

Thị trường cổ phiếu tập trung tại TP. Hồ Chí Minh năm 2007

HỒ VIỆT TIẾN

Mở đầu

Bài viết này sẽ phân tích thị trường cổ phiếu tập trung tại HOSE năm 2007 trên các khía cạnh: quy mô phát triển, suất sinh lợi, rủi ro của thị trường, hiệu quả đầu tư và một vài khảo sát về tính hiệu quả của thị trường. Hy vọng những kết quả phân tích không giống với báo cáo tổng kết của các cơ quan quản lý thị trường. Số liệu cơ sở được lấy từ các trang web của UBKCNN, HOSE và các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS,...

1. Quy mô thị trường

Bảng 1: Quy mô thị trường qua các năm

Năm	Giá trị vốn hoá thị trường phiên cuối năm (tỷ đồng)	Tăng
2000	1.046	136%
2001	1.605	53%
2002	2.537	58%
2003	2.408	-5%
2004	3.913	63%
2005	7.765	98%
2006	145.896	1.779%
2007	364.425	150%

Nguồn: từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả. Năm 2000 so với ngày khai trương.

Tuy không đạt được mức tăng trưởng của năm 2006, khi giá trị vốn hoá thị trường tăng gần 1.800% so với năm 2005, giá trị vốn hoá năm 2007 cũng đã tăng 150% so với năm 2006 (Bảng 1). Sự tăng trưởng này một mặt do 32 công ty mới niêm yết mới trong năm, mặt khác là do phát hành bổ sung của hầu hết các công ty niêm yết. Vì năm 2007, chỉ số VN-Index tăng 23,3% nên nếu không có niêm yết mới và phát hành thì giá trị vốn hoá sẽ là 179.889 tỷ, do vậy dễ dàng có thể suy phần tăng thêm còn lại là do phát hành và niêm yết mới. Nói khác đi, hơn 50% giá trị vốn hoá thị trường là

do niêm yết mới và phát hành bổ sung.

Với số liệu của World Bank về GDP của VN năm 2006 (tại http://devdata.worldbank.org/AAG/vn_m_aag.pdf), đồng thời với ước lượng GDP của VN sẽ tăng 8,5% năm 2007 thì GDP 2007 sẽ vào khoảng 64,3 tỷ USD. Do vậy, quy mô thị trường HOSE (chưa tính Hà Nội) đã tương đương với khoảng 35,4% GDP. Tuy nhiên, khó có thể nói thị trường chứng khoán HOSE phản ánh nền kinh tế. Đơn giản là vì cơ cấu các công ty trên thị trường và trong chỉ số VN-Index không tương thích với các tỷ trọng của các ngành công nghiệp trong cơ cấu GDP. Đơn cử chỉ riêng STB và SSI đã chiếm 13,67% thị trường, cao hơn nhiều tỷ trọng của lĩnh vực tài chính ngân hàng trong nền kinh tế. Các công ty công nghiệp thực phẩm trên thị trường, chỉ với 3 công ty VNM, KDC và NKD, đã chiếm 10,5% chỉ số VN-Index, lớn hơn tỷ trọng ngành này trong nền kinh tế. Trong khi đó nhiều ngành vẫn chưa có đại diện trong VN-Index.

2. Tăng trưởng không đến nỗi nào

Vì nhiều nhà đầu tư bước vào thị trường vào tháng 3.2007, khi chỉ số VN-Index vượt quá 1.170, nên cuối năm 2007 cảm giác thất bại và bi quan phổ biến trên khắp thị trường. Tuy nhiên, nếu tính toán cho cả năm, chỉ số VN-Index đã tăng 23,3%/năm 2007, cao hơn mức tăng trung bình của thị

trường cổ phiếu thế giới trong dài hạn vào khoảng 11%-12% (Bảng 2).

Bảng 2: Tăng trưởng của chỉ số VN-Index qua các năm

Năm	Chỉ số VN-Index phiên cuối năm	Tăng
2000	206,83	106,8%
2001	235,40	13,8%
2002	183,33	-22,1%
2003	166,94	-8,9%
2004	239,29	43,3%
2005	307,50	28,5%
2006	751,77	144,5%
2007	927,02	23,3%
	Trung bình	35,0%

Nguồn: từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả. Năm 2000 so với ngày khai trương.



Trên quy mô công ty, suất sinh lợi cổ phiếu của các công ty do tăng giá không tính đến thu nhập cổ tức nhưng phải điều chỉnh khi có phát hành bổ sung (không tính suất sinh lợi ngày phát hành, do vậy có thể có sai số $\pm 5\%$). Với cách tính như vậy, trong năm có đúng 100 công ty và quỹ có mức tăng trưởng dương và 40 công ty và quỹ có suất sinh lợi vốn âm (không tính quỹ MAFPF1 mới niêm yết ngày giao dịch

c cuối năm). Bảng 3 cho thấy 10 công ty có suất sinh lợi cao nhất và 10 công ty lỗ nhiều nhất.

