

NHỮNG BIẾN ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM QUA CHỈ SỐ VN-INDEX

Trịnh Thị Hoa Mai^(*)

1. Thị trường chứng khoán Việt Nam và cơ sở hình thành giá chứng khoán

Thị trường chứng khoán, còn gọi là thị trường vốn, là một bộ phận của thị trường tài chính. Trên TTCK, các quan hệ vay mượn vốn trong thời gian dài hơn 1 năm được diễn ra. Phương thức thực hiện các quan hệ vay mượn này là: người có nhu cầu vay bán các CK có thời hạn dài 2, 5, 10 năm, hoặc dài hơn. Người cho vay sẽ mua các chứng khoán đó.

Thị trường chứng khoán hoạt động, dòng vốn được luân chuyển từ nơi thừa vốn đến nơi thiếu vốn, từ đó đáp ứng nhu cầu vốn cho tăng trưởng phát triển của các DN nói riêng, của nền kinh tế nói chung. Đó là chức năng quan trọng của TTCK.

Giá cả cân bằng của bất cứ thị trường nào đều là tín hiệu đầy đủ, phản ánh thực trạng thị trường. Cũng như vậy, chỉ số giá chứng khoán cung cấp một bức tranh tổng thể về thị trường, nơi đó có sự vận động của các dòng vốn trong nền kinh tế. Chỉ số giá CK trên thị trường có thể là con số trung bình, được hình thành trên cơ sở giá của toàn bộ các chứng khoán đang giao dịch trên thị trường (ví dụ, chỉ số Hangseng ở TTCK Hồng Kông, chỉ số VN-Index trên TTCK Việt Nam), cũng có thể chỉ gồm một nhóm các CK như chỉ số Nikkei - 250 trên TTCK Nhật Bản, chỉ số Dow Jones trên TTCK Mỹ v.v... Trong cách tính thứ hai, những CK được chọn để tính

toán phải là CK của những công ty lớn, có sức mạnh trong nền kinh tế và được mua bán nhiều nhất trên thị trường. Do cách tính như vậy nên chỉ số chứng khoán vẫn phản ánh xu hướng vận động chung của toàn bộ thị trường: chỉ số giá CK tăng cho thấy toàn bộ hoặc phần lớn CK tăng giá, ngược lại, chỉ số giảm tức là phần lớn các CK đang giảm giá.

Diễn biến của chỉ số giá cả liên quan chặt chẽ với tình hình phát triển kinh tế, thông qua hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong nền kinh tế và các chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ. Thị trường CK hoạt động tốt, chỉ số giá chứng khoán tăng đều, đó là dấu hiệu tốt của các doanh nghiệp trong nền kinh tế đang mở rộng sản xuất và dòng vốn đang được sử dụng có hiệu quả, nền kinh tế đang ở vào giai đoạn tăng trưởng. Ngược lại, sự chao đảo của thị trường, biến động mạnh của chỉ số chứng khoán theo hướng sụt giảm thường là dấu hiệu của một thời kỳ suy thoái kinh tế.

Chỉ số chứng khoán giao dịch trên TTCK Việt Nam là VN-Index. Do đặc điểm của TTCK buổi ban đầu có số lượng hàng hoá còn rất ít, nên chỉ số VN-Index được tính dựa vào biến động giá của tất cả các cổ phiếu tham gia giao dịch trên thị trường. Đây là phương pháp tính chỉ số bình quân gia quyền cho tất cả các CK trên thị trường. Đồng thời, chỉ số VN-Index có tính

^(*) PGS.TS., Khoa Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.

đến việc xuất hiện mới các cổ phiếu ở các phiên tiếp theo, qua việc điều chỉnh số chia. Chỉ số VN- Index của phiên đầu tiên được ấn định là 100 điểm.

Cách tính chỉ số VN-INDEX như sau:

$$\text{VN - Index} = \frac{P_{1i} \times Q_{1i}}{P_{0i} \times Q_{0i}} \times 100$$

P_{1i} : Giá cả giao dịch thực tế của cổ phiếu tại thời điểm tính toán;

P_{0i} : Giá cả giao dịch thực tế của cổ phiếu tại thời điểm gốc

Q_{1i} , Q_{0i} : Số lượng cổ phiếu được giao dịch tại các thời điểm.

Ví dụ tại phiên thứ nhất, ngày 28/7/2000, các thông tin giao dịch trên TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh được công bố như sau:

Tên công ty	Ký hiệu	Giá thực hiện (VND)	Số lượng CP (triệu VND)	Giá trị thị trường (triệu VND)
CTCP Cơ điện lạnh Tp. HCM	REE	16.000	15	240
CTCP Cáp & vật liệu viễn thông VLVT	SAM	17.000	12	204
			Cộng	444

Chỉ số VN - Index tính cho thời điểm gốc là:

$$\text{VN - Index} = \frac{(16.000 \times 15\text{tr}) + (17.000 \times 12\text{tr})}{(16.000 \times 15\text{tr}) + (17.000 \times 12\text{tr})} \times 100 = 101,55 \text{ điểm}$$

Tại phiên thứ 2, ngày 31/7/2000, giá cổ phiếu REE được ấn định là 16.300 đồng; giá cổ phiếu SAM là 17.200 đồng; số lượng cổ phiếu được giao dịch không thay đổi, do đó chỉ số VN- Index của phiên thứ hai sẽ là:

$$\text{VN - Index} = \frac{(16.300 \times 15\text{tr}) + (17.200 \times 12\text{tr})}{(16.000 \times 15\text{tr}) + (17.000 \times 12\text{tr})} \times 100 = 101,55 \text{ điểm}$$

Như thế là tăng 1,55 điểm (101,55 điểm - 100 điểm) = 1,0155% (101,55/ 100) so với phiên trước.

Từ khi TTCK bước vào hoạt động đến nay, chỉ số VN-Index đã biến động khá phức tạp, tạo nên dáng vẻ hoạt động của TTCK như các TTCK trên thế giới. Tính đến nay, chỉ số VN-Index đã từng đạt cao nhất tới 571,04 điểm vào ngày 25/6/2001 và cũng đã từng xuống 139,64 điểm vào ngày 01/04/2003. Sự lên xuống của chỉ số chứng khoán là một đặc điểm bình thường của TTCK, chính điều này tạo nên tính

hấp dẫn của thị trường. Song, chỉ số chứng khoán chịu tác động của những nhân tố nào và nó phản ánh điều gì, lại là vấn đề tạo nên nét đặc thù của TTCK Việt Nam buổi ban đầu.

2. Biến động của giá cả chứng khoán trên TTCK Việt Nam

Để phân tích biến động của chỉ số VN- Index thời gian qua có thể chia thời

gian hoạt động của TTCK Việt Nam thành 3 giai đoạn sau:

*** Giai đoạn 1 từ 28/7/2000 đến 25/6/2001:**

Chỉ số VN-Index trong giai đoạn này tăng liên tục, cho đến đỉnh điểm là 571,04 điểm vào phiên ngày 25/6/2001, tức là tăng hơn 500%. Bình quân mỗi phiên tăng khoảng 1,08%. Ở giai đoạn này, giá tất cả các loại cổ phiếu đều tăng. Tăng cao nhất là CP HAP, gấp hơn 10 lần, tăng ít nhất cũng là 7 lần đối với CP TMS.

