ECONOMICS
NEWSLETTER No. 1 (2011)

TRƯỜNG ĐẠI HỌC MỞ TP.HCM
Trung Tâm Nghiên Cứu Kinh Tế Xã Hội Việt Nam
Bản Tin Khoa Học Nội Bộ

Các trường phái kinh tế
Lê Thái Thường Quân - Trang 2

Công bằng & hiệu quả
Huỳnh Đặng Bích Vy - Trang 6

Khủng hoảng nợ thập niên 80:
đâu là nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng?
Lương Duy Quang - Trang 9

Các mô hình xác định suất chiết khấu
của chứng khoán vốn
Phạm Quang Anh Thư - Trang 12

Các trường phái kinh tế

Lê Thái Thường Quân[1]

Việc tìm hiểu về các trường phái kinh tế sẽ giúp chúng ta có cái nhìn toàn diện hơn đối với các tranh luận về chính sách kinh tế; và trong nhiều trường hợp sẽ giúp chúng ta hiểu rõ hơn các lập luận kinh tế, dù ở các bài báo hay trên lớp. Vậy nếu chúng ta muốn làm "người đọc và người học thông thái" thì chúng ta phải tìm hiểu tất cả bao nhiêu trường phái, hay nói cách khác là có bao nhiêu trường phái kinh tế? Câu trả lời là còn tùy, tùy theo chúng ta phân loại theo tiêu chí nào và tùy theo chúng ta thống kê theo tài liệu nào. Ví dụ, mục "Các Trường Phái Kinh Tế" của wikipedia (bản tiếng Anh) liệt kê đến 27 trường phái. Ngoài ra nếu xét các trường phái "thịnh hành" của thế kỷ 20 thì có khoảng 15 trường phái, trong đó có các trường phái đã được liệt kê trong danh sách 27 trường phái nói trên, nhưng cũng có nhiều trường phái hoàn toàn mới. Vậy nếu bỏ ra các trường phái bị trùng lặp thì tính gộp lại cũng còn có tới hơn 30 trường phái kinh tế. Ngoài

[1] *Phó Giám Đốc Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế - Xã hội Việt Nam, trường Đại học Mở Tp.HCM*

những trường phái quen thuộc như Cổ điển, Keynes, Tiền tệ, còn có những cái tên khác như Kinh tế học Thể chế, Kinh tế học Tiến hóa, trường phái Áo, trường phái Lausanne… Có thể con số này làm bạn choáng nhưng hãy yên tâm, số trường phái kinh tế tối thiểu mà một sinh viên cần biết chỉ là …hai[2]. Trong bài này (dựa vào một bài viết ngắn của Sayali Bedekar Patil[3]) chúng ta sẽ xem xét hai trường phái đó: Trường phái cổ điển và Trường phái Keynes.

Trường phái cổ điển

Có thể nói cha đẻ của trường phái cổ điển là Adam Smith. Ông là người, trong tác phẩm "***Tìm hiểu về bản chất và nguồn gốc của cải của các quốc gia"***, đã viết câu nổi tiếng sau đây: "Khi theo đuổi lợi ích riêng của mình, con người thường làm gia tăng phúc lợi của xã hội một cách hữu hiệu hơn so với khi họ thực sự có ý định thúc đẩy nó"

Trường phái cổ điển dựa trên tiền đề là thị trường tự do có thể tự điều tiết mà không cần bất kỳ sự can thiệp nào của chính phủ. Trường phái này nhấn mạnh rằng có một bàn tay vô hình điều khiển thị trường đạt đến trạng thái cân bằng tự nhiên mà không cần bất kỳ sự can thiệp nào từ bên ngoài. Nói theo ngôn ngữ kinh tế học, sự phân công lao động sẽ đưa thị trường đạt đến một trạng thái cân bằng tốt nhất cho lợi ích công cộng. Chúng ta sẽ xem điều này xảy ra như thế nào.

Trước hết, trường phái cổ điển dựa vào ba giả định:

Giá cả linh hoạt: Giả định này cho rằng giá cả của mọi thứ: hàng hóa, lao động, giá thuê đất, giá xăng dầu… đều có thể tự do tăng và giảm. Chúng ta cũng nên ghi nhận một điều đáng buồn là trong thực tế giá cả thường chỉ linh hoạt theo chiều lên nhưng ít linh hoạt theo chiều xuống (nói cách khác là giá dễ tăng nhưng khó giảm).

Giả định Say (Say's Law): giả định này cho rằng nguồn cung tự tạo ra cầu cho nó. Lý lẽ không nằm ở chỗ các hãng đã sản xuất ra sản phẩm nên phải cố gắng quảng cáo để tạo ra cầu, mà là nếu các hãng sản xuất, thì công nhân sẽ được thuê và được trả lương, họ sẽ đem tiền này mua sắm và tạo ra lực cầu. (Để dễ hiểu bạn hãy tưởng tượng nền kinh tế chỉ sản xuất một sản phẩm duy nhất là bánh mì, do đó công nhân lãnh lương xong bắt buộc phải mua bánh mì vì không còn gì khác để mua). Tuy nhiên một điều cũng đáng buồn khác là với một nền kinh tế phức tạp như ngày nay thì chưa chắc giả định này là đúng.

Tiết kiệm và đầu tư luôn bằng nhau: Điều này đạt được chính là nhờ vào lãi suất (là giá của vốn) luôn luôn linh hoạt. Chính lãi suất sẽ giúp điều chỉnh lượng tiết kiệm và đầu tư luôn bằng nhau.

Với các giả định trên, nền kinh tế sẽ vận hành như sau:

Trên thị trường lao động, lương (giá của sức lao động) linh hoạt sẽ giúp thị trường này cân bằng và sẽ không có thất nghiệp (nói chính xác là thị trường sẽ không có thất nghiệp không tự nguyện[4]). Tại sao mức cân bằng này xảy ra? Lý do rất đơn giản, nếu lương cao quá (cao hơn mức cân bằng), sẽ có nhiều người muốn đi làm (hơn số công việc đang có). Khi đó người thuê lao động sẽ giảm lương xuống bằng với mức lương cân bằng. Ngược lại, nếu lương thấp hơn mức cân bằng, thì số người sẵn lòng đi làm lại ít hơn số lao động mà người thuê cần, do đó họ sẽ nâng lương lên. Vậy lương sẽ được điều chỉnh đến khi nào cung và cầu lao động cân bằng.

Trên thị trường hàng hóa, theo giả định Say, thị trường hàng hóa sẽ cân bằng thông qua sự điều chỉnh giá cả. Nếu dư thừa hàng hóa, giá sẽ hạ xuống và làm lượng cầu tăng lên cho đến khi tiêu thụ được hết số hàng hóa.

---

[2] Còn để làm "người đọc báo thông thái" thì nên biết nhiều hơn 2, nhưng hãy yên tâm bạn cũng không cần tìm hiểu quá 5 hay 6 trường phái.

[3] Đăng online tại http://www.buzzle.com/articles/classical-economics-vs-keynesian-economics.html. Truy cập ngày 1/10/2011

[4] Thất nghiệp không tự nguyện: là những người sẵn sàng làm việc với mức lương phổ biến trên thị trường lao động nhưng họ không tìm được việc

Ngược lại, nếu thiếu hàng, giá cả sẽ tăng lên và giúp cung cầu cân bằng.

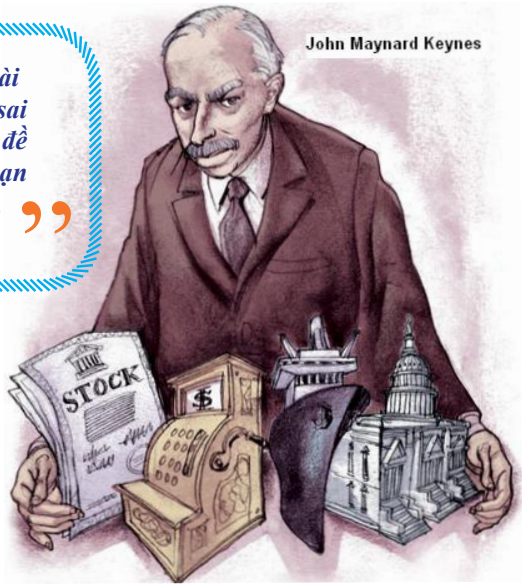
Thị trường vốn cũng sẽ tự cân bằng nhờ vào sự thay đổi lãi suất. Nếu có quá nhiều tiết kiệm và ít đầu tư, khi đó vốn dư thừa và lãi suất sẽ giảm đi. Điều này làm hạn chế bớt tiết kiệm, tăng đầu tư và tái lập sự cân bằng. Tương tự, nếu tiết kiệm ít trong khi cầu đầu tư nhiều, lãi suất sẽ tăng lên và giúp tái lập sự cân bằng.

Cần lưu ý là trường phái cổ điển không phủ nhận tình trạng thị trường mất cân bằng. Tuy nhiên, sự mất cân bằng này chỉ là tạm thời. Trong dài hạn, các thị trường sẽ tự điều chỉnh để trở về trạng thái cân bằng, mọi người đều có thể tìm được việc làm nếu muốn. Và điều này có thể thực hiện được là nhờ bàn tay vô hình đã điều chỉnh thị trường thông qua cơ chế giá.

Trường phái Keynes

Cha đẻ của trường phái này dĩ nhiên là … Keynes (tên đầy đủ là John Maynard Keynes). Các quan điểm chính của trường phái này được trình bày trong tác phẩm "Lý Thuyết Tổng Quát về Việc Làm, Lãi Suất và Tiền Tệ" của ông. Một trích dẫn nổi tiếng của Keynes trong tác phẩm này để phản đối giấc mơ về miền đất hứa cân bằng toàn dụng trong dài hạn của trường phái cổ điển là: "dài hạn là một chỉ dẫn nhầm lẫn cho vấn đề hiện tại. Trong dài hạn chúng ta đều chết cả rồi".

> *"Chờ đợi các kết quả dài hạn là một cách thức sai lầm để giải quyết vấn đề hiện tại. Trong dài hạn chúng ta đều chết cả rồi."*
> *John Maynard Keynes*



Kinh tế học theo trường phái Keynes hoàn toàn dựa trên một lý lẽ đơn giản: không có một thế lực thần thánh nào cũng như bàn tay vô hình nào để dẫn dắt chúng ta vượt qua các khó khăn kinh tế. Con người phải tự nỗ lực. Trường phái Keynes nhấn mạnh rằng sự can thiệp của chính phủ là tuyệt đối cần thiết để đảm bảo tăng trưởng và ổn định kinh tế.

Cũng như đối với trường phái cổ điển, trường phái Keynes dựa vào các giả định chính sau đây (mà chắc chúng ta cũng có thể đoán được là trái ngược với các giả định của trường phái cổ điển).

Giá cả không linh hoạt: Như đã nhận xét ở trên, trong thực tế giá cả thường ít linh hoạt theo chiều giảm xuống. Mặc dù nó có thể linh hoạt trong chiều tăng lên, việc tăng giá cũng không diễn ra một cách nhanh chóng. Một cách tổng quát, Keynes giả định giá cả là tương đối cứng nhắc.

Cầu hiệu quả: Hoàn toàn trái ngược với giả định Say trong trường phái cổ điển, Keynes nhấn mạnh vai trò của cầu hiệu quả. Cầu hiệu quả là cầu phát sinh từ thu nhập khả dụng thực tế của hộ gia đình chứ không phải khoản thu nhập về nguyên tắc có thể có được ở trạng thái toàn dụng. Hơn nữa, trường phái Keynes cũng nhìn nhận một vấn đề là chỉ có một phần của thu nhập sẽ được tiêu dùng.

Tiết kiệm và đầu tư bị tác động bởi những yếu tố khác nhau: Nhớ lại trong trường phái cổ điển hai thành tố này luôn bằng nhau vì cùng phụ thuộc vào cùng một yếu tố là lãi suất, và sự thay đổi của lãi suất sẽ giúp cân bằng lượng tiết kiệm và đầu tư. Trường phái Keynes quan niệm hoàn toàn khác. Tiết kiệm phụ thuộc vào thu nhập khả dụng và ý định để dành cho tiêu dùng trong tương lai, còn đầu tư phụ thuộc vào lợi nhuận kỳ vọng.

Với các giả định này, cân bằng trên các thị trường có thể không tốt đẹp như trường hợp của trường phái cổ điển. Giả sử trên thị trường lao động vì một lý do nào đó cầu lao

động giảm xuống. Tuy nhiên giá của lao động (lương) sẽ giảm chậm đưa đến sự mất cân bằng trên thị trường lao động và sẽ có một số lao động tìm kiếm việc làm nhưng không có đủ việc cho họ. Trên thị trường hàng hóa, một phần thu nhập không được tiêu dùng mà lại được tiết kiệm, nên cung cầu sẽ có sự khác biệt. Thông thường phần tiết kiệm sẽ trở thành đầu tư. Nhưng nếu tiết kiệm quá nhiều thì hàng hóa sản xuất dư thừa cũng nhiều. Điều này làm cho nhà sản xuất điều chỉnh lợi nhuận kỳ vọng và cắt giảm sản lượng. Nền kinh tế cuối cùng cũng sẽ cân bằng nhưng tại mức sản lượng có thể thấp hơn rất nhiều so với mức tiềm năng (mức toàn dụng). Và không có bàn tay vô hình nào đẩy nó trở về điểm toàn dụng.

Có thể thấy ở đây sự khác biệt giữa kinh tế học cổ điển và kinh tế học Keynes. Theo kinh tế học cổ điển, cung sẽ tạo ra cầu đủ để tiêu thụ hết hàng hóa, vậy cung chính là yếu tố quyết định (giả định Say). Theo kinh tế học của Keynes, cầu có thể không đủ để tiêu thụ hết hàng hóa do cung tạo ra và dần dần đẩy sản lượng của nền kinh tế đi xuống, vậy cầu là yếu tố quyết định.

Do vậy hai trường phái dẫn tới những hàm ý chính sách khác nhau. Thứ nhất, xét về việc điều hành nền kinh tế. Theo trường phái cổ điển, bàn tay vô hình sẽ dẫn dắt nền kinh tế tới kết quả tốt đẹp hơn cả chủ ý của con người nên chính phủ không cần làm gì cả; và thậm chí điều tốt nhất mà họ có thể làm cho nền kinh tế là đừng làm gì cả. Ngược lại, chính phủ trong trường phái Keynes sẽ khá bận rộn. Nếu dân chúng tỏ ra quá lo xa nên tiết kiệm quá nhiều, chi tiêu quá ít, làm cho hàng hóa dư thừa, dẫn tới nhà sản xuất phải xem lại các kỳ vọng của mình và cắt giảm sản lượng, thì chính phủ sẽ phải bù vào phần chi tiêu thiếu hụt đó bằng cách tăng chi tiêu chính phủ. Thứ hai, các nhà kinh tế thuộc trường phái cổ điển tin tưởng vào các kết quả dài hạn. Mặc dù trong ngắn hạn có thể có những tình trạng mất cân bằng, nhưng trong dài hạn tất cả sẽ quay trở lại miền đất hứa toàn dụng. Thế nhưng, trong kinh tế học, "dài hạn" là một khái niệm không có độ dài thời gian xác định. Nó được định nghĩa, phần nào như một trò chơi chữ hài hước, là khi nền kinh tế quay lại điểm cân bằng toàn dụng. Nó có thể là 5 năm, 10 năm, hay thậm chí lâu hơn, và như Keynes nhận xét, có lẽ tất cả chúng ta (ở thế hệ này) đã chết hết trước khi thấy được kết quả dài hạn đáng mong chờ đó. Vì thế, Keynes nhấn mạnh hơn tới vấn đề hiện tại và tới những khung phân tích ngắn hạn. Và chính điểm này đã để ngỏ cho cơ hội dung hòa và kết hợp của hai trường phái như ta thường thấy được trình bày trong các sách giáo khoa về kinh tế vĩ mô hiện nay.

CÔNG BẰNG & HIỆU QUẢ

Huỳnh Đặng Bích Vy[1]

Ảnh hưởng của bất bình đẳng đến tăng trưởng và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô khác luôn là chủ đề thu hút sự quan tâm của toàn thế giới. Các nhà kinh tế học, các tổ chức nghiên cứu từ trước đến nay luôn tìm kiếm lời giải cho câu hỏi "*có hay không sự đánh đổi giữa công bằng và hiệu quả?*" thông qua nhiều nghiên cứu vừa mang tính lý thuyết vừa mang tính thực nghiệm. Nhưng câu trả lời hiện vẫn còn nhiều tranh cãi. Bài viết này được thực hiện nhằm trình bày hai quan điểm hoàn toàn trái ngược nhau về sự đánh đổi giữa công bằng và hiệu quả dựa vào nghiên cứu của Berg, Andrew G. và Ostry, Jonathan D. (2011)[2] và Maria Jime'nez Buedo (2002)[3].

Nhận định luôn có sự đánh đổi giữa công bằng và hiệu quả[4] đã tồn tại từ trước thập niên 50 cho đến thập niên 70 của thế kỷ trước. Đa số các nhà kinh tế ủng hộ nhận định này là do họ dựa trên những lập luận sau:

Thứ nhất: sự chiếm đoạt. Logic cho quan điểm này đó là quốc hữu hóa hay tái phân phối thu nhập, của cải là một bước quan trọng để đạt được sự công bằng, vì vậy nó nên được thực hiện. Tuy nhiên, những nhà lãnh đạo quốc gia thường không thực hiện chúng ở quy mô lớn vì họ không chắc có đủ khả năng làm tốt việc này. Một khi chương trình quốc hữu hóa được thực hiện quá vội vàng thì việc tái phân phối lại tư liệu sản xuất như máy móc,

[1] Giảng viên Chương trình Đào tạo Đặc biệt, Trường Đại Học Mở Tp.HCM.
[2] Berg, Andrew G. and Ostry, Jonathan D. (2011), *Equality and Efficiency*.
[3] Buedo, Maria Jime'nez, (2002), *The trade-off between Efficiency and Equality: the role of a changing Economic Idea in the political Strategy of the Social Democracy.*
[4] Nghĩa là theo đuổi mục tiêu công bằng sẽ làm giảm hiệu quả kinh tế.

thiết bị, nhà xưởng, của cải… không những không giúp nền kinh tế hiệu quả hơn mà còn triệt tiêu động cơ đầu tư của những người giàu, làm cản trở tăng trưởng quốc gia.