Bảng 3 : “Top ten” cổ phiếu các công ty tăng trưởng nhanh và các công ty giảm giá 2007

STT	Công ty	Suất sinh lợi
1	BMC	2560,2%
2	BTC	462,5%
3	TCT	454,6%
4	UNI	352,6%
5	LAF	273,2%
6	SJS	211,7%
7	LGC	209,4%
8	HAP	206,5%
9	HAX	177,1%
10	BBC	154,2%
...	...	...
133	HT1	-23,5%
134	HPG	-25,2%
135	FPT	-29,5%
136	VID	-33,1%
137	TYA	-33,3%
138	FMC	-37,3%
139	GTA	-40,3%
140	PPC	-41,2%
141	RIC	-48,8%
142	SFN	-69,4%

Nguồn : từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả. Ghi chú: SFN đứng thứ tự 142 vì có 138 công ty, 3 quỹ và chỉ số VN-Index.

Trong số các công ty tăng mạnh tại Bảng 3 có một số công ty nhiều năm giảm giá, nay “lấy lại những gì đã mất” như trường hợp BTC, có một số công ty đã tăng nhiều trong những năm trước nay tăng chậm lại như SJS và cũng có những công ty tăng không biết dừng như trường hợp BMC. Ngược lại, trong số các công ty giảm giá có một số “blue chip”, hứng chịu hậu quả của việc “thối” hình ảnh của mình lên quá cao trong những năm trước hoặc khi còn chưa niêm yết. Các công ty này sớm muộn sẽ phục hồi lại. Một số công ty giảm giá có những lý do “bất khả” như trường hợp PPC trong ngành sản xuất điện, khi giá bán điện bị ấn định trong khi giá mua nhiên liệu tăng lên nhiều lần...

Hình 1 mô tả suất sinh lợi của

toàn bộ thị trường (trong đồ thị này không có BMC vì quá chênh lệch với “phần còn lại của thế giới”). Trong đồ thị, VN-Index, với tư cách là trung bình có trọng số giá trị vốn hoá của các công ty, đứng ở vị trí 77 trong tổng số 141 công ty và quỹ, khá gần với trung vị, cho thấy tăng trưởng và suy thoái diễn ra đều với cả công ty lớn lẫn công ty nhỏ.

3. Rủi ro của thị trường khá cao

Rủi ro của thị trường tính trên biến động suất sinh lợi của VN-Index. Theo thông lệ của thế giới, rủi ro được tính từ độ lệch chuẩn suất sinh lợi tháng, sau đó năm hoá. Kết quả trình bày trong bảng 4.

Bảng 4 : Rủi ro của thị trường tính trên chỉ số VN-Index qua các năm

	Rủi ro tháng	Rủi ro năm	Hệ số Sharpe
2000	10,5%	23,9%	4,22
2001	28,8%	77,3%	0,10
2002	7,9%	26,5%	-1,06
2003	7,2%	24,6%	-0,61
2004	10,5%	36,3%	1,03
2005	4,2%	14,4%	1,56
2006	14,8%	50,9%	2,72
2007	12,8%	44,1%	0,39
Trung bình		37,3%	

Nguồn : từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả

Rủi ro của thị trường biến động nhiều qua các năm. Rủi ro năm 2001 cao gấp 5 lần năm 2005, trong khi suất sinh lợi của năm 2001 thậm chí còn thấp hơn cả năm 2005. Như thế có nghĩa rủi ro cao không nhất thiết mang lại suất sinh lợi cao và ngược lại, suất sinh lợi cao không nhất thiết phải chịu rủi ro cao. Rủi ro năm 2007 cao trong khi suất sinh lợi tương đối thấp là do hứng chịu “hậu quả” đợt tăng giá đầu năm. Mặt khác, cần thấy thị trường có tính liên tục, trong khi tính toán cho các năm lại “cắt đứt” thị trường ra thành các giai đoạn khác nhau nên không thấy được tính kế thừa giữa các năm. Năm 2006 tăng quá cao, sau đó chắc chắn có điều

chỉnh, và toàn bộ sự điều chỉnh này “đổ” vào số liệu năm 2007, cũng như “đổ hết lên đầu” những nhà đầu tư là “người đến sau”, từ tháng 4 năm 2007 trở đi.

Hệ số Sharpe đo lường hiệu quả đầu tư của các danh mục và của các thị trường. Nó nói lên bao nhiêu phần trăm suất sinh lợi bù đắp cho 1% rủi ro mà nhà đầu tư phải gánh chịu. Hệ số Sharpe càng cao, khoản đầu tư càng hiệu quả. Bảng 4 cũng cho thấy, dựa trên tiêu chí này, năm 2000 hiệu quả nhất, sau đó là năm 2006. Hiệu quả đầu tư năm thứ 7 thấp hơn trung bình và gần như là ở mức trung vị, 1% rủi ro được bù đắp bởi gần 0,4% suất sinh lợi.

4. Hiệu quả thị trường

Có nhiều chỉ tiêu đo lường tính hiệu quả của thị trường. Ở đây đề cập đến 2 chỉ tiêu: sự phụ thuộc của thị trường vào 10 công ty hàng đầu và hệ số tự tương quan của chỉ số thị trường.

Giá trị của 10 công ty hàng đầu cuối năm 2007 thể hiện trong bảng 5.

Bảng 5 : Tỷ trọng 10 công ty hàng đầu trên thị trường phiên cuối năm 2007

Công ty	Giá trị vốn hoá (tỷ VND)	Tỷ trọng	Tỷ trọng lũy kế
STB	29.140	8,08%	8,08%
VNM	29.099	8,07%	16,15%
DPM	28.120	7,80%	23,95%
FPT	20.494	5,68%	29,63%
SSI	20.160	5,59%	35,22%
PPC	19.411	5,38%	40,60%
PVD	16.741	4,64%	45,24%
HPG	12.540	3,48%	48,72%
VIC	12.400	3,44%	52,16%
ITA	10.080	2,80%	54,95%

Nguồn : từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả

Mười công ty hàng đầu chiếm 55% thị trường. Thậm chí giá trị công ty đứng đầu thị trường (STB) lớn hơn giá trị của 84 công ty nhỏ nhất trên thị trường cộng lại (trong tổng số 138 công ty). Tuy con số 55% còn khá cao so với trung bình dưới 40% của các thị trường phát triển trên thế giới song tỷ trọng 10 công ty hàng đầu VN đã giảm đáng

kể so với trước đây (74% ngày 25/04/2007). Đó là dấu hiệu của thị trường rộng lớn hơn, hiệu quả hơn vì không còn công ty nào có thể quyết định thị trường.

Bảng 6 : Hệ số tự tương quan suất sinh lợi của chỉ số VN-Index qua các năm

Năm	Hệ số tự tương quan (k=1)	Năm	Hệ số tự tương quan (k=1)
2000	0,6966	2004	0,3712
2001	0,4398	2005	0,0362
2002	0,4403	2006	0,1818
2003	0,3954	2007	0,2717

Nguồn : từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả

Hệ số tự tương quan suất sinh lợi tính trên chỉ số VN-Index thực hiện bằng cách đối chiếu suất sinh lợi ngày hôm trước với suất sinh lợi ngày hôm sau. Hệ số này dương cho thấy giá tăng tiếp tục tăng, giá giảm sẽ tiếp tục giảm. Ngược lại, hệ số âm cho thấy giá sẽ đối chiều. Trị tuyệt đối của hệ số này càng cao càng chứng tỏ tính "có thể dự báo" (predictable) của thị trường và thị trường kém hiệu quả. Ngược lại trị tuyệt đối nhỏ chứng tỏ thị trường hiệu quả. Bảng 6 cho thấy hệ số tự tương quan tất cả các năm đều dương và có trị số cao, nghĩa là giá tăng (hoặc giảm) vài ba ngày mới đối chiều. Nói chung là hệ số này có xu hướng giảm (bảng 6) tương đương với tính hiệu quả có xu hướng tăng lên. Trừ năm 2005, hệ số tự tương quan quá nhỏ, +0,04, cho thấy năm đó thị trường có "hiệu quả dạng thấp", với tất cả các năm còn lại, hệ số tương quan đều quá lớn, đủ để có thể nói rằng giá của ngày hôm qua có ảnh hưởng đáng kể đến giá hôm nay.

Kết luận

Năm 2007 không phải là một năm yên tĩnh của thị trường cổ phiếu tập trung tại TP.HCM. Chỉ số chứng khoán biến động mạnh làm cho rủi ro của thị trường cao hơn gần 20% so với mức trung bình. Suất sinh lợi danh nghĩa tuy không thấp lắm nhưng

trong bối cảnh lạm phát 2 con số làm cho suất sinh lợi thực chỉ xấp xỉ 10%, rất không thỏa mãn kỳ vọng của nhà đầu tư. Tuy nhiên, dấu hiệu tích cực cũng khá nhiều và đáng kể : quy mô thị trường đã ở mức có thể so sánh với GDP, nhiều công ty hàng đầu ngành công nghiệp tham gia niêm yết, thị trường đã trở thành một kênh huy động vốn qua phát hành bổ sung của nhiều công ty, tính hiệu quả của thị

trường đã được cải thiện dần. Mọi tia sáng hy vọng đều hướng đến năm 2008

Tham khảo :

- 1/ <http://www.vse.org.vn>
- 2/ <http://www.ssi.com.vn>
- 3/ Sổ giao dịch chứng khoán TP.HCM, Bản tin Thị trường chứng khoán, số 248, ngày thứ 7, 29.12.2007

Nguồn : từ các trang web của HOSE (<http://www.vse.org.vn>), các công ty chứng khoán SSI, BSC, BVS, ... và tính toán của tác giả.

Hình 2 : Tăng trưởng của các công ty HOSE năm 2007

