

Kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả ở mức độ yếu cho thị trường chứng khoán Việt Nam: trường hợp Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC

Mục tiêu của nghiên cứu này là kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả cho Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm dữ liệu thu nhập theo ngày của chỉ số thị trường (HASTC-Index) và 2 loại cổ phiếu được niêm yết trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội (GHA và VNR) trong khoảng thời gian từ ngày 14-7-2005 đến ngày 14-3-2007. Sử dụng kiểm định tự tương quan và kiểm định chuỗi, kết quả của nghiên cứu này đã chỉ ra rằng Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu.

1. Giới thiệu

Trong những thập niên gần đây, giả thuyết về thị trường hiệu quả (efficient market hypothesis - EMH) nhận được sự quan tâm đặc biệt của rất nhiều nhà nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính do những ý nghĩa quan trọng của nó về mặt kinh tế tài chính. Theo Fama (năm 1970), một thị trường được xem là hiệu quả nếu giá cả của hàng hóa phản ánh tất cả các thông tin sẵn có liên quan đến hàng hóa đó. Vì vậy, nếu một thị trường là hiệu quả thì các nhà đầu tư sẽ không có cơ hội kiếm được các khoản lợi nhuận bất thường (abnormal returns), nói một cách khác cơ hội nhận được lợi nhuận từ các khoản đầu tư vào các loại cổ phiếu của các nhà đầu tư là như nhau. Tuy nhiên, trong lĩnh vực tài chính, kết quả của nhiều nghiên cứu thực tế chỉ ra rằng phần lớn thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển là không hiệu quả (inefficiency), thậm chí là không hiệu quả ở mức độ thấp nhất (weak form)¹.

Mặc dù chỉ mới ra đời cách đây khoảng 7 năm, song thị trường chứng khoán Việt Nam đã thực sự trở thành một “hiện tượng”, thể hiện qua sự thay đổi thần kỳ của chỉ số và quy mô của thị trường. Trong thời gian đầu, thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ được biết đến thông qua một trung tâm giao dịch là Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (TTGDCK TPHCM) với một số lượng rất ít các công ty đăng ký niêm yết. Hiện nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đang dần hoàn thiện với sự phát triển không ngừng về số lượng và giá trị giao dịch của Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (tiền thân là TTGDCK TPHCM) và sự ra đời của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội (TTGDCKHN) vào tháng 8-2005. Có thể nói thị trường chứng khoán Việt Nam đang từng bước thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư và góp phần làm cho hoạt động của thị trường vốn Việt Nam ngày càng sôi động hơn. Tuy nhiên, điều mà các nhà đầu tư cũng như những nhà quản lý thị trường quan tâm là với hoạt động sôi nổi như hiện nay thì thị trường chứng khoán Việt Nam có hiệu quả về mặt thông tin và thể hiện đầy đủ các chức năng vốn có của nó hay không. Nghĩa là thị trường có đảm bảo thực hiện được chức năng tạo ra môi trường đầu tư lành mạnh cho công chúng, tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán và đánh

Trương Đông Lộc, TS, Trường Đại học Cần Thơ.

1. Theo Fama (1970), tính hiệu quả của thị trường được chia làm 3 mức độ từ thấp đến cao như sau: mức độ yếu (weak form), mức độ khá mạnh (semi-strong form) và mức độ mạnh (strong form).

giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua giá trị của cổ phiếu hay không. Mục tiêu của nghiên cứu này là đi tìm câu trả lời cho các vấn đề được đặt ra ở trên.

2. Lược khảo các nghiên cứu liên quan đến giả thuyết thị trường hiệu quả ở mức độ yếu

Giả thuyết thị trường hiệu quả có một ý nghĩa hết sức quan trọng đối với các nhà đầu tư và các nhà nghiên cứu về thị trường tài chính. Vì vậy, trong những thập niên gần đây có rất nhiều nghiên cứu được công bố liên quan đến chủ đề này. Để phục vụ cho nghiên cứu của mình, trong phần này, chúng tôi sẽ giới thiệu một vài nghiên cứu điển hình đã được thực hiện liên quan đến giả thuyết thị trường hiệu quả ở mức độ yếu tại một số thị trường chứng khoán mới nổi (emerging stock markets).

