẽ lập ra một tổ chức trực thuộc (Special Purpose Vehicle - SPV) có chức năng làm đầu mối thực hiện việc nhận và chuyển lệnh giao dịch, bù trừ và thanh toán giao dịch qua biên giới cho các CTCK thành viên của SGDCK Việt Nam và Singapore. Thông qua SPV tại Singapore, các CTCK thành viên tại Singapore đặt các lệnh giao dịch đối với các loại chứng khoán niêm yết tại Việt Nam. SPV tại Việt Nam nhận các lệnh này và chuyển vào sổ lệnh trung tâm của SGDCK Việt Nam. Các lệnh giao dịch từ Singapore được thực hiện bình thường cùng với các lệnh giao dịch trong nước trên hệ thống giao dịch. Tương tự như vậy, lệnh giao dịch từ các CTCK thành viên tại Việt Nam được thực hiện theo chiều ngược lại tại Singapore. Cơ chế kết nối này cho phép nhà đầu tư Singapore và Việt Nam thực hiện giao dịch các loại chứng khoán Việt Nam bằng đồng nội tệ và nắm giữ các chứng khoán này thông qua tổ chức lưu ký như đối với các chứng khoán trong nước khác. Đây sẽ là giải pháp làm tăng khả năng thanh khoản và tăng độ mở của thị trường hiệu quả nhất.

- *Phát triển mạnh các quỹ đầu tư chứng khoán:* Ngoài việc gia tăng các nhà đầu tư chuyên nghiệp tham gia trực tiếp vào thị trường, cần có những chính sách phát triển các quỹ đầu tư. Mô hình quỹ đầu tư sẽ giúp thu hút một lượng vốn lớn trong dân chúng, những người có vốn nhàn rỗi nhưng không có thời gian để đầu tư. Hiện tại, thị trường đã có một số quỹ đầu tư hoạt động, đây là một bước quan trọng trong tăng cầu. Tuy nhiên, ngoài việc cho phép các tổ chức tài chính lớn thành lập quỹ, Cơ quan quản lý nên xúc tiến việc thành lập các quỹ đầu tư cá nhân nhỏ với những yêu cầu cao về chất lượng người quản lý quỹ chứ không phải những yêu cầu cao về vốn. Điều này sẽ giúp thị trường thu hút thêm lượng tiền nhàn rỗi từ công chúng thông qua hoạt động marketing và kết quả đầu tư của quỹ. Chúng sẽ tạo ra những mô hình quỹ đầu tư kiểu gia đình, phù hợp với văn hóa đầu tư nhỏ lẻ của người Việt Nam. Việc Việt Nam tăng trưởng cao trong thời gian tới có thể xuất hiện lạm phát cao, tiền gửi ngân hàng trở nên không còn hấp dẫn với dân chúng. Lúc này TTCK sẽ tận dụng được khả năng tăng trưởng của nền kinh tế, trở thành môi trường đầu tư hấp dẫn thay thế cho hoạt động tiết kiệm truyền thống. Cùng với các biện pháp phổ cập hoá chứng khoán tới toàn dân, các quỹ đầu tư sẽ là cầu nối giữa người dân tới thị trường và trở thành một thành phần cực kỳ quan trọng trong việc phát triển thị trường.

4.3.2.2 Giải pháp về đào tạo kiến thức chứng khoán và thị trường chứng khoán

Ngoài giải pháp kích cầu, thì việc hướng tới một nền văn hoá chứng khoán đó chính là phổ cập hoá chứng khoán tới toàn dân để chứng khoán trở thành một khái niệm cần thiết và quen thuộc như bệnh viện, trường học... Đây chính là giải pháp căn bản nhằm giải quyết yếu tố tâm lý “bầy đàn” trên thị trường. Để làm được điều này cần phải phổ cập hoá chứng khoán rộng rãi. Đối với những thị trường mới nổi như TTCK Việt Nam cần có những biện pháp tuyên truyền phổ cập giáo dục cho công chúng hiểu rõ các lợi ích của đầu tư chứng khoán trên mọi phương tiện thông tin đại chúng và trong hệ thống trường học để từng bước hình thành một nền văn hoá chứng khoán trong công chúng.

Thực tế thời gian qua, Trung tâm nghiên cứu khoa học và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán thuộc UBCKNN cùng các trường đại học và trung tâm khác trong cả

nước đã tổ chức giảng dạy và bồi dưỡng nghiệp vụ, tuyên truyền về thị trường chứng khoán cho cán bộ, nhân viên trong ngành và nhà đầu tư với một kết quả còn khá khiêm tốn so với nhu cầu phát triển. Số lượng đào tạo và công tác tuyên truyền thực tế của Trung tâm nghiên cứu khoa học và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán thuộc UBCKNN - Chi nhánh Tp.HCM trong thời gian qua thể hiện qua số liệu bảng 4.2. Qua số liệu ở bảng cho thấy, số lượng người được đào tạo bài bản và công tác tuyên truyền trên địa bàn được xem là trung tâm tài chính-chứng khoán của cả nước này còn rất hạn chế so với yêu cầu phát triển của thị trường. Để thị trường thật sự phát huy hiệu quả thì cần phải có những nhà đầu tư hiện tại cũng như tiềm năng có hiểu biết về nó, chính vì vậy cần phải thực hiện một số giải pháp cấp thiết cụ thể sau:

- *Làm cho khái niệm chứng khoán trở thành quen thuộc với toàn dân:* Đây là công việc đòi hỏi sự kết hợp của nhiều ban ngành khác nhau như báo chí, truyền hình, UBCKNN, trường học... Ngoài các tờ báo và website chuyên ngành, hàng ngày các tờ nhật báo cần dành riêng một mục về thông tin TTCK, các đài truyền hình nên dành thời lượng để hình thành một chương trình điểm lại các sự kiện của TTCK trong ngày ở chương trình thời sự vào mỗi buổi tối. Tổ chức giao lưu, gặp gỡ với các nhân vật chủ chốt của cơ quan quản lý, những nhà đầu tư kinh nghiệm, các nhà nghiên cứu... trên đài truyền hình, truyền thanh. Tổ chức các buổi hội thảo, tuyên truyền về chứng khoán và TTCK miễn phí trong các cơ quan, trường học, các tổ chức đoàn thể xã hội... Những công việc này sẽ góp phần tích cực đưa khái niệm chứng khoán và TTCK trở nên gần gũi với mọi người.

- *Xây dựng một chương trình đào tạo chính quy về chứng khoán:* Đưa môn học chứng khoán và TTCK trở thành môn học chính bắt buộc tại các trường đào tạo chuyên ngành kinh tế. Đào tạo một đội ngũ giáo viên trẻ, có trình độ lý thuyết lẫn thực tiễn và thực sự tâm huyết với nghề trực tiếp giảng dạy và nghiên cứu.

- *Trung tâm nghiên cứu khoa học và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán cần được đầu tư mọi mặt để nâng cấp lên thành Viện Nghiên cứu và đào tạo chứng khoán & TTCK Việt nam:* Trung tâm cần phải được nâng cấp thành Viện để tăng cường cơ sở vật chất, đào tạo đội ngũ ngang tầm với vai trò trung tâm trong chiến lược phổ cập hóa

Bảng 4.2: Tình hình đào tạo kiến thức chứng khoán và phổ biến về thị trường chứng khoán tại Tp.Hồ Chí Minh

Chỉ tiêu	Đvt	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. Số lượng đăng ký học	Người	941	1.110	781	362	607	865	1.515
• Lớp Cơ bản về chứng khoán và TTCK	Người	484	427	373	114	313	405	726
• Lớp Pháp luật về chứng khoán và TTCK	Người	136	382	179	102	146	245	378
• Lớp Phân tích và đầu tư chứng khoán	Người	321	301	229	146	148	215	411
2. Số lượng chứng chỉ đã cấp	C.chi	858	1021	608	340	477	718	950
• Chứng chỉ cơ bản về chứng khoán và TTCK	C.chi	468	399	270	109	204	342	452
• Chứng chỉ Pháp luật về chứng khoán và TTCK	C.chi	124	361	173	100	145	213	335
• Chứng chỉ Phân tích và đầu tư chứng khoán	C.chi	266	261	165	131	128	163	163
3. Số lượng nhà ĐTNN tham gia học	Người	-	-	-	-	-	1	1
4. Số lượng nhà ĐTNN được cấp chứng chỉ	Người	-	-	-	-	-	1	1
5. Đào tạo cho các tổ chức	T.chức	2	5	-	1	3	2	4
6. Số buổi thuyết trình về TTCK với công chúng	Buổi	-	-	-	2	4	6	8
7. Số buổi Hội thảo về TTCK	Buổi	-	-	-	1	2	5	3

- Số liệu năm 2006: tính đến 31/08/2006.

“Nguồn: Trung tâm NCKH và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán-UBCK Nhà Nước, Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh”

kiến thức chứng khoán trong toàn xã hội. Cần xây dựng một hệ thống giáo trình phục vụ giảng dạy và học tập cập nhật, đảm bảo chất lượng. Trong đó, cần phải tách bạch nghiệp vụ tạo dựng thị trường và nghiệp vụ đầu tư một cách rõ ràng.

- *Đa dạng hóa các hình thức đào tạo* nhằm đáp ứng các nhu cầu đa dạng của công chúng. Khuyến khích các trường đại học, viện nghiên cứu và các Trung tâm đào tạo chuyên ngành tổ chức các khóa học về chứng khoán và đầu tư cho công chúng.

- *Nâng cao kinh nghiệm thực tiễn cho đội ngũ chuyên môn*: Ủy ban chứng khoán nhà nước và các TTGDCK cần có sự phối hợp hợp tác với tranh thủ sự giúp đỡ của các Sở giao dịch chứng khoán phát triển trên thế giới, các tổ chức nghiên cứu, học viện tài chính quốc tế... để đưa cán bộ đi đào tạo, tham quan học tập tại các nước có thị trường phát triển để học hỏi kinh nghiệm.

4.3.3 Các giải pháp tạo môi trường pháp lý ổn định, đồng bộ

Muốn thị trường chứng khoán phát triển ổn định và hiệu quả cần phải có một hệ thống luật pháp hoàn chỉnh để quản lý việc phát hành và kinh doanh chứng khoán. Đồng thời để đáp ứng được các tiêu chuẩn của thị trường chứng khoán quốc tế thì hệ thống pháp luật dành cho thị trường chứng khoán Việt Nam cần được ban hành theo nguyên tắc:

- Luật chỉ quy định những nguyên tắc cơ bản đối với việc phát hành chứng khoán.
- Luật phải có tính cạnh tranh và thu hút được sự tham gia của CTCK và nhà đầu tư nước ngoài vào Việt Nam.

Trong thời gian tới, ngoài Luật chứng khoán được ban hành, Quốc hội và Chính phủ nên điều chỉnh và xây dựng một số bộ luật khác liên quan đến TTCK như: Luật hình sự, Luật các tổ chức tín dụng... Bên cạnh đó, cần làm tăng khả năng chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam và kiềm chế lạm phát. Bởi vì, đồng tiền tự do chuyển đổi và TTCK mở cửa ra bên ngoài có quan hệ mật thiết với nhau. Nếu đồng tiền không dễ chuyển đổi thì nhà đầu tư nước ngoài sẽ rất khó chuyển thu nhập có được từ kinh doanh chứng khoán ra ngoại tệ gây ra khó khăn cho nhà đầu tư, điều này sẽ tác động tiêu cực đến khả năng thanh khoản của thị trường. Vì vậy, Ngân hàng nhà nước cần

nghiên cứu ban hành một cơ chế quản lý ngoại hối thích hợp, tạo thuận lợi cho nhà đầu tư nước ngoài trong từng giai đoạn cụ thể sẽ tạo động lực cho TTCK Việt Nam phát triển và hội nhập nhanh hơn với TTCK trong khu vực và thế giới.

Ngoài ra, cũng cần phải chú ý kiềm chế lạm phát, đây là một trong những yếu tố quyết định đến sự phát triển của TTCK. Chỉ khi giá trị đồng tiền ổn định mới củng cố được lòng tin của công chúng đầu tư, khuyến khích họ tham gia đầu tư chứng khoán.

Việc hoàn thiện hệ thống pháp luật sẽ góp phần tích cực vào việc đảm bảo thành công cho thị trường chứng khoán. Duy trì các nguyên tắc cơ bản trong hoạt động kinh doanh chứng khoán là: *Công khai, công bằng và hiệu quả*.

