

Đầu tư trên thị trường chứng khoán mới nổi

Phân tích lợi nhuận và rủi ro

TRẦN THỊ MỘNG TUYẾT

Có thể nói các thị trường chứng khoán mới nổi thể hiện một tập hợp các cơ hội đầu tư nhỏ, nhưng năng động. Bằng cách phối hợp các phương pháp lý thuyết và thực nghiệm, chúng ta nhận thấy rằng sự phân bố danh mục đầu tư quốc tế đối với các cổ phần vào các thị trường mới nổi có thể đem lại lợi nhuận cũng như điều chỉnh rủi ro của danh mục đầu tư dài hạn. Lợi ích của sự phân bố như vậy là cơ hội để tăng lợi nhuận của danh mục đầu tư trong khi giảm đi rủi ro của nó thông qua việc đa dạng hoá.

Trên thị trường mới nổi, rủi ro đầu tư có thể xem như một đặc thù được gây ấn tượng bằng những tiềm năng có được của lợi nhuận cao trên các thị trường này. Những khoản lời hay lỗ hàng năm hơn 80% không phải là bất thường. Chẳng hạn như, khoản lợi nhuận 113,8% của thị trường chứng khoán Thái Lan năm 1993 đã kéo theo một khoản lỗ 86,7% vào năm 1996 và 1997. Hiện tại, những nhà đầu tư đang lo lắng về điều gì sẽ xảy ra theo sau lợi nhuận 87,6% năm 2003 của Trung Quốc.

Phân tích thực nghiệm về các khoản đầu tư vào thị trường mới nổi bị cản trở bởi dữ liệu lịch sử chưa đủ và cả việc lựa chọn thiên lệch các dữ liệu. Hơn nữa, những sự thay đổi kinh tế, xã hội và chính trị ngay trong các thị trường mới nổi đã hạn chế tính ứng dụng các dữ liệu lịch sử. Vì vậy, phương pháp lý thuyết và thực nghiệm phải được kết hợp trong việc quyết định sự phân bố thích hợp của nhà đầu tư cho sự lựa chọn được đa dạng hoá vào các thị trường mới nổi.

Rủi ro và lợi nhuận

Lý thuyết thị trường tài chính đưa ra nhận định rằng, qua thời gian dài, lợi nhuận cao hơn sẽ được bồi hoàn cho rủi ro cao của các thị trường mới nổi. Về lâu dài, các thị trường mới nổi được kỳ vọng sẽ có sự phát triển kinh tế nhanh hơn các thị trường đã phát triển. Sự phát triển kinh tế nhanh hơn sẽ chuyển dịch thành sự gia tăng lợi nhuận nội bộ và từ đây lợi nhuận thị trường cân bằng cũng cao hơn. Qua những ghi chép lịch sử đầy đủ, các thị trường mới nổi đã cho thấy hầu hết về lý thuyết, trong một chừng mực nào đó sẽ đưa đến lợi nhuận cao hơn các thị trường đã phát triển tại châu Âu, Úc, và Đông Á.

Cả rủi ro và lợi nhuận đầu tư trong các thị trường mới nổi có liên quan chặt chẽ đến sự thành công của vấn đề phát triển kinh tế. Một "thị trường chứng khoán mới nổi" nói

chung trong một nền kinh tế có thu nhập thấp hay trung bình, là một thị trường chứng khoán quá độ – đang gia tăng về quy mô, hoạt động hay mức độ tinh vi. Mỹ đã là một thị trường mới nổi trong suốt thế kỷ thứ 19. Khi Mỹ đã tiến hoá thành một nước có tiềm lực kinh tế cao nhất của thế giới qua tiến trình của thế kỷ thứ 20, đã tạo ra lợi nhuận cao hơn trong các thị trường phát triển nhất.