Thông thường, sự biến động giá của CP trên thị trường thứ cấp luôn có nguyên nhân từ biến động cung - cầu về cổ phiếu đó bởi, giá CP được hình thành trên thị trường mua đi bán lại CP đã phát hành. Giá cổ phiếu sẽ tăng khi cung < cầu về CP đó, và ngược lại. Song, điểm cần nhấn mạnh ở đây là, sự tăng giá CP do cung < cầu trên TTGDCK giai đoạn này hoàn toàn không nói lên rằng nhu cầu đầu tư cổ phiếu ở Việt Nam đã rất cao; cũng không phản ánh rằng, 4 công ty có cổ phiếu niêm yết trên TTCK lúc này đã làm được điều gì kì tích trong khoảng thời gian 1 năm đó. Nền kinh tế nước ta trong thời gian này cũng không có sự tăng trưởng cao đặc biệt, so với cùng kỳ năm ngoái, đúng hơn là đang trong tình trạng giảm phát. Cung - cầu căng thẳng trong giai đoạn này chỉ là do nguồn cung cổ phiếu còn quá hạn hẹp. Thị trường với 5 CP được tham gia giao dịch, với tổng giá trị giao dịch thấp. Hơn nữa, lượng CP được đem giao dịch cũng rất nhỏ. Chỉ có khoảng 30%-40% cổ phiếu phát hành, có đến 60-70% lượng cổ phiếu không được phép giao dịch. Những người nắm giữ CP phần lớn cũng không muốn bán do giá cứ liên tục tăng. Cầu về CP giai đoạn này quá lớn so với cung cũng còn bởi vì mệnh giá định ra ban

đầu quá thấp. Chúng ta biết, các công ty niêm yết thời điểm này đều là những CTCP, được hình thành từ quá trình CPH DNNN từ năm 1998. Khi đó, giá trị DN được xác định thấp hơn nhiều so với giá thị trường khi khai trương. Chẳng hạn, tính riêng giá trị quyền sử dụng đất của CTCP Cơ điện lạnh quận Tân Bình khi TTGDCK khai trương đã tăng gấp tới 5-6 lần so với giá trị tại thời điểm CPH. Trong điều kiện như vậy, giá cổ phiếu phát hành ra của công ty cũng không phản ánh được giá trị thực của công ty. Chính vì thế, sự tăng giá của cổ phiếu REE trong giai đoạn đầu là điều tất yếu. Giá tham chiếu quy định ban đầu cho cổ phiếu quá thấp đã tạo nên tính hấp dẫn của cổ phiếu đó trên thị trường. Và chính tính hấp dẫn nảy sinh trong điều kiện cung còn quá ít đã làm cho cầu đã vượt xa cung, đẩy giá lên cao liên tục. Hậu quả không chỉ dừng lại ở đấy. Một sự sốt giá các CP, nhưng không xuất phát từ sự tăng trưởng thực tế của các công ty phát hành ra chúng, lại là nguyên nhân tiềm ẩn một sự sụt giá không tránh khỏi của tất cả các CP giai đoạn sau.

Liên quan đến tình hình cung cầu căng thẳng, dẫn đến sự tăng giá bất bình thường trong giai đoạn này, như đã nêu trên, theo chúng tôi, còn phải kể đến những quyết định có tính điều tiết của các cơ quan quản lý thị trường, được thực thi trong giai đoạn này. Như đã nêu ở phần trên, với mục đích giữ được sự bình ổn của giá CP, quy định ban đầu về biên độ dao động giá được áp dụng cho mỗi phiên là $\pm 2\%$. Chính quy định biên độ hẹp $\pm 2\%$ lại trở thành dây bảo hiểm, mà các cơ quan quản lý thị trường đã vô tình tạo ra. Quy định đó đã khuyến khích các nhà đầu tư mạnh dạn, đúng hơn là liều lĩnh bước vào thị trường này. Với một biên độ hẹp như vậy, giá cổ phiếu sẽ không thể giảm quá

2%. Ngược lại, nếu giá có tăng, thì mức lợi đem lại cho nhà đầu tư có thể lên đến 2%/ngày. Như vậy có nghĩa là sự sụt giảm quá mức của giá cổ phiếu sẽ không thể xảy ra. Đây quả là điều kiện lý tưởng đối với nhà đầu tư chứng khoán. Tất cả những điều này đã kích thích mạnh mẽ đến cầu cổ phiếu, khiến giá của hầu hết các cổ phiếu cứ tăng liên tục. Thị trường đã diễn biến khác xa với tính toán của những nhà quản lý TT.

