

LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO CỦA THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU VIỆT NAM

Ths. Hồ Viết Tiến (*)

Thị trường cổ phiếu tập trung đã phát triển được hơn 4 năm. Có nhiều cách nhìn, đánh giá khác nhau về thị trường. Khi thị trường tăng giá, số lượng giao dịch tăng, quan điểm lạc quan tràn ngập mặt báo chí. Khi thị trường xuống giá và lượng giao dịch giảm, dường như các nhà báo còn bi quan hơn cả các nhà đầu tư trên thị trường. Khác với các nhà báo phản ánh những thông tin nóng hổi và nhiều biến động của thị trường, các nhà phân tích, dù là chuyên gia tư vấn đầu tư hay các nhà nghiên cứu học thuật rất cần phải xác lập, phổ biến một cách nhìn khách quan, lạnh lùng, chừng mực và trầm tĩnh trên thị trường. Một cách nhìn như vậy dứt khoát phải là kết quả của những phân tích trung và dài hạn, dựa trên những con số thống kê. Bài viết này đi theo hướng đó, mặc dù có thể không đạt được mức độ mong đợi.

1. Cơ sở dữ liệu

Để thực hiện mục tiêu, chúng tôi thu thập số liệu về các cổ phiếu niêm yết, từ ngày bắt đầu giao dịch đến

*Trường Đại học Kinh tế
TP. Hồ Chí Minh (*)*

nay (nguồn tổng hợp ghi trong phần tài liệu tham khảo). Mỗi cổ phiếu đều được ghi nhận về giá đóng cửa (cũng giống như truyền thống các thị trường trên thế giới), số lượng giao dịch và giá trị giao dịch trong ngày. Ở đây, về số lượng cổ phiếu giao dịch, chúng tôi chỉ tính đến giao dịch khớp lệnh mà không tính đến giao dịch thỏa thuận, bởi vì giao dịch thỏa thuận rất không thường xuyên và giá cả là giá thỏa thuận nên cũng không phản ánh chính xác xu hướng cung cầu trên thị trường. Với thị trường, chúng tôi tính toán (chứ không ghi chép) 3 số: tổng số lượng cổ phiếu giao dịch, giá trị giao dịch trong ngày và chỉ số VN-Index. Nếu 3 số này khớp với số của thị trường công bố thì chứng tỏ việc nạp số của từng cổ phiếu đã chính xác. Thực tế 4 năm cho thấy, hai dãy số về lượng giao dịch và giá trị giao dịch luôn đúng. Duy chỉ có chỉ số VN-Index *tính toán* có sai lệch chút ít so với chỉ số VN-Index *công bố*, với mức dưới 0,005%. Sai số này là do không cập nhật được biến động số lượng chính xác từng cổ phiếu lưu hành so với số lượng cổ phiếu đăng ký. Tuy nhiên, mức sai số này (năm

mười phần triệu) là không đáng kể, và không ảnh hưởng đến kết quả phân tích.

Trong quá trình phân tích, chúng tôi lấy mốc thời gian năm thứ nhất từ 28/07/2000 đến 27/07/2001 (151 phiên), năm thứ hai từ ngày 30/07/2001 đến ngày 26/07/2002 (191 phiên), năm thứ ba từ ngày 29/07/2002 đến 25/07/2003 (247 phiên), còn năm thứ tư từ ngày 28/07/2003 đến ngày 27/07/2004 (250 phiên).

2. Tổng quan

Về số công ty niêm yết sau 4 năm chỉ dừng ở con số 24, tương đương với việc 2 tháng có thêm 1 công ty niêm yết. Tuy nhiên trên thực tế, đại đa số các công ty (17/24) niêm yết trong 2 năm đầu tiên. Hai năm sau, do thị trường giảm giá liên tục, không còn hấp dẫn các nhà đầu tư, nên các công ty cũng mất đi khả năng tăng vốn từ hoạt động niêm yết, do vậy mức độ thiết tha với việc niêm yết cũng giảm đáng kể. Thay vì kêu gọi niêm yết thì thị trường cần làm cho việc niêm yết trở nên có lợi hơn đối với các công ty. Nếu không lời kêu gọi sẽ mãi chỉ là lời kêu gọi thuần túy.

Tổng số cổ phiếu niêm yết

trên thị trường vào khoảng 124 triệu cổ phiếu. Giá trị thị trường cuối năm thứ nhất là 2300 tỷ, năm thứ 2 là 2600 tỷ, năm thứ 3 là 2100 tỷ và năm thứ 4 là 3700 tỷ. Giá trị cao nhất đạt trên 4100 tỷ đồng, tương đương với khoảng 255 triệu USD, chưa bằng giá trị của một ngân hàng loại lớn của Việt Nam, và chỉ tương đương khoảng 0,6% GDP.

3. Khả năng sinh lợi

Đối với một cổ phiếu, 2 nguồn thu nhập chính có thể quy trực tiếp ra tiền là cổ tức và mức độ tăng giá của cổ phiếu. Những quyền lợi khác như quyền bầu và ứng cử, quyền được cung cấp thông tin, ... cũng có giá trị tiền tệ nhưng không thể quy trực tiếp ra tiền. Theo một cách nào đó, những quyền này thể hiện ra giá cả của cổ phiếu. Một tin xấu công bố cho cổ đông sẽ làm giá giảm và ngược lại. Mọi tin tức đều được phản ánh vào giá. Nhưng có một trường hợp cần điều chỉnh giá khi tính toán, đó là khi công ty phân bổ cổ tức dưới dạng cổ phiếu. Khi đó số lượng cổ phiếu tăng lên nhưng giá cổ phiếu sẽ giảm. Nếu tính tỷ suất sinh lợi trên giá thì sẽ thấy nhà đầu tư bị lỗ. Thực ra, thị trường rất công bằng với những phân bổ cổ tức kiểu này: giá sẽ giảm một mức sao cho tổng giá trị công ty không đổi. Nói khác đi, được lợi bao nhiêu lần về lượng thì thiệt bấy nhiêu lần về giá. Đâu cũng vào đấy. Nhưng khi phân tích thuần túy về giá thì bắt buộc phải điều chỉnh ngược lại. Ví dụ, nếu mỗi cổ phiếu cũ nhận thêm 1 cổ phiếu mới thì giá sau khi phân bổ cổ phiếu mới

sẽ phải nhân lên 2 lần. Nếu 5 cổ phiếu cũ được nhận 1 cổ phiếu mới thì giá sau sự kiện sẽ cần phải điều chỉnh bằng cách nhân với $[(5+1)/5]$.

Suất sinh lợi cổ tức. Thứ nhất, suất sinh lợi cổ tức năm t được tính bằng cổ tức năm $(t-1)$ / giá cuối năm t (đã điều chỉnh như vừa nêu, nếu cần) vì nhà đầu tư nhận cổ tức năm $(t-1)$ vào khoảng 6 tháng đầu năm dương lịch của năm t , trong khi đó theo quy ước ở trên các năm đều kết thúc vào cuối tháng 7. Chẳng hạn, suất sinh lợi cổ tức năm thứ nhất sẽ bằng cổ tức năm 2000 chia cho giá ngày 27/07/2001. Thứ hai, các công ty thường công bố tỷ lệ phân bổ cổ tức là 10%, 15%, 24%... Đó là tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá, rất ít ý nghĩa với các nhà đầu tư vì họ rất hiếm khi (nếu không nói là không bao giờ) mua được cổ phiếu tại mệnh giá. Tỷ lệ công bố thì cao nhưng tỷ lệ sinh lợi thực tế mà nhà đầu tư nhận được không cao như vậy. Để tránh sự mơ hồ đó, trong bài viết này, suất sinh lợi cổ tức luôn luôn được quan niệm bằng cổ tức tính bằng VNĐ chia cho giá cổ phiếu cũng tính bằng VNĐ.

Bảng 1 cho thấy suất sinh lợi cổ tức năm thứ nhất rất thấp, chỉ dao động trong khoảng 2-3%. Mức này như muối bỏ biển so với mức tăng giá, trung bình là 345%. Nói khác đi, thu nhập cổ tức năm đó chỉ bằng 1% so với thu nhập do tăng giá. Tình hình đó càng làm nhà đầu tư ít quan tâm hơn đến sức khỏe thực sự của các công ty niêm yết, và càng quan tâm hơn đến diễn biến trên thị trường. Trái lại, suất sinh lợi cổ tức

trở nên cao nhất, hấp dẫn nhất vào năm thứ 3, khi giá cổ phiếu xuống mức tối thiểu. Thu nhập cổ tức năm thứ 3 trung bình là 8,73%, cao hơn cả lãi suất tiết kiệm mặc dù không ai quan niệm đầu tư cổ phiếu là một dạng tiết kiệm.

Suất sinh lợi về vốn. Suất sinh lợi về vốn được tính bằng chỉ số tăng giá giữa giá cuối năm t so với giá cuối năm $(t-1)$, riêng năm thứ 1 so với giá phiên giao dịch đầu tiên, 28/07/2000. Mức tăng của thị trường là mức tăng của chỉ số VN-Index. Năm thứ nhất mức tăng giá thể hiện sự lạc quan thái quá, có tính chất đầu cơ, lên đến hơn 345% (của VN-Index), gần tương đương với mức 1%/phiên giao dịch. Suất sinh lợi này cao hơn cả lãi suất trên thị trường tiền tệ không chính thức. Điều đó tiềm ẩn một rủi ro rất lớn lao và một sự điều chỉnh giá bắt buộc trên thị trường trong tương lai ngắn hạn, bởi vì không có công ty nào, không có ngành gì có thể đạt đến mức tăng trưởng vài trăm phần trăm như vậy. Có vẻ như sự điều chỉnh đó đã kéo dài suốt 2 năm sau đó. Năm thứ 2 có đến 15/17 công ty giảm giá làm cả thị trường xuống mức dưới 1/2 của năm thứ nhất. Năm thứ 3 vẫn còn 20/21 công ty giảm giá, tuy mức độ ít trầm trọng hơn. Tổng cộng sau hai năm thứ 2 và thứ 3, thị trường đã mất đi 2/3 giá trị (66,48%), đó là chưa kể yếu tố lạm phát. Trong đó, REE bị mất giá nhiều nhất, mất đi 73,48% giá trị. Ai bước vào thị trường qua cánh cửa REE vào tháng 7/2001 với 100 đồng thì khi ra khỏi thị trường vào tháng 7/2003 chỉ

còn hơn 26 đồng.

Tuy nhiên có điều chỉnh giảm giá thì cũng có điều chỉnh tăng giá. Năm thứ tư có mức tăng khá cao, lên đến hơn 61%, bù lại phần nào những thua thiệt của 2 năm

trước. Thực tế, ngoại trừ công ty DPC, với tình hình tài chính có vẻ kém sáng sủa nhất, có mức giảm giá 3 năm liên tục, không có công ty nào bị giảm giá 3 năm liên tục. (Bảng 1)

Bảng 1: Suất sinh lợi về vốn và về cổ tức của các công ty niêm yết qua 4 năm (7/2000 – 7/2004)

STT	Tên Công ty	Suất sinh lợi cổ tức				Suất sinh lợi về vốn			
		1	2	3	4	1	2	3	4
1	REE	2,12%	6,88%	9,84%	5,11%	331,3%	-52,61%	-44,04%	92,62%
2	SAM	2,36%	5,46%	8,21%	4,21%	273,5%	-53,86%	-0,17%	94,87%
3	HAP	3,36%	8,38%	10,34%	8,24%	587,5%	-64,00%	-18,99%	25,52%
4	TMS	2,00%	4,80%	7,83%	6,81%	542,9%	-58,33%	-25,07%	14,95%
5	LAF	1,71%	7,28%	8,22%	7,27%	311,8%	-70,57%	6,31%	0,46%
6	SGH	2,00%	3,77%	7,14%	4,35%	38,9%	-54,57%	-20,75%	9,52%
7	CAN		7,37%	11,33%	3,87%		-19,93%	-30,88%	3,33%
8	DPC		6,29%	9,43%	3,00%		-54,57%	-33,33%	-5,66%
9	BBC		6,09%	0,00%	8,05%		-27,04%	-52,28%	58,51%
10	TRI		6,72%	9,68%	7,89%		-7,59%	-30,60%	22,58%
11	GIL		7,46%	13,33%	7,10%		13,16%	-16,28%	40,83%
12	BTC		5,36%	7,19%	0,00%		2,28%	-25,45%	-10,18%
13	BPC		6,88%	9,74%	7,69%		-12,80%	-29,36%	26,62%
14	BT6		6,24%	9,32%	4,75%		-11,49%	-22,60%	96,27%
15	GMD		7,18%	9,67%	2,22%		-1,65%	-20,81%	63,14%
16	AGF		6,25%	9,96%	6,32%		-4,00%	-16,32%	57,68%
17	SAV		4,59%	9,82%	5,08%		-21,60%	-16,84%	93,25%
18	TS4			9,20%	7,06%			-20,91%	-2,30%
19	KHA			9,36%	8,13%			-12,51%	43,86%
20	HAS			7,18%	5,08%			-9,30%	51,28%
21	VTC			6,59%	3,70%			-2,38%	78,05%
22	PMS				7,55%				9,66%
23	BBT				7,25%				-36,11%
24	DHA				9,84%				-20,78%
	Trung bình	2,26%	6,29%	8,73%	5,86%	345,4%	-56,04%	-23,75%	61,39%

Tính trung bình các cổ phiếu trên thị trường mang lợi nhuận lại cho nhà đầu tư mỗi năm gần 6% cổ tức và gần 25% về vốn. Đó là mức sinh lợi đáng mong đợi, nhưng mức sinh lợi này cũng chỉ đến với những nhà đầu tư dài hạn. Đi vào chi tiết, chỉ có 14/24 công ty có mức sinh lợi về vốn dương qua 4 năm.

Ở hầu hết các CTCK, tỷ trọng cổ tức trung bình khá cao cho thấy tầm quan trọng của cổ tức trong thu nhập của các nhà đầu tư cổ phiếu trên thị trường. Với một vài công ty như GIL, LAF, AGF, phần thu nhập này chiếm gần một nửa tổng thu nhập. Trừ những công ty giảm giá nhiều, phần thu nhập cổ tức trung bình vào khoảng 19% tổng thu nhập.

Mức sinh lợi về vốn 24,59%/năm của thị trường cổ phiếu Việt Nam (VN-Index) là khá cao trên thế giới. Để so sánh, chúng tôi tập hợp suất sinh lợi từ tháng 7/2000 đến tháng 7/2004 của 55 thị trường cổ phiếu chủ yếu trên thế giới là thành viên của World Federation of Exchanges (WFE). Suất sinh lợi này được tính trên mức tăng của các chỉ số lớn nhất của các thị trường. Ví dụ, với thị trường Euronext Paris, người ta không sử dụng chỉ CAC 40 mà sử dụng SBF 250. Đại đa số các thị trường (có đến 75% số thị trường) có suất sinh lợi dao động trong khoảng -10% đến +20%. Thị trường cổ phiếu Việt Nam đứng thứ 4, chỉ sau Tehran (Iran), Colombo (Sri-lanka), Mumbai (Bombay - Ấn Độ).

Nguồn : Số liệu tính toán được tập hợp từ <http://www.chungkhoandenhat.com>, <http://www.vCBS.com.vn>

Xem tiếp kỳ tới...