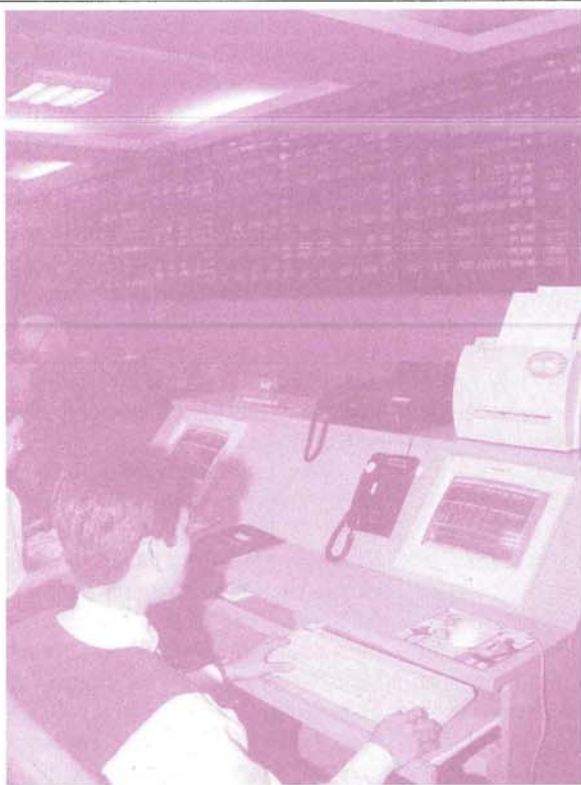




Ảnh Diệp Đức Minh

Phác họa về thị trường cổ phiếu năm thứ 3

Thạc sĩ HỒ VIỆT TIẾN

Vấn đề thanh khoản là vấn đề lớn nhất của thị trường cổ phiếu Việt Nam hiện nay. Nếu như năm thứ nhất chỉ có khoảng 40,5% cổ phiếu được giao dịch thì năm thứ hai tỷ lệ cổ phiếu tham gia giao dịch lại giảm thêm ¼ chỉ còn 30%. Năm thứ ba, tình hình còn đáng nản hơn khi chỉ còn 20%. Như thế có nghĩa là trung bình phải sau 5 năm thị trường cổ phiếu Việt Nam mới quay được 1 vòng. Số cổ phiếu tham gia giao dịch trong 1 phiên năm thứ 3 là 0,8%, chỉ bằng 1/2 của năm thứ 2 và chưa đến 1/3 năm thứ nhất.

Mở đầu

Trong khi nền kinh tế đã đạt được những bước tiến khả quan trên hầu hết mọi lĩnh vực thì thị trường cổ phiếu ở tuổi thứ 3 lại thể hiện một bộ mặt hoàn toàn khác, nếu không nói là lạc điệu thì cũng là ảm đạm. Về giá trị tuyệt đối, giá trị thị trường giảm một phần năm, chỉ có thêm 1 công ty niêm yết trong suốt năm 2003 và quy mô giao dịch làm nản lòng các nhà đầu tư. Về phương diện tương đối, thị trường cổ phiếu càng ngày càng nhỏ hơn so với nhu cầu tài trợ của khu vực doanh nghiệp đang lớn mạnh nhanh chóng, nhất là từ khi Luật doanh nghiệp được thực thi.

Tình hình đặt ra hai câu hỏi: “Như thế nào?” và “Tại sao?”. Trong phạm vi bài viết này, chúng tôi chỉ cố gắng trả lời câu hỏi thứ nhất: thị trường đã biến động như thế nào ở tuổi thứ ba và sau 3 năm. Để thuận lợi cho quá trình phân tích và so sánh, bài viết này lấy mốc thời gian là ngày giao dịch đầu tiên, 28.07.2000, năm thứ nhất được tính đến 27.07.2001, năm thứ hai được tính đến 26.07.2002 còn năm thứ ba được tính đến 25.07.2003. Tổng số cổ phiếu cho đến cuối năm thứ 3 là 21 loại. Toàn bộ số liệu được thu thập từ các trang web về thị trường chứng khoán của Việt Nam.