Dickinson và Muragu (năm 1994) kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả ở mức độ yếu cho thị trường chứng khoán Nairobi (Ai Cập). Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là chuỗi giá cổ phiếu theo thời gian với tần số tuần và tháng của 30 loại cổ phiếu được niêm yết trên thị trường chứng khoán Nairobi từ năm 1979 đến năm 1985. Áp dụng kiểm định tự tương quan và kiểm định chuỗi, các tác giả đã kết luận rằng giả thuyết về thị trường hiệu quả được chấp nhận cho phần lớn các cổ phiếu được nghiên cứu.

Olowe (năm 1999) kiểm định giả thuyết về thị trường hiệu quả cho 59 cổ phiếu được niêm yết trên thị trường chứng khoán Nigeria. Số liệu sử dụng cho nghiên cứu này là chuỗi thu nhập của cổ phiếu theo thời gian với tần suất tháng trong khoảng thời gian từ tháng 1-1981 đến tháng 11-1992. Trong nghiên cứu này, tác giả chỉ sử dụng duy nhất một phương pháp kiểm định đó là kiểm định tự tương quan. Tương tự như kết quả nghiên cứu của Dickinson và Muragu (năm 1994), kết quả nghiên cứu của Olowe cho thấy rằng đa số các cổ phiếu đều không có hiện tượng tự tương quan ở mức ý nghĩa

5%. Điều đó có nghĩa là thị trường chứng khoán Nigeria là một thị trường hiệu quả ở cấp độ yếu.

Abeysekera (năm 2001) kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả cho thị trường chứng khoán Colombo (Sri Lanka). Số liệu mà tác giả sử dụng là chuỗi thu nhập theo tần suất ngày, tuần và tháng của hai chỉ số giá thị trường (SSI và FSI) trong giai đoạn từ tháng 1-1991 đến tháng 12-1996. Với kiểm định chuỗi, kết quả cho thấy các chuỗi thu nhập của chỉ số thị trường dù là theo ngày, tuần hay theo tháng cũng đều có những thay đổi không theo đúng bước đi ngẫu nhiên (random walk), điều đó chứng tỏ giả thuyết H_0 về thị trường hiệu quả cho thị trường chứng khoán Colombo đã bị bác bỏ (với mức ý nghĩa 5%). Ngoài ra, kết quả từ kiểm định tự tương quan cũng cho thấy rằng giả thuyết về thị trường hiệu quả ở mức độ yếu cho thị trường chứng khoán Colombo đã bị bác bỏ. Vì vậy, kết luận cuối cùng của nghiên cứu này là thị trường chứng khoán Colombo không hiệu quả ở mức độ yếu.

Wheeler và các cộng sự (năm 2002) nghiên cứu giả thuyết thị trường hiệu quả ở mức độ yếu cho thị trường chứng khoán Warsaw (Ba Lan). Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi giá cổ phiếu theo thời gian với tần suất ngày của 16 cổ phiếu niêm yết trên thị trường trong khoảng thời gian từ năm 1991 đến năm 1996. Cũng với hai phương pháp kiểm định là tự tương quan và kiểm định chuỗi, các tác giả đã có được những bằng chứng để đi đến kết luận rằng phần lớn các cổ phiếu được niêm yết không thỏa mãn yêu cầu về thị trường hiệu quả ở mức độ yếu.

Abraham và các cộng sự (năm 2002) kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả cho một số thị trường chứng khoán thuộc Vùng vịnh. Phương pháp kiểm định được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm kiểm định chuỗi và kiểm định hệ số phương sai. Đặc biệt là trong nghiên cứu này các tác giả còn sử dụng phương pháp ước lượng chỉ số thực để

loại trừ ảnh hưởng của việc thị trường giao dịch không thường xuyên (infrequent trading). Số liệu được sử dụng cho nghiên cứu này bao gồm chỉ số của 3 thị trường thuộc Vùng vịnh là Kuwait, Saudi Arabia và Bahrain trong khoảng thời gian từ tháng 10-1992 đến tháng 12-1998. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng giả thuyết thị trường hiệu quả bị bác bỏ cho cả ba thị trường. Tuy nhiên, khi dữ liệu được điều chỉnh cho ảnh hưởng của việc thị trường giao dịch không thường xuyên, thì kết quả nghiên cứu đã cho thấy rằng giả thuyết thị trường hiệu quả được chấp nhận cho tất cả các thị trường được nghiên cứu. Như vậy, giả thuyết về thị trường hiệu quả đã không thể bị bác bỏ cho một số thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển (thị trường chứng khoán Nairobi, thị trường chứng khoán Nigeria). Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu thực tế đã chỉ ra rằng thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển là không hiệu quả ở mức độ yếu (thị trường chứng khoán Colombo, thị trường chứng khoán Kuwait, Saudi Arabia và Bahrain).

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm dữ liệu thu nhập theo ngày của chỉ số thị trường (HASTC-Index) và 2 loại cổ phiếu niêm yết trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội, GHA (Công ty cổ phần Giấy Hải Âu) và VNR (Tổng công ty Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam), trong khoảng thời gian từ ngày 14-7-2005 (ngày Trung tâm bắt đầu phiên giao dịch đầu tiên) cho đến ngày 14-3-2007. Để có được dữ liệu thu nhập theo ngày, đầu tiên chúng tôi thu thập giá đóng cửa của chỉ số thị trường và 2 loại cổ phiếu được chọn để nghiên cứu. Sau đó thu nhập (return) giữa hai phiên liên kế được tính bởi công thức sau:

$$r_{it} = \log(p_{it}) - \log(p_{i,t-1}) = \log(p_{it} / p_{i,t-1})$$

Trong đó: r_{it} là thu nhập của cổ phiếu i ở thời điểm t , p_{it} là giá đóng cửa của cổ phiếu i tại ngày t và $p_{i,t-1}$ là giá đóng cửa của cổ phiếu i tại ngày $t-1$.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Kiểm định tự tương quan (Autocorrelation tests)

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả thì một thị trường được xem là hiệu quả khi giá cổ phiếu phản ánh toàn bộ và tức thời những thông tin liên quan đến chứng khoán đó. Do thông tin đến ngẫu nhiên nên nếu thị trường hiệu quả thì giá hoặc thu nhập của cổ phiếu tại thời điểm hiện tại và trong quá khứ là độc lập với nhau. Để kiểm định mối quan hệ này, người ta thường dùng hệ số tự tương quan. Hệ số tự tương quan được xác định như sau:

$$\rho_k = \frac{\sum_{t=1}^{N-k} (r_t - \bar{r})(r_{t+k} - \bar{r})}{\sum_{t=1}^N (r_t - \bar{r})^2}$$

Trong đó, ρ_k là hệ số tương quan giữa thu nhập của cổ phiếu tại thời điểm hiện tại và thời điểm trước đó ở độ trễ (lag) k ; r_t là thu nhập của cổ phiếu tại thời điểm t ; r_{t+k} là thu nhập của cổ phiếu tại thời điểm $t+k$; và \bar{r} là thu nhập trung bình của cổ phiếu trong suốt thời gian nghiên cứu.

Kiểm định này được thực hiện để kiểm tra xem thu nhập của cổ phiếu qua các phiên giao dịch có phải là hoàn toàn độc lập với nhau hay không. Nói cách khác, kiểm định này được thực hiện với giả thuyết H_0 là $\rho_k = 0$ với mọi k . Như vậy, giả thuyết H_0 sẽ bị bác bỏ khi giá trị ρ_k khác không, đồng nghĩa với thu nhập của cổ phiếu qua các phiên có mối quan hệ với nhau. Khi đó, giả thuyết về thị trường hiệu quả ở mức độ yếu sẽ bị bác bỏ.

Ngoài ra, trong nghiên cứu này chúng tôi còn sử dụng giá trị thống kê Q của kiểm định LB (Ljung - Box portmanteau statistic) để kiểm định giả thuyết H_0 là tất cả các hệ số tự tương quan với độ trễ k (ρ_k) đều bằng

không ($\rho_1 = \rho_2 = \rho_3 = \dots = \rho_k = 0$). Giá trị Q được xác định như sau:

$$Q_{1, N} = N(N + 2) \sum_{j=1}^k \frac{\rho_j^2}{N - j}$$

Với N là tổng số quan sát; p_j là hệ số tương quan thứ j. Với giả thuyết H_0 là tất cả các hệ số tự tương quan bằng không thì giá trị thống kê Q sẽ theo phân phối chi bình phương (chi-squared) với độ tự do bằng k. Nếu giả thuyết H_0 bị bác bỏ, điều đó có nghĩa là có ít nhất một hệ số tự tương quan ρ_k nào đó khác không và khi đó giả thuyết về thị trường hiệu quả sẽ bị bác bỏ.

3.2.1. Kiểm định chuỗi (Runs test)

Kiểm định chuỗi được sử dụng để kiểm định giả thuyết H_0 là sự thay đổi giá cổ phiếu theo thời gian là hoàn toàn ngẫu nhiên. Trong kiểm định chuỗi, một dãy số hoặc một tập hợp những quan sát biến đổi cùng chiều thì được gọi là một chuỗi. Điều này được thể hiện trong dữ liệu giá cổ phiếu như sau: một chuỗi tăng (+) là tập hợp những quan sát về giá (hoặc thu nhập) của cổ phiếu liên tục tăng, một chuỗi giảm bao gồm các quan sát giảm (-) về giá hay thu nhập của cổ phiếu liên tiếp nhau, và khi có các quan sát mà giá hay thu nhập của chúng khoán không đổi (0) qua các phiên kế nhau được gọi là chuỗi không đổi.

Kiểm định này dựa trên cơ sở là nếu dãy số liệu là ngẫu nhiên thì số lượng chuỗi thực tế trong dãy số liệu sẽ gần bằng với giá trị kỳ vọng về số lượng chuỗi trong dãy đó. Tổng số chuỗi kỳ vọng được tính như sau:

$$m = \frac{\left\{ N(N + 1) - \sum_{i=1}^3 n_i^2 \right\}}{N}$$

Trong đó, N là tổng số quan sát; n_i là số lần thay đổi về thu nhập của cổ phiếu trong thời gian quan sát với $N = \sum_{i=1}^3 n_i$ ($i = 1$ cho thu nhập của cổ phiếu tăng, $i = 2$ cho thu nhập giảm và $i = 3$ cho thu nhập không thay đổi). Khi số quan sát trong mẫu lớn ($N > 30$)

thì m sẽ có phân phối chuẩn và sai số chuẩn (standard error) của m được xác định như sau:

$$\sigma_m = \left\{ \frac{\left\{ \sum_{i=1}^3 n_i^2 \left[\sum_{i=1}^3 n_i^2 + N(N + 1) \right] - 2N \sum_{i=1}^3 n_i^3 - N^3 \right\}}{N^2(N - 1)} \right\}^{1/2}$$

Giá trị thống kê Z được sử dụng để kiểm định xem số chuỗi thực tế có bằng với số chuỗi kỳ vọng không được xác định bằng công thức sau:

$$Z = \frac{R \pm 0.5 - m}{\sigma_m}$$

Với R là số chuỗi thực tế, m là số chuỗi kỳ vọng và 0,5 là giá trị điều chỉnh cho tính liên tục (Wallis and Roberts, 1956) của số chuỗi. Nếu $R \geq m$ thì giá trị điều chỉnh sẽ mang dấu âm (-0,5) và ngược lại nếu $R < m$, thì giá trị điều chỉnh sẽ mang dấu dương (+0,5).

Nếu giá trị $Z \geq |1,96|$ hoặc $Z \geq |2,576|$ thì giả thuyết H_0 về dữ liệu giá hoặc thu nhập của cổ phiếu thay đổi ngẫu nhiên sẽ bị bác bỏ với mức ý nghĩa tương ứng là 5% và 1%. Nói một cách khác là giả thuyết về thị trường hiệu quả sẽ bị bác bỏ.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả của kiểm định tự tương quan

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, một thị trường được xem là hiệu quả nếu giá cổ phiếu phản ánh toàn bộ các thông tin liên quan trên cổ phiếu đó. Điều đó có nghĩa là giá hoặc thu nhập của cổ phiếu ở thời điểm hiện tại độc lập với giá hoặc thu nhập của cổ phiếu đó tại những thời điểm trước đó. Chính vì thế, để có bằng chứng kết luận Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội có đạt hiệu quả ở mức độ yếu hay không, trong nghiên cứu này chúng tôi đã sử dụng kiểm định tự tương quan. Kết quả của kiểm định này cho chỉ số thị trường (HASTC-Index) và hai cổ phiếu (GHA và VNR) được trình bày ở bảng 1 dưới đây.

BẢNG 1: Kết quả kiểm định tự tương quan

Độ trễ (Lag)	HASTC-Index		GHA		VNR	
	Hệ số tự tương quan	Giá trị thống kê Q	Hệ số tự tương quan	Giá trị thống kê Q	Hệ số tự tương quan	Giá trị thống kê Q
1	0,038	0,5099	0,005	0,0092	-0,354 ^b	30,807 ^a
2	0,012	0,5639	0,148 ^a	7,6170 ^b	0,073 ^a	32,127 ^a
3	0,062	1,9119	0,099 ^a	11,023 ^b	-0,014	32,173
4	0,025	2,1270	0,107 ^a	15,010 ^a	0,052	32,839
5	-0,002	2,1279	0,070 ^a	16,713	-0,103 ^a	35,490 ^a
6	-0,028	2,3997	0,089 ^a	19,469	0,059	36,374
7	0,030	2,7203	0,045	20,193	-0,027	36,557
8	0,094 ^a	5,8783	0,066 ^a	21,753	-0,043	37,019 ^a
9	-0,044	6,5745	-0,037	22,227 ^a	-0,032	37,275 ^a
10	0,105 ^a	10,618	-0,005	22,235	0,007	37,285
11	0,100 ^a	14,271	-0,014	22,302	0,049	37,909
12	0,015	14,357	-0,161 ^a	31,571 ^a	-0,041	38,333
13	-0,043	15,042	-0,061 ^a	32,916 ^a	0,025	38,494
14	-0,006	15,054	-0,072 ^a	34,764	0,041	38,939
15	0,006	15,065	-0,003	34,766	0,041	39,369 ^a
16	-0,040	15,650	0,005	34,774 ^a	-0,010	39,397
17	0,078 ^a	17,932	0,045	35,514 ^a	0,006	39,405
18	0,138 ^a	25,027	-0,009	35,544	-0,033	39,688
19	0,070 ^a	26,867	-0,086 ^a	38,262 ^a	0,016	39,753
20	0,126 ^a	32,782 ^b	0,085 ^a	40,888 ^a	-0,004	39,757

Ghi chú: a, b tương ứng với mức ý nghĩa 1% và 5%

Đối với chỉ số thị trường, kết quả nghiên cứu được trình bày ở bảng 1 cho thấy rằng thu nhập của thị trường có sự tự tương quan với độ trễ (lag) là 8, 10, 11, 17, 18, 19, 20. Tất cả các hệ số tự tương quan này đều có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức 1%. Tất cả các hệ số tự tương quan đều có giá trị dương, điều đó có nghĩa là nếu chỉ số đóng cửa của thị trường tăng/giảm vào ngày hôm nay thì nó sẽ tiếp tục tăng/giảm vào ngày thứ 8, 10, 11, 17, 18, 19, 20 sau đó (chỉ tính các ngày có giao dịch). Đặc biệt là, kết quả của kiểm định Q cho thấy rằng giả thuyết H_1 về sự tự tương quan của thu nhập thị trường đã được chấp nhận ở mức ý nghĩa 5% cho độ trễ thứ 20. Như vậy, thu nhập của chỉ số thị trường không thay đổi một cách ngẫu nhiên mà giữa chúng có mối liên hệ với nhau. Nói cách khác, đã có những bằng chứng để kết luận rằng

Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu.

Kết quả kiểm định tự tương quan cho cổ phiếu GHA và VNR cũng cho thấy rằng có hiện tượng tự tương quan trong thu nhập của cổ phiếu. Cụ thể là, hệ số tự tương quan có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho độ trễ 2, 3, 4, 5, 6, 8, 12, 13, 14, 19, 20 đối với cổ phiếu GHA và ở độ trễ 1, 2, 5 đối với cổ phiếu VNR. Hơn thế nữa, kết quả của kiểm định Q còn cho thấy rằng giả thuyết H_0 về sự độc lập của thu nhập cổ phiếu đã bị bác bỏ cho độ trễ 2, 3, 4, 9, 12, 13, 16, 17, 19, 20 đối với GHA và cho độ trễ 1, 2, 5, 8, 9, 15 đối với VNR.

Dựa vào kết quả của kiểm định tự tương quan, chúng ta có thể kết luận rằng Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu.

4.2. Kết quả kiểm định chuỗi (Runs test)

Để bổ sung các bằng chứng củng cố cho kết luận Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu, nghiên cứu này còn sử dụng kiểm định chuỗi để kiểm định sự thay đổi của thu nhập cổ phiếu có ngẫu nhiên hay không. Kiểm định chuỗi

(kiểm định phi tham số) được cho là phù hợp hơn so với các kiểm định tham số (chẳng hạn như kiểm định tự tương quan) bởi vì dữ liệu theo thời gian của giá cổ phiếu thường không theo phân phối chuẩn. Kết quả của kiểm định chuỗi cho chỉ số thị trường và 2 loại cổ phiếu được trình bày ở bảng 2 dưới đây.

BẢNG 2: Kết quả kiểm định chuỗi cho chỉ số HASTC-INDEX, GHA và VNR

	HASTC-Index	GHA	VNR
Tổng số quan sát (N)	351	343	243
Số chuỗi mong đợi (m)	191	225	163
Số chuỗi thực tế quan sát (R)	167	175	119
Phân phối của giá trị mong đợi (σ_m)	9,02	8,59	7,32
Giá trị kiểm định Z (Z-Statistic)	-2,55 ^b	-5,74 ^a	-5,93 ^a

Ghi chú: a, b tương đương với mức ý nghĩa 1% và 5%

Kết quả kiểm định chuỗi cho thấy rằng sự thay đổi về thu nhập của cổ phiếu là không ngẫu nhiên. Cụ thể là, ở cả ba trường hợp chúng ta đều có những bằng chứng để bác bỏ giả thuyết H_0 về sự thay đổi ngẫu nhiên của thu nhập cổ phiếu, vì tổng số quan sát thực tế của chuỗi nhỏ hơn một cách có ý nghĩa so với số chuỗi mong đợi. Điều này dẫn đến giá trị kiểm định Z tính được cho chỉ số thị trường là -2,55, cho cổ phiếu GHA và VNR lần lượt là -5,74 và -5,93. Như vậy, giả thuyết H_0 về thị trường hiệu quả đã bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 1% đối với chỉ số thị trường và 5% đối với 2 loại cổ phiếu được nghiên cứu. Kết quả của kiểm định chuỗi đã bổ sung thêm bằng chứng để kết luận rằng Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu thu được từ kiểm định tự tương quan và kiểm định chuỗi cho thấy rằng Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội là không hiệu quả ở mức độ yếu. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với các kết quả nghiên cứu trước đó cho thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển. Sự không hiệu quả ở mức độ yếu của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội có thể là do Trung tâm này còn quá nhỏ,

các cổ phiếu giao dịch không thường xuyên, biên độ dao động giá cổ phiếu, tính minh bạch trong việc công bố thông tin và đặc biệt là trình độ chuyên môn của các nhà đầu tư nhỏ lẻ./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abeysekera, Sarath P, 2001. "Efficient Markets Hypothesis and the Emerging Capital Market in Sri Lanka: Evidence from the Colombo Stock Exchange-A note", Journal of Business Finance & Accounting, pp. 249-261.
2. Fama, Eugene F., 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" Journal of Finance, 25, pp. 383-417.
3. Abraham, Faza J Seyyed and Sulaiman A. Alaskran, 2002. "Testing the Random Walk Behavior and Efficiency of the Gulf Stock Markets", The Financial Review 37, pp. 469-480.
4. Dickinson, Jonh P. and Kinandu Muragu, 1994. "Market Efficiency in Developing countries: A Case study of the Nairobi Stock Exchange", Journal of Business Finance & Accounting, pp. 1-37.
5. Olowe, R. Ayodeji, 1999. "Weak Form Efficiency of the Nigerian Stock Market: Further Evidence", African Development Bank, pp. 54-68.
6. Wallis, W. Allen and Harry V. Roberts, 1956, Statistics: A New Approach, Glencoe, Ill.: The Free Press of Glencoe.
7. Wheeler, Fred P., Bill Neale, Tadeusz Kowalski, and Steve R. Letza, 2002. "The Efficiency of the Warsaw Stock Exchange: the first few years 1991-1996", The Poznan University of Economic Review 2(2), pp. 37-56.