Tuy nhiên, không phải tất cả các nền kinh tế mới nổi đã thành công từ tình trạng phát triển kém của chúng. Lịch sử cho thấy rằng vài nền kinh tế mới nổi trước kia – như Nhật và Mỹ – đã thành công, trong khi những nền kinh tế khác – như Argentina và Brazil – đã ít thành công hơn. Chẳng hạn như, vào năm 1870, Brazil đã có tổng sản phẩm nội địa (GDP) bình quân trên đầu người ngang bằng với của Nhật. Thế nhưng, vào năm 1998, Nhật đã tăng GDP bình quân đầu người gấp 3,5 lần so với Brazil. Tương tự vậy, năm 1913, Argentina đã có GDP trên đầu người lớn hơn Đức và Pháp, và đã được xem là một thị trường đã phát triển. Gần đây, Argentina là một thị trường mới nổi có GDP trên đầu người chỉ bằng 50% của Đức.

Một tập hợp các yếu tố phức tạp ảnh hưởng đến thành công hay thất bại của sự phát triển kinh tế lâu dài. Lý thuyết giải thích hầu hết những khác biệt trong sự hưng thịnh kinh tế của các nước đều do sự khác nhau về địa lý, khí hậu hay sinh thái, cũng như hệ thống chính trị xã hội trong mỗi nước.

Các nền kinh tế phát triển thành công có được những lợi nhuận chứng khoán dài hạn tuyệt đối cao; mà những điều đó không thể thấy được ở các thị trường chứng khoán suy sụp với các tỷ giá hối đoái của chúng, các hệ thống ngân hàng, và ổn định chính trị. Mặc dù các nền kinh tế đang phát triển nói chung được mong đợi để tiến nhanh hơn những nước đã phát triển, nhưng không thể tiên đoán các nước nào sẽ nổi trội và hoàn trả lại khoản vốn đầu tư đối với các rủi ro mà các nhà đầu tư đã nhận. Vì vậy, những nhà đầu tư phải đa dạng hoá hướng đi trên các thị trường mới nổi.

Rủi ro bất thường

Có một phạm vi rộng để các thị trường chứng khoán mới nổi đạt tới. Vào tháng 12.2002, tỷ lệ vốn hóa thị trường chiếm trong GDP của các nước có thu nhập thấp đến trung bình – các nước được đo lường bởi GDP trên đầu người – là

(*) Thạc sĩ, ĐH kinh tế TP.HCM

20,5% được so sánh với một tỷ lệ là 68,6% tại Mỹ. Tuy nhiên, những nhà đầu tư trong các thị trường mới nổi thường đối diện với các rủi ro bất thường. Chính các rủi ro bất thường sau đây có thể ngăn cản khoản đầu tư trong các thị trường mới nổi:

- **Rủi ro chính trị:** Các yếu tố như chiến tranh, nội chiến và tình trạng xung đột chủng tộc tạo nên sự bất ổn về chính trị trong một nước. Từ đó có thể ảnh hưởng đáng kể đến khả năng của một công ty để tạo ra tổng doanh thu và lợi nhuận của thị trường.

- **Rủi ro kinh tế:** Các chính sách và những sự cải cách kinh tế sai lầm có thể tạo ra một môi trường thử thách kinh tế vi mô cho các Công ty.

- **Môi trường điều hòa và có hiệu lực:** Chất lượng của việc điều tiết thị trường, tính minh bạch, và các tiêu chuẩn thanh toán tại các thị trường mới nổi thường kém hơn các thị trường phát triển. Các yếu tố này thường gây khó khăn hơn đối với việc bảo đảm giá cả phù hợp, làm gia tăng rủi ro về đánh giá thấp.

- **Các giới hạn về đầu tư:** Vào tháng 12.2002, những nhà đầu tư quốc tế chỉ có thể đầu tư 49,5% trong tổng số vốn hoá thị trường của những thị trường mới nổi. Cũng có những giới hạn khác đối với những nhà đầu tư nước ngoài về Công ty của họ hay tổng số cổ phần có thể giao dịch. Chẳng hạn, Chính phủ Malaysia đã đưa ra một mức thuế 10% trên lợi nhuận đầu tư để ngăn cản việc các nhà đầu tư bán cổ phần sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á vào năm 1996 – 1997 (mức thuế trên đã được nâng lên vào năm 2001).

- **Công nghệ cao/sự tập trung công ty:** Trong các thị trường mới nổi, một phần lớn của vốn hóa thị trường chứng khoán có thể được tập trung trong một nền công nghệ đặc biệt hay tập trung vào một số công ty. Tại Trung Quốc, chẳng hạn vào ngày 31.12.2003, 10 cổ phiếu hàng đầu theo vốn hóa thị trường được tính là 68,6% của giá trị thị trường, và các Công ty khai thác tài nguyên thiên nhiên được tính là 35,0% của giá trị.

Phức tạp trong đánh giá

Việc đa dạng hóa rộng rãi trên các thị trường mới nổi được xem như một trong những giải pháp có thể góp phần làm giảm đáng kể các rủi ro đã nói trên.

Chỉ số thị trường mới nổi theo Standard & Poor (S&P), Morgan Stanley Capital International (MSCI) và Thomson Financial Datastream (TFD) được đo lường bởi vốn hóa thị trường, đã đưa ra một vài phức tạp trong việc đánh giá thực trạng của các thị trường mới nổi:

- Những sự khác biệt không cân xứng giữa các công ty cùng kinh doanh trong các nước khác nhau có thể dẫn đến sự tập trung trong một vài nước.

- Các giới hạn chặt chẽ đối với những nhà đầu tư nước ngoài mà vài nước đã áp đặt có thể đưa đến kết quả những nước này bị xem nhẹ trong các chỉ số “có thể đầu tư”

(“investable”), chúng chỉ được so sánh với chỉ số “địa phương” (local). Các chỉ số “có thể đầu tư” của các thị trường mới nổi chỉ tính đến trong vốn hóa thị trường những chứng khoán hợp lệ và có thể thực hiện với những nhà đầu tư nước ngoài.

- Sự gia nhập hay rút lui của một số nước có thể làm thay đổi chỉ số đo lường một cách đáng kể vào thời điểm giao dịch.

- Tính bất ổn cao của các thị trường mới nổi có thể sinh ra những sự tập trung cao trong những khu vực hay quốc gia nào đó, giảm đi tính đa dạng hóa. Những sự tập trung này có thể cũng làm tác hại đến sự thực hiện danh mục đầu tư khi một quốc gia có tiềm lực quá tốt hay quá tải rút lui một cách mạnh mẽ, đây là đặc thù đối với các thị trường mới nổi.

Dựa trên phân tích đồng thời lý thuyết và thực tiễn, có thể kết luận rằng tỷ lệ phân bổ danh mục dự phòng của nhà đầu tư quốc tế trên thị trường mới nổi có thể cải thiện được lợi nhuận điều chỉnh rủi ro. Tuy nhiên để một nhà đầu tư không gánh chịu rủi ro tuyệt đối, lời khuyên cáo dừng lại ở gợi ý rằng họ phải có một sự phân bổ thích đáng cho những thị trường vốn mới nổi. Cụ thể là những nhà đầu tư chấp nhận rủi ro nên phân bổ một tỷ lệ tương đối nào đó cho danh mục đầu tư quốc tế trên thị trường mới nổi ■

Phụ lục: Rủi ro và lợi nhuận trung bình hàng năm trên thị trường mới nổi và thị trường phát triển.

		Lợi nhuận trung bình hàng năm (%)	Độ bất ổn định (%)
Mẫu đầy đủ : 1985-2003	Thị trường mới nổi	14,82	23,78
	U.S*	13,89	15,97
	AEF**	11,90	18,14
Giai đoạn "nhìn lại" : 1975-1984	Thị trường mới nổi	15,73	15,35
	U.S*	12,68	13,72
	AEF**	14,85	15,18
Trước tự do hóa 1985-1990	Thị trường mới nổi	26,87	25,04
	U.S*	16,45	17,54
	AEF**	24,27	21,92
Tự do hóa ban đầu 1991-1996	Thị trường mới nổi	15,49	18,45
	U.S*	18,11	10,15
	AEF**	9,11	15,15
Giai đoạn gần đây 1997-2003	Thị trường mới nổi	3,51	26,51
	U.S*	7,86	8,57
	AEF**	3,39	16,52

(Nguồn: SGP Emerging market Data Base and Thomson Financial Datastream)

* : Thị trường Mỹ.

** : Thị trường Australia, Europe, Far East

Tham khảo:

Maddison, Angus, 2003. The world Economy: Historical Statistics.

Tokat, Yesim, 2004. International Equity Investing: Investing in Emerging Market.

Acemoglu, Daron, Simon Johnson and James Robinson, 2002. Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution.