

ƯỚC LƯỢNG VÀ PHÂN TÍCH CHI PHÍ GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trần Chung Thủy

Khoa Toán Kinh tế – Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: thuytcneu@gmail.com

Ngày nhận: 27/8/2018

Ngày nhận bản sửa: 02/10/2018

Ngày duyệt đăng: 15/10/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu này thực hiện nhằm ước lượng và phân tích chi phí giao dịch của một số lượng lớn cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009 -2015. Các kết quả cho thấy việc áp dụng mô hình ước lượng chi phí giao dịch của David A.Lesmond & cộng sự (1999) là phù hợp. Phương pháp ước lượng được thực hiện bằng mô hình Tobit. Phân tích Chi phí giao dịch đã được ước lượng mang lại nhiều thông tin hữu ích về hành vi giao dịch cổ phiếu nói chung trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Chi phí giao dịch bị ảnh hưởng bởi thông tin tài chính công ty mà không bị ảnh hưởng bởi thông tin tức thời từ giao dịch trên thị trường.

Từ khóa: Chi phí giao dịch, cấu trúc vi mô thị trường, cổ phiếu, mô hình Tobit.

Mã JEL: C12, C25, G1, G10, G12.

Estimation and Analysis of Transaction Costs on the Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This research is conducted to estimate and analyze the transaction costs of a large number of stocks in the Vietnam stock market in the period 2009 -2015. The results show that the application of the models estimated transaction costs by Lesmond et al. (1999) is appropriate. Estimation method is done by Tobit model. Transaction cost analysis has been estimated to bring useful information about the behavior of trading shares on the stock market of Vietnam. Transaction costs are influenced by the corporate finance information and but not influenced by instantaneous information from market transactions.

Keywords: Transaction costs, Market microstructure, Stock, Tobit model.

JEL code: C12, C25, G1, G10, G12.

1. Giới thiệu

Các giả thiết quan trọng trong các mô hình lý thuyết về định giá tài sản tài chính là giả thiết thị trường hiệu quả và không có chi phí giao dịch. Theo đó giá cả của các tài sản tài chính và chứng khoán sẽ được hình thành phản ánh đúng với bản chất của các hoạt động sản xuất kinh doanh của các tổ chức phát hành. Và gọi đó là giá hợp lý hay giá kỳ vọng. Nhưng trên thực tế các tác nhân tham gia thị trường không có được đầy đủ thông tin và bị giới hạn về

năng lực để phát hiện ra mức giá hợp lý. Bên cạnh đó, do sự bất cân xứng thông tin, có những tác nhân có nhiều thông tin hơn đã đi theo lựa chọn đẩy giá lên cao hoặc xuống thấp để tìm kiếm lợi nhuận vượt trội so với thị trường và so với việc nắm giữ dài hạn chứng khoán để nhận sự phân chia lợi nhuận từ phía công ty hay tổ chức phát hành. Khi các tác nhân tham gia thị trường giao dịch tức là họ chấp nhận rủi ro để tìm kiếm lợi nhuận vượt trội. Việc chấp nhận rủi ro này đi kèm theo chi phí và các nhà kinh

tế học gọi đó là chi phí giao dịch. Vì vậy lợi nhuận thu được từ việc giao dịch các chứng khoán trên thị trường sẽ phản ánh lợi nhuận vượt trội và chi phí giao dịch. Chi phí giao dịch cũng có thể hiểu là phần bù cho rủi ro khi giao dịch chứng khoán. Và phần bù rủi ro này được phản ánh vào lợi nhuận hình thành khi giao dịch chứng khoán được thực hiện.

Để nghiên cứu thực nghiệm về chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam nghiên cứu này sẽ thực hiện các mô hình ước lượng chi phí giao dịch và tính các chỉ số thanh khoản. Phương pháp ước lượng được tham khảo dựa trên mô hình của Roll (1984) và mô hình của David A. Lesmond & cộng sự (1999).

Các kết quả trong nghiên cứu sẽ chỉ ra việc thực hiện các mô hình ước lượng chi phí giao dịch mà các nhà nghiên cứu trên thế giới đang sử dụng có phù hợp với điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam hay không? Bên cạnh đó, theo lý thuyết thì các nhân tố cơ bản từ hoạt động tài chính công ty là cơ sở hình thành giá trị của các tài sản tài chính do các công ty cổ phần phát hành trên thị trường. Do đó, một câu hỏi đặt ra là chi phí giao dịch trên thị trường có bị ảnh hưởng bởi các nhân tố đại diện cho hoạt động tài chính công ty hay không?

Để đạt được mục tiêu tìm hiểu các động cơ khi các nhà đầu tư ra quyết định trên thị trường, nghiên cứu sẽ thực hiện phân tích các nhân tố tài chính công ty tác động như thế nào đến chi phí giao dịch của một số cổ phiếu. Kết quả phân tích này sẽ cho thấy những đặc điểm riêng biệt của hành vi giao dịch của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Chi phí giao dịch, tính thanh khoản và miền giá đàm phán

Trên thị trường chứng khoán, chi phí giao dịch được hiểu là chi phí phải trả khi người mua phải mua chứng khoán với giá cao hơn so với giá hợp lý hoặc người bán chứng khoán thu được giá trị nhỏ hơn so với mức giá hợp lý. Đó là chi phí ước tính do lựa chọn bất lợi có thể xảy ra trong điều kiện bất cân xứng thông tin trên thị trường. Vì vậy khoảng cách giữa giá đặt bán và đặt mua (bid – ask) phản ánh chi phí giao dịch của mỗi cổ phiếu trên thị trường.

Diễn biến giá giao dịch trong thời gian thực là thời gian liên tục với các trạng thái khác nhau của

quá trình mua bán và hình thành giá. Nhưng các quan sát dù với tần số cao cũng không thể ghi nhận hết các trạng thái này. Nếu chỉ dùng thông tin về giá đóng cửa thì trạng thái thị trường sẽ không phản ánh vào đó. Vì đơn giản giá đóng cửa chỉ là hình ảnh chụp lại cuối cùng khi tất cả các tác nhân đưa ra các quyết định mua bán cuối cùng trong khoảng thời gian giao dịch. Do đó giá đóng cửa sẽ không mang nhiều thông tin về trạng thái thị trường nếu chỉ xem xét một cách đơn lẻ. Khi các tác nhân ngừng giao dịch trên thị trường vào cuối ngày giao dịch họ đã để lại mức giá đặt mua cao nhất và mức giá đặt bán thấp nhất như một dấu vết phản ánh hành vi giao dịch của họ trong suốt quá trình giao dịch.

Theo quan điểm của những nhà nghiên cứu trong lĩnh vực khai thác dữ liệu (Data Mining) thì khi kết hợp ít nhất từ hai dấu hiệu đơn lẻ với việc xem xét hệ số tương quan của chúng theo thời gian hoặc không gian sẽ cho thấy một thông tin tiềm ẩn đằng sau đó. Ngày nay trong lĩnh vực nghiên cứu kinh tế học hành vi và tài chính hành vi các nhà nghiên cứu đã sử dụng phương pháp khai thác dữ liệu để thực hiện phân lớp nhận dạng các dạng tâm lý hành vi và lý giải các động cơ tiềm ẩn đằng sau các quan sát dựa theo nguyên lý xác suất lớn. Tức là các mối quan hệ giữa các biến số với hệ số tương quan cao có ý nghĩa thống kê sẽ cho thấy bằng chứng về một hiện tượng tâm lý đảm bảo độ tin cậy cao. Vì vậy, khi khai thác thông tin về miền giá đàm phán cùng với thông tin về giá đóng cửa sẽ cho thấy những thông tin phản ánh tâm lý hành vi tiềm ẩn của các nhà đầu tư khi giao dịch trên thị trường.

Miền giá đàm phán thực sự đã là một dấu vết để lại hết sức thú vị vì giàu thông tin khi đặt nó cạnh thông tin về khối lượng giao dịch và giá đóng cửa.

2.2. Quan điểm tiếp cận và phân tích chi phí giao dịch từ góc độ nghiên cứu cấu trúc vi mô thị trường

Lý thuyết về cấu trúc vi mô của thị trường tài chính (market microstructure) là một nhánh của kinh tế học tài chính có mục tiêu nghiên cứu quá trình mua bán trao đổi với sự kết hợp các thông tin trên thị trường. Các nghiên cứu về cấu trúc vi mô thị trường tài chính nhằm làm sáng tỏ các nhân tố tác động đến quá trình định giá cũng như mối quan hệ giữa giá cả và khối lượng giao dịch trên thị trường. Kết quả của các tác động sẽ hình thành lên quá trình

giá với các thành phần riêng biệt bên cạnh các thành phần cơ bản của quá trình chuyển động ngẫu nhiên (các thành phần cơ bản này được xác định trong điều kiện thị trường hiệu quả với thông tin đầy đủ).

Miền giá đàm phán (bid-askspread) thể hiện các diễn biến trong quá trình định giá khi người ta chuyển tải thông tin đến thị trường tạo ra sự đẩy giá lên cao hoặc xuống thấp. Trong quá trình dịch chuyển của hai xu hướng đẩy giá lên cao và xuống thấp thì một mức giá cân bằng giữa lệnh đặt của bên mua và bên bán xuất hiện. Đó là mức giá khớp lệnh đi kèm với một khối lượng cổ phiếu được giao dịch. Do đó, một cổ phiếu được giao dịch thì được ngầm hiểu có nghĩa nó đã mang lại lợi nhuận vượt trội cho một trong hai bên giao dịch. Đồng thời nó cũng thể hiện chi phí giao dịch. Hiện tượng này xảy ra với xác suất lớn.

Tóm lại, khi một cổ phiếu được giao dịch thì trong giá của nó đã bao hàm chi phí giao dịch cho bên bán hoặc mua. Vì vậy trong các thông tin về giá cả và khoảng bid-ask đã bao gồm thông tin về mức chi phí giao dịch. Điều đó cũng có nghĩa là chi phí giao dịch sẽ phản ánh các kết quả cuối cùng của hành vi ra quyết định của các tác nhân tham gia thị trường.

Trong lĩnh vực nghiên cứu cấu trúc vi mô thị trường thời gian qua, song song với quá trình phân tích động thái giá (theo phương pháp mô hình hóa chuỗi thời gian) các tác giả đã đưa ra các mô hình ước tính chi phí giao dịch. Trong đó điển hình là mô hình của Roll (1984).

Ước lượng chi phí giao dịch là một chủ đề quan trọng trong nghiên cứu thực nghiệm của cấu trúc vi mô của thị trường. Chi phí giao dịch tác động lên lợi nhuận và độ biến động giá chứng khoán trên thị trường. Chi phí giao dịch của chứng khoán tăng lên thì tính thanh khoản của cổ phiếu giảm. Vì những lý do trên mà các nhà nghiên cứu cho rằng chi phí giao dịch trên thị trường với các đặc điểm của nó là một biến số quan trọng phản ánh cấu trúc vi mô của thị trường và hành vi giao dịch của các nhà đầu tư. Nếu phân tích chỉ ra các nhân tố tác động đến chi phí giao dịch thì sẽ giúp cho việc nhận dạng các động cơ ra quyết định của nhà đầu tư trên thị trường. Thông qua phân tích chi phí giao dịch đã xem xét được cấu trúc vi mô của thị trường với các bằng chứng thực nghiệm.

Có thể dùng miền giá đàm phán để tạo ra chỉ số

phản ánh chi phí giao dịch trên thị trường. Nhưng bên cạnh đó, chi phí giao dịch là một chỉ tiêu mang tính chất kế toán tài chính nên cũng cần ước lượng nó theo góc độ kế toán để đưa ra giá trị của nó so với lợi nhuận hoặc tỷ suất lợi nhuận hay giá cổ phiếu. Ước lượng theo yêu cầu này sẽ giúp cho các nhà đầu tư hình dung rõ ràng hơn về chi phí giao dịch để có thể xem xét sự chấp nhận đánh đổi theo nguyên lý cân bằng chi phí-lợi ích.

Tính thanh khoản của chứng khoán được hiểu là khả năng chứng khoán đó có thể được bán một cách nhanh chóng với một chi phí nhỏ nhất tại bất kỳ thời điểm nào và gây ra ít biến động giá nhất. Tính thanh khoản của thị trường và chi phí giao dịch là hai mặt của một vấn đề. Chúng là hai yếu tố của một chu trình khép kín: nếu thanh khoản tăng thì chi phí giao dịch sẽ giảm và ngược lại chi phí giao dịch giảm sẽ là động lực thiết thực để tính thanh khoản tăng. Các thước đo đơn giản về độ thanh khoản bao gồm: khối lượng giao dịch, tần suất giao dịch, mức chênh lệch giữa giá bán và giá mua (bid-ask spread), quy mô giao dịch và tác động giá (ngắn và dài hạn). Mô hình được sử dụng rộng rãi là mô hình của Roll (1984) và Amihud (2002) để đo lường thanh khoản và rủi ro thanh khoản.

Roll (1984) đã đưa ra mô hình lý thuyết nhằm ước lượng chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán. Mô hình của Roll xây dựng lý thuyết xác định chi phí giao dịch dựa trên miền giá đàm phán. Ưu điểm của mô hình là hoàn toàn dựa vào miền giá giao dịch đã được công bố. Mô hình của Roll đã được sử dụng cho đến nay là cơ sở cho việc ước lượng chi phí giao dịch với các số liệu giao dịch trên các thị trường đã phát triển hoặc thị trường mới nổi. Điển hình là Bernt (2009), Chen & cộng sự (2016).

Tiếp theo công trình của Roll, đáng kể nhất là công trình của David A. Lesmond & cộng sự (1999) đã dựa trên lý thuyết của Roll để đưa ra phương pháp ước lượng chi phí giao dịch nội sinh cho bất kỳ công ty nào và trong mọi khoảng thời gian quan sát. Phương pháp ước lượng được thực hiện thông qua mô hình kinh tế lượng Tobit. Mô hình và phương pháp của David & cộng sự (1999) ngày nay được gọi rất phổ biến là mô hình LOT (1999).

Ước lượng chi phí giao dịch nhằm cung cấp thông tin cho việc hoạch định về tỷ suất sinh lời của các tài sản tài chính đang được giao dịch trong mỗi giai

đoạn. Bên cạnh đó cũng cần phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí giao dịch để cung cấp thông tin với các hàm ý chính sách cho phía quản lý và phát triển thị trường. Vì vậy các phương pháp xây dựng chỉ số phản ánh chi phí giao dịch phục vụ cho mục tiêu phân tích cũng được đưa ra. Điển hình là phương pháp của McInish & Wood (1992).

Sự phát triển của phương pháp ước lượng và phân tích chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán nằm trong sự phát triển của lý thuyết về cấu trúc vi mô của thị trường. Các kết quả nghiên cứu trong lĩnh vực này sẽ dẫn đến sự phát triển của lĩnh vực toán tài chính hay còn gọi là tài chính định lượng. Ứng dụng của các nghiên cứu sẽ được áp dụng vào các giao dịch định lượng trên thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Song song với đó là sự tham gia của ngành khoa học dữ liệu vào việc thiết kế các mô hình giao dịch tự động để tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường. Cụ thể, người ta dùng các kỹ thuật khai thác dữ liệu, xử lý dữ liệu lớn (dữ liệu tần số cao trên thị trường), trí tuệ nhân tạo và máy học để đưa ra mô hình giao dịch tự động. Vì vậy, lý thuyết cấu trúc vi mô của thị trường cùng với việc nghiên cứu ước lượng và phân tích chi phí giao dịch thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển của lĩnh vực tài chính định lượng cũng như quản trị rủi ro.

3. Mô hình ước lượng chi phí giao dịch và phương pháp tính chỉ số thanh khoản

Bài báo này như đã nêu nhằm thử nghiệm ước lượng và phân tích chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam với các mô hình của các nhà nghiên cứu trên thế giới trong lĩnh vực nghiên cứu về cấu trúc vi mô của thị trường. Kết quả của bài báo sẽ trả lời được các câu hỏi nghiên cứu đã nêu trong mục 1. Kết quả này cũng là tiền đề cho những nghiên cứu tiếp theo của tác giả trong lĩnh vực Cấu trúc vi mô của thị trường và Toán Tài chính tại Việt Nam để có thể đưa ra những hàm ý chính sách về quản lý, điều tiết, phát triển thị trường cũng như các hàm ý chính sách đối với các nhà đầu tư, nhà quản trị rủi ro trên thị trường chứng khoán và thị trường tài chính.

Tác giả lựa chọn mô hình LOT(1999) là mô hình phổ biến trên thế giới để ước lượng chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó, để phân tích chi phí giao dịch với các ảnh hưởng từ thông tin tài chính công ty, tác giả cũng sử dụng

phương pháp xây dựng chỉ số giao dịch mà các nhà nghiên cứu đang dùng hiện nay cho các thị trường phát triển và mới nổi.

3.1. Phương pháp tính chỉ số giao dịch và chỉ số thanh khoản

McInish & Wood (1992) đưa ra hai chỉ số sau:

$Quote\ spread = (Ask - Bid) / Midpoint$: *Chênh lệch giá đặt mua và bán được niêm yết (Quote Bid-Ask spread)*

$Esprdt = 2 * (Giá\ đóng\ cửa - Midpoint) / Midpoint$: *Chênh lệch giá hiệu lực (Effective spread)*

Trong đó $Midpoint = (Ask + Bid) / 2$

Vì chỉ số thanh khoản càng thấp thì chi phí giao dịch càng cao và hai chỉ số này luôn được xem xét đồng thời nên trong hai chỉ số trên người ta chọn Quote spread đại diện cho tính thanh khoản và Esprdt đại diện cho chi phí giao dịch.

3.2. Mô hình ước lượng chi phí giao dịch LDV của LOT

Để ước lượng chi phí giao dịch theo góc độ kế toán (tính tỷ lệ của chi phí giao dịch theo tỷ suất lợi nhuận) LOT (1999) đã đưa ra mô hình LDV. Các nghiên cứu gần đây của các nhà nghiên cứu cho thấy mô hình này phù hợp với việc ước lượng chi phí giao dịch tại các thị trường. Bên cạnh đó kết quả đưa ra cũng cho thấy tỷ lệ chi phí giao dịch trong giá trị giao dịch của cổ phiếu. So với hai chỉ số ở trên thì chi phí giao dịch theo mô hình LDV mang đúng nghĩa là chi phí trong khi các chỉ số trên chỉ phản ánh thông tin về chi phí giao dịch.

Mô hình của LDV xuất phát từ giả định rằng khi chứng khoán được giao dịch có nghĩa nó đã mang lại lợi nhuận vượt trội cho một trong hai bên bán hoặc mua hoặc cả hai. Mô hình đo lường sự sai biệt giữa tỷ suất lợi nhuận đang giao dịch trên thị trường so với tỷ suất lợi nhuận thực hợp lý (phản ánh trạng thái hoạt động kinh doanh thực của công ty). Như vậy, tồn tại hai giá trị tỷ suất lợi nhuận vượt trội theo kỳ vọng của nhà đầu tư cho hai trạng thái thị trường đi xuống và đi lên. Tác giả gọi là $\alpha_1 < 0$ và $\alpha_2 > 0$. Trong trường hợp thị trường đi xuống thì người mua sẽ đẩy giá xuống thấp hơn nữa và trong trường hợp thị trường đi lên thì người bán sẽ đẩy giá đi lên cao hơn nữa. Trường hợp thị trường đi ngang tức là các giao dịch xảy ra rất ít và khi đó mức tỷ suất lợi nhuận thực nằm giữa hai mức lợi nhuận kỳ vọng trên. Mô hình được trình bày như sau:

$$R_{jt}^* = \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

$$\begin{cases} R_{jt} = R_{jt}^* - \alpha_{1j} & \text{khi } R_{jt}^* < \alpha_{1j} \\ R_{jt} = 0 & \text{khi } \alpha_{1j} < R_{jt}^* < \alpha_{2j} \\ R_{jt} = R_{jt}^* - \alpha_{2j} & \text{khi } R_{jt}^* > \alpha_{2j} \end{cases}$$

Với $\alpha_{1j} < 0$ và $\alpha_{2j} > 0$. Trong đó, R^* và R là tỷ suất lợi nhuận thực và tỷ suất lợi nhuận giao dịch, R_m là lợi nhuận của chỉ số thị trường. Khi ước lượng được $\alpha_{1j} < 0$ và $\alpha_{2j} > 0$ thì hiệu của hai hệ số này chính là chi phí giao dịch. Để ước lượng mô hình này cần sử dụng phương pháp ước lượng mô hình Tobit cải biên với phương pháp hàm hợp lý tối đa Newton-Raphson.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Cơ sở dữ liệu

Sử dụng bộ dữ liệu giao dịch về giá đóng cửa theo ngày và diễn biến của dải giá bid-ask trong ngày của các cổ phiếu giao dịch trên sàn giao dịch HOSE trong giai đoạn từ tháng 1/2009 đến 10/2015. Bên cạnh đó sử dụng bộ dữ liệu là báo cáo tài chính theo năm của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch HOSE trong các năm từ 2009 đến 2014.

4.2. Các biến số

Chi phí giao dịch: CPGD

Tổng cổ tức : DIV

Nợ : NO

Vốn chủ sở hữu : VCSH

Cổ tức : DIV

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản: ROA

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu: ROE

Tổng vốn hóa thị trường bình quân: VHTTBQ

Tổng vốn hóa thị trường cuối năm: VHTTEND

Vòng quay khoản phải thu: VQKPT

Dòng tiền tự do: FCF

Nợ ngắn hạn phải trả: NONH

Nợ phải trả: NOPT

Doanh thu thuần: DTT.

Các biến số trên lấy theo năm từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty cổ phần đang niêm yết trên sàn giao dịch HOSE.

4.3. Kết quả

4.3.1. Ước lượng chi phí giao dịch

Xem xét lựa chọn các cổ phiếu mà trong thời gian

giao dịch vừa qua có sự thay đổi giá đáng kể và có các thông tin riêng từ chính sách tài chính công ty. Nghiên cứu đã ước lượng mô hình Tobit cải biên cho từng cổ phiếu. Với dữ liệu giá giao dịch đóng cửa theo ngày đã tính toán tỷ suất lợi nhuận giao dịch theo ngày cùng với tỷ suất lợi nhuận của chỉ số thị trường Vn- Index. Đó là số liệu ghi nhận giao dịch từ tháng 1/2009 đến tháng 10/2015.

Việc lựa chọn cổ phiếu có các thông tin riêng để khảo sát còn nhằm mục tiêu tìm các bằng chứng cho việc các nhà đầu tư có dựa vào các thông tin cơ bản để đặt giá giao dịch trên thị trường hay không.

Như vậy, các ước lượng cho thấy một đặc điểm nổi bật trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua là các cơ hội kiếm lợi chỉ xảy ra đối với trường hợp thị trường của cổ phiếu đi lên. Và các nhà đầu tư dựa vào xu hướng đang có thông tin tốt để đẩy giá lên cao. Bằng chứng là hầu hết các cổ phiếu đều có hệ số anpha1 không có nghĩa thống kê. Điều này cho thấy hình thái thị trường chứng khoán Việt Nam biến động theo hướng làm giá từ các nhà đầu tư lớn dựa vào các thông tin tốt để đẩy giá cổ phiếu lên. Lợi nhuận vượt trội chỉ xuất hiện đối với bên bán khi giá đang tăng.

Bên cạnh đó các ước lượng cũng cho thấy các nhà đầu tư kinh doanh chênh lệch giá đang chú ý vào các cổ phiếu ngành bán lẻ và khai khoáng. Bằng chứng là chi phí giao dịch kỳ vọng của các cổ phiếu này cao hơn hẳn các cổ phiếu khác. Nhìn chung chi phí giao dịch của các cổ phiếu khoảng từ 2% đến 3% theo ngày. Chi phí này là rất lớn và làm cho tính thanh khoản của thị trường giảm. Vì các cổ phiếu chỉ được giao dịch khi giá lên cao, khi giá đi xuống các giao dịch là cầm chừng với khối lượng nhỏ.

4.3.2. Tính chỉ số chi phí giao dịch

Với các cổ phiếu trên thực hiện tính chỉ số chi phí giao dịch Esprdt. Chỉ số này được tính theo ngày và lấy theo mức giá đặt cao nhất và thấp nhất theo tháng của các mã cổ phiếu trên. Sau đó lấy trung bình các chỉ số giao dịch của mỗi cổ phiếu theo năm.

Hệ số tương quan giữa chỉ số chi phí giao dịch Esprdt và chi phí giao dịch ước lượng ở trên là 0,724741. Đây là một kết quả hết sức thú vị. Vì chi phí giao dịch được ước lượng hoàn toàn dựa vào giá đóng cửa của cổ phiếu trong khi chỉ số giao dịch được tính toán từ miền giá đàm phán. Hai biến số này có tương quan dương chặt chẽ. Điều này chứng

Bảng 1: Chi phí giao dịch ước lượng

STT	Mã cổ phiếu	Ngành	Hệ số alpha 1	Mức ý nghĩa	Hệ số alpha 2	Mức ý nghĩa	Chi phí GD
1	DIC	Bán buôn	- 0.000348		0.023702	***	0.02405
2	FPT	Bán buôn	0.000511		0.012656	***	0.012145
3	HAI	Bán buôn	- 0.000375		0.029795	***	0.03017
4	PIT	Bán buôn	-9.72E- 05		0.023076	***	0.0231732
5	VFG	Bán buôn	0.000535		0.026122	***	0.025587
6	BTT	Bán lẻ	0.000999		0.026993	***	0.025994
7	CMV	Bán lẻ	-9.11E- 07		0.027395	***	0.027395911
8	COM	Bán lẻ	0.000457		0.030127	***	0.02967
9	HAX	Bán lẻ	0.000615		0.032601	***	0.031986
10	PNC	Bán lẻ	0.000665		0.033798	***	0.033133
11	TNA	Bán lẻ	0.00086		0.027738	***	0.026878
12	ASM	Bất động sản	- 0.000601		0.024374	***	0.024975
13	HDG	Bất động sản	7.77E-05		0.024235	***	0.0241573
14	ITA	Bất động sản	- 0.000671		0.021423	***	0.022094
15	ITC	Bất động sản	- 0.000837		0.021799	***	0.022636
16	KBC	Bất động sản	- 0.000663		0.025512	***	0.026175
17	LHG	Bất động sản	- 0.000255		0.03193	***	0.032185
18	SJS	Bất động sản	- 0.000682	*	0.027643	***	0.028325
19	SZL	Bất động sản	0.000685		0.021677	***	0.020992
20	TDH	Bất động sản	- 0.000549		0.01931	***	0.019859
21	TIX	Bất động sản	0.00045		0.021712	***	0.021262
22	VIC	Bất động sản	6.81E-05		0.016178	***	0.0161099
23	ALP	Cơ khí lắp máy	- 0.001187		0.030466	***	0.031653
24	HCM	Công ty chứng khoán	0.000782		0.017698	***	0.016916
25	EVE	Dệt May - Giày Da	0.000119		0.031402	***	0.031283
26	GMC	Dệt May - Giày Da	0.001404		0.020745	***	0.019341
27	KMR	Dệt May - Giày Da	- 0.000112		0.030163	***	0.030275
28	TCM	Dệt May - Giày Da	0.000855		0.021022	***	0.020167
29	PAN	Dịch vụ hỗ trợ (hành chính, du lịch, kiểm định, ...)	0.001407		0.019666	***	0.018259
30	OGC	Dịch vụ tài chính và các hoạt động liên quan	- 0.001816		0.025356	***	0.027172

Bảng 1 (tiếp)

STT	Mã cổ phiếu	Ngành	Hệ số alpha 1	Mức ý nghĩa	Hệ số alpha 2	Mức ý nghĩa	Chi phí GD
31	DCL	Hóa chất - Dược phẩm	0.00031		0.026701	***	0.026391
32	DHG	Hóa chất - Dược phẩm	0.000564		0.016358	***	0.015794
33	DMC	Hóa chất - Dược phẩm	0.001042		0.021135	***	0.020093
34	IMP	Hóa chất - Dược phẩm	0.000494		0.019863	***	0.019369
35	LIX	Hóa chất - Dược phẩm	0.00096		0.020638	***	0.019678
36	OPC	Hóa chất - Dược phẩm	0.000893		0.022693	***	0.0218
37	TRA	Hóa chất - Dược phẩm	0.001221		0.020885	***	0.019664
38	TCL	Hoạt động dịch vụ liên quan đến vận tải	0.000571		0.01908	***	0.018509
39	VSC	Hoạt động dịch vụ liên quan đến vận tải	0.001293		0.018037	***	0.016744
40	BMC	Khai khoáng khác	0.000192		0.021773	***	0.021581
41	DHA	Khai khoáng khác	0.000357		0.019381	***	0.019024
42	KSB	Khai khoáng khác	- 0.000167		0.031961	***	0.032128
43	TMS	Kho bãi	0.001455		0.034744	***	0.033289
44	BT6	Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại	- 0.000855		0.030849	***	0.031704
45	MCP	Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại	0.000456		0.027057	***	0.026601
46	VIS	Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại	- 0.001137		0.023177	***	0.024314
47	TMT	Máy móc - Phương tiện vận tải	0.001812		0.031749	***	0.029937
48	EIB	Ngân hàng thương mại	-4.87E- 05		0.013992	***	0.0140407
49	PVF	Ngân hàng thương mại	-0.00297	**	0.02349	***	0.02646
50	TTF	Nội ngoại thất và các sản phẩm liên quan	0.000638		0.026328	***	0.02569
51	ASP	Phân phối khí đốt tự nhiên	- 0.000289		0.027561	***	0.02785
52	HAP	Sản phẩm giấy và in ấn	6.22E-05		0.023811	***	0.0237488
53	SVI	Sản phẩm giấy và in ấn	0.001352		0.028997	***	0.027645
54	VPK	Sản phẩm giấy và in ấn	0.001286		0.025704	***	0.024418
55	PNJ	Sản phẩm khác (Thiết bị y tế, đồ chơi, trang sức, ...)	0.000779		0.018512	***	0.017733
56	TLG	Sản phẩm khác (Thiết bị y tế, đồ chơi, trang sức, ...)	0.001587		0.027745	***	0.026158
57	BMP	Sản phẩm từ nhựa và cao su	0.001328		0.018886	***	0.017558
58	DRC	Sản phẩm từ nhựa và cao su	0.00105		0.019124	***	0.018074
59	DTT	Sản phẩm từ nhựa và cao su	2.28E-05		0.026463	***	0.0264402
60	SRC	Sản phẩm từ nhựa và cao su	0.000517		0.023137	***	0.02262
61	TPC	Sản phẩm từ nhựa và cao su	0.000106		0.019738	***	0.019632
62	TIC	Sản xuất và phân phối điện	0.000707		0.022525	***	0.021818
63	VSH	Sản xuất và phân phối điện	0.000704		0.015464	***	0.01476

Bảng 1 (tiếp)

STT	Mã cổ phiếu	Ngành	Hệ số alpha 1	Mức ý nghĩa	Hệ số alpha 2	Mức ý nghĩa	Chi phí GD
64	DQC	Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	0.001435		0.022571	***	0.021136
65	LGC	Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	0.001015		0.037439	***	0.036424
66	PAC	Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	0.000123		0.023169	***	0.023046
67	SAM	Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	0.000141		0.021529	***	0.021388
68	BHS	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	0.00036		0.019411	***	0.019051
69	HLG	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	- 0.000964		0.034395	***	0.035359
70	HVG	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	0.000701		0.02177	***	0.021069
71	KDC	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	0.000417		0.018311	***	0.017894
72	LSS	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	- 0.000819		0.01991	***	0.020729
73	VNM	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	0.00119		0.01201	***	0.01082
74	ACL	Thực phẩm, Đồ uống, Thuốc lá	- 0.000227		0.022484	***	0.022711
75	HAG	Trồng trọt	- 0.001001	**	0.016449	***	0.01745
76	SSC	Trồng trọt	0.001		0.03029	***	0.02929
77	VNS	Vận chuyển khách đường bộ - Hệ thống trạm dừng	0.001288		0.02605	***	0.024762
78	MHC	Vận tải đường thủy	0.001179		0.032709	***	0.03153
79	CII	Xây dựng	0.000232		0.022234	***	0.022002
80	CTD	Xây dựng	0.001065		0.021731	***	0.020666

tỏ hành vi chủ động đặt giá đối với các nhà đầu tư có ưu thế về thông tin và có thể lực thị trường ngay từ đầu mà ít có sự điều chỉnh trong phiên khớp lệnh liên tục.

Vậy các nhà đầu tư dựa vào thông tin nào để quyết định đặt giá giao dịch trên thị trường? Theo lý thuyết cấu trúc vi mô của thị trường chúng ta thấy còn một nguồn biến thiên giá chưa được xem xét đó là các thông tin cơ bản từ hoạt động tài chính của công ty phát hành. Sau đây, nghiên cứu sẽ phân tích các nhân tố từ thông tin tài chính công ty ảnh hưởng như thế nào đến chi phí giao dịch.

4.3.3. Phân tích tác động của các thông tin tài chính công ty đến chi phí giao dịch của một số cổ phiếu

Với biến phụ thuộc là chi phí giao dịch (CPGD),

thực hiện phân tích tác động của các biến số đại diện cho thông tin tài chính công ty đến chi phí giao dịch. Kết quả cho thấy các nhân tố thực sự tác động đến chi phí giao dịch trong bảng 2. Đó là thông tin về nợ ngắn hạn, doanh thu thuần và dòng tiền tự do.

Như vậy, khi nợ ngắn hạn phải trả hay dòng tiền tự do của công ty lớn thì chi phí giao dịch lớn, doanh thu thuần của công ty lớn thì chi phí giao dịch giảm. Các tác động này chứng tỏ các nhà đầu tư đã sử dụng các thông tin cơ bản của tài chính công ty cho việc thực hiện giao dịch và thay đổi tính thanh khoản của cổ phiếu. Chúng ta có thể thấy các công ty có doanh thu lớn là các công ty hoạt động hiệu quả với thị phần lớn. Điều đó dẫn đến thông tin của tình hình tài chính công ty được đánh giá là minh bạch, do đó giảm được sự bất cân xứng thông tin và chi phí giao dịch sẽ giảm. Những công ty có dòng tiền tự do hay

Bảng 2: Kết quả mô hình phân tích các nhân tố từ thông tin tài chính công ty tác động đến chi phí giao dịch

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.026	.001		41.856	.000
	NONH	1.828	.000	2.519	4.304	.000
	DTT	-6.821	.000	-.770	-3.936	.000
	VHTTBQ	3.517	.000	9.035	3.455	.001
	VHTTEND	-3.729	.000	-9.023	-3.359	.001
	FCF	-.013	.005	-.253	-2.650	.010

Dependent Variable: CPGD

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu.

nợ ngắn hạn ở mức cao là những công ty có những hoạt động có thể mang lại lợi nhuận cao. Nhưng theo lý thuyết phân tích và quản trị rủi ro thì các công ty này cũng tiềm ẩn những rủi ro trong đầu tư và có thông tin biến động. Vì vậy chi phí giao dịch trên thị trường chứng khoán cũng cao.

Điều đáng nói ở đây là mức vốn hóa trung bình của công ty lớn thì chi phí giao dịch lớn. Đây là một bằng chứng cho thấy các công ty có quy mô lớn rất dễ dẫn đến hiện tượng thao túng giá của các nhà đầu tư trong năm. Nhưng xu thế cuối năm thì ngược lại, các công ty có quy mô lớn thì chi phí giao dịch giảm tức là tính thanh khoản tăng. Đó cũng có thể là dấu hiệu các nhà đầu tư rút vốn và hiện thực hóa lợi nhuận vào thời điểm cuối năm trong tình hình các báo cáo tài chính đã được công bố.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu đã chỉ ra mô hình ước lượng chi phí giao dịch của LDV là phù hợp với điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam.

Các ước lượng cho thấy một đặc điểm nổi bật trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua là các cơ hội kiếm lợi chỉ xảy ra đối với trường hợp thị trường của cổ phiếu đi lên. Bằng chứng là hầu hết các cổ phiếu đều có hệ số anpha1 không có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó các ước lượng cũng cho thấy các nhà đầu tư kinh doanh chênh lệch giá đang chú ý vào các cổ phiếu ngành bán lẻ và khai khoáng. Nhìn chung chi phí giao dịch của các cổ phiếu khoảng từ 2% đến 3% theo ngày. Chi phí này là rất lớn và làm cho tính thanh khoản của thị trường giảm.

Các nhà đầu tư đã sử dụng các thông tin cơ bản của tài chính công ty cho việc thực hiện giao dịch và quyết định chi phí giao dịch của cổ phiếu. Điều đáng chú ý là mức vốn hóa trung bình của công ty lớn thì chi phí giao dịch của cổ phiếu công ty trên thị trường là lớn. Đây là một bằng chứng cho thấy các công ty có quy mô lớn rất dễ dẫn đến hiện tượng thao túng giá của các nhà đầu tư trong năm. Nhưng xu thế cuối năm thì ngược lại, các công ty có quy mô lớn thì chi phí giao dịch giảm tức là tính thanh khoản tăng. Đó cũng có thể là dấu hiệu các nhà đầu tư rút vốn và hiện thực hóa lợi nhuận vào thời điểm cuối năm trong tình hình các báo cáo tài chính đã được công bố.

Các kết quả nghiên cứu trên đã cho thấy được cấu trúc vi mô của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2015. Từ đó dẫn đến các nghiên cứu tiếp theo để đưa ra các mô hình động thái giá cổ phiếu dựa trên các mô hình đã được xây dựng trong lý thuyết toán tài chính cùng các tham số điều chỉnh phù hợp với hành vi các nhà đầu tư trên thị trường. Điều này sẽ giúp cho việc định giá cổ phiếu, quản lý và phòng hộ rủi ro danh mục đầu tư một cách hiệu quả hơn.

Các nhà quản lý thị trường cần có những biện pháp về mặt kiểm toán để thúc đẩy việc minh bạch thông tin báo cáo tài chính công ty đối với các chỉ số doanh thu thuần, nợ ngắn hạn và dòng tiền tự do. Điều đó sẽ giúp cho tính thanh khoản của các cổ phiếu trên thị trường tăng lên cùng với chi phí giao dịch giảm xuống.

Tài liệu tham khảo:

- Amihud, Yakov. (2002), 'Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects', *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.
- Bernt, Arne. (2009), 'The (implicit) cost of equity trading at the Oslo Stock Exchange. What does the data tell us?', *Working Papers in Economics and Finance 2009/17*, University of Stavanger.
- Chen, Xiaohong., Linton, Oliver B., Schneeberger, Stefan. & Yi, Yanping. (2016), 'Simple Nonparametric Estimators for the Bid-Ask Spread in the Roll Model', *Cowles Foundation Discussion Paper No. 2033*.
- David A. Lesmond, Joseph P. Ogden, Charles A. Trzcinka, (1999), 'A new estimate of transaction cost', *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1113-1141.
- Roll, R. (1984), 'A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market', *The Journal of Finance*, 39(4), 1127–1139.
- Thomas H. McInish & Robert A. Wood (1992 & 2002), 'An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spreads for NYSE Stocks', *The Journal of Finance*, 47(2), 753-764.