

Mô hình kinh tế lượng xác định mức độ thông tin bất cân xứng: Tình huống thị trường chứng khoán TP.HCM

PGS.TS. NGUYỄN TRỌNG HOÀI & LÊ AN KHANG

Đại học kinh tế TP.HCM

Không kể đến tình hình thị trường chứng khoán ảm đạm như hiện nay, ở những lúc thị trường được xem là năng động và phát triển nhất như thời gian đầu của năm 2007, thị trường chứng khoán vẫn còn nhiều vấn đề còn tồn tại cần phải khắc phục để thị trường phát triển tốt và bền vững. Điển hình là tình trạng mất cân bằng giữa cung và cầu chứng khoán khá lớn, chính sách điều hành vĩ mô chưa phù hợp với thị trường, hành vi giao dịch của nhà đầu tư còn mang tính bầy đàn khá cao, thông tin về công ty niêm yết còn khá mơ hồ, cơ sở hạ tầng phục vụ thị trường chưa đáp ứng được nhu cầu phát triển, khung pháp lý điều chỉnh chưa bao quát và hiện còn nhiều thay đổi không ổn định, giao dịch nội gián vẫn chưa được răn đe đúng mức, việc đặt hủy lệnh hoặc nhằm “room” còn khá phổ biến v.v...

Một trong những nguyên nhân quan trọng có thể làm cho thị trường thất bại là trình trạng thông tin bất cân xứng công ty niêm yết đối với nhà đầu tư. Hiện có rất nhiều thông tin về công ty niêm yết đã và đang được công bố, nhưng độ tin cậy lại không cao hoặc có những thông tin ảnh hưởng lớn đến quyết định mua hay bán của nhà đầu tư thì rất khó tìm kiếm như chi phí nghiên cứu và đầu tư phát triển, các bài phân tích các chỉ số lợi nhuận, các yếu tố đầu vào để dự báo các chỉ số kế hoạch, cơ cấu và số lượng cổ đông có công bố nhưng chưa đầy đủ và đồng bộ, các kế hoạch hợp tác và định hướng

dài hạn chưa đủ tin cậy và nhiều khi còn mang tính thổi phồng. Vì có hiện tượng thông tin bất cân xứng trên nên giá cổ phiếu của các công ty niêm yết còn được định giá khá chủ quan. Mỗi người nhận định theo một kiểu và như thế rất bị tác động bởi những thông tin khác, đặc biệt là các tin đồn. Chính vì thế mà thị trường luôn biến động thất thường và có thể hay gặp sự cố đảo chiều bất lợi với tốc độ cao.

Để xác định mức độ thông tin bất cân xứng trên thị trường và đề ra các giải pháp hạn chế mức độ bất cân xứng nêu trên, bài viết này nhóm tác giả chọn phạm vi nghiên cứu là thị trường chứng khoán tại TP.HCM và dữ liệu nghiên cứu bắt đầu từ ngày 02/01/2007 đến 28/12/2007.

Giải thiết nghiên cứu:

Sau khi quan sát các biểu hiện thông tin bất cân xứng tại thị trường chứng khoán Việt Nam

chúng tôi đưa ra hai giả thiết nghiên cứu chính là: a) Mức độ thông tin bất cân xứng tại thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và TP.HCM nói riêng tồn tại ở mức độ cao; và b) Giá chứng khoán không chỉ do cung cầu mà còn do yếu tố tâm lý đám đông quyết định.

Mô hình đo lường mức độ thông tin bất cân xứng

Hệ quả của thông tin bất cân xứng là lựa chọn bất lợi và tâm lý ỷ lại. Trong đó thông qua chi phí lựa chọn bất lợi, chúng ta có thể đánh giá được mức



độ thông tin bất cân xứng của nhà đầu tư về các công ty niêm yết hiện nay là cao hay thấp.