4.3.4 Các giải pháp phát triển thị trường phi tập trung (OTC)

Hiện nay, thị trường phi tập trung cũng đóng góp rất lớn vào sự phát triển của TTCK Việt Nam. Đồng thời, thị trường OTC cũng là cơ hội tốt để tăng cung chứng khoán cho thị trường chứng khoán, tạo điều kiện cho các công ty chưa đủ điều kiện niêm yết có cơ hội tiếp cận với thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, hiện tại chưa có khung pháp lý nào để điều chỉnh hoạt động của thị trường này, trong khi đó nhu cầu giao dịch chứng khoán chưa niêm yết trong công chúng đầu tư là rất lớn. Nếu không được quản lý và kiểm soát chặt chẽ, thị trường này sẽ gây hiệu ứng tiêu cực cho thị trường tập trung. Do vậy, để phát triển thị trường OTC cần thực hiện một số giải pháp sau đây:

- Nghiên cứu xây dựng và ban hành các văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động giao dịch trên thị trường OTC là việc làm hết sức cấp thiết trong thời gian tới của các cơ quan hữu quan nhằm đảm bảo sự hoạt động hiệu quả toàn thị trường.
- Tăng cường sự hoạt động của các định chế tài chính trung gian như có các quy định cho phép quỹ đầu tư tăng vốn, CTCK thành viên giao dịch các cổ phiếu chưa niêm yết để phục vụ tốt hơn cho hoạt động của thị trường OTC.
- Phát triển hệ thống công bố thông tin cho thị trường này, đảm bảo thông tin không có nội gián và thể hiện được tính công bằng trong việc tiếp nhận thông tin của các nhà đầu tư. Đặc biệt thời gian qua, trên thị trường OTC các thông tin của các công

ty chưa niêm yết đến với nhà đầu tư trên thị trường còn chưa trung thực, chưa cập nhật.

- Các công ty có chứng khoán giao dịch phải có nghĩa vụ cung cấp thông tin về tình hình kinh doanh và tài chính công ty định kỳ. Các công ty môi giới phải có nghĩa vụ cung cấp thông tin về tình hình thị trường như giá cả, khối lượng chứng khoán mua bán cho nhà đầu tư.

Thị trường OTC phát triển sẽ là bổ sung cho thị trường chính thức phát triển, tạo động lực cho thị trường sơ cấp qua việc tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán của doanh nghiệp vừa và nhỏ. Góp phần nâng cao mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Dựa trên cơ sở lý thuyết được hệ thống hóa, kết quả phân tích mức độ hiệu quả thị trường của TTCK Việt Nam thời gian qua và những điều kiện thuận lợi cho phát triển TTCK trong tương lai, đồng thời sau khi khảo sát một số kinh nghiệm về phát triển TTCK của 3 quốc gia trong khu vực có xuất phát điểm thị trường tương tự Việt Nam là Trung Quốc, Hàn Quốc và Thái Lan, chương 4 đã đề xuất được bốn nhóm giải pháp cơ bản nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK Việt Nam mà cụ thể là chủ yếu tập trung nâng cao tính thanh khoản của thị trường, giảm yếu tố tâm lý “bầy đàn” trong giao dịch. Tuy nhiên, để nâng cao mức độ hiệu quả của TTCK là một vấn đề hết sức khó khăn và không thể “một sớm, một chiều” là có thể làm được. Bên cạnh các giải pháp đồng bộ, kịp thời và phù hợp với tình hình thực tế thị trường, một hệ thống luật pháp hoàn thiện như đã trình bày, thì nó còn đòi hỏi một quá trình phấn đấu với sự đồng thuận của tất cả các cơ quan quản lý hữu quan và mọi thành phần của thị trường vì sự phát triển bền vững của TTCK Việt Nam. Chúng tôi tin tưởng rằng, với triển vọng của nền kinh tế Việt Nam trong tương lai nói chung và của TTCK nói riêng, với những giải pháp và bước đi hợp lý thì chắc chắn mức độ hiệu quả của TTCK Việt Nam sẽ được nâng lên rõ rệt trong thời gian tới. Thực sự trở thành một kênh huy động vốn dài hạn có hiệu quả cho nền kinh tế, phục vụ đắc lực quá trình CNH-HĐH đất nước trong giai đoạn hội nhập kinh tế toàn cầu.

KẾT LUẬN

Sự ra đời và phát triển của Thị trường chứng khoán Việt Nam là một bước tiến quan trọng, một dấu son trong chặng đường hai mươi năm đổi mới và hội nhập kinh tế quốc tế của đất nước. Với những nỗ lực không ngừng của Đảng và Nhà nước trong việc tạo mọi điều kiện nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường thông qua các chính sách hỗ trợ tích cực, cho đến thời điểm này TTCK Việt Nam đã vượt qua được giai đoạn khởi đầu nan của mình để hướng tới sự phát triển bền vững trong tương lai.

Qua kết quả nghiên cứu đề tài “*Phân tích mức độ hiệu quả của Thị trường chứng khoán Việt Nam*” chúng ta có thể rút ra một số kết luận sau đây:

- Trong những năm qua, TTCK Việt Nam đã có những bước phát triển ổn định tích cực, đã thực sự trở thành một kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế bên cạnh các kênh huy động vốn truyền thống khác. Đặc biệt, TTCK giữ vai trò to lớn trong việc tạo tính thanh khoản cho các loại chứng khoán trên thị trường, điều này đã tác động rất tích cực đến các chức năng của TTCK như huy động vốn đầu tư, là môi trường đầu tư của công chúng và thực hiện các chính sách vĩ mô của Chính phủ...
- Sáu năm qua, TTCK đã có những bước tiến dài vượt bậc cả về qui mô và chất lượng hàng hóa. Tổng giá trị vốn hóa đến thời điểm 31/07/2006 đạt trên 52.000 tỷ đồng với 57 loại chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch tại các TTGDCK, tương đương khoảng 8% GDP. Số tài khoản giao dịch của nhà đầu tư đã tăng lên trên 67.000 tài khoản so với gần 3.000 tài khoản được mở ở năm đầu tiên. Sự phát triển của TTCK Việt Nam thời gian qua là đúng hướng và tích cực.
- Kết quả phân tích mức độ hiệu quả thị trường cho phép kết luận rằng, TTCK Việt Nam có mức độ hiệu quả dạng yếu thể hiện qua các dấu hiệu đặc trưng như thị trường còn bị tác động lớn bởi yếu tố tâm lý “bầy đàn”; tính thanh khoản của thị trường thấp và quá tập trung, quá phụ thuộc vào các công ty niêm yết hàng đầu; tỷ suất sinh lợi của thị trường phân phối không chuẩn; hệ số tương quan tỷ suất sinh lợi giữa các chứng khoán dương với trị số cao và dãy số thời gian của tỷ suất sinh lợi có xu hướng tự tương quan với nhau.
- Tuy thị trường chứng khoán Việt Nam đã đạt được những thành tựu rất đáng kể

nhưng vẫn chỉ vừa bước qua giai đoạn “khởi động” với qui mô thị trường vẫn còn quá nhỏ; tốc độ phát triển chưa được như mong muốn; cơ chế hoạt động chưa thực sự hoàn chỉnh; cơ sở hạ tầng kỹ thuật cũng như năng lực trình độ của cán bộ quản lý còn chưa đáp ứng được với yêu cầu phát triển lâu dài của thị trường. Công tác tạo hàng cho thị trường còn gặp nhiều khó khăn, mặc dù Chính phủ và Bộ Tài chính đã chỉ đạo cụ thể và quyết liệt. Tuy nhiên, một số Bộ, Ngành, Tổng công ty, doanh nghiệp còn e ngại tham gia thị trường, chưa có kế hoạch cụ thể cho việc niêm yết và đăng ký giao dịch. Việc đào tạo và phổ cập kiến thức về chứng khoán và TTCK cho công chúng đã thực hiện nhưng vẫn còn ít do thiếu tập trung, kinh phí hạn hẹp... đã làm cho khả năng thanh khoản của thị trường kém, ảnh hưởng tới sự phát triển chung của TTCK.

- Cơ hội và tiềm năng phát triển của TTCK rất lớn, sử dụng sức mạnh tổng hợp cả nội lực và ngoại lực với mục tiêu không ngừng nâng cao hiệu quả hoạt động, đưa TTCK Việt Nam thực sự trở thành một TTTC bậc cao, giữ vai trò quan trọng trong việc huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế và thực hiện có hiệu quả các chính sách vĩ mô của Nhà nước. Muốn vậy, hệ thống các giải pháp cần phải được tập trung thực hiện đồng bộ nhằm giải quyết khâu tạo hàng có chất lượng cho thị trường, nâng cao tính thanh khoản và nâng cao trình độ của các nhà đầu tư chứng khoán trên TTCK.

Qua toàn bộ kết quả nghiên cứu ở trên có thể kết luận rằng, đề tài đã đạt được những mục tiêu nghiên cứu đặt ra khi thực hiện Luận văn này. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có một sự thay đổi sâu, rộng của TTCK Việt Nam trong tương lai gần khi mà những thuật ngữ như “chứng khoán”, “thị trường chứng khoán” đã trở nên thân thuộc với mỗi người Việt Nam chúng ta, cùng sự nỗ lực của Chính phủ và mọi thành phần liên quan.

Do thời gian nghiên cứu cũng như kiến thức, kinh nghiệm của bản thân về TTCK còn hạn chế nên Luận văn sẽ khó tránh khỏi những thiếu sót. Rất mong nhận được những ý kiến đóng góp chân thành của các Thầy cô giáo và bạn đọc để Luận văn này được hoàn thiện hơn.

Xin trân trọng cảm ơn!

TÀI LIỆU THAM KHẢO



Tiếng Việt

1. Phạm Trọng Bình (2006), *Pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Nxb Thống kê, Hà Nội.
2. Đào Công Bình, Minh Đức (2006), *Hướng dẫn đầu tư cổ phiếu*, Nxb Trẻ, Tp.Hồ Chí Minh.
3. Bộ Tài chính (2006), *Quyết định 898/QĐ-BTC ngày 20/02/2006 của Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành kế hoạch phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006-2010*, Hà Nội.
4. Bộ Kế hoạch và đầu tư (2006), *Tạp chí Đầu tư chứng khoán*, các số 8 tháng đầu năm 2006.
5. Chính phủ (2003), *Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Hà Nội.
6. Chính phủ (2003), *Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ngày 05/08/2003 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010*, Hà Nội.
7. Thái Bá Cần, Trần Nguyên Nam (2004), *Phát triển thị trường dịch vụ tài chính Việt Nam và tiến trình hội nhập*, Nxb Tài chính, Hà Nội.
8. Lê Đạt Chí (2006), “Kiểm định mức độ hiệu quả thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế phát triển* (189), tr.13-16.
9. Nguyễn Đỗ (2006), *Chứng khoán: Đầu tư và Quản lý*, Nxb Lao động xã hội, Hà Nội.
10. Frederic S.Mishkin (1995), *Tiền tệ ngân hàng và thị trường tài chính*, Nxb Khoa học kỹ thuật, Hà nội.
11. Nguyễn Bảo Hoa (2006), *Đầu tư chứng khoán-nhất định thành công*, Nxb Lao động xã hội, Hà Nội.
12. Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam, Trung tâm đào tạo và nghiên cứu tổ chức kinh tế & tài chính (2006), *Phân tích kỹ thuật đầu tư chứng khoán*, Tp.Hồ Chí Minh.
13. JosetTTE Peyrard (2005), *Phân tích tài chính doanh nghiệp*, Nxb Tổng hợp, Tp.Hồ Chí Minh.

14. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính công ty*, Nxb Thống kê, Tp.Hồ Chí Minh.
15. Nguyễn Minh Kiều (2005), *Phân tích tài chính*, Chương trình Fulbright Việt Nam, www.fetp.edu.vn.
16. Lê Bộ Lĩnh (2006), *Kinh tế-Chính trị thế giới 2005 và dự báo 2006*, Nxb Từ điển bách khoa, Hà Nội.
17. Lê Thị Mai Linh (2003), *Phân tích và đầu tư chứng khoán*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
18. Đào Lê Minh (2002), *Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
19. Trần Cao Nguyên (2000), *Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Hà Nội.
20. Trần Bá Nhẫn, Đinh Thái Hoàng (2006), *Thống kê ứng dụng trong quản trị-kinh doanh và nghiên cứu kinh tế*, Nxb Thống kê, Tp.HCM.
21. Lê Văn Tề, Trần Đắc Sinh, Nguyễn Văn Hà (2006), *Thị trường chứng khoán Việt Nam*, Nxb Lao động xã hội, Tp.Hồ Chí Minh.
22. Thời báo Kinh tế Việt Nam (2006), *Kinh tế 2005-2006: Việt Nam và Thế giới*.
23. Hồ Viết Tiến (2006), “Thị trường cổ phiếu Việt Nam có hiệu quả không?”, *Tạp chí Kinh tế phát triển* (185), tr.33-36.
24. Hồ Viết Tiến (2006), “Thị trường cổ phiếu Việt Nam có hiệu quả không?”, *Tạp chí Kinh tế phát triển* (186), tr.32-35.
25. Hồ Viết Tiến (2005), “Vị thế của thị trường cổ phiếu Việt Nam trên thế giới”, *Tạp chí Kinh tế phát triển* (số tháng 9).
26. Nguyễn Thống (2000), *Kinh tế lượng ứng dụng*, Nxb Đại học quốc gia Tp.Hồ Chí Minh, Tp.Hồ Chí Minh.
27. Tổng cục thống kê (2004), *Niên giám thống kê 2004*, Hà Nội.
28. Tổng cục thống kê (2005), *Niên giám thống kê 2005*, Hà Nội.
29. Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh (2005), *5 năm thị trường chứng khoán Việt Nam*, Nxb Phương Đông, Tp.Hồ Chí Minh.
30. Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh (2006), *Báo cáo thường niên 2005*, Tp.Hồ Chí Minh, tr.23-26.