1. Bức tranh ảm đạm trên khắp thị trường

Bảng 1: Suất sinh lợi về vốn do tăng, giảm giá của các cổ phiếu qua 3 năm

Công ty	Năm 1 %	Năm 2 %	Năm 3 %	3 năm %	TB %
1. REE	331,3	-52,6	-44,0	14,4	4,6
2. SAM	273,5	-30,8	-33,5	72,1	19,8
3. HAP	587,5	-67,5	-19,0	81,3	21,9
4. TMS	542,9	-58,3	-25,1	100,7	26,1
5. LAF	311,8	-70,6	6,3	28,8	8,8
6. SGH	38,9	-54,6	-20,8	-50,0	-20,6
7. CAN		-19,9	-30,9	-44,7	25,6
8. DPC		-54,6	-33,3	-69,7	-45,0
9. BBC		-27,0	-52,3	-65,2	-41,0
10. TRI		-7,6	-30,6	-35,9	-19,9
11. GIL		13,2	-16,3	-5,3	-2,7
12. BTC		2,3	-25,4	-23,7	-12,7
13. BPC		-12,8	-29,4	-38,4	-21,5
14. BT6		-11,5	-22,6	-31,5	-17,2
15. GMD		-1,6	-20,8	-22,1	-11,8
16. AGF		-4,0	-16,3	-19,7	-10,4
17. SAV		-21,6	-16,8	-34,8	-19,3
18. TS4			-20,9	-20,9	-20,9
19. KHA			-12,5	-12,5	-12,5
20. HAS			-9,3	-9,3	-9,3
21. VTC			-2,4	-2,4	-2,4
VN-Index	345,4	-56,0	-23,8	49,3	14,3%

Xét trên tổng quan, mặc dù suất sinh lợi giảm liên tiếp trong 2 năm vừa qua với mức -56% và -23,8%, thị trường vẫn sinh lợi 49,3% sau 3 năm, tương đương trung bình là 14,3%/năm. Tuy nhiên mức tăng này là dư âm của đợt sóng tăng giá đầu tiên khi thị trường mới khai trương, khi mọi người còn đang háo hức và rất nhiều người đã từng tin rằng thị trường chứng khoán là nơi có thể giúp họ làm giàu nhanh chóng. Suất sinh lợi 14,3% không phải là quá tệ nếu so với lãi suất tiết kiệm dao động từ 7,2% đến 8,4%/năm và trong bối cảnh lạm phát từ 1% đến 2%. Sau hai năm điều chỉnh với mức 56% vào năm thứ hai và gần 24% năm thứ ba, thị trường đã trở nên ảm đạm hơn bao giờ hết. Nói khác đi, nếu ai may mắn đầu tư từ ngày đầu thì tài sản của họ sau 3 năm đã tăng lên gấp rưỡi còn nếu ai chậm chân và xui xẻo đầu tư vào thị trường từ năm thứ hai trở đi thì có nguy cơ mất 2.3 giá trị tài sản (chính xác là giá đã giảm -66,56%).

Chỉ tính riêng trong năm thứ ba, tổng giá trị vốn của toàn thị trường đã giảm từ 2.600 tỷ xuống còn 2.100 tỷ, có nghĩa là các nhà đầu tư đã bị mất một cách tương đối là 500 tỷ đồng, tương đương với giá trị của khoảng 10 công ty BBC khi mới niêm yết đã “bay hơi” khỏi thị trường. Xét trên quy mô tương đối, nếu như năm 2001, thị trường cổ phiếu tương đương gần gần 1,7% tổng đầu tư toàn xã hội (tương đương khoảng 0,53% GDP) thì đến đầu năm 2003 chỉ còn chiếm khoảng 1,2% tổng vốn đầu tư toàn xã hội (tương đương khoảng 0,38% GDP) (số liệu về đầu tư xã hội lấy theo Worldbank, 2003, “Vietnam Development Report 2004 – Poverty”, tại địa chỉ <http://www.worldbank.org.vn>, table 2.4.a. National accounts: sources and uses). Nếu biết rằng tại các nước có thu nhập thấp, trung bình tỷ lệ tổng vốn thị trường cổ phiếu chia cho GDP cũng đạt 9,8% năm 1990 và 31,7% năm 1999 (của thế giới là 119%) (World Bank, 2001, “2001-World Development Indicators”, Washington D.C., USA, trang 280).