***Giai đoạn 2 từ 25/6/2001 đến hết tháng 12/2001:**

Như là kết quả tất yếu của những gì đã xảy ra trong giai đoạn trước, đây là giai đoạn tụt dốc nhanh chóng của chỉ số VN - Index. Đến phiên giao dịch ngày 31/12/2001, tức là chỉ sau khoảng 6 tháng, chỉ số VN - Index chỉ còn 235,4 điểm, tức là giảm hơn 300 điểm so với đỉnh điểm. Thực tế cho thấy, nếu ở giai đoạn trước, sự hạn hẹp của nguồn cung so với cầu bất hợp lý về cổ phiếu trên TTCK đã làm cho chỉ số VN-Index tăng vọt như vậy, thì sự suy giảm cầu đầu tư chứng khoán ở giai đoạn này đã kéo giá các CP nhất loạt giảm nhanh chóng, tưởng như không có điểm dừng, trong suốt nhiều phiên. Sự suy giảm cầu đầu tư chứng khoán xuất phát từ nhiều nguyên nhân. Nhưng theo chúng tôi, những thay đổi tâm lý của các nhà đầu tư trên TTCK giữ vai trò quan trọng.

Có một đặc điểm quan trọng trong giai đoạn này là biến động giá các CP, trong thời gian dài, luôn diễn ra cùng chiều: hoặc cùng tăng hoặc cùng giảm. Diễn biến như vậy là không hoàn toàn bình thường. Nhưng nó lại là kết quả tất yếu trước những phản ứng theo nhau của các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam giai đoạn này. Nó gắn liền với các quyết định của nhà đầu tư chứng khoán. Họ quyết định mua, bán

cổ phiếu thường rất giống nhau cho tất cả các cổ phiếu. Hậu quả là gây ra những biến động lớn trên thị trường, khi thì giá tăng quá cao, khi thì tụt dốc nhất loạt ở các nước, TTCK luôn có 2 chiều hướng mua bán trái ngược nhau diễn ra đồng thời. Đó là những người tạo mua bán (market maker), hoặc những người mượn hàng của người khác để bán, còn gọi là bán khống (short - sale). Bán khống là việc bán CK không thuộc quyền sở hữu mà do vay mượn của người khác: vay CK để bán và sẽ mua lại để trả. Chứng khoán có thể vay từ nhà ĐT hoặc từ công ty chứng khoán (CTCK). Hành động của những người này được xem là van điều tiết TT: khi giá đang cao họ sẽ vay CK để bán, nhằm tạo thêm cung; khi cần nâng giá họ sẽ mua CK để tạo thêm cầu... Khi có các hoạt động trên, TTCK được điều tiết linh hoạt hơn. Điều này làm cho giá chứng khoán không có những đợt biến lớn, khi nền kinh tế đang ổn định. Những lực lượng hoạt động trái chiều nhau như vậy vẫn còn thiếu vắng trên TTCK Việt Nam.

Biến động giá cả của các CP trên TTCK giai đoạn này cũng cho thấy tính thanh khoản của TTCK còn rất thấp. Các nhà đầu tư chứng khoán luôn gặp khó khăn trong việc thực hiện các quyết định mua bán của mình. Nhà đầu tư không dễ dàng bán các CP khi giá đang có chiều hướng đi xuống và cũng khó có thể mua được CP khi giá lên. Tính thanh khoản của TTCK thấp của TTCK Việt Nam còn biểu hiện ở khối lượng giao dịch chứng khoán trên TT rất nhỏ, vòng quay của CP thấp. Tỷ lệ giữa cổ phiếu được giao dịch với tổng số lượng CP đăng ký niêm yết là 39,35%. Điều này có nghĩa là cứ 5 CP được đăng ký niêm yết, chỉ có 2 CP được giao dịch, còn 3 CP luôn ở trạng thái nằm im trong suốt cả năm. Tỷ lệ giữa giá trị CP được giao dịch và tổng giá

