

# VÀI NÉT VỀ THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU TOÀN CẦU

Thạc sĩ HỒ VIỆT TIẾN

Bài viết này cố gắng trình bày một phần bức tranh toàn cảnh của thị trường cổ phiếu toàn cầu trên 3 phương diện: sự phân bố vốn trên các thị trường cổ phiếu tập trung trên thế giới; hiệu quả của đầu tư cổ phiếu và rủi ro của các thị trường này. Toàn bộ các nhận định của bài này được rút ra các nguồn thông tin thứ cấp khác nhau, được ghi trong phần tài liệu tham khảo.

## I. TOÀN CẢNH THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU CUỐI THẾ KỶ 20

Bảng 1: Một số thị trường cổ phiếu trên thế giới

	Tổng số vốn theo giá thị trường- 1997 (triệu USD)	Tổng số vốn tính bằng GDP - 1996 (%)	Vòng quay vốn 1997 (%)	Số công ty niêm yết 1997
Bulgaria	7	0,1	0,1	15
Canada	486.268	83,9	62,2	1265
Trung Quốc	206.366	14,0	231,0	540
- Hồng Kông	449.381	216,6	44,2	561
Pháp	591.123	38,4		686
Đức	670.997	28,5	123,2	681
Ấn Độ	128.466	34,4	41,6	8.800
Ý	258.160	21,4	43,8	244
Nhật Bản	3.088.850	67,2	37,1	1689
Malaysia	93.609	309,6	72,6	621
Liên bang Nga	128.207	8,5	19,4	73
Vương quốc Anh	1.740.246	151,9	36,8	2.433
Hoa Kỳ	8.484.433	115,6	92,8	8.479
Uzbekistan	128	0,5		4
Các nước thu nhập thấp	265.322	19,5	205,2	11.150
Các nước thu nhập thấp và trung bình	1.726.405	34,4	85,1	20045
Các nước có thu nhập cao	18.451.257	78,5	75,1	22.359
Toàn thế giới	20.177.662	70,6	77,1	42.404

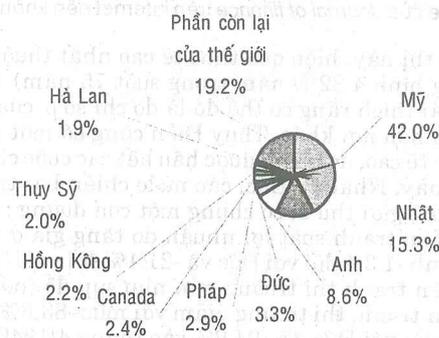
(World Bank - 1998 *World Development Indicators*, pp. 258-260)

Bảng này cho thấy có những thị trường cổ phiếu rất nhỏ về quy mô, chỉ có vven ven 4 công ty như trường hợp Uzbekistan, hay tổng số vốn chỉ có 7 triệu USD như trường hợp Bulgaria. Nếu diễn đạt bằng lối so sánh thì giá trị thị trường của thị trường Bulgaria chỉ bằng 0,1% GDP, nói khác đi một thị trường như thế sẽ ảnh hưởng rất ít đối với nền kinh tế. Những thị trường loại này thường cũng kém sôi động. Nhìn vào cột thứ 4 cho thấy ở Bulgaria, chỉ có 1 trên 1000 cổ phần được đem ra mua bán trên thị trường chứng khoán trong năm 1996. Trái lại cũng có những thị trường cổ phiếu quá lớn đối với nền kinh tế. Đó là trường hợp của Malaysia: tại đó khối lượng vốn trên thị trường lớn gấp hơn 3 lần GDP. Một thị trường vốn lớn tương đối như thế cũng có thể chứa đựng một rủi ro: sự sụp đổ của thị trường vốn này có thể là một thảm họa đối với nền kinh tế của nước đó. Vấn đề ví dụ Malaysia, trong năm 1997, giá cổ phiếu giảm đến 72,9%. Cũng trái với Bul-

garia, nơi thị trường khê đọng, nơi trung bình phải mất 1000 năm thì tất cả cổ phiếu mới được bán đi một lần, thì tại thị trường cổ phiếu Trung Quốc (không kể Hồng Kông), mỗi năm, trung bình mỗi cổ phiếu đổi chủ 2,3 lần. Điều đó không có gì lạ nếu ta so sánh tốc độ tăng trưởng của kinh tế Bulgaria với kinh tế Trung Quốc, còn tốc độ tăng trưởng lại là một trong các chỉ số kinh tế hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư khi đưa ra quyết định đầu tư chứng khoán. Đầu thập niên 90, trong khi kinh tế Trung Quốc tăng trưởng trung bình 8-9% / năm thì thị trường cổ phiếu của họ năm sau gần gấp đôi năm trước (trung bình tăng 93,6% / năm trong suốt 7 năm).

Trên quy mô toàn cầu, thị trường cổ phiếu tại các nước có thu nhập thấp (GNP nhỏ hơn hoặc bằng 785USD / người / năm 1996) chỉ chiếm khoảng 1,31% vốn của thế giới. Trong khi đó thị trường cổ phiếu các nước có thu nhập cao (GNP từ 9636 USD / người / năm 1996) chiếm 91,44% vốn toàn thế giới. Riêng nhóm G7 đã chiếm 75,93% vốn cổ phiếu niêm yết trên thế giới (Mỹ chiếm 42,05% thị trường toàn cầu). Tình hình này có thể được minh họa qua đồ thị sau:

Đồ thị 1: Phân bố vốn cổ phần trên thế giới



(Số liệu của đồ thị được tính từ World Bank - 1998 *World Development Indicators*, pp. 258-260)

Với cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997, với sự phá sản của nhiều thị trường chứng khoán mới nổi, các danh mục cổ phiếu (portfolio) của Mỹ và Châu Âu trở thành các danh mục ưu tiên trong các quỹ đầu tư, đặc biệt là các pension funds thì dòng vốn càng chảy nhiều hơn sang thị trường các nước phát triển, sự chênh lệch trên đây hiện giờ chắc đã tăng lên nhiều. Bằng chứng của xu hướng đó là cuối năm 1994, tổng số vốn của các thị trường mới nổi còn chiếm hơn 13% tổng số vốn thì đến cuối năm 1997 chỉ còn chiếm 8,56%.

## II. HIỆU QUẢ DÀI HẠN CỦA ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU TRÊN THẾ GIỚI

Về mặt thu nhập, cổ đông của một công ty có thể hy vọng những khoản lợi sau: thu nhập từ sự tăng giá cổ phiếu; thu nhập từ phân phối cổ tức; thu nhập từ việc được nhận các cổ phiếu mới cho không từ công ty (mặc dù thu nhập này chỉ có ý nghĩa danh nghĩa), cổ phiếu mới này phát hành kèm theo nghiệp vụ nhập dự trữ vào vốn; thu nhập từ chứng chỉ đặc quyền dài hạn đăng ký mua cổ phần (warrant) hay đặc quyền đăng ký mua cổ phần ngắn hạn (right)... Tuy nhiên về dài hạn, nói khác đi đối với những người có chiến lược kinh doanh chứng khoán là "mua và giữ" ("buy and hold strategy") thì hai nguồn thu nhập chính là mức độ tăng giá của cổ phiếu và cổ tức. Do vậy, ở phần này chúng ta sẽ quan tâm chủ yếu đến hiệu quả kinh doanh cổ phiếu do việc tăng giá và do nhận cổ tức.

### 1. Lợi nhuận do tăng giá

Vì giá cổ phiếu biến động hàng ngày, hàng giờ nên việc lựa chọn phương pháp đo mức độ tăng giá có thể ảnh hưởng đến kết quả. Ví dụ để đo mức độ tăng giá tháng

người ta có thể lấy trung bình 2 trị số giá cao nhất và thấp nhất trong tháng hoặc đơn giản chỉ lấy giá của ngày giao dịch cuối cùng trong tháng. Từ hiệu quả tăng giá tháng này mới tính ra hiệu quả năm.

Suất tăng giá được tính gộp hàng năm, tức là phần tăng giá của năm trước được gộp vào vốn trong việc tính mức tăng giá của năm sau.

Hiệu quả tăng giá năm thực tế được tính ra bằng cách loại bỏ yếu tố lạm phát khỏi tăng giá danh nghĩa. Chỉ số giá bán buôn (wholesale price index) chứ không phải chỉ số bán lẻ được sử dụng để khử lạm phát vì người ta coi cổ phiếu, với tư cách là vốn chủ sở hữu doanh nghiệp, là yếu tố đầu vào của sản xuất. Ví dụ tăng giá danh nghĩa trung bình của Hoa Kỳ là 6,95%, lạm phát trung bình là 2,52%, thì hiệu quả tăng giá thực tế sẽ là  $(106,95/102,52) - 1 = 4,32\%$ .

Đồ thị sau đây là thể hiện hiệu quả tăng giá trung bình hàng năm của 39 nước trong gần suốt thế kỷ 20 (1921-1996).

Đồ thị 2 : Suất lợi nhuận thực tế của cổ phiếu do tăng giá trong thế kỷ 20 của 39 nước (xem đồ thị cuối bài) (Nguồn : Philippe Jorion, William N. Goetzmann, "Global stock markets in the twentieth century", *Journal of finance* 6/1999, được lấy từ home page của *Journal of finance* trên internet nên không có số trang.)

Trong đồ thị này, hiệu quả thực tế cao nhất thuộc về Hoa Kỳ (trung bình 4,32%/ năm trong suốt 75 năm). Các học giả Mỹ giải thích rằng có thể đó là do chỉ số  $\beta$  của thị trường Mỹ cao hơn nơi khác. Thụy Điển cũng có một mức lợi nhuận thực tế cao, do tránh được hầu hết các cuộc chiến trong thế kỷ này. Nhật và Đức, các nước chiến bại trong Chiến tranh thế giới thứ 2, có chung một con đường : giai đoạn trước chiến tranh suất lợi nhuận do tăng giá ở mức thấp (trung bình -1,3% đối với Đức và -21,1% đối với Nhật) ; kết thúc chiến tranh thị trường gần như sụp đổ (nếu so với trước chiến tranh, thị trường giảm với mức -83,8% vào tháng 1/1950 đối với Đức, và -94,9% vào tháng 4/1949 đối với Nhật) ; tuy nhiên sau khi khôi phục lại sau chiến tranh thì thị trường lấy lại những gì đã mất (Đức đạt trung bình 6,0% suốt từ 1950 đến 1996, còn thị trường Nhật có suất tăng trưởng 5,52% từ 1949 đến 1996).

Trong số 39 nước trong mẫu có đến 17 nước mà tại đó lợi nhuận thực tế trung bình do tăng giá ở mức âm. Do vậy trung vị của mẫu này khiêm tốn ở mức 0,75%, một mức mà có lẽ không một nhà đầu tư cổ phiếu nào chấp nhận.

Tuy nhiên suất lợi nhuận trên đây đã loại bỏ yếu tố lạm phát và chưa tính đến các khoản lợi khác mà cổ đông có thể được hưởng, trước hết là cổ tức.

## 2. Suất lợi nhuận có và không có cổ tức

Bảng 2 : Lợi nhuận thực tế của cổ phiếu có và không có cổ tức

Nước	Lợi nhuận có cổ tức	Lợi nhuận không có cổ tức	Khác biệt do cổ tức	Ghi chú
Tinh toán của MSCIP 1970-1995				
Mỹ	6.15%	2.01%	4.14%	
Nhật	8.59%	6.75%	1.84%	
Anh	6.39%	1.23%	5.16%	
Đức	5.52%	1.44%	4.08%	
Pháp	4.45%	-0.29%	4.74%	
Canada	4.34%	0.65%	3.69%	
Thụy Sĩ	5.72%	3.06%	2.66%	
Hà Lan	8.84%	3.09%	5.75%	
Tây Ban Nha	2.30%	-4.00%	6.30%	
Bỉ	12.97%	4.05%	8.92%	
Dan Mạch	6.54%	2.71%	3.83%	
Na Uy	6.03%	2.78%	3.25%	
Áo	4.89%	2.07%	2.82%	
Úc	3.65%	-0.71%	4.36%	
Ý	-0.26%	-2.95%	2.69%	

Thụy Điển	8.79%	5.03%	3.76%	
Trung bình	5.93%	1.68%	4.25%	
Các thị trường dài hạn				
Dan Mạch	4.88%	0.64%	4.24%	1923-1995
Đức	4.83%	1.21%	3.62%	1924-2995
Thụy Điển	7.13%	3.30%	3.83%	1926-1995
Thụy Sĩ	5.57%	2.12%	3.45%	1921-1995
Anh	8.16%	2.99%	5.17%	1921-1995
Mỹ	8.22%	3.38%	4.84%	1921-1995

(Nguồn : Philippe Jorion, William N. Goetzmann, "Global stock markets in the twentieth century", *Journal of finance* 6/1999, được lấy từ home page của *Journal of finance* trên internet nên không có số trang.)

Trong bảng này, cột thứ hai là suất lợi nhuận tổng hợp khi cổ tức được tái đầu tư. Cột thứ ba là suất lợi nhuận khi loại bỏ cổ tức, nghĩa là lợi nhuận do tăng giá. Cột thứ tư tương đương với suất cổ tức trung bình / năm. Ví dụ lợi nhuận trung bình tổng hợp của cổ phiếu tại các nước này là 5,93% suốt 25 năm, suất lợi nhuận không có cổ tức là 1,68% còn suất cổ tức vào khoảng 4,25%.

Từ lâu, các chuyên gia vẫn cho rằng nếu công ty trả cổ tức càng nhiều thì giá trị của công ty càng giảm một cách tương đối hay ít ra là tăng chậm đi một cách tương đối, đơn giản là vì chia cổ tức là lấy đi một phần giá trị thuần của công ty chia cho cổ đông. Nói khác đi, người ta vẫn nghĩ rằng nếu suất cổ tức càng cao thì suất tăng giá cổ phiếu càng giảm, và ngược lại, suất tăng giá càng cao càng chứng tỏ công ty không chịu trả cổ tức hoặc trả quá ít. Bảng trên không chứng minh nhận định đó. Ví dụ như nước Mỹ về dài hạn trả cổ tức ở mức trung bình (4,84% cho giai đoạn 1921-1995, hay 4,14% giai đoạn 1970-1995) nhưng mức độ tăng giá vẫn cao nhất trong mẫu (xem đồ thị tại phần II.1). Hệ số tương quan (correlation) giữa suất tăng giá và suất cổ tức được tính là -0,1478. Kiểm định thống kê hệ số này cho thấy giữa suất tăng giá và suất cổ tức không có mối liên quan đáng kể nào.

## 3. Một chỉ số cổ phiếu toàn cầu

P. Jorion và W. N. Goetzmann đã cố gắng tìm kiếm suất lợi nhuận cổ phiếu toàn cầu trong suốt thế kỷ qua. Có rất nhiều thị trường bị loại ra khỏi mẫu này, hoặc là tồn tại không đủ lâu (theo tính toán của họ là phải từ 44 năm trở lên), hoặc do có nhiều đứt đoạn trong lịch sử của chúng (do chiến tranh, khủng hoảng chính trị hoặc khủng hoảng kinh tế...). Rút cục chỉ còn 29 thị trường đại diện cho toàn thế giới. May thay chúng lại đại diện cho trên 90% thị phần cổ phiếu thế giới. Kết quả như sau :

Bảng 3 : Chỉ số cổ phiếu toàn cầu

	Lợi nhuận gộp trung bình năm
Index Hoa Kỳ	4,32%
Index ngoài Hoa Kỳ	3,39%
Thế giới	4,04%

(Nguồn : Philippe Jorion, William N. Goetzmann, "Global stock markets in the twentieth century", *Journal of finance* 6/1999, được lấy từ home page của *Journal of finance* trên internet nên không có số trang.)

Sự khác biệt về hiệu quả đầu tư giữa thị trường cổ phiếu Hoa Kỳ và phần còn lại của thế giới là 4,32% - 3,39% = 0,93% một năm, nhưng qua 75 năm sự khác biệt ấy thật đáng kể. Cuối năm 1996, tổng số vốn của thị trường ngoài Hoa Kỳ là 9000 tỷ USD, tương đương với 9000 x  $(1+0,0339)^{76} = 714$  tỷ USD năm 1921. Nếu năm 1921 số vốn 714 tỷ này được đầu tư vào thị trường Mỹ thì đến 1996 tổng số vốn sẽ là  $714 \times (1+0,0432)^{76} = 17775$  tỷ. Như vậy chi phí cơ hội mà các thị trường ngoài Hoa Kỳ phải gánh chịu do phải đầu tư với suất lợi nhuận là 3,39% là 8775 tỷ USD. Nói khác đi thị trường ngoài Hoa Kỳ có thể có quy mô gấp 2 hiện giờ nếu chúng tăng trưởng như thị trường Mỹ. Song đó chỉ là một giả định!

### III. RỦI RO CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

Mức độ rủi ro của một cổ phiếu cũng như của các chứng khoán khác thường được tính bằng mức độ biến động của giá (volatility). Mức độ biến động giá được định nghĩa là tỷ lệ phần trăm biến đổi giá trong một thời kỳ nhất định, một tuần chẳng hạn. Có thể lấy giá cao nhất trong tuần trừ đi giá thấp nhất trong tuần, hoặc lấy giá cao nhất chia giá thấp nhất trong tuần. (Robert W. Colby, Thomas A. Mayers, *The Encyclopedia Of Technical Market Indicators*, Ed. McGraw-Hill, New York, 1988, p.508). Đối với các chuyên gia phân tích chứng khoán thì mức độ biến động giá lại được tính bằng độ lệch chuẩn của giá trong một giai đoạn nào đó, thường là một tháng. Để tính mức độ biến động giá trong năm, người ta lấy mức độ biến động giá tháng trung bình trong năm rồi nhân với căn bậc hai của 12. Sau đây là kết quả tính toán của IFC :

