

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

(Tiếp theo Số 1 - Tháng 11/2004)

Ths. Hồ Viết Tiến*

4. Một số rủi ro chính của thị trường

Khi bỏ tiền ra mua cổ phiếu, nhà đầu tư phải chấp nhận rất nhiều loại rủi ro: rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống; rủi ro có thể phân tán được và rủi ro không thể phân tán được; rủi ro bắt nguồn từ các yếu tố ngoài thị trường, từ chính bản thân phương thức tổ chức thị trường và rủi ro bắt nguồn từ tình hình tài chính của công ty niêm yết... Trong khuôn khổ một bài báo chúng tôi chỉ dự định phân tích hai rủi ro chính là rủi ro biến động suất sinh lợi và rủi ro độ thanh khoản.

4.1. Rủi ro biến động suất sinh lợi

Thực ra để thấy được sự biến động giá chỉ cần tính toán một cách đơn giản sự chênh lệch giá từng ngày hoặc lấy giá cao nhất trừ đi giá thấp nhất trong kỳ quan sát. Kết quả của phương pháp này sẽ bị “méo” do những biến động giá bất thường, khi vàng, dầu thô... tăng giá chằng hạn. Cũng có thể tính phương sai và độ lệch chuẩn của giá. Cách này khó so sánh những cổ phiếu có giá vài trăm USD với những cổ phiếu có giá vài USD. Cách thông dụng là tính phương sai và độ lệch chuẩn của suất sinh lợi. Suất sinh lợi

Bảng 3 : Độ lệch chuẩn suất sinh lợi của các cổ phiếu niêm yết qua các năm (7/2000 -7/2004)

Công ty	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Trung bình
REE	42,28%	42,56%	18,34%	45,42%	37,15%
SAM	38,12%	40,14%	11,29%	39,70%	32,31%
HAP	33,40%	44,14%	15,43%	37,84%	32,70%
TMS	47,21%	42,85%	15,87%	28,03%	33,49%
LAF	32,90%	48,11%	23,42%	27,87%	33,08%
SGH		37,23%	20,63%	33,92%	30,59%
CAN		19,52%	20,91%	39,24%	26,56%
DPC		17,16%	23,40%	34,82%	25,13%
BBC		15,84%	20,90%	48,78%	28,50%
TRI		14,29%	24,05%	31,43%	23,26%
GIL		14,52%	21,47%	36,79%	24,26%
BTC		12,52%	39,16%	31,81%	27,83%
BPC		13,02%	20,63%	30,35%	21,33%
BT6		14,59%	18,82%	40,41%	24,61%
GMD		7,21%	15,59%	28,92%	17,24%
AGF		7,55%	18,53%	23,28%	16,45%
SAV		10,31%	21,29%	37,75%	23,11%
TS4			20,80%	31,01%	25,91%
KHA			17,10%	33,16%	25,13%
HAS			10,08%	33,09%	21,58%
VTC			10,11%	39,62%	24,86%
PMS				27,42%	27,42%
BBT				16,63%	16,63%
DHA				8,00%	8,00%
VN INDEX	36,99%	37,64%	11,73%	29,93%	29,07%

Nguồn: Tính toán từ số liệu tập hợp từ

<http://www.chungkhoandenhat.com>, <http://www.vcbs.com.vn> ...

này tính theo năm, tháng, tuần, ngày, thậm chí mỗi 5 phút. **(Bảng 3)**

Vì thị trường Việt Nam mới hình thành 4 năm, nếu tính theo năm, độ lệch chuẩn của 4 con số sẽ không chính xác. Nếu tính theo ngày thì cũng phải rất thận trọng: có lúc cơ quan quản lý chỉ cho phép giá biến động $\pm 2\%$ /ngày, quy định này có thể sẽ làm cho độ lệch chuẩn tính theo ngày giảm xuống, vì giá muốn tăng hay muốn giảm đều không được, đều phải chờ sang ngày hôm sau. Nếu tính theo tháng thì mỗi độ lệch chuẩn chỉ được tính từ 12 số cũng không chính xác. Vì vậy, trong bài này chúng tôi tính thử theo 2 cách: đầu tiên là độ lệch chuẩn theo tuần trong suốt 1 năm (49-51 tuần giao dịch) rồi suy ra độ lệch chuẩn của năm, cách thứ hai là đo độ lệch chuẩn theo tháng trong suốt 48 tháng rồi cũng ước lượng độ lệch chuẩn trung bình/năm cho cả 4 năm. Xin nhắc lại rằng, độ lệch chuẩn suất sinh lợi của năm được ước lượng bằng độ lệch chuẩn của kỳ trong năm (ngày, tuần hay tháng) rồi nhân với căn bậc hai của số kỳ trong năm (365, 52 hoặc 12)¹. Trong 2 cách trên, cách thứ nhất để so sánh giữa các cổ phiếu của Việt Nam với nhau qua các năm. Cách thứ hai để so sánh với các thị trường khác trên thế giới.

Bảng 3 trình bày kết quả của cách đo thứ nhất. Diễn biến thị trường chia làm hai nhóm chính. Nhóm thứ nhất gồm các cổ phiếu niêm yết ngay từ năm thứ nhất, rủi ro

tổng thể (độ lệch chuẩn) năm thứ nhất ở mức cao (trên 30%, trừ trường hợp SGH chỉ giao dịch vài phiên) do suất sinh lợi quá cao. Khi giá giảm mạnh suốt năm thứ hai thì rủi ro tổng thể cũng tăng nhẹ từ năm thứ nhất sang năm thứ hai, lên trên 40%. Năm thứ ba, khi giá giảm xuống mức tối thiểu, suất sinh lợi vẫn còn âm thì độ lệch chuẩn cũng ở mức tối thiểu. Khi suất sinh lợi tăng lại vào năm thứ tư thì rủi ro cũng tăng theo.

Nhóm thứ hai gồm những công ty niêm yết năm thứ hai và năm thứ ba, rủi ro tổng thể tăng đều từ khi bắt đầu niêm yết đến nay, mặc dù suất sinh lợi của nhiều công ty giảm khá mạnh vào năm thứ ba.

Trên tổng thể độ lệch chuẩn của suất sinh lợi của thị trường tăng nhẹ từ 36,99% năm thứ nhất lên 37,64% năm thứ hai, sau đó giảm mạnh xuống mức gần 12% năm thứ ba và trở lại mức xấp xỉ 30% vào năm thứ tư. Tính trung bình, độ lệch chuẩn này vào khoảng 29,07%/năm, trong khi suất sinh lợi trung bình là 24,59%. Ý nghĩa của hai con số này như sau: nếu suất sinh lợi phân phối chuẩn thì điều đó có nghĩa là cứ 3 năm thì có đến 2 năm suất sinh lợi dao động trong khoảng âm 4,48% đến dương 53,66%. Phải mất 20 năm mới có 1 năm suất sinh lợi giảm xuống dưới mức âm 33,55% hoặc đạt trên mức dương 82,73%. Theo cách lập luận này, phải 20 năm mới có 1 trường hợp cực đoan như năm thứ nhất hoặc như năm thứ hai.

Việc so sánh giữa các thị

trường thuộc WFE thể hiện bằng độ lệch chuẩn suất sinh lợi của năm trên cơ sở tính toán theo tháng qua 48 tháng. Kết quả của phương pháp này với trường hợp Việt Nam có khác so với phương pháp trên. Có thể thấy tuyệt đại đa số các thị trường có độ rủi ro ở mức 10-30%. Chỉ có 3 thị trường có mức rủi ro trên 40%, trong đó, Việt Nam đứng thứ 2, khoảng 48%, chỉ sau Thổ Nhĩ Kỳ.

Nói chung thị trường có suất sinh lợi cao thì rủi ro cũng cao. Để so sánh hiệu quả giữa một danh mục đầu tư (hay một thị trường) có suất sinh lợi 14% rủi ro 15% với một danh mục khác có suất sinh lợi 15% và rủi ro 16%, người ta dùng các chỉ số Sharpe, Treynor và Jensen... Chúng tôi thử dùng chỉ số Sharpe để so sánh (tính bằng công thức [(suất sinh lợi không rủi ro)/rủi ro tổng thể]). Ví dụ lấy lãi suất cơ bản hiện hành của Quỹ Dự trữ Liên bang Mỹ là 1,75% làm lãi suất phi rủi ro. Kết quả cho thấy Việt Nam đứng hàng 10/56 thị trường (55 thành viên của WFE), thứ 4 trong 18 thị trường Châu Á – Thái Bình Dương, chỉ sau Sri-lanka, Bombay, New Zealand. Đó là một vị trí đáng lạc quan. Nó nói lên rằng với mức rủi ro 47,8% (tính theo tháng) thì suất sinh lợi 24,59% là rất hấp dẫn, không có gì phải quá lo ngại.

4.2. Độ thanh khoản

Có nhiều phương pháp đo độ thanh khoản (Sarr, A., T. Lybek, bài đã dẫn) trong đó

2 phương pháp được sử dụng rộng rãi nhất là tính chi phí giao dịch hoặc dựa vào quy mô giao dịch. Chi phí giao dịch (thường thể hiện dưới dạng chênh lệch giá bán ra và giá mua vào) càng thấp chứng tỏ độ thanh khoản của thị trường càng cao. Phương pháp này rất thích hợp với thị trường OTC và thị trường tiền tệ. Phương pháp dựa trên quy mô giao dịch thích hợp với phương thức đấu giá trên thị trường cổ phiếu tập trung vì ở đây quy mô giao dịch,

tổng giá trị thị trường được ghi chép đầy đủ. Khái niệm quy mô cũng có 2 cách đo: số lượng giao dịch tương đối và giá trị giao dịch tương đối. Trong bài này chọn tỷ lệ giá trị giao dịch trong ngày/ tổng giá trị thị trường trong ngày để đo độ thanh khoản tương đối.

Bảng 4 có 3 phần. Bốn cột 2-5 mô tả quy mô giao dịch trung bình/phiên của các cổ phiếu và của thị trường, 4 cột tiếp theo là quy mô giao dịch tương đối/phiên còn 4 cột

cuối cùng là tỷ lệ cổ phiếu giao dịch thực tế mỗi năm trong 4 năm.

Về phương diện tuyệt đối có 5 công ty có số lượng giao dịch trung bình trên 10000 cổ phiếu/phiên là REE, SAM, BBC, SAV và BBT. Các công ty này tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư khi họ có ý định giao dịch các cổ phiếu của họ. Các công ty này chiếm từ trên 60% đến gần 90% tổng số lượng giao dịch của toàn bộ thị trường. Tính chung cho thị trường, quy mô

Bảng 4: Độ thanh khoản trung bình của các cổ phiếu và của thị trường qua các năm (7/2000 – 7/2004)

	Số cổ phiếu giao dịch trung bình/phiên (trừ dòng cuối cùng)				Tỷ lệ trung bình giá trị cổ phiếu giao dịch 1 phiên/tổng giá trị thị trường				Tỷ lệ giá trị cổ phiếu giao dịch trong năm/tổng giá trị thị trường			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
REE	23953	35557	27510	68245	0,16%	0,24%	0,12%	0,30%	24%	45%	30%	76%
SAM	49187	31325	8770	24916	0,41%	0,26%	0,06%	0,14%	62%	50%	15%	35%
HAP	8413	4684	1665	4805	0,83%	0,33%	0,08%	0,24%	124%	62%	20%	60%
TMS	7363	8005	1145	4237	0,33%	0,36%	0,05%	0,18%	50%	70%	13%	45%
LAF	3752	2606	845	1973	0,20%	0,14%	0,04%	0,10%	18%	26%	11%	26%
SGH	233	4191	989	1062	0,01%	0,24%	0,06%	0,06%	0%	45%	14%	15%
CAN		3845	1656	3893		0,11%	0,05%	0,11%		17%	12%	28%
DPC		4426	1290	2704		0,28%	0,08%	0,17%		39%	20%	43%
BBC		23794	10300	27552		0,42%	0,18%	0,49%		56%	45%	123%
TRI		11377	1835	6902		0,30%	0,05%	0,18%		38%	12%	46%
GIL		4778	2366	6970		0,29%	0,14%	0,42%		36%	35%	106%
BTC		3454	724	725		0,27%	0,06%	0,06%		32%	14%	14%
BPC		5505	1409	2047		0,14%	0,04%	0,05%		11%	9%	13%
BT6		9587	5225	12745		0,16%	0,09%	0,22%		11%	22%	54%
GMD		6340	4307	9393		0,04%	0,03%	0,05%		2%	6%	14%
AGF		19594	5235	7045		0,47%	0,13%	0,17%		29%	31%	42%
SAV		12625	9166	18493		0,28%	0,20%	0,41%		16%	50%	103%
TS4			549	1042			0,04%	0,07%			9%	17%
KHA			3851	6190			0,20%	0,30%			47%	74%
HAS			1498	1928			0,12%	0,16%			18%	40%
VTC			1523	1912			0,08%	0,11%			10%	27%
PMS				4932				0,15%				28%
BBT				32721				0,48%				45%
DHA				5050				0,14%				11%
Thị trường (số lượng)	90898	139828	90174	232258	0,30%	0,28%	0,08%	0,18%	45,30%	53,83%	19,12%	44,48%
Thị trường (triệu đồng)	4472	4818	1833	5946								

giao dịch tăng từ 91000 cổ phiếu/phiên năm thứ nhất lên 140000 năm thứ hai, sau đó giảm xuống 90000 năm thứ ba và đạt mức cao nhất là 232000 năm thứ tư. Về giá trị (xem dòng cuối cùng trong bảng 4) cũng biến động tương tự, năm thứ nhất, mặc dù chỉ có 6 công ty nhưng giá trị trung bình cao gấp 2,5 lần so với năm thứ 3, khi có đến 21 công ty. Tính chung cho cả 4 năm, mỗi phiên có khoảng 4213 triệu đồng giá trị giao dịch, nghĩa là khoảng gần 270000 USD/phiên, tương đương với 70 triệu USD/năm. Con số này thấp hơn toàn bộ 55 thị trường thành viên của WFE, thấp hơn cả đảo quốc Malta, nơi đạt khoảng 100 triệu USD/năm. Do vậy, các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài vẫn chưa thể tham gia một cách tích cực. Những quỹ đầu tư chứng khoán có quy mô trên 1 tỷ USD không phải là lớn, nhưng họ cũng không thể tham gia một thị trường mà một năm tổng giao dịch chưa đến 100 triệu USD. Vô vàn ra với họ đều khó như nhau.

Phương diện tương đối cho thấy có bao nhiêu phần trăm cổ phiếu giao dịch trong 1 năm, nhưng do thời điểm niêm yết khác nhau, số phiên khác nhau, nên phải tính trung bình/phiên. Về phương diện này, HAP và SAM là những công ty đứng đầu năm thứ nhất, vị trí này năm thứ 2 là BBC và AGF, năm thứ 3 là SAV và BBC, năm thứ 4 là BBC và BBT. BBC là công ty luôn đứng 1 trong 2 vị trí đầu tiên, vì thế sau 3 năm toàn bộ

cổ phiếu của công ty này đã được đổi chủ 2,24 lượt. Ngược lại đáng ngại nhất là GMD, chỉ dao động trong khoảng 0,03% đến 0,05%/phiên trong suốt 4 năm, tương đương với khoảng 7-13%/năm. Nếu cứ như năm thứ 3 thì GMD cần đến 17 năm để quay vòng vốn 1 lần. Tính chung cho thị trường, độ thanh khoản giảm nhẹ từ 0,3%/phiên năm thứ nhất xuống 0,28%/phiên năm thứ hai. Thị trường thực sự vắng vẻ vào năm thứ 3, chỉ đạt 0,08%/phiên, sau đó có phần sôi động hơn vào năm thứ tư, với 0,18%/phiên. Độ thanh khoản trung bình của thị trường đạt gần 41%/năm, nghĩa là một vòng quay vốn kéo dài gần 30 tháng.

5. Kết luận

Bốn năm qua, mặc dù biến động suất sinh lợi của thị trường khá lớn nhưng không đáng lo ngại lắm bởi vì suất sinh lợi trung bình cũng rất cao. Bằng chứng là chỉ số Sharpe đứng vào hàng cao trong mẫu 56 thị trường dùng để so sánh. Tuy nhiên, quy mô thị trường còn quá nhỏ, chỉ có giá trị tương trưng trên

thị trường vốn, chưa phải là một kênh huy động và luân chuyển vốn quan trọng của đất nước. Quy mô giao dịch lại còn nhỏ hơn. Như vậy, hai câu hỏi còn lại là làm sao cho quy mô thị trường phát triển nhanh hơn và làm sao cho hoạt động giao dịch sôi động hơn? Đó là những câu hỏi không phải dành cho các nhà nghiên cứu hay các nhà phân tích mà dành cho các nhà quản lý thị trường, những nhà hoạch định chính sách. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Sarr, A., T. Lybek, *Measuring Liquidity in Financial Markets*, IMF Working Paper, WP/02/232
 2. <http://www.worldexchanges.org> (cung cấp thông tin về 55 thị trường đối chiếu)
 3. <http://www.chungkhoandenhat.com> (nguồn chính lập cơ sở dữ liệu về các cổ phiếu niêm yết).
 4. <http://www.vcb.com.vn> (dùng để đối chiếu số liệu).
 5. <http://ssi.com.vn> (dùng để đối chiếu số liệu).
 6. <http://www.bsc.com.vn> (dùng để đối chiếu số liệu)...
- ¹ Xem Sarr, A., T. Lybek, *Measuring Liquidity in Financial Markets*, IMF Working Paper, WP/02/232, p. 26.

Theo SGGP/Bvom ngày 21/12/2004, hội nghị đánh giá tình hình hoạt động thị trường chứng khoán (TTCK) tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán TPHCM (TTGDCK) vào ngày 17-12 - 2004 cho thấy tình hình tài chính của các công ty niêm yết chứng khoán (CTNY) không có nhiều thay đổi so với cùng kỳ năm trước, hiện trạng tài chính của nhiều công ty khá an toàn. Hiện đã có 26 CTNY giao dịch chứng khoán trên thị trường tập trung, trong đó có 4 công ty đã hoàn tất thủ tục niêm yết lần đầu. Chứng chỉ quỹ đầu tư VF1 đã chính thức niêm yết với tổng giá trị 300 tỷ đồng, tạo ra công cụ đầu tư mới cho thị trường. Tuy nhiên, hàng hóa trên thị trường còn quá ít, chất lượng chưa cao, các công ty cổ phần chủ yếu là doanh nghiệp vừa và nhỏ, chưa thu hút mạnh mẽ các nhà đầu tư.