trị CP đăng ký niêm yết là 60,05%, nghĩa là đồng vốn trên TTCK không quay được 1 lần trong năm. Tốc độ giao dịch, tất nhiên, cũng khác nhau cho những CP khác nhau. Tỷ lệ này của cổ phiếu REE, SAM, HAP và TSM thường là 92,6%, thì con số này của cổ phiếu CAN và DPC chỉ là 0,10% đến 0,19% (tức là phải khoảng 6,6 năm đến 3,5 năm 2 CP sau mới đổi chủ). Trong khi, con số này trên thế giới là 94%/năm. Riêng tại thị trường các nước mới nổi, như Trung Quốc, con số này là 158,3%. Tính thanh khoản thấp của TTCK Việt Nam làm cho thị trường mang tính rủi ro cao. Tính chất này được bộc lộ qua tình hình biến động giá rất cao của các CP trên TT. Có thể thấy tất cả các CP được niêm yết từ 5 tháng trở lên đều có mức biến động giá trên 20%, điều này làm cho mức biến động chung của thị trường là 27,21%. Theo tính toán, trong năm 2001, chênh lệch giá cổ phiếu giữa phiên giao dịch nhiều nhất và thấp nhất là 424 lần. Đây là mức biến động khá cao, nếu so với mức biến động trung bình là 10,55% của 16 nước trên thế giới. Mức biến động cao nhất cũng chỉ là 14,66%. Điều này có nghĩa là TTCK Việt Nam rủi ro gấp 3 lần TTCK ở các nước trong khu vực và gấp 2,6 lần TTCK trên thế giới. Trên một TT bấp bênh như vậy, việc mua và bán số lượng lớn các cổ phiếu sẽ luôn gặp khó khăn. Thị trường trở nên kém hấp dẫn nhà đầu tư. Chính vì thế, tham gia vào TT này cũng chỉ có thể là những nhà đầu tư nhỏ, cá nhân. Sự thiếu vắng các nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK VN cho đến nay, có lẽ cũng là điều không tránh khỏi.

Độ rủi ro cao của TTCK Việt Nam hiện tại đã làm hạn chế, nếu không muốn nói là gần như triệt tiêu hết các biện pháp giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư chứng khoán. Về lý thuyết, đa dạng hoá các danh mục đầu tư (DMĐT) sẽ làm giảm bớt rủi ro

cho nhà đầu tư khi, và số lượng CK tối thiểu để có thể thực hiện đa dạng hoá là 20. Trên TTCKVN cho đến nay cũng đã có 19 CP và 28 trái phiếu. Song, rất tiếc, 28 trái phiếu hiện có trên TTCK lại không được các nhà đầu tư đưa vào DMĐT, vì tính thanh khoản yếu của loại hàng hoá này. Chính vì vậy, TTCK Việt Nam chưa tạo đủ số lượng CK tối thiểu để các nhà đầu tư có thể thực hiện giảm thiểu rủi ro. Một điểm nữa cũng cần nhấn mạnh ở đây là, vấn đề đa dạng hoá chỉ đạt hiệu quả cao, khi các CK thành phần phải có tương quan nghịch, tức sự vận động của các CK phải độc lập với nhau. Điều này các CK trên TTCKVN cũng không thoả mãn. Tình trạng hầu như các CP đều biến động cùng chiều lên thì cùng lên, mà khi sụt giá thì nhất loạt cùng sụt giá, như đã phân tích, đã làm cho khả năng giảm thiểu DMĐT, bằng đa dạng hoá tài sản, là không thể thực hiện được.

*** Giai đoạn 3, từ đầu năm 2002 đến nay:**

Đặc điểm rõ rệt của TTCK giai đoạn này là TT hoạt động cầm chừng. Trong khoảng thời gian đầu, thị trường không có những cơn quá nóng hoặc quá lạnh như các giai đoạn trên. Chỉ số VN-Index lúc này có tăng và cũng có giảm. Sau khi vượt lên khỏi đáy của sự biến động với mức 180,73 điểm của chỉ số VN-Index, vào ngày 11/3/2002, thị trường vẫn diễn ra kém sôi động, theo chiều hướng đi xuống. Sự chia tay với thị trường của các nhà đầu tư ngày càng nhiều, để rồi TTCK Việt nam lại tiếp tục tụt xuống dốc suốt thời gian dài cho đến nay. Nhiều cảnh vắng tanh của các phiên giao dịch gần đây đã là báo động đỏ đối với các nhà quản lý thị trường. Có một điểm khác với các giai đoạn trên, biến động giá các CP giai đoạn này, theo chúng tôi, là