31. Trung tâm đào tạo Pháp-Việt về quản lý (1998), *Hoạt động tài chính trong nền kinh tế thị trường*, Nxb Thống kê, Tp.Hồ Chí Minh.
32. Ủy ban chứng khoán nhà nước (2006), *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, số 6,7,8.
33. Viện Khoa học tài chính (1992), *Thị trường tài chính và thị trường vốn ở Châu Á*, Nxb Tài chính, Hà Nội.
34. Bùi Kim Yến (2005), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Nxb Lao động xã hội, Tp.Hồ Chí Minh.
35. Bùi Kim Yến (2006), “Hướng phát triển cho thị trường OTC Việt Nam”, *Tạp chí phát triển kinh tế* (189), tr.9-12.

Tiếng Anh

36. A.Khan, V.Zuberi (1999), *Stock Investing for Everyone*, Economics John wiley sons Ins.
37. Shapiror A. (1999), *Multinational Financial Management*, 6th Edition, Prentice Hall.
38. Sheimo M.D (1999), *Stock Market ruleless*, McGraw-Hill.
39. Frank J.Fabozzi, Franco Modigliani, Frank J.Jones, Michael G.Ferri (2002), *Foundations of financial markets and institutions*, 3rd Edition, Prentice Hall.
40. Damodar N.Gujarati (1995), *Basic Econometrics*, 3rd Edition, McGraw-Hill.
41. Moosa A.I (2004), *International Finance*, 2nd Edition, McGraw-Hill.
42. Madura J. (2001), *Finacial Markets and Institutions*, 5th Edition, South-Western College Publishing.
43. Teweles R.J, E.S Bradley (1998), *The stock Market*, 7e edition, Ed.Wiley, USA.
44. Merrill Lynch Report (2 feb 2006), “Buy Vietnam-The Emerging Frontier of Asean”, *Asian Insight*.
45. Merrill Lynch Report (28 April 2006), *Asia Pacific Investment Strategy*.
46. Robert S.Pindyck, Daniel L.Rubinfeld (1991), *Econometric Models and Economics forecasts*, 3rd Edition, McGraw-Hill Inc.
47. Rose P.S (1980), *Money and Capital Markets*, 3rd edition, McGraw-Hill Irwin.
48. The Economist Intelligence Unit Limited (August 2006), *Asia Country Briefing*, www.corporatenetwork.com, pp.17.
49. Vinacapital (15 August 2006), “Banking sector Report”, *Vietnam Equity Research*.

50. Daniel Westbrook (2001), *Applied Econometrics with Eviews*, Fulbright Economics Teaching Program, HCM city.
51. World Bank (2001), *2001-World Development Indicators*, Washington D.C, USA.

Website tham khảo

- Bộ Tài chính <http://www.mof.gov.vn>
- Báo Đầu tư điện tử <http://www.vir.com.vn>
- Chương trình Fulbright <http://www.fetp.edu.vn>
- CTCP Chứng khoán Sài Gòn <http://www.ssi.com.vn>
- CT TNHH CK Ngân hàng đầu tư <http://www.bsc.com.vn>
- Diễn đàn Vietstock <http://www.vietstock.com.vn>
- Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc <http://www.kse.or.kr>
- Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan <http://www.set.or.th>
- TTGDCK Tp.HCM <http://www.vse.org.vn>
- TTGDCK Hà Nội <http://www.hastc.org.vn>
- Tra khảo văn bản Luật Việt Nam <http://www.vietlaw.com.vn>
- Thời báo kinh tế Việt Nam điện tử <http://www.vneconomy.com.vn>
- Ủy ban chứng khoán Nhà nước <http://www.ssc.gov.vn>
- Website chứng khoán thế giới <http://www.world-exchanges.org>

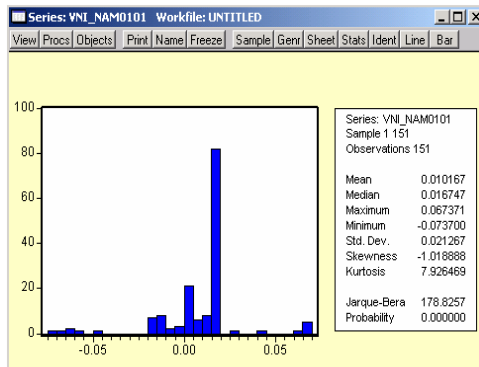


PHỤ LỤC

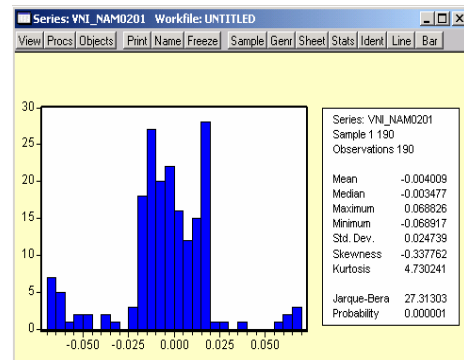
Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu giai đoạn 2000-2006

1. Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường

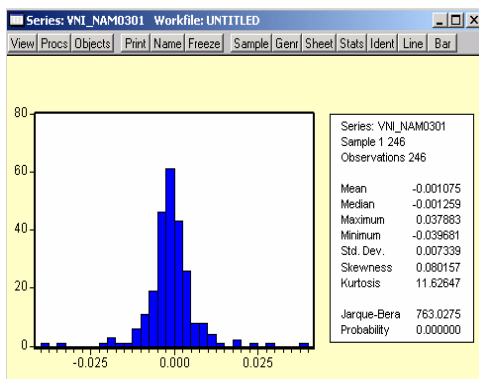
Năm 1:



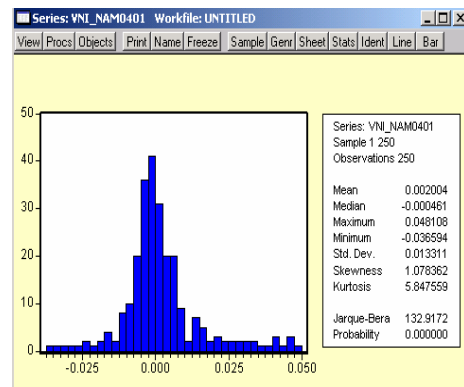
Năm 2:



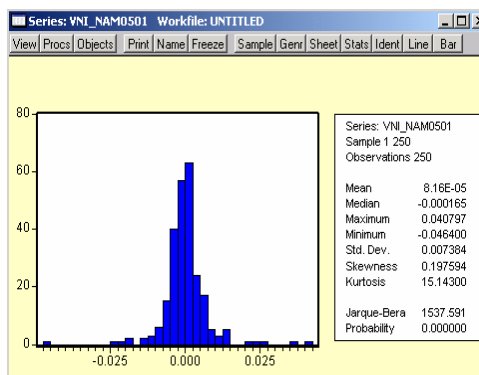
Năm 3:



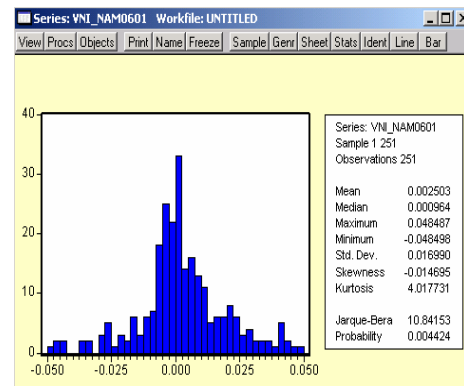
Năm 4:



Năm 5:



Năm 6:



Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu giai đoạn 2000-2006

(Tiếp theo)

2. Phân phối tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu

Năm 1: 5 cổ phiếu

Chỉ tiêu	HAP	LAF	REE	SAM	TMS
Mean	0.0134	0.0159	0.0091	0.0100	0.0131
Median	0.0178	0.0182	0.0172	0.0174	0.0171
Maximum	0.0698	0.0690	0.0698	0.0688	0.2214
Minimum	-0.0787	-0.0699	-0.0787	-0.0738	-0.0700
Std. Dev.	0.0240	0.0272	0.0242	0.0251	0.0305
Skewness	-1.7624	-1.2562	-0.8743	-1.0162	1.2356
Kurtosis	8.7292	6.6659	6.0657	6.1275	18.6183
Jarque-Bera	279.0255	75.7116	78.3683	87.5292	1541.9070

Năm 2: 17 cổ phiếu

Chỉ tiêu	AGF	BBC	BPC	BT6	BTC	CAN	DPC	GIL
Mean	-0.428	-0.002	-0.002	-0.002	0.000	-0.001	-0.006	0.001
Median	-0.019	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.010	0.000
Maximum	0.869	0.039	0.019	0.020	0.036	0.038	0.020	0.036
Minimum	-3.153	-0.045	-0.052	-0.020	-0.020	-0.042	-0.036	-0.020
Std. Dev.	0.840	0.014	0.014	0.014	0.012	0.016	0.013	0.013
Skewness	-1.402	0.177	-0.470	0.131	0.078	-0.043	0.528	0.058
Kurtosis	4.079	2.900	3.852	1.558	2.594	2.069	2.072	2.465
Jarque-Bera	21.061	0.721	4.897	6.091	0.907	5.567	11.287	1.524

Chỉ tiêu	GMD	HAP	LAF	REE	SAM	SAV	SGH	TMS	TRI
Mean	0.000	-0.005	-0.006	-0.005	-0.004	-0.004	-0.002	-0.004	-0.001
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.005	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.024	0.067	0.070	0.070	0.069	0.020	0.070	0.069	0.038
Minimum	-0.020	-0.436	-0.070	-0.331	-0.070	-0.035	-0.070	-0.070	-0.034
Std. Dev.	0.013	0.041	0.028	0.036	0.028	0.013	0.030	0.027	0.014
Skewness	0.101	-6.424	-0.208	-3.951	-0.211	0.305	0.151	-0.425	0.039
Kurtosis	1.846	69.498	4.397	35.870	4.168	2.365	4.061	4.142	2.328
Jarque-Bera	3.777	35932.220	16.647	8952.252	12.083	1.806	9.841	15.874	2.366

Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu giai đoạn 2000-2006

(Tiếp theo)

2. Phân phối tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu

Năm 3: 21 cổ phiếu

Chỉ tiêu	AGF	BBC	BPC	BT6	BTC	CAN	DPC
Mean	-0.001	-0.003	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.002
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.049	0.043	0.049	0.047	0.055	0.048	0.045
Minimum	-0.062	-0.050	-0.049	-0.076	-0.050	-0.066	-0.067
Std. Dev.	0.014	0.015	0.013	0.012	0.022	0.014	0.016
Skewness	-0.691	0.024	-0.203	-0.555	0.014	-0.267	-0.168
Kurtosis	9.243	4.627	5.482	9.906	3.454	6.744	4.552
Jarque-Bera	420.778	27.269	65.100	503.451	2.133	147.189	25.961

Chỉ tiêu	GIL	GMD	HAP	HAS	KHA	LAF	REE
Mean	-0.002	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.000	-0.002
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.048	0.050	0.050	0.050	0.047	0.048	0.049
Minimum	-0.365	-0.050	-0.050	-0.071	-0.050	-0.055	-0.047
Std. Dev.	0.027	0.011	0.012	0.015	0.014	0.015	0.013
Skewness	-10.413	-0.642	-0.325	-0.105	-0.372	-0.009	0.089
Kurtosis	144.160	8.766	7.761	7.896	5.284	5.407	7.447
Jarque-Bera	209538.500	359.104	237.584	145.085	55.772	59.651	203.869

Chỉ tiêu	SAM	SAV	SGH	TMS	TRI	TS4	VTC
Mean	0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.000
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.493	0.047	0.048	0.050	0.050	0.049	0.049
Minimum	-0.331	-0.091	-0.050	-0.049	-0.050	-0.056	-0.050
Std. Dev.	0.039	0.012	0.016	0.013	0.015	0.017	0.016
Skewness	5.726	-1.488	-0.161	0.100	-0.201	-0.023	0.205
Kurtosis	126.604	14.898	4.280	7.650	4.900	4.766	6.378
Jarque-Bera	158585.100	1548.160	17.920	222.920	38.815	31.074	55.470

Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu giai đoạn 2000-2006

(Tiếp theo)

2. Phân phối tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu

Năm 4: 24 cổ phiếu

Chỉ tiêu	AGF	BBC	BBT	BPC	BT6	BTC	CAN	DHA
Mean	0.002	0.002	-0.004	0.001	0.003	0.000	0.000	-0.003
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.003
Maximum	0.050	0.050	0.048	0.050	0.050	0.050	0.049	0.049
Minimum	-0.050	-0.050	-0.050	-0.050	-0.075	-0.050	-0.049	-0.050
Std. Dev.	0.015	0.024	0.021	0.020	0.020	0.018	0.020	0.015
Skewness	0.451	0.087	0.107	0.261	0.274	-0.108	0.400	0.431
Kurtosis	6.828	2.776	3.555	3.913	5.060	5.156	3.584	7.069
Jarque-Bera	161.156	0.837	1.401	11.513	47.318	48.889	10.217	52.608

Chỉ tiêu	DPC	GIL	GMD	HAP	HAS	KHA	LAF	PMS
Mean	0.000	0.002	0.002	0.001	0.002	0.002	0.000	0.001
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.050	0.050	0.049	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
Minimum	-0.050	-0.065	-0.049	-0.077	-0.083	-0.049	-0.050	-0.048
Std. Dev.	0.020	0.021	0.016	0.021	0.019	0.019	0.019	0.021
Skewness	0.204	0.139	0.344	0.017	-0.074	0.335	0.241	0.018
Kurtosis	4.034	4.272	5.420	4.458	5.339	4.243	4.089	3.534
Jarque-Bera	12.874	17.666	65.934	22.143	57.235	20.757	14.768	2.151

Chỉ tiêu	REE	SAM	SAV	SGH	TMS	TRI	TS4	VTC
Mean	0.003	0.003	0.003	0.001	0.001	0.001	0.000	0.003
Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.050	0.050	0.050	0.049	0.050	0.049	0.050	0.050
Minimum	-0.051	-0.050	-0.057	-0.049	-0.322	-0.164	-0.075	-0.049
Std. Dev.	0.020	0.018	0.019	0.022	0.028	0.021	0.023	0.021
Skewness	0.363	0.419	0.642	0.190	-6.069	-1.602	-0.094	0.386
Kurtosis	3.618	4.865	4.403	3.235	73.631	17.060	3.543	3.750
Jarque-Bera	9.481	43.557	37.694	2.083	53500.740	2166.061	3.438	12.068

Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu giai đoạn 2000-2006

(Tiếp theo)

2. Phân phối tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu

Năm 5: 29 cổ phiếu

Chỉ tiêu	AGF	BBC	BBT	BPC	BT6	BTC	CAN	DHA
Mean	-0.0008	0.0002	-0.0006	-0.0008	-0.0002	-0.0020	-0.0002	0.0007
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0499	0.0473	0.0476	0.0465	0.0496	0.0490	0.0451	0.0496
Minimum	-0.0489	-0.0578	-0.0500	-0.0657	-0.0492	-0.0500	-0.0608	-0.0552
Std. Dev.	0.0129	0.0104	0.0161	0.0117	0.0116	0.0202	0.0127	0.0117
Skewness	0.1345	-0.4093	0.1512	-1.1173	0.0877	-0.1792	-0.4473	-0.0335
Kurtosis	8.2020	10.4693	4.3279	11.2675	8.1126	3.6469	7.0926	8.2624
Jarque-Bera	279.2509	581.0726	19.0128	754.8442	269.3276	5.6284	180.6103	283.9014

Chỉ tiêu	DPC	GIL	GMD	HAP	HAS	KHA	LAF
Mean	0.0004	-0.0003	-0.0003	-0.0015	-0.0003	0.0003	0.0018
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0490	0.0495	0.0490	0.0492	0.0360	0.0498	0.0498
Minimum	-0.0500	-0.0769	-0.0459	-0.3639	-0.0491	-0.1922	-0.0500
Std. Dev.	0.0198	0.0135	0.0127	0.0253	0.0119	0.0177	0.0165
Skewness	0.2434	-0.7180	0.8981	-11.9673	-0.3641	-5.2113	0.3568
Kurtosis	3.7169	9.0790	7.8383	171.8082	6.3508	59.9347	5.3805
Jarque-Bera	7.7279	401.5475	274.1263	297958.1000	120.5212	34339.5000	63.3031

Chỉ tiêu	MHC	NKD	PMS	REE	SAM	SAV	SFC
Mean	0.0007	0.0023	-0.0004	0.0004	0.0000	-0.0003	0.0006
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0621	0.0495	0.0491	0.0487	0.0497	0.0500	0.0498
Minimum	-0.0500	-0.0255	-0.0909	-0.0461	-0.0500	-0.0476	-0.0522
Std. Dev.	0.0172	0.0092	0.0126	0.0109	0.0091	0.0118	0.0184
Skewness	0.1189	1.7761	-1.3494	0.7175	0.6328	0.7057	-0.2014
Kurtosis	5.9960	11.6593	16.2575	8.5856	13.9792	9.5316	4.4248
Jarque-Bera	33.4956	547.5124	1883.8400	340.8939	1251.9760	457.7002	19.1816

Chỉ tiêu	SGH	SSC	TMS	TRI	TS4	VF1	VTC
Mean	0.0001	0.0016	-0.0001	0.0002	0.0005	-0.0009	-0.0004
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0490	0.0394	0.0490	0.0457	0.0500	0.0235	0.0448
Minimum	-0.0493	-0.0251	-0.0973	-0.0543	-0.0500	-0.0297	-0.0629
Std. Dev.	0.0141	0.0083	0.0132	0.0122	0.0185	0.0088	0.0128
Skewness	0.0231	1.6046	-1.3775	0.0484	-0.0590	-0.1356	-0.7276
Kurtosis	6.0888	11.3358	16.3260	8.6554	4.1252	4.0374	9.1201
Jarque-Bera	97.8123	339.0871	1905.7260	329.2551	13.1726	8.3840	407.2782

Phụ lục 01: Phân phối tỷ suất sinh lợi của thị trường và các cổ phiếu giai đoạn 2000-2006

(Tiếp theo)

2. Phân phối tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu

Năm 6: 38 cổ phiếu

Chỉ tiêu	AGF	BBC	BBT	BPC	BT6	BTC	CAN	CH	DHA	DPC
Mean	0.0035	0.0030	0.0011	0.0016	0.0018	0.0022	0.0023	-0.0097	0.0049	0.0019
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0089	0.0023	0.0000
Maximum	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0692	0.0486	0.0497	0.0500
Minimum	-0.0497	-0.0500	-0.0500	-0.0675	-0.0500	-0.0486	-0.0500	-0.0500	-0.0532	-0.0657
Std. Dev.	0.0214	0.0242	0.0248	0.0238	0.0237	0.0257	0.0237	0.0314	0.0205	0.0271
Skewness	0.2730	0.0853	0.2112	0.0787	0.0554	0.1513	0.1998	0.3537	0.0242	0.0034
Kurtosis	3.5642	2.9263	2.8685	3.4751	2.9352	2.6460	3.2316	2.1980	3.7463	2.6618
Jarque-Bera	6.3948	0.3581	2.0306	2.5987	0.1711	2.2500	2.2139	2.3826	4.4507	1.1874

Chỉ tiêu	GIL	GMD	HAP	HAS	HTV	KDC	KHA	LAF	MHC
Mean	0.0012	0.0018	0.0015	0.0017	0.0029	0.0015	-0.0002	-0.0015	0.0013
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0500	0.0497	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500
Minimum	-0.0558	-0.3736	-0.2164	-0.2521	-0.0500	-0.1458	-0.2355	-0.5000	-0.0500
Std. Dev.	0.0248	0.0301	0.0271	0.0281	0.0321	0.0273	0.0295	0.0401	0.0233
Skewness	0.1122	-7.7154	-1.9135	-3.2863	-0.0363	-0.8228	-1.8999	-7.6853	0.0696
Kurtosis	2.7034	99.1395	18.7359	29.8524	1.9545	7.4299	18.0931	97.1082	3.2602
Jarque-Bera	1.4355	98364.370	2721.003	7929.106	6.2693	143.297	2513.226	94335.790	0.9036

Chỉ tiêu	NHC	NKD	PMS	PNC	REE	RHC	SAM	SAV	SFC	SGH
Mean	0.0022	0.0026	0.0025	0.0021	0.0043	-0.0068	0.0033	0.0012	0.0019	0.0040
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0500	0.0493	0.0500	0.0510	0.0498	0.0492	0.0498	0.0500	0.0500	0.1000
Minimum	-0.0500	-0.1546	-0.0828	-0.0500	-0.0486	-0.0500	-0.1429	-0.0556	-0.0500	-0.0500
Std. Dev.	0.0306	0.0248	0.0262	0.0259	0.0218	0.0300	0.0223	0.0243	0.0230	0.0300
Skewness	-0.0511	-1.5024	-0.0864	0.0929	0.2752	0.2964	-0.8927	0.1188	0.1224	0.0810
Kurtosis	2.1775	12.2675	3.2958	2.8079	3.0539	2.4747	9.8856	3.0745	3.5113	2.6392
Jarque-Bera	4.2933	984.7484	1.2181	0.7798	3.1866	0.8103	524.9713	0.6431	3.3472	1.6230

Chỉ tiêu	SSC	TMS	TNA	TRI	TS4	TYA	VF1	VNM	VTC
Mean	0.0015	0.0018	0.0028	0.0009	0.0021	0.0023	0.0041	0.0025	0.0013
Median	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0500	0.0497	0.0500	0.0500
Minimum	-0.0500	-0.0500	-0.0800	-0.0500	-0.2875	-0.1515	-0.2258	-0.0500	-0.2847
Std. Dev.	0.0211	0.0210	0.0247	0.0255	0.0318	0.0355	0.0293	0.0252	0.0305
Skewness	0.1202	0.1171	-0.1193	0.1086	-2.9214	-0.7690	-1.9327	0.0331	-3.1874
Kurtosis	3.6146	3.4945	3.4354	2.8586	29.2447	4.6861	17.0738	2.6379	32.4040
Jarque-Bera	4.5184	3.1062	2.5579	0.6967	7500.3100	24.7407	2201.1370	0.7227	9391.7910

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006

Năm 1: 5 cổ phiếu

	HAP	LAF	REE	SAM	TMS
HAP	1.0000	0.4052	0.3521	0.5601	0.4756
LAF	0.4052	1.0000	0.3667	0.5895	0.2888
REE	0.3521	0.3667	1.0000	0.9557	0.5872
SAM	0.5601	0.5895	0.9557	1.0000	0.9156
TMS	0.4756	0.2888	0.5872	0.9156	1.0000

Năm 2: 17 cổ phiếu

	AGF	BBC	BPC	BT6	BTC	CAN	DPC	GIL	GMD
AGF	1.0000	0.2032	0.2387	0.1821	0.2494	0.0956	0.0005	0.0631	0.0189
BBC	0.2032	1.0000	0.2624	0.1190	0.0737	0.1240	0.0375	0.0552	0.0051
BPC	0.2387	0.2624	1.0000	0.1533	-0.0951	0.1036	0.0496	0.0264	0.2207
BT6	0.1821	0.1190	0.1533	1.0000	0.1302	0.0928	0.1022	0.0116	0.1653
BTC	0.2494	0.0737	-0.0951	0.1302	1.0000	0.1318	0.0176	0.3340	0.0189
CAN	0.0956	0.1240	0.1036	0.0928	0.1318	1.0000	0.3649	0.2119	0.0718
DPC	0.0005	0.0375	0.0496	0.1022	0.0176	0.3649	1.0000	0.2464	0.0080
GIL	0.0631	0.0552	0.0264	0.0116	0.3340	0.2119	0.2464	1.0000	0.0213
GMD	0.0189	0.0051	0.2207	0.1653	0.0189	0.0718	0.0080	0.0213	1.0000
HAP	0.1675	0.0304	0.2396	0.1875	0.2534	0.0518	0.0325	0.0934	0.1011
LAF	0.1586	0.0834	0.3698	0.2460	0.1918	0.2935	0.1140	0.0571	0.0142
REE	0.1941	0.1869	0.2318	0.2872	0.3157	0.1514	0.1331	0.1189	0.0444
SAM	0.2158	0.1459	0.2574	0.2513	0.3452	0.1558	0.1188	0.1692	0.0029
SAV	0.2117	0.1590	0.2732	0.1265	-0.1380	0.0235	0.1863	0.0576	0.0928
SGH	0.0676	0.1645	0.2248	0.2660	0.0189	0.2397	0.0752	0.0118	0.1121
TMS	0.2523	0.1463	0.2202	0.2928	-0.3839	0.2613	0.1267	0.1522	0.0149
TRI	0.1390	0.0520	0.0304	0.3324	-0.1299	0.0135	0.0920	0.0350	0.2177