(a) Mô hình đo lường chi phí lựa chọn bất lợi

Một trong những mô hình phổ biến được dùng để đo lường chi phí lựa chọn bất lợi là mô hình của Glosten và Harris (1988) và theo nhóm tác giả thì mô hình này khá phù hợp với việc đo lường trong điều kiện giao dịch của thị trường chứng khoán TP.HCM hiện nay. Mô hình xác định chi phí lựa chọn bất lợi được thiết lập dựa trên sự biến đổi giá giao dịch (Bid-Ask Spread) tại các thời điểm:

$$P_t - P_{t-1} = c_0(Q_t - Q_{t-1}) + c_1(Q_t V_t - Q_{t-1} V_{t-1}) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + e_t \quad [1]$$

Trong đó:

P_t và P_{t-1} : là giá cổ phiếu tại thời điểm t và $t-1$
 Q_t là chỉ số giao dịch của cổ phiếu tại thời điểm t , Q_t bằng +1 nếu là người mua và bằng -1 nếu là người bán. Do trong khoảng thời gian ngắn, gần như là cùng một thời điểm có rất nhiều giao dịch được khớp lệnh nên rất khó xác định được Q_t . Vì thế có thể gộp các giao dịch đó làm thành một giao dịch (Lee và Ready, 1991 trích trong Serednyakov, 2005) và Q_t được xác định như sau:

- Giao dịch Q_t bằng +1 nếu tại thời điểm giao dịch $P_t > P_{t-1}$
- Giao dịch Q_t bằng -1 nếu tại thời điểm giao dịch $P_t < P_{t-1}$
- Giao dịch Q_t bằng Q_{t-1} nếu tại thời điểm giao dịch $P_t = P_{t-1}$

V_t là lượng giao dịch cổ phiếu tại thời điểm t

c_0, c_1, z_0, z_1 là các hệ số của mô hình [1] nói trên.

e_t : là sai số của phương trình (khi có sự thay đổi thông tin).

Theo Glosten & Harris thì thành phần sự biến thiên của giá giao dịch gồm có ba thành phần: chi phí lựa chọn bất lợi, chi phí xử lý đặt lệnh và chi phí lưu trữ. Trong đó, chi phí lựa chọn bất lợi được xác định là $Z_0 = 2(z_0 + z_1 V_t)$, phần còn lại chi phí xử lý đặt lệnh và chi phí lưu trữ được xác định là $C_0 = 2(c_0 + c_1 V_t)$. Thành phần lựa chọn bất lợi (được gọi là) được xác định: $ASC = Z_0 / (Z_0 + C_0)$. Để xác định được chi phí lựa chọn bất lợi hay thành phần lựa chọn bất lợi, V_t được xác định bằng cách tính theo lượng giao dịch cổ phiếu bình quân trên thị trường của một loại cổ phiếu.

(b) Đo lường các biến thông tin

Để xem xét yếu tố thông tin nào tác động chủ yếu đến tình trạng bất cân xứng thông tin như hiện nay, nhóm tác giả đã dựa theo nghiên cứu của Ness và các cộng sự (2001), dựa theo theo hàm hồi quy:

$$TC = f(INTGTA, MB, MVE, VOL, LEVG, PRI, VAR, SIGR, SIGVOL, ANLYST, ERRE, DISP, RD-SALES, PINST, INST). \quad [2]$$

Trong đó:

TC là chi phí lựa chọn bất lợi theo giá. Đo lường bằng công thức $TC = Z_0/P$

INTGTA là tỷ số giữa tài sản vô hình và tổng tài sản. Đo lường INTGTA bằng tỷ số tài sản vô hình/tổng tài sản. Do rất khó xác định được giá trị tài sản vô hình nên nhà đầu tư cũng rất khó xác

định được cơ cấu tài sản. Vì vậy thông tin bất cân xứng sẽ càng cao khi công ty có giá trị tài sản vô hình lớn, do vậy kỳ vọng cho mối quan hệ này là đồng biến với TC.

MB là tỷ số giá trị thị trường và sổ sách. Đo

$$MB = \frac{CSxP + A - E}{A}$$

lường bằng A . Trong đó: CS là số lượng cổ phiếu phát hành, P là giá mỗi cổ phiếu, A là tổng tài sản của công ty, E vốn cổ chủ sở hữu. MB được xem là chỉ tiêu để đánh giá cơ hội phát triển của công ty (Scherr và Hulburt, 2001 trích trong Ness và các cộng sự, 2001), cơ hội phát triển càng cao thì thông tin bất cân xứng càng cao do khó kiểm soát quá trình đầu tư và thẩm định dự án tiềm năng. Do vậy, kỳ vọng là MB sẽ đồng biến với TC.

MVE là giá trị thị trường của vốn cổ phần. Đây được xem là chỉ tiêu biểu thị độ lớn của công ty niêm yết. Vì công ty càng lớn thì càng dễ dàng đạt được thông tin về nó, nên thông tin bất cân xứng sẽ giảm khi công ty có quy mô lớn. Do vậy, kỳ vọng MVE sẽ nghịch biến với TC.

VOL là số lượng cổ phiếu giao dịch trung bình trong một ngày, SIGVOL là độ lệch chuẩn của lượng cổ phiếu giao dịch hàng ngày. Theo Ness và cộng sự (2001) cho rằng số lượng cổ phiếu được giao dịch càng ít thì vấn đề thông tin càng lớn. Tức thông tin bất cân xứng càng cao khi số lượng cổ phiếu giao dịch càng ít, do vậy kỳ vọng VOL sẽ nghịch biến với TC.

LEVG là tỷ số nợ dài hạn từ một năm trở lên và tổng tài sản hay còn gọi là đòn bẩy tài chính. Đo lường bằng $LEVG = (\text{nợ dài hạn} + \text{nợ đến hạn trong 1 năm})/\text{tổng tài sản}$. Theo nhiều nghiên cứu cho rằng đòn bẩy tài chính lớn sẽ làm cho giá trị tài sản của công ty không ổn định và lợi nhuận đạt được cũng không ổn định. Vì thế bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư và công ty có thể càng lớn, do vậy kỳ vọng LEVG sẽ đồng biến với TC.

PRI là giá cổ phiếu trung bình. Thông tin sẽ phản ánh trực tiếp vào giá cổ phiếu. Thông tin tốt sẽ làm cho giá tăng và ngược lại. Tuy nhiên, trên thị trường hiện nay thì bao hàm cả thông tin tốt và thông tin bất cân xứng, do vậy kỳ vọng PRI có thể (-/+) nghịch biến hoặc đồng biến với TC.

VAR là sai số của suất sinh lợi hàng ngày của cổ phiếu (daily stock return); SIGR là độ lệch chuẩn của suất sinh lợi hàng ngày của cổ phiếu. Trong đó suất sinh lợi hàng ngày chủ yếu được tính thông qua sự biến đổi giá trong ngày theo $[(P_{t+1}-P_t)/P_t]$. Các chỉ số VAR và SIGR biểu thị sự ổn định của suất sinh lợi, vì thế thông tin càng không cân xứng thì độ ổn định càng kém, do vậy kỳ vọng VAR và SIGR sẽ đồng biến với TC.