Trên quy mô từng công ty (*), các công ty niêm yết vào năm thứ nhất và năm thứ hai có chung số phận, giảm giá khoảng 20-30% trong năm thứ ba. Riêng các công ty niêm yết năm thứ ba, do tham gia thị trường khi giá đã thấp nên suất sinh lợi giảm ít, chỉ từ 2 đến khoảng 20%. Chỉ có công ty LAF là tăng giá trong năm thứ ba, với mức 6,3%. Nhưng đó chỉ là một “động tác giả”. Thực ra đó là một sự điều chỉnh của thị trường bù lại một phần đã mất sau khi đã giảm giá đến gần 71% năm thứ 2.

Mặt khác, cột thứ 5 bảng 1 cho thấy, sau 3 năm, chỉ có 5 cổ phiếu niêm yết đầu tiên là đem lại lợi nhuận do tăng giá

cho các nhà đầu tư. May thay, đây lại là những công ty chiếm tỷ trọng về vốn lớn nhất trên thị trường, nên chỉ số VN-Index vẫn tăng mặc dù 16 công ty còn lại lỗ cả 2 năm sau 2 năm niêm yết.

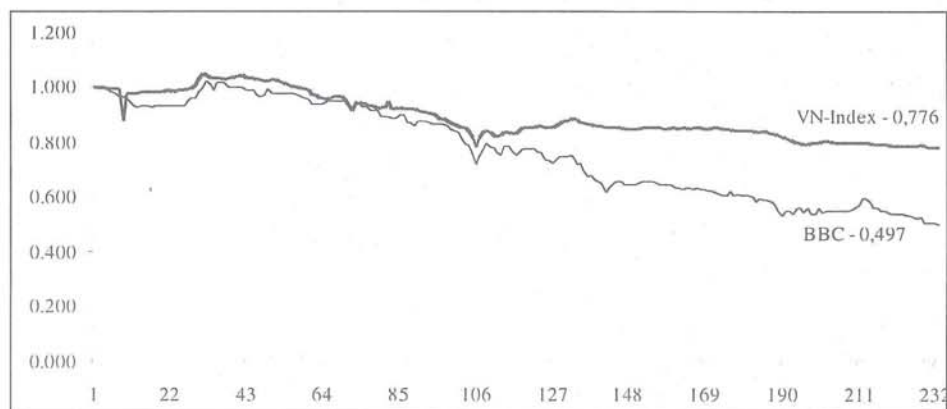
2. Bibica: ví dụ điển hình về sự giảm giá do bùng nổ thông tin xấu

Trong số các công ty giảm giá, tình hình của BBC là xấu nhất. Riêng trong năm thứ 3, giá đã giảm 52,3%, trong khi toàn thị trường chỉ giảm 23,8% (VN-Index), nghĩa là BBC giảm nhiều hơn thị trường 28,5%. Nếu tình hình của BBC không có vấn đề thì đã không có sự chênh lệch này.

Để phân tích cụ thể lý do tại sao phát sinh mức giảm giá kỷ lục của năm thứ 3 này, chúng tôi khảo sát giá của BBC từ khi có thông tin đầu tiên về những điểm chưa rõ ràng trong báo cáo tài chính công ty, khi Ủy ban chứng khoán nhà nước và Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM có công văn yêu cầu Công ty Bibica giải trình. Bibica đã có công văn giải trình ngày 18.10.2002. Thông tin này phát ra ngày 23.10.2002, cho nên ngày này được tính làm mốc bắt đầu vụ việc. Giá của BBC thời điểm này là 16.100 đồng và VN-Index lúc đó là 179,1. Tiến trình vụ việc đã được nhiều phương tiện thông tin đề cập xin được không mô tả lại, chỉ biết rằng kết quả cuối cùng được công ty gửi công văn lên Ủy ban chứng khoán nhà nước và Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. HCM, trong đó khẳng định đến 31.12.2002, tổng số lỗ lũy kế là 9,102 tỷ đồng. Thông tin này được công bố ngày 02.10.2003, khi giá của BBC là 8.000 đồng và VN-Index là 138,92.

Đồ thị 1 cho thấy trong khoảng thời gian đó, BBC giảm 50,3% trong khi VN-Index chỉ giảm 22,4%, có nghĩa là BBC đã giảm nhiều hơn thị trường 27,9%. Nói khác đi, trong khoảng thời gian đó, nếu BBC là một công ty bình thường thì giá cổ phiếu của BBC chỉ giảm 22,4% và sẽ xuống mức 12.500 đồng, và do đó các nhà đầu tư sở hữu cổ phiếu của BBC sẽ chỉ lỗ 20,227 tỷ đồng, nhưng vì BBC “có vấn đề” nên các nhà đầu tư đã lỗ thêm 25,133 tỷ đồng nữa, tổng cộng là lỗ 45,360 tỷ. Số tiền 25,133 tỷ trên là chi phí cơ hội cho thông tin không rõ ràng.

Đồ thị 1 : Chênh lệch mức giảm giá của BBC và của thị trường



Về phương diện kế toán, tài khoản vốn chủ sở hữu giảm 9,102 tỷ, nhưng về phương diện tài chính các nhà đầu tư đã mất thêm 25,133 tỷ đồng. Có nghĩa là thị trường đã khuếch đại mức lỗ lên 2,76 lần. Chỉ vì thông tin không rõ ràng nên cái giá mà nhà đầu tư phải trả cao hơn 2,76 lần so với mức đáng ra họ phải trả. Đây là một ví dụ điển hình về phản ứng mạnh mẽ của các nhà đầu tư đối với sự bất cân xứng về thông tin giữa lãnh đạo công ty và thị trường.

Có thể thấy rõ hơn phản ứng của các nhà đầu tư với thông tin không chính xác như thế nào qua đồ thị trên. Trên đồ thị, khi mới có thông tin về việc cần xác định lại kết quả tài chính năm 2002 của công ty thì giá cổ phiếu giảm gần như tương đương với chỉ số VN-Index. Khi công ty hứa sẽ nộp báo cáo kiểm toán tình hình tài chính năm 2002 vào cuối tháng 3.2003 nhưng đã không thực hiện được lời hứa thì các nhà đầu tư bắt đầu phản ứng mạnh mẽ, giá cổ phiếu của công ty giảm mạnh hơn so với chỉ số. Trong đồ thị, điều đó bắt đầu từ phiên 106 cho đến phiên 142, tương đương với thời gian từ 01.04.2003 đến 26.05.2003. Trong khoảng thời gian này công ty đã 4 lần xin hoãn công bố báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Hoãn công bố thông tin trên thị trường đồng nghĩa với việc sẽ nhận được thông tin xấu. Đó là lý do tại sao mỗi lần hoãn công bố thông tin là một lần giá giảm mạnh, thể hiện trên đồ thị là những hố sâu khá rõ ràng.

3. Độ biến động của thị trường: một tia sáng đáng lưu tâm

Thông thường độ biến động của thị trường (volatility) được đo bằng độ lệch chuẩn của suất sinh lợi tính theo năm chia cho suất sinh lợi trung bình của các năm đó. Chúng ta không thể thực hiện điều này được với thị trường Việt Nam, một thị trường mới có hơn 3 năm tuổi đời, bởi vì độ lệch chuẩn của một tập hợp 3 con số hầu như không có ý nghĩa về mặt thống kê. Do đó, chúng tôi đo độ biến động bằng độ lệch chuẩn của giá trong năm chia cho trung bình giá của năm. Kết quả thể hiện trong bảng 2.

Bảng 2 : Mức độ biến động giá của cổ phiếu qua 3 năm

Công ty	Năm 1 %	Năm 2 %	Năm 3 %
1. REE	49,97	22,52	19,40
2. SAM	41,68	21,22	20,96
3. HAP	58,17	43,16	10,64
4. TMS	64,69	20,70	11,14
5. LAF	48,75	30,99	5,14
6. SGH	11,23	26,49	5,91
7. CAN		17,00	10,94
8. DPC		21,11	14,12
9. BBC		8,44	18,29
10. TRI		3,76	13,17
11. GIL		5,10	27,47

12. BTC		3,67	8,33
13. BPC		5,47	10,88
14. BT6		6,86	8,11
15. GMD		2,76	7,95
16. AGF		4,30	5,14
17. SAV		7,19	5,83
18. TS4			5,83
19. KHA			6,54
20. HAS			3,82
21. VTC			2,74
VN-Index	49,48	20,29	9,07

Có thể thấy ngay rằng, xét trên phương diện toàn thị trường, độ biến động đã giảm đáng kể. Nếu tình hình như năm thứ nhất thì cứ 3 năm có đến 2 năm giá có thể tăng lên gấp rưỡi hoặc có thể giảm xuống còn một nửa. Còn nếu tình hình như năm thứ ba thì có đến 95% khả năng sang năm giá sẽ tăng hoặc giảm chỉ khoảng 20%. Mức biến động giá 9% của năm thứ ba cũng là mức tương đương với các thị trường cổ phiếu của các nước phát triển nhất năm 2001 (Tạp chí Phát triển kinh tế, số 136, năm 2002, trang 31). Đây là dấu hiệu lạc quan đáng kể nhất của thị trường.

4. Độ thanh khoản – “Có ai mua tôi bán?” hay là “Có ai bán tôi mua?”

Bảng 3 : Độ thanh khoản của các công ty và của thị trường

Công ty	Năm 1 (151 phiên) %	Năm 2 (191 phiên) %	Năm 3 (247 phiên) %
1. REE	0,16	0,24	0,12
2. SAM	0,41	0,26	0,06
3. HAP	0,84	0,39	0,08
4. TMS	0,34	0,36	0,05
5. LAF	0,20	0,14	0,04
6. SGH		0,24	0,06
7. CAN		0,11	0,05
8. DPC		0,28	0,08
9. BBC		0,42	0,18
10. TRI		0,30	0,05
11. GIL		0,29	0,12
12. BTC		0,27	0,06
13. BPC		0,14	0,04
14. BT6		0,16	0,09
15. GMD		0,04	0,03
16. AGF		0,47	0,13
17. SAV		0,28	0,20

18. TS4			0,04
19. KHA			0,20
20. HAS			0,12
21. VTC			0,08
VN-Index (1 phiên)	0,27	0,16	0,08
VN-Index (năm)	40,51	30,41	20,49
Turnover ratio (**)	29,34	35,29	21,55

Độ thanh khoản đo bằng tỷ lệ cổ phiếu giao dịch trong một năm. Tuy nhiên vì thời gian tham gia thị trường của các cổ phiếu là khác nhau, tổng số phiên giao dịch của mỗi cổ phiếu và của thị trường mỗi năm cũng khác nhau nên cách tốt nhất là tính tỷ lệ phần trăm cổ phiếu giao dịch trung bình trong mỗi phiên. Kết quả thể hiện tại bảng 3.

Bảng 3 cho thấy vấn đề thanh khoản là vấn đề lớn nhất của thị trường cổ phiếu Việt Nam hiện nay. Nếu như năm thứ nhất chỉ có khoảng 40,5% cổ phiếu được giao dịch thì năm thứ hai tỷ lệ cổ phiếu tham gia giao dịch lại giảm thêm ¼ chỉ còn 30%. Năm thứ ba, tình hình còn đáng nản hơn khi chỉ còn 20%. Như thế có nghĩa là trung bình phải sau 5 năm thị trường cổ phiếu Việt Nam mới quay được 1 vòng. Số cổ phiếu tham gia giao dịch trong 1 phiên năm thứ 3 là 0,8%, chỉ bằng 1/2 của năm thứ 2 và chưa đến 1/3 năm thứ nhất.

Năm thứ nhất chỉ có 5 cổ phiếu niêm yết và có trung bình 90.898 cổ phiếu được giao dịch trong 1 phiên. Năm thứ hai có 17 cổ phiếu niêm yết và số cổ phiếu được mua bán mỗi phiên trung bình tăng lên 139.828 cổ phiếu. Mặc dù năm thứ 3 có 21 cổ phiếu niêm yết nhưng số cổ phiếu giao dịch lại giảm, thậm chí xuống mức còn thấp hơn cả năm thứ nhất, chỉ ở mức trung bình 90.174 cổ phiếu/phiên.

Độ thanh khoản còn được đo bằng "turnover ratio". Trong bảng 3 ta thấy tỷ lệ này năm thứ nhất tương đối thấp. Đó là do cuối tháng 7.2001, chỉ số VN-Index đang trong giai đoạn đỉnh điểm (445,37). Năm thứ 3, tỷ lệ này giảm rõ rệt. Tuy nhiên tỷ lệ của cả ba năm đều thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các nước có thu nhập thấp trên thế giới, không chỉ so với năm 2000 mà ngay cả với năm 1990. Năm 1990, tại các nước có thu nhập thấp, tỷ lệ này là 53,8% (của thế giới là 48,3%). Còn năm 2000, tỷ lệ này là 114,4% đối với các nước nghèo nhất (của thế giới là 87,6%) (World Bank, 2001, "2001-World Development Indicators", Washington D.C., USA, trang 280).

Đi vào từng cổ phiếu cụ thể, có thể thấy độ thanh khoản của tất cả mọi cổ phiếu đều giảm trong năm thứ ba, không có một trường hợp ngoại lệ nào. Với cổ phiếu có độ thanh khoản cao nhất như SAV, KHA hay BBC cũng chỉ đạt 0,2% phiên, nghĩa là quay 1 vòng sau 2 năm. Còn với những cổ phiếu như LAF, BPC, TS4, và đặc biệt là GMD chỉ đạt mức 0,03%-0,04% phiên, nghĩa là 5-7 lần thấp hơn SAV, KHA hay BBC. Phải mất 13,5 năm thì

toàn bộ cổ phiếu GMD mới đổi chủ 1 lần. Nói một cách hình tượng, nếu ai muốn bán 7,41% cổ phiếu của GMD thì phải trở thành độc quyền bán GMD suốt 1 năm. Ngược lại, nếu ai muốn mua 1% cổ phiếu GMD thì phải giành được thế độc quyền mua trên thị trường suốt 33 phiên, hay 1 tháng rưỡi! Tóm lại, lúc này việc rao bán cổ phiếu và việc đặt mua cổ phiếu đều khó khăn như nhau.

Cơ quan quản lý và điều hành đã có mong muốn nâng mức thanh khoản của thị trường bằng cách áp dụng lô nhỏ (10 cổ phiếu) và khớp lệnh 2 lần trong ngày. Tuy nhiên thực tế lại biến động theo chiều ngược lại. Nếu như 50 phiên trước khi áp dụng thể thức mới trung bình 1 phiên giao dịch 112.288 cổ phiếu thì sau khi áp dụng thể thức giao dịch mới, mỗi phiên chỉ có trung bình 66.327 cổ phiếu được giao dịch, giảm một cách rõ rệt với mức 39,15%. Có thể kết luận giải pháp chia nhỏ lô và khớp lệnh 2 lần đã không có tác dụng tích cực, nếu không nói là phản tác dụng.

Kết luận

Do những đặc điểm khá đặc thù nên thị trường cổ phiếu Việt Nam năm thứ 3 có một hình ảnh tương phản với nền kinh tế Việt Nam. Trường hợp như thế này cũng không thường xảy ra trên thế giới. Nguyên nhân chính có thể nằm ngoài thị trường cổ phiếu: lãi suất trên thị trường tụt đọng, sự phát triển của thị trường bất động sản, biến động của thị trường vàng, sự chậm trễ và hiệu quả thấp của quá trình cổ phần hoá... Cũng có một số nguyên nhân trực tiếp của thị trường. Tuy nhiên, như đã đề cập, việc phân tích các nguyên nhân nằm ngoài phạm vi của bài viết này.

Sớm hay muộn thì thị trường cổ phiếu nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung phải trở thành tấm gương phản ánh ít nhiều trung thực của nền kinh tế. Năm thứ 4 của thị trường đã bắt đầu với một vài khởi sắc: về trung hạn, giá cả và chỉ số VN-Index đã tăng lên so với cuối năm thứ 3 (hơn 13% cho đến 17.12.2003), lượng giao dịch cũng tăng lên do sự tham gia tích cực của các nhà đầu tư nước ngoài. Hy vọng năm thứ 3 mãi mãi sẽ là năm ảm đạm nhất của thị trường cổ phiếu Việt Nam, có nghĩa là năm thứ 4 tình hình sẽ khá quan hơn. Và cũng không còn con đường nào khác ■

Chú thích:

(*) Trong khi tính toán, với các công ty đã tăng vốn bằng cách phát hành thêm cổ phiếu hay phân bổ miễn phí cổ phiếu mới cho các cổ đông trong 3 năm qua, giá cổ phiếu của các công ty này đã được điều chỉnh cho thích hợp. Đó là các trường hợp của REE, SAM, HAP, GIL, KHA.

(**) Turnover ratio = tổng giá trị cổ phiếu giao dịch trong năm chia cho giá trị của toàn bộ thị trường vào phiên giao dịch cuối cùng

Tài liệu tham khảo:

1. Worldbank, 2003, "Vietnam Development Report 2004 - Poverty", tại địa chỉ <http://www.worldbank.org.vn>.
2. World Bank, 2001, "2001-World Development Indicators", Washington D.C., USA.
3. <http://www.fsc.com.vn>.
4. <http://www.vnn.vn>.
5. <http://www.hcmstc.org.vn>.