Bảng 4 : So sánh mức độ biến động của các thị trường

Thị trường	Số tháng (tính đến 31/12/1994)	Mức độ biến động mỗi năm (%)
Thị trường mới nổi		
Achentina	60	68,07
Brazil	60	81,69
Trung Quốc	24	45,35
Indonesia	51	35,09
Pakistan	45	41,01
Ba Lan	24	99,56
Thổ Nhĩ Kỳ	60	64,02
Venezuela	59	69,74
Zimbabwe	18	42,50
Thị trường các nước phát triển		
Mỹ	60	12,41
Châu Âu, Úc, Viễn đông (Nhật, Hồng Kông)	60	18,81

(Nguồn : IFC, trích lại từ Emmanuel Tchameni, "Marchés émergents", *Encyclopédie des marchés financiers*, chủ biên Yves Simon, Ed. Economica, Paris, 1997, tome 1, p. 917)

Bảng này cho thấy đầu tư vào các thị trường mới nổi rủi ro hơn nhiều so với thị trường các nước phát triển. Sau đây là những nguyên nhân chủ yếu: Thứ nhất, do tổng số

vốn nhỏ và do độ thanh khoản (liquidity) tương đối thấp nên các thị trường mới nổi chịu ảnh hưởng nặng nề bởi các hành vi ứng xử của các tổ chức đầu tư quốc tế, khi các tổ chức này thay đổi cơ cấu danh mục đầu tư (portfolio) của họ. Ví dụ như, trước khi khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á bắt đầu, khối lượng giao dịch trung bình hàng ngày của Malaysia từ 5 tỷ USD năm 1993 giảm xuống 500 triệu USD năm 1994, sau khi một vài quỹ đầu tư Mỹ rút khỏi nước này. Thứ hai, các thị trường mới nổi rất nhạy cảm với tác động bên ngoài. Như giá nguyên liệu chẳng hạn, năm 1990, giá cổ phiếu của Venezuela tăng đến 7 lần do biến động giá dầu thô, khi mà chiến tranh Vùng Vịnh đang được triển khai... Thứ ba, những bất ổn kinh tế, chính trị-xã hội của những nước này. Cuộc khủng hoảng tiền tệ-tài chính năm 1997 đã làm cho thị trường cổ phiếu của Thái Lan trở về trước năm 1990. Chỉ tính đến cuối năm 1997, khi cuộc khủng hoảng chưa chấm dứt thì giá trị thị trường cổ phiếu của nước này chỉ còn 23,5 tỷ USD trong khi giá trị này cuối năm 1990 là 23,9 tỷ USD, sau khi đã đạt mức gần 188,5 tỷ vào cuối năm 1995. Thứ tư, sự phụ thuộc của các thị trường mới nổi vào một vài công ty lớn hàng đầu niêm yết trên thị trường, không chỉ trên quy mô vốn mà cả trên khối lượng giao dịch. Ví dụ vào cuối năm 1994, trong khi 10 công ty hàng đầu ở Mỹ chỉ chiếm 13% tổng số vốn thị trường quốc gia, thì ở Venezuela là 74%, ở Colombia là 61%, ở Bồ Đào Nha là 51,1%, ở Hungaria là 44%... Một sự bất ổn của một trong 10 công ty này có thể làm chao đảo cả thị trường cổ phiếu trong nước của các nước mới nổi. Ngoài ra cũng cần kể đến những yếu tố bên trong thị trường như : thông tin không đầy đủ, sự kém trong sáng của các tổ chức tài chính... cũng góp phần làm tăng sự biến động của thị trường ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Christian de Boissieu, Alain Henriot, Sandrine Rol, "Les marchés émergents", *Problèmes économiques*, No.2.541-2.542, 5-12/11/1997, Le développement de la sphère financière internationale, pp. 15-19.
2. Emmanuel Tchameni, "Marchés émergents", *Encyclopédie des marchés financiers*, chủ biên Yves Simon, Ed. Economica, Paris, 1997, tome 1, p. 917.

3. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri, *Foundations of financial markets and institutions*, 2d edition, Prentice-Hall, New York, 1998, p. 369.

4. Philippe Jorion, William N. Goetzmann, *Global stock markets in the twentieth century*, *Journal of finance* 6/1999, được lấy từ home page của *Journal of finance* trên internet nên không có số trang. Địa chỉ : [http://www.cob.ohio-state.edu/~fin/journal/archive\\_papers/volume54.htm](http://www.cob.ohio-state.edu/~fin/journal/archive_papers/volume54.htm).

5. Robert W. Colby, Thomas A. Mayers, *The encyclopedia of technical market indicators*, Ed. McGraw-Hill, New York, 1988, p.508.

6. World Bank - 1998 *World development indicators*, New York, 1998, pp. 258-260.