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006
(tiếp theo)

Năm 2: 17 cổ phiếu

	HAP	LAF	REE	SAM	SAV	SGH	TMS	TRI
AGF	0.1675	0.1586	0.1941	0.2158	0.2117	0.0676	0.2523	0.1390
BBC	0.0304	0.0834	0.1869	0.1459	0.1590	0.1645	0.1463	0.0520
BPC	0.2396	0.3698	0.2318	0.2574	0.2732	0.2248	0.2202	0.0304
BT6	0.1875	0.2460	0.2872	0.2513	0.1265	0.2660	0.2928	0.3324
BTC	0.2534	0.1918	0.3157	0.3452	-0.1380	0.0189	-0.3839	-0.1299
CAN	0.0518	0.2935	0.1514	0.1558	0.0235	0.2397	0.2613	0.0135
DPC	0.0325	0.1140	0.1331	0.1188	0.1863	0.0752	0.1267	0.0920
GIL	0.0934	0.0571	0.1189	0.1692	0.0576	0.0118	0.1522	0.0350
GMD	0.1011	0.0142	0.0444	0.0029	0.0928	0.1121	0.0149	0.2177
HAP	1.0000	0.5984	0.7339	0.7582	0.0477	0.1093	0.6832	0.1031
LAF	0.5984	1.0000	0.7105	0.7564	0.1061	0.0139	0.8551	0.1516
REE	0.7339	0.7105	1.0000	0.9544	0.0055	0.0280	0.8873	0.0618
SAM	0.7582	0.7564	0.9544	1.0000	0.0190	0.0437	0.9180	0.1258
SAV	0.0477	0.1061	0.0055	0.0190	1.0000	0.0535	0.0258	0.1838
SGH	0.1093	0.0139	0.0280	0.0437	0.0535	1.0000	0.0082	0.0295
TMS	0.6832	0.8551	0.8873	0.9180	0.0258	0.0082	1.0000	0.1036
TRI	0.1031	0.1516	0.0618	0.1258	0.1838	0.0295	0.1036	1.0000

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006
(tiếp theo)

Năm 3: 21 cổ phiếu

	AGF	BBC	BPC	BT6	BTC	CAN	DPC	GIL	GMD	HAP	HAS
AGF	1.0000	0.2287	0.1933	0.2908	0.0947	0.3722	0.0917	0.1645	0.2652	0.1513	0.1309
BBC	0.2287	1.0000	0.2297	0.4446	0.2579	0.1646	0.0150	0.0100	0.2818	0.2719	0.1523
BPC	0.1933	0.2297	1.0000	0.3696	0.1074	0.2306	0.0479	0.0908	0.1698	0.1865	0.1439
BT6	0.2908	0.4446	0.3696	1.0000	0.1350	-0.3141	0.1267	0.2525	0.2921	0.2988	0.0559
BTC	0.0947	0.2579	0.1074	0.1350	1.0000	0.1750	0.1197	-0.2613	0.0340	0.0497	0.0068
CAN	0.3722	0.1646	0.2306	-0.3141	0.1750	1.0000	0.1251	-0.0126	-0.2532	0.0949	0.2435
DPC	0.0917	0.0150	0.0479	0.1267	0.1197	0.1251	1.0000	0.1060	0.0465	0.0226	0.0330
GIL	0.1645	0.0100	0.0908	0.2525	-0.2613	-0.0126	0.1060	1.0000	0.1654	0.2010	0.0321
GMD	0.2652	0.2818	0.1698	0.2921	0.0340	-0.2532	0.0465	0.1654	1.0000	0.0526	0.0166
HAP	0.1513	0.2719	0.1865	0.2988	0.0497	0.0949	0.0226	0.2010	0.0526	1.0000	0.0020
HAS	0.1309	0.1523	0.1439	0.0559	0.0068	0.2435	0.0330	0.0321	0.0166	0.0020	1.0000
KHA	0.0896	-0.1744	0.1251	0.1346	0.1535	0.0173	0.0099	0.0190	0.1100	0.0105	0.0019
LAF	0.1169	0.2029	0.2283	0.2695	0.1918	0.2581	0.0689	0.1537	0.1461	0.0580	0.2021
REE	0.2323	0.2908	0.2914	0.4782	0.1686	0.3800	0.0955	0.0476	0.3076	0.2186	0.0234
SAM	0.2651	0.2104	0.3330	0.3347	0.0099	0.1581	0.1040	0.2522	0.1738	0.1287	0.2114
SAV	0.1942	0.4566	0.1892	0.4001	0.2081	0.1937	0.1365	0.1169	0.1806	0.2320	0.0878
SGH	0.2553	0.0544	0.0855	0.1876	0.0270	0.2419	0.2457	0.0864	0.0810	0.0184	0.1172
TMS	0.2164	0.1328	0.1239	0.3049	0.0748	0.0471	0.1005	0.2440	0.1609	0.1445	0.0251
TRI	0.1477	-0.3496	0.2524	0.4183	0.0282	0.1901	0.0846	0.1118	0.2022	0.1911	0.0424
TS4	0.0169	0.0826	0.0724	0.0190	0.0042	0.0784	0.0066	0.0303	0.0708	0.0394	0.0792
VTC	0.0376	0.0271	0.1403	0.0937	0.0009	0.1167	0.1286	0.0521	0.1202	0.0368	0.0052

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006

(tiếp theo)

Năm 3: 21 cổ phiếu

	KHA	LAF	REE	SAM	SAV	SGH	TMS	TRI	TS4	VTC
AGF	0.0896	0.1169	0.2323	0.2651	0.1942	0.2553	0.2164	0.1477	0.0169	0.0376
BBC	-0.1744	0.2029	0.2908	0.2104	0.4566	0.0544	0.1328	-0.3496	0.0826	0.0271
BPC	0.1251	0.2283	0.2914	0.3330	0.1892	0.0855	0.1239	0.2524	0.0724	0.1403
BT6	0.1346	0.2695	0.4782	0.3347	0.4001	0.1876	0.3049	0.4183	0.0190	0.0937
BTC	0.1535	0.1918	0.1686	0.0099	0.2081	0.0270	0.0748	0.0282	0.0042	0.0009
CAN	0.0173	0.2581	0.3800	0.1581	0.1937	0.2419	0.0471	0.1901	0.0784	0.1167
DPC	0.0099	0.0689	0.0955	0.1040	0.1365	0.2457	0.1005	0.0846	0.0066	0.1286
GIL	0.0190	0.1537	0.0476	0.2522	0.1169	0.0864	0.2440	0.1118	0.0303	0.0521
GMD	0.1100	0.1461	0.3076	0.1738	0.1806	0.0810	0.1609	0.2022	0.0708	0.1202
HAP	0.0105	0.0580	0.2186	0.1287	0.2320	0.0184	0.1445	0.1911	0.0394	0.0368
HAS	0.0019	0.2021	0.0234	0.2114	0.0878	0.1172	0.0251	0.0424	0.0792	0.0052
KHA	1.0000	0.0955	0.0819	0.1646	0.1786	0.0076	0.1137	0.1427	0.0072	0.0849
LAF	0.0955	1.0000	0.1770	0.1360	0.1759	0.0222	0.1179	0.2431	0.1420	0.0075
REE	0.0819	0.1770	1.0000	0.2377	0.3447	-0.1922	0.2292	0.2051	0.0356	-0.0099
SAM	0.1646	0.1360	0.2377	1.0000	0.3286	0.0563	0.3292	0.3206	0.1066	0.0114
SAV	0.1786	0.1759	0.3447	0.3286	1.0000	0.0420	0.1774	0.4194	0.0045	0.1269
SGH	0.0076	0.0222	-0.1922	0.0563	0.0420	1.0000	0.1609	0.1386	0.0522	0.0228
TMS	0.1137	0.1179	0.2292	0.3292	0.1774	0.1609	1.0000	0.3221	0.0587	0.0287
TRI	0.1427	0.2431	0.2051	0.3206	0.4194	0.1386	0.3221	1.0000	0.1003	0.1732
TS4	0.0072	0.1420	0.0356	0.1066	0.0045	0.0522	0.0587	0.1003	1.0000	0.1609
VTC	0.0849	0.0075	-0.0099	0.0114	0.1269	0.0228	0.0287	0.1732	0.1609	1.0000

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006
(tiếp theo)

Năm 4: 24 cổ phiếu

	AGF	BBC	BBT	BPC	BT6	BTC	CAN	DHA	DPC	GIL	GMD	HAP
AGF	1.000	0.079	0.075	0.127	0.059	0.021	0.076	0.059	0.076	0.140	0.169	0.165
BBC	0.079	1.000	0.133	-0.112	0.060	0.035	0.150	0.015	0.261	0.086	0.196	0.127
BBT	0.075	0.133	1.000	0.033	0.152	0.116	0.050	0.118	0.027	0.054	0.112	0.055
BPC	0.127	-0.112	0.033	1.000	0.052	0.431	0.242	0.072	0.106	0.254	0.179	0.128
BT6	0.059	0.060	0.152	0.052	1.000	0.023	0.111	0.059	0.211	0.357	0.054	0.000
BTC	0.021	0.035	0.116	0.431	0.023	1.000	0.198	-0.039	0.001	0.015	0.217	0.052
CAN	0.076	0.150	0.050	0.242	0.111	0.198	1.000	0.019	0.168	0.139	0.131	0.074
DHA	0.059	0.015	0.118	0.072	0.059	-0.039	0.019	1.000	0.027	0.147	0.233	0.126
DPC	0.076	0.261	0.027	0.106	0.211	0.001	0.168	0.027	1.000	0.098	0.093	0.144
GIL	0.140	0.086	0.054	0.254	0.357	0.015	0.139	0.147	0.098	1.000	0.003	0.010
GMD	0.169	0.196	0.112	0.179	0.054	0.217	0.131	0.233	0.093	0.003	1.000	0.107
HAP	0.165	0.127	0.055	0.128	0.000	0.052	0.074	0.126	0.144	0.010	0.107	1.000
HAS	0.238	0.112	0.202	0.045	0.147	0.126	0.003	0.094	0.106	0.203	0.112	0.060
KHA	0.105	0.139	0.167	0.142	0.125	0.260	0.345	0.108	0.094	0.144	0.001	0.189
LAF	0.106	0.025	0.007	0.053	0.235	0.007	0.126	0.045	0.219	0.245	0.099	-0.021
PMS	0.001	0.166	0.245	0.063	0.037	0.156	0.007	0.013	0.149	0.085	0.066	0.149
REE	0.012	0.053	0.091	0.280	0.271	0.098	0.407	0.028	0.196	0.311	0.136	0.123
SAM	0.134	0.284	0.013	0.086	0.172	0.167	0.174	0.237	0.238	0.020	0.077	0.023
SAV	0.223	0.231	0.251	0.037	0.021	0.178	0.214	0.225	0.204	0.178	0.024	0.286
SGH	-0.145	0.256	0.057	0.057	0.172	0.217	0.073	0.235	0.169	0.063	0.085	0.044
TMS	0.108	0.141	0.139	0.280	0.041	0.053	0.107	0.131	0.053	0.092	0.005	0.066
TRI	0.298	0.076	0.043	0.124	0.141	0.033	0.052	0.039	0.030	0.131	0.161	0.066
TS4	0.055	0.119	0.202	0.089	0.053	0.158	0.065	0.060	0.004	0.132	0.155	0.121
VTC	0.071	0.109	0.132	0.014	0.200	0.020	0.080	0.108	0.067	0.220	0.031	0.039

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006

(tiếp theo)

Năm 4: 24 cổ phiếu

	HAS	KHA	LAF	PMS	REE	SAM	SAV	SGH	TMS	TRI	TS4	VTC
AGF	0.238	0.105	0.106	0.001	0.012	0.134	0.223	-0.145	0.108	0.298	0.055	0.071
BBC	0.112	0.139	0.025	0.166	0.053	0.284	0.231	0.256	0.141	0.076	0.119	0.109
BBT	0.202	0.167	0.007	0.245	0.091	0.013	0.251	0.057	0.139	0.043	0.202	0.132
BPC	0.045	0.142	0.053	0.063	0.280	0.086	0.037	0.057	0.280	0.124	0.089	0.014
BT6	0.147	0.125	0.235	0.037	0.271	0.172	0.021	0.172	0.041	0.141	0.053	0.200
BTC	0.126	0.260	0.007	0.156	0.098	0.167	0.178	0.217	0.053	0.033	0.158	0.020
CAN	0.003	0.345	0.126	0.007	0.407	0.174	0.214	0.073	0.107	0.052	0.065	0.080
DHA	0.094	0.108	0.045	0.013	0.028	0.237	0.225	0.235	0.131	0.039	0.060	0.108
DPC	0.106	0.094	0.219	0.149	0.196	0.238	0.204	0.169	0.053	0.030	0.004	0.067
GIL	0.203	0.144	0.245	0.085	0.311	0.020	0.178	0.063	0.092	0.131	0.132	0.220
GMD	0.112	0.001	0.099	0.066	0.136	0.077	0.024	0.085	0.005	0.161	0.155	0.031
HAP	0.060	0.189	-0.021	0.149	0.123	0.023	0.286	0.044	0.066	0.066	0.121	0.039
HAS	1.000	-0.073	0.038	0.145	0.077	0.027	0.310	0.223	0.201	0.325	0.190	0.004
KHA	-0.073	1.000	0.077	0.085	0.449	0.304	0.103	0.201	0.096	0.214	0.136	0.109
LAF	0.038	0.077	1.000	0.146	0.075	0.120	0.024	0.081	0.298	0.017	-0.056	0.155
PMS	0.145	0.085	0.146	1.000	0.108	0.097	0.246	0.016	0.048	0.005	0.077	0.213
REE	0.077	0.449	0.075	0.108	1.000	0.070	0.220	-0.011	0.227	0.047	0.165	0.098
SAM	0.027	0.304	0.120	0.097	0.070	1.000	0.204	0.216	0.066	-0.125	0.051	0.191
SAV	0.310	0.103	0.024	0.246	0.220	0.204	1.000	0.029	0.184	0.007	0.229	0.056
SGH	0.223	0.201	0.081	0.016	-0.011	0.216	0.029	1.000	0.191	0.036	0.019	0.208
TMS	0.201	0.096	0.298	0.048	0.227	0.066	0.184	0.191	1.000	-0.078	0.033	0.138
TRI	0.325	0.214	0.017	0.005	0.047	-0.125	0.007	0.036	-0.078	1.000	0.084	0.004
TS4	0.190	0.136	-0.056	0.077	0.165	0.051	0.229	0.019	0.033	0.084	1.000	-0.058
VTC	0.004	0.109	0.155	0.213	0.098	0.191	0.056	0.208	0.138	0.004	-0.058	1.000

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006

(tiếp theo)

Năm 5: 29 cổ phiếu

	AGF	BBC	BBT	BPC	BT6	BTC	CAN	DHA	DPC	GIL
AGF	1.0000	0.4275	0.3519	0.3063	0.4545	-0.1680	0.5181	0.4661	0.1402	0.2857
BBC	0.4275	1.0000	0.5521	0.3479	0.5469	0.1805	0.3949	0.5854	0.0302	0.3348
BBT	0.3519	0.5521	1.0000	0.2256	0.4509	0.0206	0.2980	0.4339	0.0348	0.1752
BPC	0.3063	0.3479	0.2256	1.0000	0.3962	0.0215	0.2541	0.5535	0.2302	0.5357
BT6	0.4545	0.5469	0.4509	0.3962	1.0000	0.0174	0.4105	0.6997	-0.0279	0.4630
BTC	-0.1680	0.1805	0.0206	0.0215	0.0174	1.0000	0.0618	0.0008	0.1127	0.0488
CAN	0.5181	0.3949	0.2980	0.2541	0.4105	0.0618	1.0000	0.4940	0.0275	0.4094
DHA	0.4661	0.5854	0.4339	0.5535	0.6997	0.0008	0.4940	1.0000	0.1433	0.5894
DPC	0.1402	0.0302	0.0348	0.2302	-0.0279	0.1127	0.0275	0.1433	1.0000	0.2103
GIL	0.2857	0.3348	0.1752	0.5357	0.4630	0.0488	0.4094	0.5894	0.2103	1.0000
GMD	0.3185	0.4483	0.1370	0.3140	0.4772	0.0013	0.3521	0.4085	0.0361	0.3391
HAP	0.4519	0.5604	0.5291	0.3193	0.5587	0.0510	0.4414	0.5932	-0.0576	0.4690
HAS	0.4007	0.3497	0.2442	0.3095	0.3651	0.0363	0.3919	0.5335	0.1123	0.4612
KHA	0.3273	0.3161	0.3179	0.2668	0.3585	0.0181	0.3289	0.3920	0.0745	0.3687
LAF	0.1428	0.3849	0.2506	0.0591	0.5133	0.1235	0.1989	0.4270	0.0215	0.2984
MHC	0.0011	0.1516	0.0921	-0.1662	0.1023	0.0036	0.0081	0.0174	0.0688	-0.1381
NKD	-0.1743	0.1152	0.0295	0.2640	-0.1678	0.0626	0.2938	0.2592	0.1319	0.1701
PMS	0.3721	0.4519	0.3706	0.4264	0.4010	-0.0513	0.2937	0.4031	0.0796	0.2235
REE	0.4382	0.6582	0.5926	0.3659	0.6871	0.0134	0.5223	0.7495	0.0338	0.4732
SAM	0.5146	0.5818	0.4791	0.3180	0.5720	0.0846	0.5961	0.7032	0.0254	0.4533
SAV	0.4631	0.4799	0.4828	0.3818	0.6941	0.0338	0.4568	0.7132	0.0282	0.4567
SFC	0.0424	-0.0201	-0.1826	0.0448	0.1623	0.0153	-0.1081	0.0720	0.0784	0.0816
SGH	0.0700	0.1750	0.1382	0.1099	0.0308	0.1192	0.0618	-0.0225	0.1856	0.0238
SSC	0.0566	0.1034	0.1566	0.2046	0.1279	0.2037	-0.0862	0.0898	0.1823	0.2383
TMS	0.3936	0.5333	0.2832	0.3581	0.5776	0.1109	0.4893	0.6896	0.0090	0.5614
TRI	0.3245	0.3768	0.3048	0.5356	0.4420	0.1255	0.4251	0.5640	0.2473	0.6071
TS4	0.1862	0.1704	-0.1001	0.1866	0.2076	0.0140	0.1064	0.2215	0.0091	0.2181
VF1	0.0942	0.0975	0.0706	-0.0302	0.0368	0.0968	0.1684	0.0498	0.0472	-0.0438
VTC	0.0924	0.1380	0.0835	0.2834	0.1104	-0.0052	0.2742	0.3137	0.0623	0.2962

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006

(tiếp theo)

Năm 5: 29 cổ phiếu

	GMD	HAP	HAS	KHA	LAF	MHC	NKD	PMS	REE	SAM
AGF	0.3185	0.4519	0.4007	0.3273	0.1428	0.0011	-0.1743	0.3721	0.4382	0.5146
BBC	0.4483	0.5604	0.3497	0.3161	0.3849	0.1516	0.1152	0.4519	0.6582	0.5818
BBT	0.1370	0.5291	0.2442	0.3179	0.2506	0.0921	0.0295	0.3706	0.5926	0.4791
BPC	0.3140	0.3193	0.3095	0.2668	0.0591	-0.1662	0.2640	0.4264	0.3659	0.3180
BT6	0.4772	0.5587	0.3651	0.3585	0.5133	0.1023	-0.1678	0.4010	0.6871	0.5720
BTC	0.0013	0.0510	0.0363	0.0181	0.1235	0.0036	0.0626	-0.0513	0.0134	0.0846
CAN	0.3521	0.4414	0.3919	0.3289	0.1989	0.0081	0.2938	0.2937	0.5223	0.5961
DHA	0.4085	0.5932	0.5335	0.3920	0.4270	0.0174	0.2592	0.4031	0.7495	0.7032
DPC	0.0361	-0.0576	0.1123	0.0745	0.0215	0.0688	0.1319	0.0796	0.0338	0.0254
GIL	0.3391	0.4690	0.4612	0.3687	0.2984	-0.1381	0.1701	0.2235	0.4732	0.4533
GMD	1.0000	0.3073	0.3015	0.2635	0.2241	0.2053	-0.2016	0.3476	0.3806	0.4155
HAP	0.3073	1.0000	0.4387	0.3380	0.3657	0.1910	0.2483	0.3896	0.6474	0.6527
HAS	0.3015	0.4387	1.0000	0.3278	0.0831	-0.1650	0.2832	0.3301	0.4538	0.4603
KHA	0.2635	0.3380	0.3278	1.0000	0.2137	-0.0865	0.1583	0.2344	0.3484	0.4113
LAF	0.2241	0.3657	0.0831	0.2137	1.0000	0.0600	-0.0415	0.0882	0.4027	0.4160
MHC	0.2053	0.1910	-0.1650	-0.0865	0.0600	1.0000	0.0416	0.1694	0.1183	-0.1479
NKD	-0.2016	0.2483	0.2832	0.1583	-0.0415	0.0416	1.0000	0.1821	-0.2535	0.3562
PMS	0.3476	0.3896	0.3301	0.2344	0.0882	0.1694	0.1821	1.0000	0.4653	0.2823
REE	0.3806	0.6474	0.4538	0.3484	0.4027	0.1183	-0.2535	0.4653	1.0000	0.7467
SAM	0.4155	0.6527	0.4603	0.4113	0.4160	-0.1479	0.3562	0.2823	0.7467	1.0000
SAV	0.2994	0.7183	0.4096	0.3837	0.4043	0.0217	0.3171	0.2995	0.7340	0.7273
SFC	0.0585	-0.0422	0.1311	0.0218	0.0052	0.0034	0.1278	0.0378	-0.1329	-0.1419
SGH	0.0691	0.1366	0.1520	0.0931	0.0560	0.1357	-0.0555	0.1238	0.0785	0.0683
SSC	0.0768	0.0407	-0.0127	-0.0280	0.0484	0.0383	0.1413	0.2256	0.2112	0.0023
TMS	0.6236	0.5339	0.4462	0.4172	0.3830	-0.0976	0.1963	0.3116	0.5586	0.5251
TRI	0.3430	0.4078	0.4505	0.3755	0.2159	0.2111	-0.2447	0.3140	0.5275	0.4617
TS4	0.1998	0.0917	0.2268	0.1712	0.2443	0.1154	0.1805	0.1482	0.1020	0.1115
VF1	0.0791	0.0551	0.1350	0.0187	0.0396	0.2199	0.1898	0.1181	0.1341	0.0785
VTC	0.2011	0.2825	0.2078	0.1579	0.1992	0.0589	-0.3789	0.0703	0.1447	0.2912

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006

(tiếp theo)

Năm 5: 29 cổ phiếu

	SAV	SFC	SGH	SSC	TMS	TRI	TS4	VF1	VTC
AGF	0.4631	0.0424	0.0700	0.0566	0.3936	0.3245	0.1862	0.0942	0.0924
BBC	0.4799	-0.0201	0.1750	0.1034	0.5333	0.3768	0.1704	0.0975	0.1380
BBT	0.4828	-0.1826	0.1382	0.1566	0.2832	0.3048	-0.1001	0.0706	0.0835
BPC	0.3818	0.0448	0.1099	0.2046	0.3581	0.5356	0.1866	-0.0302	0.2834
BT6	0.6941	0.1623	0.0308	0.1279	0.5776	0.4420	0.2076	0.0368	0.1104
BTC	0.0338	0.0153	0.1192	0.2037	0.1109	0.1255	0.0140	0.0968	-0.0052
CAN	0.4568	-0.1081	0.0618	-0.0862	0.4893	0.4251	0.1064	0.1684	0.2742
DHA	0.7132	0.0720	-0.0225	0.0898	0.6896	0.5640	0.2215	0.0498	0.3137
DPC	0.0282	0.0784	0.1856	0.1823	0.0090	0.2473	0.0091	0.0472	0.0623
GIL	0.4567	0.0816	0.0238	0.2383	0.5614	0.6071	0.2181	-0.0438	0.2962
GMD	0.2994	0.0585	0.0691	0.0768	0.6236	0.3430	0.1998	0.0791	0.2011
HAP	0.7183	-0.0422	0.1366	0.0407	0.5339	0.4078	0.0917	0.0551	0.2825
HAS	0.4096	0.1311	0.1520	-0.0127	0.4462	0.4505	0.2268	0.1350	0.2078
KHA	0.3837	0.0218	0.0931	-0.0280	0.4172	0.3755	0.1712	0.0187	0.1579
LAF	0.4043	0.0052	0.0560	0.0484	0.3830	0.2159	0.2443	0.0396	0.1992
MHC	0.0217	0.0034	0.1357	0.0383	-0.0976	0.2111	0.1154	0.2199	0.0589
NKD	0.3171	0.1278	-0.0555	0.1413	0.1963	-0.2447	0.1805	0.1898	-0.3789
PMS	0.2995	0.0378	0.1238	0.2256	0.3116	0.3140	0.1482	0.1181	0.0703
REE	0.7340	-0.1329	0.0785	0.2112	0.5586	0.5275	0.1020	0.1341	0.1447
SAM	0.7273	0.1419	0.0683	0.0023	0.5251	0.4617	0.1115	0.0785	0.2912
SAV	1.0000	-0.0425	0.1381	0.0045	0.5522	0.4924	0.1280	0.1182	0.2496
SFC	-0.0425	1.0000	-0.0960	-0.2705	0.1200	0.1819	-0.0612	-0.0647	0.3199
SGH	0.1381	-0.0960	1.0000	0.0791	-0.0203	0.1353	0.1951	0.0127	0.0904
SSC	0.0045	-0.2705	0.0791	1.0000	-0.0467	0.1642	0.0213	-0.2257	-0.2524
TMS	0.5522	0.1200	-0.0203	-0.0467	1.0000	0.5092	0.1507	0.0908	0.2765
TRI	0.4924	0.1819	0.1353	0.1642	0.5092	1.0000	0.3771	-0.0114	0.1718
TS4	0.1280	-0.0612	0.1951	0.0213	0.1507	0.3771	1.0000	0.0584	0.0580
VF1	0.1182	-0.0647	0.0127	-0.2257	0.0908	-0.0114	0.0584	1.0000	0.1640
VTC	0.2496	0.3199	0.0904	-0.2524	0.2765	0.1718	0.0580	0.1640	1.0000

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006 (tiếp theo)

Năm 6: 38 cổ phiếu

	AGF	BBC	BBT	BPC	BT6	BTC	CAN	CII	DHA	DPC
AGF	1.000	0.161	0.108	0.049	0.178	0.148	0.079	0.118	0.085	0.226
BBC	0.161	1.000	0.367	0.267	0.434	0.002	0.112	-0.176	0.578	0.097
BBT	0.108	0.367	1.000	-0.050	0.459	0.010	0.448	0.153	0.539	0.398
BPC	0.049	0.267	-0.050	1.000	0.007	0.034	0.083	0.082	-0.090	0.093
BT6	0.178	0.434	0.459	0.007	1.000	0.252	0.305	0.075	0.342	-0.063
BTC	0.148	0.002	0.010	0.034	0.252	1.000	0.050	0.241	0.039	0.026
CAN	0.079	0.112	0.448	0.083	0.305	0.050	1.000	0.236	0.173	0.214
CII	0.118	-0.176	0.153	0.082	0.075	0.241	0.236	1.000	0.260	0.107
DHA	0.085	0.578	0.539	-0.090	0.342	0.039	0.173	0.260	1.000	0.211
DPC	0.226	0.097	0.398	0.093	-0.063	0.026	0.214	0.107	0.211	1.000
GIL	0.067	0.285	0.210	0.169	0.223	-0.211	0.094	0.053	0.270	0.405
GMD	-0.094	0.194	0.316	0.048	0.216	0.055	0.050	0.142	0.252	0.226
HAP	0.080	0.651	0.276	-0.090	0.467	0.047	0.174	0.099	0.432	0.082
HAS	0.150	0.347	0.155	0.244	-0.096	0.179	-0.044	0.102	0.280	0.380
HTV	-0.051	-0.285	-0.310	-0.157	0.157	0.240	0.031	0.415	0.483	0.305
KDC	-0.208	0.039	0.168	0.136	-0.030	0.049	0.072	0.183	0.128	0.192
KHA	0.003	0.429	0.423	0.085	0.497	0.152	0.359	-0.076	0.436	0.178
LAF	-0.013	0.144	0.193	-0.054	0.252	0.123	0.134	0.324	0.177	-0.080
MHC	0.151	0.671	0.571	0.053	0.617	0.164	0.274	-0.110	0.607	0.147
NHC	-0.018	0.048	-0.368	-0.153	-0.079	0.424	-0.167	0.110	0.153	0.023
NKD	0.006	0.619	0.046	-0.069	0.171	-0.009	0.273	0.279	0.219	0.135
PMS	-0.077	0.490	-0.002	0.107	0.118	-0.057	0.204	-0.050	0.083	0.187
PNC	0.009	-0.167	0.314	0.230	0.017	0.260	0.236	-0.003	-0.011	-0.040
REE	0.214	0.071	-0.223	0.180	0.182	0.356	-0.168	0.006	-0.080	-0.092
RHC	0.129	-0.076	0.417	-0.115	0.131	-0.088	0.180	0.139	-0.014	0.339
SAM	0.068	0.239	0.088	-0.208	0.262	0.049	-0.012	0.466	0.306	0.131
SAV	-0.003	0.412	0.489	0.004	0.706	0.107	0.399	0.216	0.514	0.142
SFC	0.085	0.031	0.198	0.034	0.381	0.069	-0.004	0.039	0.124	0.124
SGH	-0.249	0.125	0.257	0.240	0.114	0.170	0.011	0.065	0.021	-0.049
SSC	0.096	0.470	0.537	0.150	0.507	0.336	0.212	-0.094	0.357	0.318
TMS	0.191	0.573	0.521	0.120	0.703	0.023	0.299	0.072	0.619	0.080
TNA	0.019	0.362	0.342	0.209	0.197	0.038	0.099	0.039	0.335	0.530
TRI	-0.034	0.327	0.630	-0.107	0.503	0.076	0.417	0.106	0.544	0.099
TS4	0.123	0.005	0.057	0.432	0.121	-0.013	0.310	-0.040	-0.098	-0.087
TYA	0.143	-0.014	-0.038	0.207	0.022	0.409	-0.198	0.157	0.171	0.229
VF1	-0.132	0.012	0.278	0.145	-0.279	-0.183	0.125	0.179	0.184	0.257
VNM	-0.143	0.085	0.135	0.157	0.013	-0.256	-0.012	0.120	-0.016	-0.093
VTC	0.016	0.040	-0.110	0.158	0.133	0.026	0.151	0.039	0.069	0.161

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006 (tiếp theo)

Năm 6: 38 cổ phiếu

	GIL	GMD	HAP	HAS	HTV	KDC	KHA	LAF	MHC	NHC
AGF	0.067	-0.094	0.080	0.150	-0.051	-0.208	0.003	-0.013	0.151	-0.018
BBC	0.285	0.194	0.651	0.347	-0.285	0.039	0.429	0.144	0.671	0.048
BBT	0.210	0.316	0.276	0.155	-0.310	0.168	0.423	0.193	0.571	-0.368
BPC	0.169	0.048	-0.090	0.244	-0.157	0.136	0.085	-0.054	0.053	-0.153
BT6	0.223	0.216	0.467	-0.096	0.157	-0.030	0.497	0.252	0.617	-0.079
BTC	-0.211	0.055	0.047	0.179	0.240	0.049	0.152	0.123	0.164	0.424
CAN	0.094	0.050	0.174	-0.044	0.031	0.072	0.359	0.134	0.274	-0.167
CII	0.053	0.142	0.099	0.102	0.415	0.183	-0.076	0.324	-0.110	0.110
DHA	0.270	0.252	0.432	0.280	0.483	0.128	0.436	0.177	0.607	0.153
DPC	0.405	0.226	0.082	0.380	0.305	0.192	0.178	-0.080	0.147	0.023
GIL	1.000	0.215	0.240	0.138	0.321	0.110	0.386	-0.115	0.189	0.195
GMD	0.215	1.000	0.013	-0.313	0.135	0.495	0.243	0.057	0.190	-0.331
HAP	0.240	0.013	1.000	0.137	-0.366	-0.111	0.613	0.077	0.570	0.015
HAS	0.138	-0.313	0.137	1.000	0.343	0.262	-0.057	0.038	0.198	-0.031
HTV	0.321	0.135	-0.366	0.343	1.000	0.273	0.195	0.111	0.436	-0.125
KDC	0.110	0.495	-0.111	0.262	0.273	1.000	0.002	0.236	0.151	0.311
KHA	0.386	0.243	0.613	-0.057	0.195	0.002	1.000	0.122	0.465	0.193
LAF	-0.115	0.057	0.077	0.038	0.111	0.236	0.122	1.000	0.155	0.042
MHC	0.189	0.190	0.570	0.198	0.436	0.151	0.465	0.155	1.000	0.212
NHC	0.195	-0.331	0.015	-0.031	-0.125	0.311	0.193	0.042	0.212	1.000
NKD	0.038	-0.051	0.436	0.122	0.183	0.120	0.126	0.007	0.393	0.031
PMS	-0.235	0.007	0.594	0.087	0.153	0.121	0.133	0.202	0.397	0.138
PNC	0.251	0.313	-0.288	-0.052	-0.055	0.141	-0.120	0.050	0.023	0.587
REE	0.187	0.345	0.016	-0.159	0.028	-0.042	0.128	0.039	0.119	-0.059
RHC	0.061	-0.051	0.102	0.198	0.188	-0.367	0.232	0.084	-0.120	0.412
SAM	0.218	0.334	0.060	0.017	-0.145	-0.053	0.229	0.008	0.047	0.327
SAV	0.256	0.391	0.417	-0.010	0.283	0.065	0.656	0.234	0.504	0.024
SFC	0.221	0.110	0.165	0.033	0.169	0.119	0.316	0.147	0.153	0.095
SGH	0.127	0.566	0.084	0.209	0.100	0.265	0.089	-0.048	0.055	-0.317
SSC	0.271	0.133	0.487	0.111	0.143	0.190	0.342	0.196	0.399	0.320
TMS	0.288	0.239	0.579	0.117	0.391	-0.124	0.699	0.290	0.647	0.001
TNA	0.431	0.027	0.489	0.231	0.397	0.155	0.622	0.086	0.386	0.096
TRI	0.010	0.237	0.463	0.207	-0.230	0.016	0.562	0.306	0.484	-0.196
TS4	0.211	0.167	0.140	-0.085	-0.100	0.214	0.112	0.081	-0.031	-0.079
TYA	0.192	0.181	0.036	-0.081	0.346	0.090	0.296	-0.079	0.078	0.224
VF1	-0.170	0.140	-0.140	0.007	0.120	0.263	0.081	0.100	0.183	0.088
VNM	0.162	0.381	0.238	0.155	-0.051	0.362	0.277	-0.018	-0.098	-0.070
VTC	0.133	-0.043	0.085	0.449	0.387	0.166	0.110	0.027	0.237	0.002

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006 (tiếp theo)

Năm 6: 38 cổ phiếu

	NKD	PMS	PNC	REE	RHC	SAM	SAV	SFC	SGH	SSC
AGF	0.006	-0.077	0.009	0.214	0.129	0.068	-0.003	0.085	-0.249	0.096
BBC	0.619	0.490	-0.167	0.071	-0.076	0.239	0.412	0.031	0.125	0.470
BBT	0.046	-0.002	0.314	-0.223	0.417	0.088	0.489	0.198	0.257	0.537
BPC	-0.069	0.107	0.230	0.180	-0.115	-0.208	0.004	0.034	0.240	0.150
BT6	0.171	0.118	0.017	0.182	0.131	0.262	0.706	0.381	0.114	0.507
BTC	-0.009	-0.057	0.260	0.356	-0.088	0.049	0.107	0.069	0.170	0.336
CAN	0.273	0.204	0.236	-0.168	0.180	-0.012	0.399	-0.004	0.011	0.212
CII	0.279	-0.050	-0.003	0.006	0.139	0.466	0.216	0.039	0.065	-0.094
DHA	0.219	0.083	-0.011	-0.080	-0.014	0.306	0.514	0.124	0.021	0.357
DPC	0.135	0.187	-0.040	-0.092	0.339	0.131	0.142	0.124	-0.049	0.318
GIL	0.038	-0.235	0.251	0.187	0.061	0.218	0.256	0.221	0.127	0.271
GMD	-0.051	0.007	0.313	0.345	-0.051	0.334	0.391	0.110	0.566	0.133
HAP	0.436	0.594	-0.288	0.016	0.102	0.060	0.417	0.165	0.084	0.487
HAS	0.122	0.087	-0.052	-0.159	0.198	0.017	-0.010	0.033	0.209	0.111
HTV	0.183	0.153	-0.055	0.028	0.188	-0.145	0.283	0.169	0.100	0.143
KDC	0.120	0.121	0.141	-0.042	-0.367	-0.053	0.065	0.119	0.265	0.190
KHA	0.126	0.133	-0.120	0.128	0.232	0.229	0.656	0.316	0.089	0.342
LAF	0.007	0.202	0.050	0.039	0.084	0.008	0.234	0.147	-0.048	0.196
MHC	0.393	0.397	0.023	0.119	-0.120	0.047	0.504	0.153	0.055	0.399
NHC	0.031	0.138	0.587	-0.059	0.412	0.327	0.024	0.095	-0.317	0.320
NKD	1.000	0.642	0.035	0.020	0.179	0.088	0.182	0.185	0.031	0.197
PMS	0.642	1.000	0.075	-0.011	-0.064	0.005	0.113	-0.069	0.153	0.025
PNC	0.035	0.075	1.000	0.229	-0.352	-0.164	0.112	0.137	0.281	0.016
REE	0.020	-0.011	0.229	1.000	0.229	0.043	0.188	0.435	0.099	0.043
RHC	0.179	-0.064	-0.352	0.229	1.000	0.094	0.079	0.394	0.049	0.313
SAM	0.088	0.005	-0.164	0.043	0.094	1.000	0.498	-0.056	0.273	0.068
SAV	0.182	0.113	0.112	0.188	0.079	0.498	1.000	0.361	0.240	0.456
SFC	0.185	-0.069	0.137	0.435	0.394	-0.056	0.361	1.000	-0.055	0.123
SGH	0.031	0.153	0.281	0.099	0.049	0.273	0.240	-0.055	1.000	0.032
SSC	0.197	0.025	0.016	0.043	0.313	0.068	0.456	0.123	0.032	1.000
TMS	0.177	0.281	0.094	0.178	0.139	0.176	0.752	0.438	0.073	0.438
TNA	0.125	0.030	0.029	0.300	-0.071	-0.016	0.331	0.169	0.087	0.283
TRI	-0.005	0.141	0.303	0.045	0.124	0.045	0.580	0.269	0.169	0.387
TS4	0.056	0.096	0.147	0.222	0.020	-0.086	0.174	0.288	0.038	0.058
TYA	0.244	0.046	0.115	0.271	0.339	0.081	0.200	0.350	0.109	-0.322
VF1	0.174	-0.085	0.256	-0.192	0.395	0.144	0.091	0.266	0.203	-0.086
VNM	-0.228	0.043	0.079	-0.012	0.036	-0.108	0.041	-0.082	0.339	0.192
VTC	-0.091	0.071	0.002	0.330	-0.101	0.102	0.252	0.123	-0.101	0.009

Phụ lục 02: Hệ số tương quan giữa các chứng khoán giai đoạn 2000-2006 (tiếp theo)

Năm 6: 38 cổ phiếu

	TMS	TNA	TRI	TS4	TYA	VF1	VNM	VTC
AGF	0.191	0.019	-0.034	0.123	0.143	-0.132	-0.143	0.016
BBC	0.573	0.362	0.327	0.005	-0.014	0.012	0.085	0.040
BBT	0.521	0.342	0.630	0.057	-0.038	0.278	0.135	-0.110
BPC	0.120	0.209	-0.107	0.432	0.207	0.145	0.157	0.158
BT6	0.703	0.197	0.503	0.121	0.022	-0.279	0.013	0.133
BTC	0.023	0.038	0.076	-0.013	0.409	-0.183	-0.256	0.026
CAN	0.299	0.099	0.417	0.310	-0.198	0.125	-0.012	0.151
CH	0.072	0.039	0.106	-0.040	0.157	0.179	0.120	0.039
DHA	0.619	0.335	0.544	-0.098	0.171	0.184	-0.016	0.069
DPC	0.080	0.530	0.099	-0.087	0.229	0.257	-0.093	0.161
GIL	0.288	0.431	0.010	0.211	0.192	-0.170	0.162	0.133
GMD	0.239	0.027	0.237	0.167	0.181	0.140	0.381	-0.043
HAP	0.579	0.489	0.463	0.140	0.036	-0.140	0.238	0.085
HAS	0.117	0.231	0.207	-0.085	-0.081	0.007	0.155	0.449
HTV	0.391	0.397	-0.230	-0.100	0.346	0.120	-0.051	0.387
KDC	-0.124	0.155	0.016	0.214	0.090	0.263	0.362	0.166
KHA	0.699	0.622	0.562	0.112	0.296	0.081	0.277	0.110
LAF	0.290	0.086	0.306	0.081	-0.079	0.100	-0.018	0.027
MHC	0.647	0.386	0.484	-0.031	0.078	0.183	-0.098	0.237
NHC	0.001	0.096	-0.196	-0.079	0.224	0.088	-0.070	0.002
NKD	0.177	0.125	-0.005	0.056	0.244	0.174	-0.228	-0.091
PMS	0.281	0.030	0.141	0.096	0.046	-0.085	0.043	0.071
PNC	0.094	0.029	0.303	0.147	0.115	0.256	0.079	0.002
REE	0.178	0.300	0.045	0.222	0.271	-0.192	-0.012	0.330
RHC	0.139	-0.071	-0.124	0.020	0.339	0.395	0.036	-0.101
SAM	0.176	-0.016	0.045	-0.086	0.081	0.144	-0.108	0.102
SAV	0.752	0.331	0.580	0.174	0.200	0.091	0.041	0.252
SFC	0.438	0.169	0.269	0.288	0.350	0.266	-0.082	0.123
SGH	0.073	0.087	0.169	0.038	0.109	0.203	0.339	-0.101
SSC	0.438	0.283	0.387	0.058	-0.322	-0.086	0.192	0.009
TMS	1.000	0.449	0.661	0.164	0.313	-0.085	0.185	0.222
TNA	0.449	1.000	0.430	0.234	0.212	0.153	0.193	0.349
TRI	0.661	0.430	1.000	0.002	0.115	0.141	0.218	0.164
TS4	0.164	0.234	0.002	1.000	0.124	0.015	0.175	-0.066
TYA	0.313	0.212	0.115	0.124	1.000	-0.013	0.259	0.266
VF1	-0.085	0.153	0.141	0.015	-0.013	1.000	0.060	0.158
VNM	0.185	0.193	0.218	0.175	0.259	0.060	1.000	0.000
VTC	0.222	0.349	0.164	-0.066	0.266	0.158	0.000	1.000

Phụ lục 03: Phương pháp tính chỉ số giá cổ phiếu VN-Index

Hiện nay, các nước trên thế giới sử dụng 5 phương pháp để tính chỉ số giá cổ phiếu, đó là: (1) Phương pháp Passcher; (2) Phương pháp Laspeyres; (3) Chỉ số giá bình quân Fisher; (4) Phương pháp số bình quân giản đơn và (5) Phương pháp bình quân nhân giản đơn. Hiện tại, chỉ số giá cổ phiếu của Việt Nam đang được tính theo phương pháp Passcher.

Phương pháp Passcher là phương pháp tính chỉ số giá cổ phiếu thông dụng nhất và nó là chỉ số giá bình quân gia quyền với quyền số là số lượng chứng khoán niêm yết thời kỳ tính toán. Kết quả tính sẽ phụ thuộc vào cơ cấu quyền số thời kỳ tính toán.

Công thức tính như sau:

$$I_p = \frac{\sum_{i=1}^n q_i * p_i}{\sum_{i=1}^n q_i * p_0}$$

Trong đó: I_p : Là chỉ số giá Passcher

p_t : Là giá thời kỳ t

p_0 : Là giá thời kỳ gốc

q_i : Là khối lượng (quyền số) thời điểm t hoặc cơ cấu

i : Là cổ phiếu i tham gia tính chỉ số giá

n: Là số lượng cổ phiếu đưa vào tính chỉ số

Kết quả tính theo phương pháp Passcher sẽ phụ thuộc vào cơ cấu quyền số (cơ cấu chứng khoán niêm yết) tại thời điểm tính toán.

Các chỉ số KOSPI (Hàn quốc); S&P500(Mỹ); FT-SE 100 (Anh); TOPIX (Nhật); CAC (Pháp); TSE (Đài loan); Hangseng (Hồng công); các chỉ số của Thụy Sĩ... và VN-Index của Việt Nam cũng đang áp dụng phương pháp này.

Phụ lục 04: Danh mục các công ty niêm yết tại TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh

Công ty niêm yết	Mã CK	KL Niêm yết	Ngày G.địch đầu tiên
1. CTCP XNK Thủy sản An Giang	AGF	6.388.034	02/05/02
2. CTCP Bánh kẹo Biên Hòa	BBC	5.600.000	19/12/01
3. CTCP Bông Bạch Tuyết	BBT	6.840.000	15/03/04
4. CTCP Nhựa Bình Minh	BMP	10.718.000	11/07/06
5. CTCP Bao bì Bim Sơn	BPC	3.800.000	11/04/02
6. CTCP Bê tông 620-Châu Thới	BT6	5.882.690	18/04/02
7. CTCP Cơ khí và Xây dựng Bình Triệu	BTC	1.261.345	21/01/02
8. CTCP Đồ hộp Hạ Long	CAN	3.500.000	22/10/01
9. CTCP Đầu tư và hạ tầng kỹ thuật Tp.HCM	CII	30.000.000	18/05/06
10. CTCP Gạch men Chang Yih	CYC	1.990.530	31/07/06
11. CTCP Hóa An	DHA	3.849.962	14/04/04
12. CTCP Nhựa Đà Nẵng	DPC	1.587.280	28/11/01
13. CTCP Full Power	FPC	1.914.611	25/07/06
14. CTCP SXKD và XNK Bình Thạnh	GIL	4.550.000	02/01/02
15. CTCP Đại lý Liên hiệp vận chuyển	GMD	34.795.315	22/04/02
16. CTCP Giấy Hải Phòng	HAP	3.850.251	04/08/00
17. CTCP Xây lắp Bưu điện Hà Nội	HAS	1.998.840	19/12/02
18. CTCP Vận tải Hà Tiên	HTV	4.800.000	05/01/06
19. CTCP Kinh đô	KDC	29.999.980	12/12/05
20. CTCP Xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	3.291.750	19/08/02
21. CTCP Chế biến hàng XNK Long An	LAF	3.819.680	15/12/00
22. CTCP Hàng Hải Hà Nội	MHC	6.705.640	21/03/05
23. CTCP Gạch ngói Nhị Hiệp	NHC	1.336.061	16/12/05
24. CTCP CB Thực phẩm Kinh đô Miền Bắc	NKD	8.399.997	15/12/04

Phụ lục 04: Danh mục các công ty niêm yết tại TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh

(Tiếp theo)

Công ty niêm yết	Mã CK	KL Niêm yết	Ngày G.dịch đầu tiên
25. CTCP Cơ khí Xăng dầu	PMS	3.200.000	11/04/03
26. CTCP Văn hóa Phương Nam	PNC	3.000.000	11/07/05
27. CTCP Cơ điện lạnh	REE	28.174.274	28/07/00
28. CTCP Thủy điện RyNinh	RHC	3.200.000	15/06/06
29. CTCP Cáp và vật liệu viễn thông	SAM	28.080.000	28/07/00
30. CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex	SAV	6.500.000	09/05/02
31. CTCP Nhiên liệu Sài Gòn	SFC	1.700.000	21/09/04
32. CTCP Khách sạn Sài Gòn	SGH	1.766.300	16/07/01
33. CTCP ĐTPT Đô thị và Khu CN Sông Đà	SJS	5.000.000	06/07/06
34. CTCP Giống cây trồng Miền Nam	SSC	6.000.000	01/03/05
35. Ngân hàng TMCP Sài Gòn-Thương tín	STB	189.947.299	12/07/06
36. CTCP Transimex Sài Gòn	TMS	4.290.000	04/08/00
37. CTCP Thương mại XNK Thiên Nam	TNA	1.300.000	20/07/05
38. CTCP Nước giải khát Sài Gòn	TRI	4.548.360	28/12/01
39. CTCP Thủy sản số 4	TS4	3.000.000	08/08/02
40. CTCP Dây và cáp điện Taya Việt Nam	TYA	4.201.440	15/02/06
41. CTCP Viễn Liên	UNI	1.000.000	03/07/06
42. CTCP Vinafco	VFC	5.575.627	24/07/06
43. CTCP Sữa Việt Nam	VNM	159.000.000	19/01/06
44. CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hinh	VSH	125.000.000	18/07/06
45. CTCP Viễn thông VTC	VTC	2.415.000	12/02/03
46. Chứng chỉ quỹ đầu tư CK Việt Nam	VFMVF1	20.000.000	08/11/04

“Nguồn: Phòng Thông tin thị trường-TTGDCK Tp.HCM- Số liệu đến ngày 31/07/2006”

**Phụ lục 05: Danh mục các công ty chứng khoán thành viên
TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh**

Số TT	Công ty chứng khoán	Viết tắt
01	CTCP Chứng khoán Bảo Việt	BVSC
02	CT TNHH Chứng khoán Ngân hàng Á Châu	ACBS
03	CTCP Chứng khoán Đệ Nhất	FSC
04	CTCP Chứng khoán Hải Phòng	HASECO
05	CTCP Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh	HSC
06	CT TNHH Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư	BSC
07	CT TNHH Chứng khoán Ngân hàng Công thương	IBS
08	CT TNHH Chứng khoán Ngân hàng Nông nghiệp	AGRISECO
09	CT TNHH Chứng khoán Ngân hàng Ngoại Thương	VCBS
10	CTCP Chứng khoán Sài Gòn	SSI
11	CTCP Chứng khoán Thăng Long	TSC
12	CTCP Chứng khoán Mê Kông	MSC
13	CT TNHH Chứng khoán Ngân hàng Đông Á	DAS
14	CTCP Chứng khoán Đại Việt	DVSC

“Nguồn: Phòng Quản lý thành viên - TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh”