

## MỤC LỤC

### KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

---

- 1. Lê Thị Việt Nga, Doãn Nguyên Minh và Bùi Thị Thu** - Tác động của các biện pháp kỹ thuật và vệ sinh dịch tễ đến xuất khẩu thủy sản của Việt Nam vào thị trường EU. **Mã số: 153.11BMg.12** 3  
*The Impacts of TBT and SPS Measures on Vietnam's Seafood Exports to Eu Market*
- 2. Đỗ Thị Bình** - Tinh thần đổi mới của doanh nghiệp trẻ: phân tích từ nguồn lực và năng lực động. **Mã số: 153.11BAdm.11** 11  
*Innovative Spirit of Young Enterprises: Analysis from Resources and Dynamic Capabilities Approach*
- 3. Trần Chí Thiện và Trần Nhuận Kiên** - Bảo hộ sở hữu trí tuệ trong hỗ trợ khởi nghiệp sáng tạo ở vùng dân tộc thiểu số và miền núi. **Mã số: 153.11SMET.12** 19  
*Intellectual property protection in supporting startups in ethnic minority and mountainous areas*

### QUẢN TRỊ KINH DOANH

---

- 4. Nguyễn Phương Linh và Cao Tuấn Khanh** - Môi quan hệ của năng lực hấp thụ, tích hợp đa kênh và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bán lẻ. **Mã số: 153.2BMkt.21** 26  
*The relationship of absorption, multi - channel integration capability and firm performance of retail enterprises.*
- 5. Nguyễn Thị Ngọc Lan** - Tác động của kế toán quản trị đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam. **Mã số: 153.2BAcc.21** 37  
*Impact of management accounting on business results of Vietnamese enterprises*
- 6. Bùi Thị Thu Loan và Nguyễn Xuân Thắng** - Nhận diện vai trò của đòn bẩy tài chính trong mối quan hệ giữa tinh thần doanh nhân và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Hà Nội. **Mã số: 153.2BAdm.21** 45  
*Identifying the role of financial leverage in the relationship between the entrepreneurship and business performance of small and medium enterprises in Hanoi*
- 7. Lưu Thị Minh Ngọc, Nguyễn Phương Mai và Đặng Thị Hương** - Ứng dụng thẻ điểm quản trị công ty trong đánh giá công ty cổ phần có vốn nhà nước, nghiên cứu trường hợp tại công ty cổ phần Quản lý Bảo trì Đường thủy Nội địa số 4. **Mã số: 153.2BAdm.21** 55  
*Applying Corporate Governance Scorecard in evaluating state-owned joint stock companies: Case study of Inland Waterways Management and Maintenance Joint Stock Company No. 4*

- 8. Trần Thị Kim Phương, Phạm Công Hậu, Nguyễn Thanh Trúc, Trần Trung Vĩnh và Trương Bá Thanh** - Ảnh hưởng của hành vi tương tác qua truyền thông mạng xã hội đến trung thành thương hiệu: Trường hợp khách du lịch tại Đà Nẵng. *Mã số: 153.2BMkt.21* 62  
*The impact of customer engagement behaviours on social media on brand loyalty: a case study of domestic tourists in Da Nang city, Vietnam*
- 9. Nguyễn Thu Thủy, Lê Thanh Tâm, Đoàn Minh Ngọc và Lê Đức Hoàng** - Các yếu tố ảnh hưởng tới ý định sử dụng dịch vụ cho vay khách hàng cá nhân của một chi nhánh ngân hàng thương mại - nghiên cứu trường hợp ACB Thăng Long. *Mã số: 153.2FiBa.22* 71  
*Factors Affecting Intention to Use Personal Loan Service of A Commercial Bank Branch - ACB Thang Long Case Study*
- 10. Nguyễn Thị Hiền** - Các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Mã số: 153.2FiBa.21* 83  
*The Factors Affecting Information Asymetry on Hochiminh City Stock Exchange (HOSE)*

## Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 11. Phan Hữu Nghị** - Đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế: nghiên cứu tại Việt Nam. *Mã số: 153.3TrEM.32* 91  
*Foreign Direct Investment and Economic Growth: Case Study in Vietnam*
- 12. Lê Bá Phong** - Tăng cường khả năng đổi mới sáng tạo cho các doanh nghiệp Việt Nam: Tác động điều tiết của văn hóa hợp tác và vai trò trung gian của năng lực quản trị tri thức. *Mã số: 153.3BAdm.31* 96  
*Stimulating Vietnamese enterprises' innovation capability: The moderating effect of collaborative culture and mediating role of knowledge management capability*
- 13. Vũ Tuấn Dương và Nguyễn Thị Thanh Nhân** - Nghiên cứu tác động của chất lượng và giá trị dịch vụ đến sự hài lòng của sinh viên tại một số trường đại học tư thục trên địa bàn Hà Nội. *Mã số: 153.3OMIs.31* 105  
*Study on Impact of Service Quality and Value on Student Satisfaction at Several Private Universities in Hanoi City*

# CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN BẤT CÂN XỨNG THÔNG TIN TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Nguyễn Thị Hiền  
 Trường Đại học Thương mại  
 Email: hiennguyen@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 05/01/2021

Ngày nhận lại: 01/02/2021

Ngày duyệt đăng: 24/02/2021

**B**ài viết tập trung phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên Thị trường chứng khoán (TTCK) Thành phố Hồ Chí Minh, bằng cách sử dụng mô hình của Van Ness và cộng sự (2001). Phân tích được thực hiện trên bộ số liệu của rô cổ phiếu VN100 trong giai đoạn từ 02/01/2018 đến 28/12/2018. Kết quả cho thấy mức độ bất cân xứng thông tin trên sàn HOSE chủ yếu chịu tác động bởi: giá đóng cửa trung bình một ngày của cổ phiếu, khối lượng giao dịch trung bình một ngày, độ lệch chuẩn của suất sinh lợi cổ phiếu, đòn bẩy tài chính và phương sai của giá bình quân, trong đó giá giao dịch trung bình có tác động lớn nhất đến bất cân xứng thông tin và dấu của giá giao dịch phù hợp với kỳ vọng trong mô hình của Van Ness. Ngoài ra, kết quả chỉ ra công ty có khối lượng giao dịch càng lớn thì mức độ bất cân xứng thông tin càng cao. Một phát hiện thú vị nữa trong nghiên cứu là đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin, điều này ngược với kỳ vọng của Van Ness.

**Từ khóa:** Bất cân xứng thông tin, thị trường chứng khoán, giá giao dịch, khối lượng giao dịch.

**JEL Classifications:** G14, G23, G29

## 1. Giới thiệu nghiên cứu

Trải qua chặng đường phát triển gần 20 năm, TTCK Việt Nam đã đóng góp một vai trò quan trọng trong quá trình hoàn thiện hệ thống thị trường tài chính, đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường của nước ta. Cũng như các TTCK khác trên thế giới, TTCK Việt Nam gặp một vấn đề bất lợi cho sự phát triển, đó là tồn tại yếu tố bất cân xứng thông tin trong giao dịch trên thị trường. Bất cân xứng thông tin là tình trạng diễn ra trong một giao dịch, khi mà một bên có thông tin đầy đủ hơn và tốt hơn so với bên còn lại. Bất cân xứng thông tin là vấn đề mà bất cứ TTCK nào cũng quan tâm vì nó có ảnh hưởng lớn đến sự phát triển của thị trường. Khi thông tin của thị trường không minh bạch, đầy đủ sẽ gây ra nhiều bất lợi cho các nhà đầu tư khi đưa ra các quyết định, gây cung cầu ảo, thị trường bong bóng và tiềm ẩn nguy cơ sụp đổ. Việc nắm bắt các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin có một ý nghĩa quan trọng trong công tác quản lý các hoạt động kinh doanh chứng khoán, trong việc đề ra các chính sách với TTCK và điều chỉnh luật chứng khoán để phù hợp với thực trạng của thị trường. Do vậy, việc đánh giá mức độ bất cân xứng thông tin và phân tích các yếu tố tác động đến bất cân xứng thông tin trên TTCK Việt Nam là điều rất cần thiết. Bài viết lựa chọn nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên sàn giao

dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (Ho Chi Minh Stock Exchange - HOSE) vì khối lượng giao dịch diễn ra trên sàn HOSE là lớn nhất trong TTCK Việt Nam.

## 2 Tổng quan nghiên cứu

Khái niệm bất cân xứng thông tin được George A. Akerlof đề xuất lần đầu tiên vào những năm 1970. Hiện tượng bất cân xứng thông tin gây ra sự lựa chọn bất lợi (Adverse selection component ASC), rủi ro đạo đức (Moral hazard). Cho đến nay đã có nhiều nghiên cứu xây dựng các mô hình khác nhau để đo lường mức độ bất cân xứng thông tin, điển hình có mô hình đầu tiên của Glosten và Harris năm 1988 đo lường mức độ bất cân xứng thông tin, dựa trên giả thiết sự chênh lệch giá giao dịch chịu tác động của chi phí bất cân xứng thông tin và chi phí cho lưu trữ và xử lý đặt lệnh. Mô hình của George, Kaul, và Nimalendran năm 1991 đo lường mức độ bất cân xứng thông tin dựa trên sự sai khác giữa tỷ lệ lợi nhuận được tính theo giá giao dịch và tỷ lệ lợi nhuận tính theo giá trung bình của giá mua, giá bán cổ phiếu. Mô hình của Lin, Sanger và Booth Năm 1995 cho rằng chênh lệch giá giao dịch là do thành phần chi phí bất cân xứng thông tin và thành phần chi phí xử lý lệnh. Tác giả đã thiết lập mô hình xác định mức độ bất cân xứng thông tin dựa trên sự chênh lệch của giá đúng, sau đó sử dụng bộ số liệu của 150 mã chứng khoán phổ biến trên sàn NYSE

năm 1988 để phân tích. Năm 1997 Huang và Stoll đã xây dựng mô hình ước lượng mức độ bất cân xứng thông tin dựa trên giả thiết sự chênh lệch của giá đúng phụ thuộc vào chỉ số giao dịch thương mại của cổ phiếu. Tuy nhiên mô hình phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin trên TTCK theo tìm hiểu của nhóm tác giả mới chỉ có mô hình của Van Ness và các cộng sự công bố năm 2001. Nhóm của Van Ness đã xây dựng một mô hình để phân tích ảnh hưởng của 14 yếu tố đến bất cân xứng thông tin dựa trên kết quả đo lường mức độ bất cân xứng thông tin của các mô hình khác nhau gồm mô hình của: Glosten và Harriss (1988); George, Kaul và Nimalendran (1991); Lin, Sanger và Booth (1995); Huang và Stoll (1997); Madhavan Richardson and Roomans (1997). Dựa trên bộ số liệu (4/1999-6/1999) của sàn NYSE tác giả của Van Ness đánh giá mô hình của Huang và Stoll (1997) nổi bật hơn các mô hình khác trong việc đo lường mức độ bất cân xứng thông tin trên TTCK. Kết quả thực nghiệm cũng cho thấy, có 6 yếu tố ảnh hưởng đến Bất cân xứng thông tin gồm: giá giao dịch, khối lượng giao dịch, độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch, phương sai của giá đúng của cổ phiếu, số lượng nhà đầu tư tổ chức và số lượng nhà phân tích đối với một cổ phiếu có ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin của TTCK, trong đó các hệ số hồi quy mẫu thu được đều có dấu đúng như kỳ vọng, chỉ có yếu tố độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch là mang dấu (-) ngược với kỳ vọng của Van Ness.

Do chỉ có Van Ness đề xuất mô hình phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên TTCK nên các nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng bất cân xứng thông tin trên TTCK Việt Nam đều dựa trên mô hình này. Năm 2008, Nguyễn Trọng Hoài và Lê An Khang dùng mô hình của Van Ness phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin dựa trên bộ số liệu thu thập trên sàn HOSE năm 2007. Bài viết chỉ chọn ra 9 yếu tố trong mô hình của Van Ness để phân tích do không thể thu thập dữ liệu cho các biến còn lại, kết quả thu được có 4 yếu tố gồm: giá giao dịch trung bình của cổ phiếu, khối lượng giao dịch trung bình của cổ phiếu, giá trị thị trường của vốn cổ phần, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của công ty niêm yết có ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin trên sàn HOSE. Kết quả hồi quy chỉ ra công ty có giá trị thị trường càng lớn thì mức độ bất cân xứng thông tin càng nhỏ (phù hợp với TTCK Việt Nam), công ty có số lượng giao dịch càng lớn, mức độ bất cân xứng thông tin càng lớn (ngược với dấu kỳ vọng trong mô hình của Van Ness). Năm 2012 Nguyễn Ngọc Sơn

thu thập dữ liệu 11 biến sử dụng mô hình của Van Ness để xem xét yếu tố thông tin nào có ảnh hưởng đến tình trạng bất cân xứng thông tin trên sàn HOSE với bộ số liệu thu thập năm 2011. Kết quả thu được chỉ ra có 7 yếu tố ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin trên sàn HOSE gồm: giá giao dịch trung bình, khối lượng giao dịch trung bình, độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch, phương sai của giá đúng (giá trung bình của giá đặt mua, giá đặt bán), độ lệch chuẩn của suất sinh lợi mỗi ngày, tỷ trọng của tài sản vô hình đối với tổng tài sản của công ty, số lượng các nhà đầu tư tổ chức; trong đó có tới 6 yếu tố hệ số hồi quy mẫu có dấu ngược với dấu kỳ vọng trong mô hình của Vannes. Kết quả nghiên cứu nhìn chung cho thấy các cổ phiếu được giao dịch với khối lượng lớn hoặc có giá thị trường lớn lại là các cổ phiếu chịu ảnh hưởng của bất cân xứng thông tin lớn nhất. Năm 2013 Ngô Thị Tú ứng dụng mô hình Van Ness và các cộng sự (2001) trên bộ số liệu giá chứng khoán năm 2012 để phân tích 14 yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên sàn HOSE tuy nhiên kết quả mô hình chỉ cho thấy có 3 yếu tố ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin gồm: giá giao dịch trung bình, phương sai của giá đúng, độ lệch chuẩn của suất sinh lợi mỗi ngày và dấu của hệ số hồi quy mẫu của cả 3 yếu tố đều đúng như dấu kỳ vọng. Kết quả chỉ ra nhưng cổ phiếu có độ biến động gia tăng lớn, độ biến động của suất sinh lợi càng thấp hoặc mức độ biến động của gia bình quân thấp là những cổ phiếu có thanh phần bất cân xứng thông tin thấp. Năm 2014 Orleans Silva Martins và Edilson Paulo đã nghiên cứu về mối quan hệ giữa bất cân xứng thông tin trong giao dịch chứng khoán, đặc điểm kinh tế tài chính và quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên TTCK Brazil năm 2010 và 2011. Cuối cùng, nghiên cứu dựa trên khung lý thuyết về sự bất cân xứng thông tin trong thị trường vốn để đo lường mức độ bất cân xứng dựa trên dữ liệu giao dịch chứng khoán trong ngày của 194 công ty. Kết quả chính đã chứng minh rằng sự bất cân xứng thông tin trong giao dịch chứng khoán có liên quan tích cực đến rủi ro, lợi nhuận và tính thanh khoản của cổ phiếu cũng như chi phí vốn cổ phần và quy mô của các công ty. Các nghiên cứu cho thấy vấn đề bất cân xứng thông tin trên TTCK rất được quan tâm.

### **3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu**

Bất cân xứng thông tin là tình trạng trong đó người mua và người bán có thông tin khác nhau về cùng một giao dịch. Thông tin bất cân xứng trong thị trường tài chính có thể nhìn nhận chủ yếu dưới hai dạng: sự lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Sự lựa

chọn bất lợi là kết quả của thông tin bị che đậy, nó xảy ra trước khi thực hiện giao dịch hay nói cách khác trước khi ký kết hợp đồng. Trên TTCK, lựa chọn bất lợi xảy ra khi các nhà đầu tư không có được thông tin đầy đủ và chính xác về các cổ phiếu được niêm yết, do đó có thể định giá cổ phiếu không chính xác hoặc mua phải cổ phiếu của công ty hoạt động kém, rủi ro cao. Trong thực tế, những nhà đầu tư sẽ dần ý thức được khả năng lựa chọn bất lợi của mình nên sẽ không tiếp tục mua bất kỳ một loại chứng khoán nào nữa, trong khi đó những cổ phiếu tốt do bị trả giá thấp ngang bằng với giá của cổ phiếu trung bình nên cũng không bán ra nữa, ... nếu những diễn biến trên xảy ra thì nhà đầu tư sẽ quay lưng với thị trường, TTCK sẽ mất tính thanh khoản và ngày càng bị thu hẹp.

**3.1. Mô hình nghiên cứu**

*Mô hình Glosten và Harris (1988)*

Để có thể phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên TTCK, trước hết ta cần đo lường mức độ bất cân xứng thông tin thể hiện thông qua chi phí bất lợi ASC. Kết quả của một số nghiên cứu trước đó [3], [4] mô hình Glosten và Harris là phương pháp phù hợp để đo lường mức độ bất cân xứng thông tin trên sàn HOSE.

Mô hình được thiết lập như sau:

$$\Delta P_t = c_0 \Delta Q_t + c_1 \Delta Q_t V_t + z_0 Q_t + z_1 Q_t V_t + e_t \quad (1)$$

Trong đó:  $\Delta P_t = P_t - P_{t-1}$ ;  $\Delta Q_t = Q_t - Q_{t-1}$ ;  $\Delta Q_t V_t = Q_t V_t - Q_{t-1} V_{t-1}$

$P_t$ : giá giao dịch của cổ phiếu tại thời điểm t.

$V_t$ : khối lượng giao dịch cổ phiếu tại thời điểm t.

$z_t$ : thành phần lựa chọn bất lợi.

$C_t$ : thành phần chênh lệch tạm thời không quan sát được tại giao dịch t (thành phần lưu trữ và xử lý đặt lệnh).

$e_t$ : sai số ngẫu nhiên. Các sai số  $e_t$  độc lập và cùng phân phối chuẩn.

$Q_t$ : chỉ số giao dịch (thương mại) của cổ phiếu tại thời điểm t ( $Q_t$  là chỉ số không quan sát được nhằm phân loại đặt mua/ đặt bán).

$Q_t = +1$  nếu giao dịch được người mua phát động trước.

$Q_t = -1$  nếu giao dịch được người bán phát động trước.

Do trong khoảng thời gian ngắn, gần như là cùng một thời điểm có rất nhiều giao dịch được khớp lệnh nên rất khó để xác định được Q. Vì thế có thể gộp các giao dịch đó thành một giao dịch, theo Lee và Ready (1991)  $Q_t$  được xác định như sau:

- Giao dịch  $Q_t = +1$  nếu  $P_t > P_{t-1}$ .

- Giao dịch  $Q_t = -1$  nếu  $P_t < P_{t-1}$ .

- Giao dịch  $Q_t = Q_{t-1}$  nếu  $P_t = P_{t-1}$ .

$c_0, c_1, z_0, z_1$  là các hệ số của mô hình được ước lượng bằng phương pháp Bình phương nhỏ nhất (OLS).

Thành phần bất cân xứng thông tin của thị trường được xác định theo công thức:

$$ASC = \frac{z_0 + z_1 \bar{V}_t}{(c_0 + c_1 \bar{V}_t) + (z_0 + z_1 \bar{V}_t)} \quad (0 < ASC < 1) \quad (2)$$

( $\bar{V}_t$ ) là khối lượng giao dịch trung bình của thị trường tại thời điểm t.

*Mô hình Van Ness và các cộng sự (2001)*

Theo tìm hiểu của tác giả có một số mô hình đo lường bất cân xứng thông tin trên TTCK nhưng chỉ mới có mô hình của Van Ness phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến trình trạng bất cân xứng thông tin. Do vậy tác giả sử dụng mô hình của Van Ness và các cộng sự (2001). Theo Van Ness các yếu tố tác động lên bất cân xứng thông tin trên TTCK có thể chia thành 3 nhóm: Nhóm 1 gồm các biến thông tin bất cân xứng: giá giao dịch trung bình mỗi ngày, khối lượng giao dịch trung bình mỗi ngày, độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch mỗi ngày, phương sai của tỷ suất sinh lợi mỗi ngày, độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi mỗi ngày, đòn bẩy tài chính, sai số trong phân tích lợi nhuận dự báo, tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, chi phí nghiên cứu phát triển, tài sản vô hình,... Nhóm 2 gồm các biến đại diện cho các nhà đầu tư có lợi về mặt thông tin: số lượng nhà phân tích, phần trăm nắm giữ cổ phần của các nhà đầu tư tổ chức, số lượng các nhà đầu tư tổ chức. Nhóm 3 gồm các biến khác: độ lớn của công ty, các biến giả đại diện cho các ngành mà công ty thuộc về.

Mô hình tổng quát của Van Ness và các cộng sự (2001) có dạng như sau:

$$LTC = \alpha_0 + \alpha_1 LANLYST + \alpha_2 LVOL + \alpha_3 LPRI + \alpha_4 LVAR + \alpha_5 LSIGR + \alpha_6 LSIGVOL + \alpha_7 ERRE + \alpha_8 DISP + \alpha_9 LEVG + \alpha_{10} LNINTAGTA + \alpha_{11} RDSALES + \alpha_{12} LNMB + \alpha_{13} LPINST + \alpha_{14} LINST + \epsilon_{LTC}$$

$$LANLYST = \beta_0 + \beta_1 LTC + \beta_2 LVAR + \beta_3 LNMVE + \beta_4 LPRI + \beta_5 IND1 + \beta_6 IND2 + \beta_7 IND3 + \beta_8 IND4 + \beta_9 LPINST + \beta_{10} LINST + \epsilon_{LANLYST}$$

$$LVOL = \gamma_0 + \gamma_1 LTC + \gamma_2 LANLYST + \gamma_3 LNMVE + \gamma_4 LINST + \gamma_5 LPINST + \epsilon_{LVOL}$$

Trong đó:

-  $LTC = \ln(ASC/price)$ , price = trung bình giá giao dịch (transaction price).

ASC là chi phí lựa chọn bất lợi và được xác định dựa trên mô hình Glosten và Harris.

- LANLYST = Ln (số lượng các nhà phân tích đối với một cổ phiếu).
- LVOL = Ln(volume), volume = khối lượng giao dịch trung bình.
- LPRI = Ln(price).
- LVAR = Ln (phương sai của chuỗi các giá giao dịch trung bình theo ngày).
- LSIGR = Ln (độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi).
- LSIGVOL = Ln (độ lệch chuẩn của volume).
- ERRE = Ln (sai số dự báo về thu nhập trên mỗi cổ phiếu).
- DISP = Độ phân tán của thu nhập dự báo trên mỗi cổ phiếu.
- LEVG =  $N_{\text{ợ}} / \text{Tổng Tài sản}$ : đòn bẩy tài chính.
- LNINTGTA = Ln (Tài sản vô hình/Tổng Tài sản).
- RDSALES = Chi phí nghiên cứu và phát triển/tổng doanh thu.
- LNMB = Ln (giá trị thị trường/ giá trị sổ sách).
- LPIINST = Ln (tỷ lệ phần trăm nắm giữ cổ phần trong công ty của các nhà đầu tư tổ chức).
- LINST = Ln (số lượng nhà đầu tư tổ chức)

Các hệ số trong mô hình được ước lượng bằng phương pháp Bình phương nhỏ nhất (OLS).

Mô hình của Van Ness và các cộng sự là mô hình khá tổng quát về các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên TTCK, do đó có thể áp dụng đối với TTCK Thành phố Hồ Chí Minh.

**3.2. Dữ liệu nghiên cứu**

Theo nghiên cứu đã công bố trước của nhóm tác giả trên Tạp chí doanh nghiệp [3] việc sử dụng bộ dữ liệu của nhóm cổ phiếu VN100 (gồm các cổ phiếu của các công ty có vốn hóa lớn, giá trị giao dịch lớn và tính thanh khoản cao) có thể dùng để đánh giá cho toàn Sàn giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, khi tiến hành thu thập dữ liệu từ các trang web của sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, công ty chứng khoán Bảo Việt và công ty chứng khoán Rồng Việt, tác giả chỉ thu thập được giá trị khớp lệnh của 96 trong 100 mã, có 4 mã cổ phiếu nhóm không thu thập được giá trị khớp lệnh trong giai đoạn nghiên cứu (từ 02/01/2018 đến 28/12/2018) gồm mã BIC, POW, TV2, VGC. Bộ dữ liệu thu được gồm 20421, bảng dữ liệu thu được cân đối, không bị khuyết dữ liệu, dữ liệu được xử

lý ban đầu trên phần mềm excel, sau đó được phân tích trên phần mềm Eviews 8.0.

**3.3. Phương pháp nghiên cứu**

Bài viết sử dụng chủ yếu phương pháp định lượng. Từ bộ dữ liệu thứ cấp thu thập được, tác giả sử dụng phương pháp thống kê mô tả, đưa ra các đặc trưng cơ bản của các biến trong mô hình nghiên cứu. Sau đó, sử dụng phân tích tương quan để đánh giá mức độ tương quan giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc và giữa các biến độc lập trong mô hình, là cơ sở để xem xét kết quả hồi quy của mô hình. Ngoài ra tác giả cũng đã tiến hành xử lý số liệu thu thập trên Excel để tạo ra giá trị cho các biến đưa vào phân tích trong mô hình hồi quy tuyến tính đa biến và từ đó khai thác các phát hiện trong kết quả nghiên cứu.

**4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận**

**Kết quả đo lường bất cân xứng thông tin**

**Bảng 1:** Kết quả đo lường bất cân xứng thông tin của 96 mã cổ phiếu trong rổ VN100

STT	MÃ CK	ASC	STT	MÃ CK	ASC	STT	MÃ CK	ASC
1	AAA	0.97	33	HBC	1.08	65	PVD	1.04
2	ANV	1.01	34	HCM	0.93	66	PVT	0.87
3	ASM	0.93	35	HDB	0.94	67	REE	0.88
4	AST	1.04	36	HDG	0.93	68	ROS	0.79
5	BID	0.94	37	HNG	0.99	69	SAB	0.97
6	BMI	0.79	38	HPG	0.98	70	SAM	0.8
7	BMP	0.89	39	HPX	0.64	71	SBT	0.91
8	BVH	0.98	40	HSG	0.91	72	SCR	0.93
9	BWE	0.91	41	HT1	0.91	73	SCS	0.72
10	CH	0.82	42	ITA	0.84	74	SGN	0.84
11	CMG	1.01	43	KBC	0.74	75	SJD	1.03
12	CRE	0.85	44	KDC	0.77	76	SJS	0.83
13	CSM	0.89	45	KDH	0.87	77	SSI	0.9
14	CTD	0.99	46	LDG	0.92	78	STB	0.99
15	CTG	0.92	47	MBB	0.98	79	TCB	1.37
16	CTI	0.86	48	MSH	1.39	80	TCH	1.37
17	DBD	0.82	49	MSN	0.97	81	TDM	0.89
18	DCM	0.94	50	MWG	0.7	82	TPB	0.89
19	DIG	1.01	51	NBB	0.73	83	VCB	0.83
20	DPM	0.84	52	NCT	0.99	84	VCI	0.97
21	DPR	0.74	53	NLG	0.99	85	VHC	0.88
22	DRC	0.92	54	NT2	0.83	86	VHM	0.18
23	DXG	0.99	55	NVL	0.96	87	VIC	0.97
24	EIB	0.79	56	PAC	0.72	88	VJC	0.95
25	FCN	0.95	57	PAN	0.92	89	VND	0.88
26	FLC	0.92	58	PC1	0.85	90	VNG	0.86
27	FPT	0.99	59	PDR	1.09	91	VNM	0.9
28	FRT	0.57	60	PHR	0.89	92	VPB	0.98
29	GAS	0.94	61	PLX	1.39	93	VPI	0.87
30	GEX	0.97	62	PNJ	1.07	94	VRE	0.84
31	GMD	0.98	63	PPC	0.92	95	VSC	0.97
32	HAG	0.99	64	PTB	1.17	96	YEG	0.95

Chạy hồi quy mô hình Glosten và Harris (1988) trên bộ số liệu 96 mã chứng khoán trong rổ VN100 bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất, tác giả thu được ASC của 96 mã chứng khoán. Trong quá trình chạy mô hình Glosten và Harris với từng mã, tác giả đã kiểm tra các khuyết tật trong mô hình và kết quả thu được các ước lượng cho các hệ số trong mô hình đều là ước lượng tuyến tính không chệch.

Do  $0 < ASC < 1$  mà trong 96 mã chứng khoán có 14 mã  $ASC > 1$  nên tác giả đã loại 14 mã này, sử dụng ASC của 82 mã chứng khoán còn lại trong phân tích tác động của các yếu tố lên bất cân xứng thông tin.

**Bảng 2:** Thống kê mô tả cho ASC của 82 mã chứng khoán có  $0 < ASC < 1$

Biến	Kiểm định Jarque-Bera	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
ASC	p_giá trị=0.0000	0,88	0,99	0,18	0,12

Bảng 1 và bảng 2 cho thấy mức độ bất cân xứng thông tin của các công ty có vốn hóa lớn, giá trị giao dịch lớn và tính thanh khoản cao trên sàn HOSE đều cao, hầu hết trên mức 60% và thành phần bất lợi trung bình trong giao dịch của 82 mã chiếm 88% trong sự biến thiên của giá giao dịch, thậm chí có công ty thành phần bất cân xứng trong giao dịch chiếm 99%. ASC của 96 mã tuân theo quy luật phân phối chuẩn. Điều này có tác động không nhỏ đến quyền lợi của các nhà đầu tư khi thông tin của thị trường thiếu minh bạch.

Kết quả phân tích các yếu tố tác động lên bất cân xứng thông tin trên TTCK

Theo Van Ness và các cộng sự (2001) các yếu tố tác động lên bất cân xứng thông tin trên TTCK chia thành 3 nhóm, tuy nhiên các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đây cho thấy, chủ yếu các biến thuộc nhóm 1 có ảnh hưởng lên mức độ bất cân xứng thông tin của TTCK. Mặt khác, do việc thu thập dữ liệu trên sàn HOSE cho tất cả các biến thuộc 3 nhóm theo Van Ness đề xuất rất khó khăn. Do đó tác giả chỉ tập trung phân tích tác động của các biến thuộc nhóm 1.

Xét mô hình sau:

$$LTC_i = \alpha_0 + \alpha_1 LPRI_i + \alpha_2 LVOL_i + \alpha_3 L SIGVOL_i + \alpha_4 LVAR_i + \alpha_5 L SIGR_i + \alpha_6 LEVG_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Trong đó:

-  $LTC_i = \ln(ASC_i / price)$ ,  $ASC_i$  là mức độ bất cân xứng thông tin của cổ phiếu  $i$ ,  $price$  = trung bình giá đóng cửa hàng ngày của cổ phiếu  $i$ .

-  $LVOL_i = \ln(volume)$  với  $volume$  = khối lượng giao dịch trung bình mỗi ngày của cổ phiếu  $i$ . Theo Van Ness và các cộng sự, cổ phiếu giao dịch càng ít

thì vấn đề thông tin càng lớn. Tức là thông tin bất cân xứng càng cao khi số lượng giao dịch cổ phiếu càng ít, vì vậy kỳ vọng VOL nghịch biến với TC tức là hệ số mang dấu (-).

-  $LSIGVOL_i = \ln(\text{độ lệch chuẩn của volume cổ phiếu } i)$ . Biến này dùng để đo lường tính biến động của giá cổ phiếu nên được kỳ vọng mang dấu (+).

-  $LPRI_i = \ln(price)$  - Giá đóng cửa là một đại diện cho tính biến động của cổ phiếu. Cổ phiếu càng có giá trị trên thị trường thì mức độ thu hút đối với các nhà đầu tư càng lớn và từ đó giúp cho sự lan tỏa thông tin càng tốt, nên biến này có dấu kỳ vọng là (-).

-  $LVAR_i = \ln(\text{phương sai của giá giao dịch trung bình theo ngày của cổ phiếu } i)$ . Biến này đo lường tính biến động của giá cổ phiếu nên được kỳ vọng mang dấu (+).

-  $LSIGR_i = \ln(\text{độ lệch chuẩn của suất sinh lợi cổ phiếu } i)$ . Theo Ness và các cộng sự, cổ phiếu có suất sinh lợi mỗi ngày biến động càng lớn thì mức độ bất cân xứng thông tin càng cao và ngược lại. Vì vậy biến này có kỳ vọng mang dấu (+).

-  $LEVG_i$  là đòn bẩy tài chính trung bình của công ty phát hành cổ phiếu  $i$  và được tính bằng tổng nợ/tổng Tài sản. Van Ness cho rằng các công ty càng sử dụng đòn bẩy tài chính lớn thì càng có sự biến động lớn trong thu nhập (tức là các công ty này sẽ có mức biến động của lãi/lỗ lớn hơn so với các công ty cùng đặc điểm nhưng sử dụng đòn bẩy thấp hơn). Việc biến động lớn về thu nhập, dự kiến càng khiến mang lại rủi ro cho các nhà đầu tư do hạn chế tiếp cận với các thông tin chính xác về ước lượng thu nhập của công ty, tức mức độ bất cân xứng sẽ càng tăng. Vì thế biến LEVG được kỳ vọng là mang dấu (+). Tuy vậy Van Ness cũng hi vọng rằng biến này không có ý nghĩa.

Kết quả kiểm định Jarque-Bera cho thấy các biến LTC, LPRI, LVOL, L SIGVOL có phân phối chuẩn. Biến VOL và SIGVOL có các tham số đặc trưng mẫu chênh lệch rất nhỏ. Về đòn bẩy tài chính, có thể thấy xu hướng là LEVG có tác động ngược chiều lên LTC, ngược với kỳ vọng dấu đặt ra trong lý thuyết của Van Ness.

Dựa trên bộ số liệu mẫu, tác giả tính toán hệ số tương quan giữa biến phụ thuộc với các biến độc lập và hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình, được mô tả trong bảng sau đây.

Nhìn vào bảng 4 ta thấy, trong 6 biến độc lập có 3 biến LPRI, LVOL và L SIGVOL có tương quan cao đến biến phụ thuộc hơn hẳn 3 biến còn lại là L SIGR,

**Bảng 3:** Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình (3) của 82 mã

STT	Biến	Kiểm định Jarque-Bera ( $\chi^2_{tn}$ )	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
1	LTC	2.036337	-3.656959	-1.168209	-6.471572	0.952035
2	LPRI	0.05684	3.513911	5.505429	0.997700	0.873864
3	LVOL	3.88094	10.75064	13.63671	5.596991	1.699978
4	LSIGVOL	2.2862	10.55461	13.41121	6.241326	1.496297
5	LVAR	35.19637***	-7.39444	-5.676241	-9.891559	0.663644
6	LSIGR	35.18769***	-3.697198	-2.8318120	-4.945854	0.331814
7	LEVG	29.83931***	-1.050904	0.782103	-3.78376	0.897819

\*\*\* p<0,001

(Nguồn: kết quả phân tích số liệu của tác giả)

**Bảng 4:** Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình (3)

	LTC	LPRI	LVOL	LSIGVOL	LSIGR	LVAR	LEVG
LTC	1						
LPRI	-0.975216	1					
LVOL	0.451909	-0.433017	1				
LSIGVOL	0.494541	-0.492512	0.368674	1			
LSIGR	0.136324	-0.051111	0.384844	0.349522	1		
LVAR	0.136296	-0.051098	0.384854	0.349534	0.98356	1	
LEVG	-0.074809	0.038893	-0.236448	-0.262242	-0.06429	-0.06428	1

(Nguồn: kết quả phân tích số liệu của tác giả)

LVAR và LEVG, giữa các biến độc lập mức tương quan khá thấp, tuy nhiên cặp biến LVAR và LSIGR tương quan thuận chiều với hệ số tương quan cao, tương ứng 0.98356. Do đó khi phân tích hồi quy mô hình (3) tác giả đã loại biến LSIGR. Kết quả của mô hình (3) được thể hiện trong bảng 5 sau đây.

Bảng 5 cho thấy mô hình có độ phù hợp cao với hệ số xác định bội R-squared là 0.96305, các biến độc lập trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê, trong đó giá đóng cửa có tác động lớn nhất đến mức độ bất cân xứng thông tin, còn biến đòn bẩy kinh tế có tác động rất nhỏ, kết quả này phù hợp với hệ số tương quan tính được trong bảng 4. Mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến và hiện

tượng tự tương quan, nhưng có hiện tượng phương sai sai số thay đổi, kết quả thể hiện trong Bảng 6. Sau khi khắc phục khuyết tật của mô hình bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất có trọng số, tác giả thu được kết quả hồi quy như sau:

**Bảng 5:** Kết quả hồi quy biến mô hình (3) khi đã loại biến LSIGR

Biến độc lập	Hệ số	thống kê t
LPRI	-1.056258***	-37.99901
LVOL	0.120423*	2.392929
LSIGVOL	-0.156431***	-2.64879
LVAR	0.119436***	3.544103
LEVG	-0.045831*	-2.00536
C	1.244984**	3.099237
n	82	
R-squared	0.96305	
*p<0.1; **p<0.01; ***p<0.001		

(Nguồn: kết quả phân tích số liệu của tác giả)



**Bảng 6:** Kết quả kiểm định các khuyết tật trong mô hình

<b>1. Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi</b>			
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	13.68208	Prob. F(20,61)	0.0000
Obs*R-squared	67.0526	Prob. Chi-Square(20)	0.0000
<b>2. Kiểm định hiện tượng tự tương quan</b>			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.926778	Prob. F(1,75)	0.1692
Obs*R-squared	2.053782	Prob. Chi-Square(1)	0.1518

(Nguồn: kết quả phân tích số liệu của tác giả)

$$(LTC)_i = 1.107019 - 1.051939*LPRI_i + 0.118792*LVOL_i - 0.150680*LSIGVOL_i + 0.108121*LVAR_i - 0.043940*LEVG_i$$

- PRI: giá đóng cửa trung bình, có giá trị (-) như kỳ vọng. Hệ số ước lượng cho biết giá đóng cửa trung bình cứ tăng 1% thì bất cân xứng thông tin giảm khoảng 1,052%, kết quả này khá chênh lệch so với kết quả của Ngô Thị Tứ năm 2013 [2] là giảm 0,01%. Điều này cho thấy cổ phiếu càng có giá trị trên thị trường thì mức độ thu hút đối với các nhà đầu tư càng lớn và từ đó giúp cho sự lan tỏa thông tin càng tốt. Các cổ phiếu Blue chip còn chịu ảnh hưởng mạnh hơn với yếu tố này.

- VOL: khối lượng giao dịch trung bình mỗi ngày của cổ phiếu. Biến này mang dấu (+) (tại mức ý nghĩa 6,5%) là ngược với kỳ vọng. Kết quả này cũng giống với các nghiên cứu của Lê Trọng Hoài và Nguyễn Ngọc Sơn đã chỉ ra, các công ty có số lượng giao dịch càng lớn mức độ bất cân xứng thông tin càng lớn.

- SIGVOL: độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch, đây là biến đo lường mức độ biến động của khối lượng giao dịch. Giá trị của biến này là âm, trái với kỳ vọng, điều này chứng tỏ một mã cổ phiếu có sự dao động ít về khối lượng giao dịch hằng ngày lại là những cổ phiếu mang chi phí bất cân xứng thông tin càng lớn, điều này là một điều khá thú vị, vì các mã trong rổ VN100 chủ yếu là các mã có mức vốn hóa trị trường lớn và các mã liên quan đến các ngành tài chính (chứng khoán, ngân hàng, bất động sản, thép), nếu theo kết quả này phân tích thì các nhà đầu tư khi giao dịch đối với các mã này sẽ phải chịu chi phí bất cân xứng thông tin càng lớn.

- VAR: đo mức độ biến động của giá bình quân. Hệ số của VAR mang dấu (-) trái với kỳ vọng, chứng tỏ rằng nếu một cổ phiếu có mức độ biến động của giá bình quân (giá đúng) càng thấp thì chi phí bất cân xứng thông tin càng cao. Tuy nhiên hệ số hồi quy có

mức ý nghĩa 8,92% thì biến này cũng có thể coi là không có nhiều ý nghĩa thống kê.

- EVG là đòn bẩy tài chính, được tính bằng tổng nợ/tổng tài sản được kỳ vọng là mang dấu (+), tức là vay vốn nhiều dẫn đến độ biến động lớn trong thu nhập, sẽ kéo theo rủi ro. Kết quả thu được lại cho ta hệ số có dấu (-) tức là tác động ngược, tuy nhiên hệ số tác động tới bất cân xứng thông tin của EVG là khá nhỏ (khoảng 0,06%), (khá thú vị là kết quả này đúng như Van Ness và cộng sự kì vọng). Điều này có thể giải thích là việc xem xét tỷ lệ nợ giúp cho nhà đầu tư phân tích được khả năng của công ty trong việc đảm bảo thanh toán cho các chủ nợ và điều đó cũng có thể cho thấy được tình hình hoạt động của công ty theo chiều hướng tốt hơn hay xấu đi, hơn nữa các công ty lớn và đặc biệt các công ty sản xuất thường vay nợ nhiều, nhưng với uy tín cũng như quy mô của mình mà tạo được niềm tin cho nhà đầu tư, dẫn đến hệ số có dấu ngược với kỳ vọng.

**5. Kết luận và hướng tiếp tục nghiên cứu**

Trong giao dịch trên TTCK, các nhà đầu tư luôn quan tâm đến mức độ bất cân xứng thông tin trên thị trường. Bài báo cho thấy bất cân xứng thông tin chủ yếu chịu tác động của giá cổ phiếu, khối lượng giao dịch, độ biến động của giá giao dịch, khối lượng giao dịch và đòn bẩy tài chính. Kết quả nghiên cứu xét trên 82 mã cổ phiếu trong rổ VN100 của sàn HOSE đã chỉ ra yếu tố giá có ảnh hưởng lớn nhất đến bất cân xứng thông tin trên thị trường, yếu tố đòn bẩy tài chính mang hệ số âm và tác động khá nhỏ đến bất cân xứng thông tin không giống như kỳ

vọng của giả thiết. Việc các nhà đầu tư quan tâm xem xét tác động của đòn bẩy lên bất cân xứng thông tin thể hiện các nhà đầu tư đã có sự cân nhắc, tính toán mang tính chuyên nghiệp hơn. Phát hiện thú vị này có thể giải thích thêm bởi quy mô và giá trị giao dịch của các cổ phiếu trong nhóm cổ phiếu VN100 đã tạo uy tín đối với nhà đầu tư. Ngoài ra khối lượng giao dịch trung bình một ngày và độ biến động của giá bình quân cũng có ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên TTCK Thành phố Hồ Chí Minh.

Trong quá trình thực hiện nghiên cứu, việc thu thập thông tin giao dịch cổ phiếu trên TTCK và báo cáo tài chính với số lượng lớn các doanh nghiệp của nhóm gặp nhiều khó khăn, nên chưa đưa được nhiều biến độc lập vào mô hình và nhóm cũng chỉ mới nghiên cứu trên sàn HOSE. Mặt khác nhóm cũng chưa khảo sát được các nhóm cổ phiếu mang tính đặc thù như nhóm xây dựng, bất động sản, tài chính - ngân hàng, nhóm dầu khí, ... Do đó hướng nghiên cứu tiếp theo là có thể đánh giá mức độ bất cân xứng thông tin và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến bất cân xứng thông tin trên các sàn giao dịch chứng khoán khác như: HNX, Upcom, OTC, và VnStockgame và mô hình nghiên cứu sẽ xét đến nhiều yếu tố hơn. ♦

#### ***Tài liệu tham khảo:***

1. Đinh Văn Sơn và Nguyễn Thị Phương Liên (2009), *Thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê.
2. Ngô Thị Tứ (2013), *Các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ Kinh tế.
3. Nguyễn Thị Hiên, Đàm Thị Thanh Huyền (2020), *Mức độ bất cân xứng thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, Tạp chí Tài chính doanh nghiệp,
4. Nguyễn Trọng Hoài và Lê An Khang (2008), *Mô hình kinh tế lượng xác định mức độ thông tin bất cân xứng: Tình huống thị trường chứng khoán TP.HCM*, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, 28, 36-40.
5. Akerlof, G. A. (1970), *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market*

*Mechanism*, Quaterly Journal of Economics, 84(3), 488-500.

6. Kim, S. H., and Ogden, J. P. (1996), *Determinants of the components of bid-ask spreads on stocks*, European Financial Management, 1(1), 127-145.

7. Lin, J., Sanger, G. C., and Booth, G. G. (1995), *Trade Size and Components of the Bid-Ask Spread*, The Review of Financial Studies Winter, 8(4), 1153-1183.

8. Ness, B.F.V., Ness, R.A.V, and R.A. Warr (2001), *How do well adverse selection components measure adverse selection*, Financial Management, Autumn 2001, 5 - 30.

#### **Summary**

The paper presents analysis about factors affecting information asymmetry plays in the stock market Ho Chi Minh by using the model of Van Ness et al (2001). Analysis is performed on the VN100 basket of stocks from January 2, 2018 to December 28, 2018. The results show that the level of information asymmetry on HOSE is mainly affected by: average daily closing price of stocks, average daily trading volume, standard deviation of stock returns, the financial leverage and average price variance, where the average transaction price has the greatest impact on the information asymmetry and the sign of the transaction price is consistent with expectations in Van Ness's model. In addition, the results show that a company has the larger the transaction volume, the higher the information asymmetry level. Another interesting finding in the study is that financial leverage affects information asymmetry, which is contrary to Van Ness's expectations.