

Mô hình định giá tài sản vốn và vận dụng vào thị trường vốn Việt Nam

TS. Bạch Đức Hiển

P. trưởng khoa TCDN - Trường bộ môn TCDN

Hệ số beta và mô hình định giá tài sản vốn (Capital asset pricing model - CAPM)

Mô hình định giá tài sản vốn do ba nhà kinh tế học là William Sharpe, John Lintner và Jack Treynor đưa ra vào giữa những năm 1960. Từ đó đến nay mô hình này vẫn tồn tại và đưa lại nhiều ứng dụng. Mặc dù còn có một số mô hình khác nỗ lực giải thích động thái thị trường nhưng mô hình định giá tài sản vốn (mô hình CAPM) là mô hình đơn giản về mặt khái niệm và có khả năng ứng dụng sát với thực tiễn.

Mô hình CAPM mô tả mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời kỳ vọng. Trong mô hình này, tỷ suất sinh lời kỳ vọng của chứng khoán được xác định bằng tỷ suất sinh lời phi rủi ro (risk-free) cộng với một khoản bù đắp rủi ro dựa trên cơ sở rủi ro hệ thống của chứng khoán đó.

Hệ số beta (β) là nhân tố chủ yếu của mô hình CAPM, nó đo lường mức độ biến động tỷ suất sinh lời của cổ phiếu riêng lẻ so với

mức độ biến động tỷ suất sinh lời danh mục cổ phiếu thị trường. Trong đầu tư, tất cả các quyết định đầu tư đều được cân nhắc dưới góc độ rủi ro và tỷ suất sinh lợi mong đợi và những tác động của chúng đến kết quả tài chính cuối cùng đạt được trong quyết định đầu tư. Rủi ro của bất kỳ một cổ phiếu nào cũng có thể được chia thành 2 phần: rủi ro đặc thù hay rủi ro phi hệ thống của cổ phiếu đó; và rủi ro thị trường hay rủi ro hệ thống. Các nhà đầu tư có thể loại bỏ rủi ro phi hệ thống hay rủi ro đặc thù bằng cách nắm giữ một danh mục đầu tư được đa dạng hoá tốt, nhưng không thể loại bỏ được rủi ro thị trường. Tất cả rủi ro của một danh mục đầu tư đã được đa dạng hoá tốt chính là rủi ro hệ thống. Vì vậy, các nhà đầu tư chủ yếu quan tâm đến loại rủi ro hệ thống của cổ phiếu. Hệ số β là thước đo mức độ rủi ro thị trường hay rủi ro không thể đa dạng của cổ phiếu. Sự ảnh hưởng đến rủi ro của một danh mục đầu tư đã được đa dạng hoá tốt phụ thuộc vào độ nhạy của nó trước những thay đổi của thị trường.

Trên thực tế các nhà kinh doanh chứng khoán sử dụng mô hình hồi qui dựa trên số liệu lịch sử để ước lượng. Ở các nước có thị trường tài chính phát triển có một số công ty chuyên xác định và cung cấp thông tin về hệ số. Chẳng hạn ở Mỹ người ta có thể tìm thấy thông tin về từ hai nhà cung cấp dịch vụ là Value Line Investment Survey, Market Guide (www.marketguide.com) và Standard & Poors Stock Reports

Quan hệ giữa tỷ suất sinh lời và rủi ro luôn là mối quan tâm của các nhà đầu tư. Như trên đã nêu, mô hình định giá tài sản mô tả mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời kỳ vọng. Mô hình này được thể hiện qua phương trình:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

Trong đó:

R_i : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư đối với chứng khoán i .

R_f : Tỷ suất sinh lời phi rủi ro, được tính bằng tỷ suất lợi tức trái phiếu dài hạn của Chính phủ làm đại diện.

R_m : Tỷ suất sinh lời thị trường.

trường (được xác định bằng tỷ suất sinh lời bình quân của danh mục thị trường).

β_i : Hệ số rủi ro của chứng khoán i .

Như vậy: - Mức bù rủi ro thị trường = $R_m - R_f$

- Mức bù rủi ro đối với chứng khoán $I = \beta_i(R_m - R_f)$

Hàm ý của mô hình CAPM là tỷ suất sinh lời của chứng khoán tỷ lệ thuận với mức độ rủi ro của chứng khoán trước sự biến động của thị trường.

Mô hình CAPM có ưu điểm nổi bật là đơn giản và có thể ứng dụng được vào thực tế. Mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời được mô hình này diễn tả theo một cách đơn giản. Điều đó giải thích tại sao rất nhiều nhà quản lý coi nó là công cụ tiên lợi nhất để hiểu mối liên hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Và điều đó cũng giải thích tại sao các nhà kinh tế học thường sử dụng mô hình định giá tài sản để chứng minh các ý tưởng quan trọng trong lĩnh vực tài chính ngay cả khi có các cách khác để chứng minh các ý tưởng đó. Nhưng điều đó không có nghĩa là mô hình định giá tài sản là một mô hình hoàn hảo. Cũng như nhiều mô hình khác, mô hình CAPM không tránh khỏi những hạn chế và sự chỉ trích.

Những người phê phán mô hình CAPM cho rằng mô

hình này chỉ sử dụng beta là nhân tố duy nhất làm cho tỷ suất sinh lời kỳ vọng khác nhau là chưa thỏa đáng. Điều này được minh chứng qua kết quả khảo nghiệm ở thị trường chứng khoán nước Mỹ. Kết quả khảo nghiệm dựa vào số liệu thời kỳ 1963 - 1990 cho thấy, cổ phiếu của các công ty nhỏ có tỷ suất sinh lời cao hơn so với các cổ phiếu của các công ty lớn và các cổ phiếu của các công ty mà hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách ở mức thấp có tỷ suất sinh lời cao hơn nhiều so với các cổ phiếu của các công ty có hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách ở mức cao. Như vậy, nếu các nhà đầu tư kỳ vọng tỷ suất sinh lời phụ thuộc vào quy mô của công ty hoặc vào hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách thì sự diễn giải của mô hình CAPM không thuyết phục.

Trong thời gian gần đây, một số nhà nghiên cứu đã đưa ra mô hình hai yếu tố rồi đến mô hình đa yếu tố nhằm đưa thêm những yếu tố khác vào yếu tố rủi ro để giải thích rõ thêm sự khác nhau về tỷ suất sinh lời kỳ vọng hơn là chỉ dựa vào một yếu tố duy nhất như mô hình CAPM. Tuy vậy, nhiều nhà nghiên cứu cho rằng về mặt lý thuyết thì mô hình đa yếu tố là sự bổ xung làm phong phú thêm sự giải thích sự khác nhau về tỷ suất sinh lời

kỳ vọng, nhưng về thực tiễn thì mô hình đa yếu tố là quá phức tạp. Cho đến nay, về mặt lý thuyết thì không có mô hình nào đơn giản bằng mô hình CAPM để từ đó vận dụng vào thực tiễn thuận lợi hơn, vì vậy sự hợp lý và tin cậy của mô hình CAPM vẫn tồn tại với thực tế.

Vận dụng mô hình CAPM vào thị trường vốn Việt Nam.

Thị trường chứng khoán đã hình thành và phát triển được gần mười năm. Hiện nay, trên website các công ty chứng khoán và bản tin thị trường chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán đã đưa ra một số hệ số cơ bản về tài chính của công ty, một số trang web cũng đề cập đến hệ số beta Tuy nhiên mô hình CAPM hầu như chưa được vận dụng vào thực tiễn ở Việt Nam. Nguyên nhân chủ yếu là:

- Phần lớn các nhà đầu tư Việt Nam chưa nắm được lý thuyết về hệ số beta và mô hình CAPM, không ít các nhà đầu tư còn đầu tư theo kiểu "lướt sóng", đầu tư mang nặng cảm tính.

- Hệ thống thông tin hiện hành của thị trường chưa tạo điều kiện cho các nhà đầu tư vận dụng hệ số beta và mô hình CAPM vào việc đánh giá rủi ro và tỷ suất sinh lời của chứng khoán. Các bản tin thị trường

(Xem tiếp trang 26)

ngày ra mắt. Tránh tình trạng mang con bỏ chợ, công ty phải có một "cái loa" – một nhân viên PR thật sự chuyên nghiệp.

Bốn là, 4R: bạn mong muốn và nỗ lực để cổ phiếu của bạn lên giá nhưng luôn có người làm ngược lại, vì thế mới có thị trường. Nhiều diễn đàn có tầm ảnh hưởng đặc biệt lớn, đôi khi có khả năng vô hiệu hoá mọi nỗ lực của bạn, thậm chí của nhiều tổ chức. Đáng tiếc là nhiều người còn không biết đến sự tồn tại của 4R. Cần nhắc để bạn nhớ rằng: nhiều khi thương trường thành chiến

trường. Khi thương trường thành chiến trường, cần một cái đầu khoáng đạt, hiểu biết về xã hội học và tâm lý tài chính. Lý tưởng nhất là công ty có người có kỹ năng đánh bạc nhưng mục tiêu chủ yếu của anh ta là để giải trí chứ không hẳn vì tiền. Có tồn tại những con người như vậy không? Bốn phận của công ty là phải tìm cho bằng được những con người như vậy.

Năm là, VNA: cố gắng với bốn nội dung trên là chưa đủ, đôi khi mọi việc bị đảo ngược hoàn toàn chỉ đơn giản là: việc chọn ngày chào sàn – ngày giao dịch đầu tiên còn

phụ thuộc vào thời gian làm thủ tục lưu ký, thời gian thẩm định hồ sơ của Sở giao dịch. Với thị trường chứng khoán việc nhanh hoặc chậm một vài ngày có thể là sự bắt đầu cho một chu kỳ thăng hoa hoặc rớt giá một cách thảm hại. Đây không nên coi là một rủi ro, vì nếu cố gắng nó có thể nằm trong tầm kiểm soát của bạn - công ty niêm yết.

Tôi tin tưởng chắc chắn rằng, xác suất thành công sẽ rất lớn nếu bạn quan tâm và giải quyết thật cẩn thận 5 vấn đề đã nêu: FA, TA, PR, 4R và VNA.

Mô hình định giá tài sản vốn...

(Tiếp theo trang 24)

chứng khoán chưa đưa ra hệ số beta của các công ty niêm yết, một số công ty chứng khoán tuy đã đưa ra hệ số này nhưng chỉ có tính chất riêng lẻ chưa tạo ra sự quan tâm của các nhà đầu tư.

- Sự hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay còn chịu nhiều ảnh hưởng của các yếu tố phi thị trường. Điều đó làm cho việc xác định hệ số beta cũng như việc sử dụng nó trong việc phân tích đánh giá gặp nhiều hạn chế.

Một số kiến nghị

Một là, Cần xác định tổ chức chính thức tổ chức tính toán, xác định và cung cấp thông tin về hệ số beta có tính chuyên nghiệp hơn. Điều đó sẽ tạo ra sự tin tưởng hơn cho các nhà đầu tư khi sử dụng thông tin.

Hai là, Cần công bố thông tin hệ số beta các cổ phiếu niêm yết trong bản tin thị trường chứng khoán của Sở giao dịch để dần dần thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư từ đó tạo điều kiện cho họ nghiên cứu và

sử dụng mô hình vào việc dự báo đầu tư, mặt khác cũng giúp cho các công ty sử dụng mô hình này trong việc xác định chi phí sử dụng vốn.

Ba là, Tiếp tục áp dụng các biện pháp hoàn thiện thị trường nhằm loại bỏ các yếu tố phi thị trường và đặc biệt là đảm bảo nguyên tắc công khai, minh bạch thông tin trên thị trường. Đây là những yếu tố cần thiết cho việc sử dụng mô hình CAPM đưa lại kết quả tốt hơn tạo lòng tin cho các nhà đầu tư./