ANLYST là số lượng người phân tích về khả năng đạt được lợi nhuận của mỗi cổ phiếu. Số lượng nhà phân tích tăng lên thì sẽ có nhiều thông tin được phân tích và điều này sẽ cung cấp nhiều thông tin hơn (Brennan và Subrahmanyam, 1995),

do vậy kỳ vọng ANLYST sẽ nghịch biến với TC.
 ERRE là sai số lợi nhuận dự báo được đo lường bằng $ERRE = (\text{thu nhập trên mỗi cổ phần ở năm hiện tại} - \text{thu nhập trên mỗi cổ phần bình quân}) / \text{thu nhập trên mỗi cổ phần ở năm hiện tại}$. DISP là bằng độ lệch chuẩn của lợi nhuận dự báo chia cho lợi nhuận dự báo bình quân. Đây là 2 chỉ tiêu phản ánh độ ổn định của lợi nhuận mà công ty đạt được. Công ty càng có lợi nhuận thay đổi thì thông tin bất cân xứng càng cao. Vì vậy kỳ vọng của ERRE và DISP là đồng biến với TC.

RDSALES là bằng chi phí nghiên cứu phát triển chia cho tổng doanh số bán. Nghiên cứu phát triển sẽ cho kết quả trong tương lai, kết quả này có thể đạt được hoặc không đạt được. Vì vậy chi phí nghiên cứu phát triển biểu thị cho sự không chắc chắn nên nó càng cao thì thông tin bất cân xứng sẽ càng cao, do vậy kỳ vọng RDSALES là đồng biến với TC.

PINST là tỷ lệ phần trăm nắm giữ cổ phần của các cổ đông là tổ chức, INST là số cổ đông là tổ chức. Công ty niêm yết càng có nhiều cổ đông là tổ chức thì càng phải chia sẻ thông tin cho các tổ chức này. Vì vậy thông tin bất cân xứng sẽ giảm khi có nhiều tổ chức là cổ đông, do vậy kỳ vọng INST và PINST sẽ nghịch biến với TC

Do điều kiện thực tế không thể thu thập số liệu các biến thông tin ANLYST, ERRE, DISP, RDSALE, PINST, INST nên mô hình nghiên cứu áp dụng chỉ giới hạn:

$TC = f(\text{INTGTA, MB, MVE, VOL, LEVG, PRI, VAR, SIGR, SIGVOL})$. [3]

Quy trình nghiên cứu:

Quy trình nghiên cứu được mô tả theo năm (5) bước dưới đây và được tóm tắt trong sơ đồ quy trình nghiên cứu:

Bước 1: Chạy hồi quy mô hình của Glosten & Harriss $P_t - P_{t-1} = c_0(Q_t - Q_{t-1}) + c_1(Q_t V_t - Q_{t-1} V_{t-1}) + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + e_{jt}$. Xác định các hệ số c_0, c_1, z_0, z_1 .

Bước 2: Tính các chỉ số:

- Chi phí lựa chọn bất lợi là $Z_0 = 2(z_0 + z_1 V_t)$,
- Chi phí xử lý đặt lệnh và chi phí lưu trữ là $C_0 = 2(c_0 + c_1 V_t)$.

- Thành phần lựa chọn bất lợi $ASC = Z_0 / (Z_0 + C_0)$.

Ghi chú: V_t được xác định theo lượng giao dịch cổ phiếu bình quân.

Bước 3: Loại bỏ các cổ phiếu có $1 < ASC$ hoặc $ASC < 0$.

Bước 4: Tính chi phí lựa chọn bất lợi/giá $TC = Z_0/P$ và loại bỏ các cổ phiếu có $TC > 0.05$ (vì biên độ dao động trong thời gian qua chỉ áp dụng 5%)

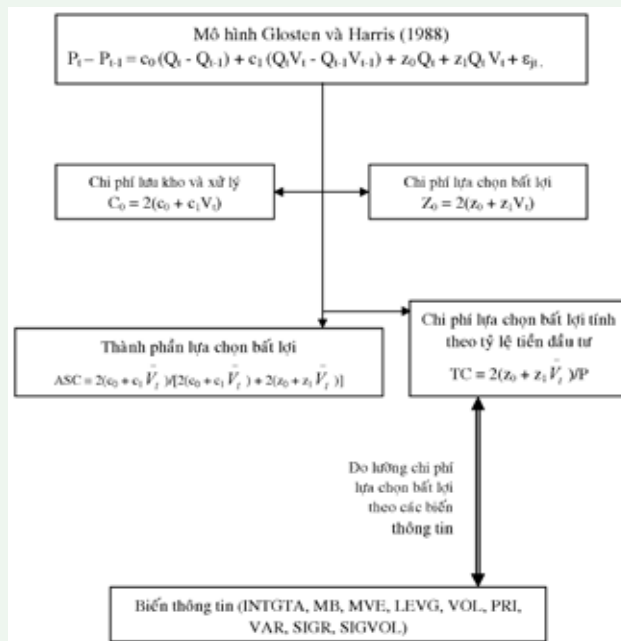
Bước 5: Đo lường TC theo các biến thông tin. $TC = f(\text{INTGTA, MB, MVE, VOL, LEVG, PRI, VAR, SIGR, SIGVOL})$.

Dữ liệu nghiên cứu

(a) Dữ liệu xác định chi phí lựa chọn bất lợi

Cụ thể có 104 công ty được niêm yết trước ngày 02/01/2007 trên thị trường chứng khoán TP.HCM và sẽ được chọn làm dữ liệu tính toán. Các số liệu về giá cổ phiếu (P_t), lượng giao dịch (V_t) cổ phiếu

Sơ đồ quy trình nghiên cứu



được tải về từ bảng báo giá chứng khoán hàng ngày của Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM từ ngày 02/01/2007 đến ngày 28/12/2007 theo địa chỉ: <http://www.vse.org.vn>.

Tính từ ngày 02/01/2007 đến ngày 28/12/2007 bộ dữ liệu được tác giả thu thập gồm 238 quan sát.

Số liệu của mỗi công ty được trích lọc và xử lý trên phần mềm Microsoft Excel:

- Xác định chỉ số giao dịch (Q_t): Q_t được xác định bằng 1 nếu giá giao dịch của cổ phiếu j tại thời điểm (t) lớn hơn hoặc bằng giá cổ phiếu j tại thời điểm (t-1) và Q_t bằng -1 nếu giá giao dịch của cổ phiếu j tại thời điểm (t) nhỏ hơn giá cổ phiếu j tại thời điểm (t-1).

- Trong trường hợp công ty thực hiện chính sách chia cổ tức hay phát hành thêm cổ phiếu thì giá tham chiếu (P_t) thấp hơn so với phiên trước khi thực hiện quyền. Nếu biên độ dao động của giá vượt quá -5% so với phiên trước thì Q_t được giả định bằng +1 và biên độ dao động giá tại thời điểm t được tính bằng $+5\%P_{t-1}$. Vì thông thường ngay tại thời điểm hưởng quyền (t), giá tuy giảm so với giá tại thời điểm t-1 nhưng lại tăng so với giá tham chiếu tại thời điểm t.

(b) Dữ liệu xác định mức độ thông tin bất cân xứng

Các số liệu về tài sản vô hình, tổng tài sản, vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn được lấy từ bảng cân đối kế toán và bảng cáo bạch của các công ty niêm yết.

Giá cổ phiếu, số lượng cổ phiếu giao dịch được thu thập từ ngày 02/01/2007 đến ngày 28/12/2007 và được tải từ trang web của Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM.

Các bảng cáo bạch và bảng cân đối kế toán của các công ty niêm yết được tải từ trang web của Ủy ban chứng khoán Nhà nước và trang web của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

(a) Kết quả mô hình đo lường chi phí lựa chọn bất lợi

Từ mô hình đo lường chi phí lựa chọn bất lợi của Glosthen & Harris (1988), nhóm tác giả đã tính được thành phần lựa chọn bất lợi và chi phí lựa chọn bất lợi theo như Bảng 1, 2 và 3 sau đây:

Bảng 1: Thành phần lựa chọn bất lợi

	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Số quan sát
ASC	0.906507	0.006812	0.912078	0.069473	0.733288	1.072060	104

Ghi chú: ASC là thành phần lựa chọn bất lợi

Bảng 2: Thành phần lựa chọn bất lợi có 0<ASC<1

	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Số quan sát
ASC	0.89660	0.00638	0.90679	0.06252	0.73329	0.99302	96

Bảng 3: Chi phí lựa chọn bất lợi trên mỗi cổ phiếu

	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Quan sát
TC	0.03961	0.00058	0.04036	0.00561	0.02795	0.04927	91

Ghi chú: TC là chi phí lựa chọn bất lợi/giá trung bình

Bảng 2 cho chúng ta thấy rằng thành phần lựa chọn bất lợi trung bình trong giao dịch chiếm 89,66% trong sự biến thiên của giá (ASC), chi phí này quả là rất cao so với các thị trường chứng khoán khác. Điển hình trên thị trường NYSE thành phần lựa chọn bất lợi trung bình chỉ là 38,9% (Ness và cộng sự, 2001).

Bảng 3 cho chúng ta thấy rằng chi phí lựa chọn bất lợi/giá trung bình là 3,96% (TC), tức khi nhà đầu tư tiến hành giao dịch cổ phiếu thì khả năng của người bất lợi về thông tin sẽ chịu chi phí lựa chọn bất lợi gần 4% của giá cổ phiếu (NYSE chưa đến 1% giá chứng khoán theo nghiên cứu của Ness và cộng sự).

(b) Kết quả mô hình thành phần lựa chọn bất lợi

Kết quả mô hình hồi quy không giới hạn

$$\begin{aligned}
 TC^2 = & 0.016003 - 0.000130INTGTA + 0.000246LMB^* \\
 & (0.842132) \quad (-1.554525) \quad (1.907079) \\
 & - 0.000221LMVE^{***} + 0.0000876LEVG + 0.000424LVOL^* - \\
 & (-3.401047) \quad (0.577191) \quad (1.681710) \\
 & 0.000450LPRI^{**} + 0.004977LVAR - 0.004593LSIGR - \\
 & (-2.439162) \quad (0.715293) \quad (-0.659257)
 \end{aligned}$$

0.000262LSIGVOL [mô hình không giới hạn 1]

(-0.974976)

R²: 0.427453

Ghi chú: * có ý nghĩa 10%, ** có ý nghĩa 5%, *** có ý nghĩa 1%;

TC² là TC bình phương; LMB, LMVE, LVOL, LPRI, LVAR, LSIGR và LSIGVOL lần lượt là log tương ứng của MB, MVE, VOL, PRI, VAR, SIGR và SIGVOL.

Kết quả hồi quy mô hình giới hạn

$$\begin{aligned}
 TC^2 = & 0.000704 + 0.000299LMB - 0.000316LMVE + \\
 & 1.116430 \quad (2.210792) \quad (-5.128069) \\
 & 0.000276LVOL + 0.0000656LPRI \quad [mô hình giới hạn 2] \\
 & (3.451733) \quad (0.596953)
 \end{aligned}$$

R²: 0.316378

Sau khi kiểm tra và loại trừ các biến có hiện tượng đa cộng tuyến, kiểm tra và khắc phục phương sai không đồng nhất, kết quả hồi qui như sau:

$$\begin{aligned}
 TC^2/LMVE = & -0.000212 + \\
 & 0.001529/LMVE + 0.000160LVOL/ \\
 & LMVE [3] \\
 & (-6.150045) \quad (3.339707) \\
 & (2.412818) \quad R^2: \\
 & 0.774245
 \end{aligned}$$

Phương trình [3] có thể được viết lại như sau:

$$\begin{aligned}
 TC^2 = & 0.001529 - 0.000212 \\
 & LMVE + 0.000160LVOL [4] \\
 & (3.339707) \quad (-6.150045) \\
 & (2.412818)
 \end{aligned}$$

Từ kết quả hồi qui [4], chúng ta có một số nhận xét sau:

LMVE – trong nghiên cứu của Ness và cộng sự (2001) thì biến LMVE chỉ là biến kiểm soát trong mô hình nên nó không được xem trọng. Tuy nhiên, nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường chứng khoán TP.HCM, LMVE có tương quan âm và có mức ý nghĩa thống kê 1%, đây là biến có độ tin cậy cao nhất trong mô hình. Dấu âm của LMVE thể hiện giá trị của công ty càng lớn hay có giá trị thị trường lớn sẽ có chi phí lựa chọn bất lợi càng nhỏ. Thực tế cho thấy thời gian qua các nhà đầu tư tại thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung và TP.HCM nói riêng chỉ quan tâm đến những công ty có qui mô lớn và danh tiếng, cổ phiếu của những công ty này thường được gọi là “Blue chip”. Vì vậy mà thông tin về những công ty này được các nhà đầu tư nắm khá rõ và thường xuyên cập nhật do tần xuất giao dịch trên thị trường cao và tính thanh khoản rất nhạy.

Việc LVOL có quan hệ đồng biến với TC², có thể giải thích cổ phiếu có số lượng giao dịch càng lớn thì chi phí lựa chọn bất lợi càng cao. Kết quả nghiên cứu này đã ngược lại kỳ vọng (theo Ness và cộng sự (2001) và cũng như các nghiên cứu trước thì lượng giao dịch của cổ phiếu có quan hệ nghịch với chi phí lựa chọn bất lợi). Thực tế diễn biến của thị trường chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn nghiên cứu chủ yếu do tâm lý

bầy đàn nên lượng giao dịch không phản ánh được rõ ràng cổ phiếu tốt hoặc cổ phiếu xấu (do cùng bán hoặc cùng mua tất cả cổ phiếu niêm yết trên sàn) hoặc rất khó phân biệt cổ phiếu của những công ty lớn được giao dịch nhiều hoặc công ty nhỏ giao dịch ít.

Gợi ý chính sách

Như mục tiêu mà bài viết đặt ra, một trong những cách thức để thị trường chứng khoán phát triển, hiệu quả và bền vững thì thông tin trên thị trường cần phải minh bạch và đầy đủ. Vì vậy việc làm giảm bất cân xứng thông tin của nhà đầu tư về công ty niêm yết sẽ làm cho nhà đầu tư đầu tư hiệu quả hơn, tức đầu tư vào những công ty có tiềm năng phát triển góp phần phát triển thị trường chứng khoán nói riêng và phát triển kinh tế nói chung. Căn cứ vào kết quả thực nghiệm nghiên cứu và thực trạng công bố thông tin trong thời gian vừa qua, các gợi ý chính sách mà nhóm tác giả đề nghị như sau:

Thứ nhất, chính sách đầu tiên mà nhóm tác giả muốn đề cập là phải gia tăng LMVE để hạ thấp chi phí lựa chọn bất lợi (TC^2), cũng là hạ thấp mức độ thông tin bất cân xứng về công ty niêm yết. Các gợi ý liên quan cụ thể như sau:

- Theo Nghị định 14/2007/NĐ-CP ban hành ngày 19/01/2007 thì sau hai năm kể từ ngày Luật có hiệu lực, tức ngày 01/01/2009 các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM phải nâng vốn điều lệ lên tối thiểu 80 tỷ đồng. Đây cũng là một giải pháp cần sớm được thực thi vì trước đây cho tới nay doanh nghiệp có vốn pháp định từ 10 tỷ đồng trở lên (theo Luật) được niêm yết đã trở nên quá thấp. Việc nâng cao qui định vốn pháp định sẽ giới hạn chỉ có những công ty có qui mô lớn mới được niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM.

- Chính phủ cần khuyến khích các tổng công ty, tập đoàn hay các công ty lớn cổ phần hóa để thị trường có nhiều công ty lớn niêm yết. Đây là giải pháp rất cần thiết vừa để gia tăng hàng hóa trên thị trường và cũng vừa để thị trường có thêm hàng hóa chất lượng cao, và đảm bảo tính cạnh tranh ngành càng mạnh.

Thứ hai, tạo ra một thị trường có lượng giao dịch ổn định (LVOL), giảm hiện tượng giao dịch theo bầy đàn. Vì vậy gợi ý cần đề ra là:

- Chính phủ cần phải khuyến khích các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân (chiếm 70% - nguồn: Vietstock) nên trang bị kiến thức về

chứng khoán khi tham gia đầu tư để tránh hoặc giảm bớt hiện tượng bầy đàn trong giao dịch.

- Cơ quan quản lý ngành nên thường xuyên đưa ra các phân tích, cảnh báo về diễn biến của thị trường trong những lúc thị trường tăng trưởng quá nóng hoặc quá lạnh để nhà đầu tư kém thông tin nhận định chính xác hơn về tình hình thị trường và từ đó sẽ có những quyết định mua - bán hợp lý.

Thứ ba, công ty niêm yết cần phải công bố (có nghĩa là thực hiện phát tín hiệu-Signaling) đầy đủ thông tin theo qui định, chính xác và kịp thời. Chính phủ cần bổ sung qui định công bố thông tin gồm các thông tin còn thiếu như chi phí nghiên cứu phát triển, qui định công bố đồng bộ về cơ cấu sở hữu cổ đông.

Cuối cùng, các cơ quan quản lý chuyên ngành cần phải thường xuyên thực hiện chức năng giám sát cả trực tiếp lẫn gián tiếp để các giao dịch chứng khoán trên thị trường được diễn ra công bằng và minh bạch.

Hạn chế

Nghiên cứu này tuy đã cho ra kết quả phản ánh khá đúng với thực tế (thông tin bất cân xứng cao), nhưng nếu khắc phục được một số hạn chế sau thì kết quả nghiên cứu sẽ có độ tin cậy cao hơn: (1) Chưa thể đo lường chi phí lựa chọn bất lợi theo nhiều mô hình (George Kaul và Nimalendran (1991), Lin, Sanger và Booth (1995), Roger D.Huang và Hans R.Stoll (1997....)); (2) Do thị trường còn nhỏ nên số quan sát để đo lường còn ít; (3) Do điều kiện thực tế không thể thu thập các biến ANLYST, ERRE, DISP, RDSALE, PINST, INST nên nghiên cứu này không thể xem xét các biến có thể gây ra vấn đề nội sinh theo mô hình Brennan và Subrahmanyam (1995) ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Báo điện tử Đảng cộng sản Việt Nam (2007) 'Xảy ra sự cố tại sàn chứng khoán TP.HCM', http://www.cpv.org.vn/print_preview.asp?id=BT2180737650, truy cập ngày 31/08/2007.
- Công ty chứng khoán ngân hàng ngoại thương 'Kiến thức chứng khoán', <http://www.vcb.com.vn/vietnam/ktck.asp>, truy cập ngày 15/08/2007.
- Đào Lê Minh (2002) Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Hà Nội: Nhà xuất bản chính trị quốc gia.
- Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19 tháng 01 năm 2007 của Thủ tướng Chính phủ về việc quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.
- Nguyễn Trọng Hoài (2006) 'Bất cân xứng về thông tin trên các thị trường tài chính'. Bài giảng cho học viên cao học, Đại học Kinh tế TP.HCM.
- Brennan, M.J., A. Subrahmanyam (1995) 'Investment analysis and price formation in securities markets', *Journal of Financial Economics*, 38(3) : 361-381.
- Glosten, L.R. and L. E. Harris (1988) 'Estimating the components of the bid/ask spread', *Journal of Financial Economics*, 21, 123-142.
- Các tài liệu khác.