Thứ hai: chi chuyển nhượng. Chi chuyển nhượng thu nhập, nguyên nhân dẫn đến sự không hiệu quả, là một trong những lập luận thông dụng nhất trong các tài liệu kinh tế chính sách. Mối liên hệ nhân quả giữa việc chuyển nhượng thu nhập và hiệu quả kinh tế là phần cốt lõi của hầu hết các giải thích cho các hạn chế trong phân phối thu nhập của các quốc gia có nền dân chủ tiên tiến. Có hai cơ chế chính giải thích cho vấn đề này là:

Tiết kiệm và đầu tư[5]: theo lý thuyết kinh tế học thì khuynh hướng đầu tư biên và khuynh hướng tiết kiệm biên có mối quan hệ đồng biến với thu nhập. Nghĩa là những người có thu nhập cao hơn sẽ tiết kiệm và đầu tư cao hơn so với người có thu nhập thấp. Theo lập luận này, việc đánh đổi giữa tái phân phối và tăng trưởng xảy ra là hệ quả tất yếu bởi vì khi thu nhập được chuyển từ người giàu sang cho người nghèo sẽ dẫn đến tình trạng tỷ lệ chung của tiết kiệm và đầu tư cùng giảm.

Động cơ làm việc: lập luận của quan điểm này cũng tương tự như trên. Năng suất làm việc cao hay thấp là do tiền lương kỳ vọng quyết định, vì vậy con người sẽ có ít động lực làm việc hơn khi họ bị đánh thuế nhiều hơn. Tương tự, con người cũng sẽ có ít động cơ đầu tư cho giáo dục để nâng cao kỹ năng của họ hơn vì thu nhập kỳ vọng có được khi trình độ cao hơn đã bị giảm đi.

Thứ ba: đầu tư nước ngoài. Lập luận này được trình bày trong những tài liệu nghiên cứu sự cải tổ kinh tế của các quốc gia yếu kém (peripheral countries). Theo đó, các quốc gia này duy trì sự tăng trưởng là nhờ vào sự giúp đỡ của các tổ chức quốc tế như IMF, Ngân hàng Thế giới (World Bank). Sự giúp đỡ tài chính của các tổ chức này tùy thuộc vào chính sách kinh tế mà quốc gia nhận giúp đỡ thực hiện. Do đó, tại các nước này, những chính sách tái phân phối thu nhập đương nhiên không phải là những chính sách được ưu tiên hàng đầu vì nếu làm như vậy thì các nhà đầu tư nước ngoài sẽ "tháo chạy" sang các quốc gia khác, và các tổ chức tài chính quốc tế sẽ ngừng cung cấp tín dụng cho họ. Kết quả, nếu chính phủ vẫn cố duy trì thực hiện chính sách tái phân phối thu nhập nhằm tạo sự công bằng thì việc sụt giảm trong đầu tư (do giảm đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức tài chính quốc tế) sẽ có thể dẫn đến tình trạng suy thoái kinh tế.

Trong quyển sách rất có sức ảnh hưởng năm 1975 với tựa đề *Công bằng và hiệu quả: sự đánh đổi to lớn*, Arthur Okun đã lập luận rằng việc theo đuổi công bằng có thể sẽ làm giảm hiệu quả[6]. Các nhà kinh tế học thuộc trường đại học Yale và viện Brookings sau đó cũng đã đồng ý rằng việc phân phối thu nhập càng công bằng - thông qua cơ chế thuế và tiền lương tối thiểu - thì không những làm giảm động lực làm việc và đầu tư, mà chính nỗ lực tái phân phối cũng có thể gây tốn kém. Okun đã so sánh những cơ chế này như một "cái rổ thủng". Một phần nguồn lực từ người giàu cho người nghèo "sẽ thất thoát trong quá trình chuyển giao, vì vậy người nghèo sẽ không nhận được toàn bộ" – đó là do phát sinh chi phí hành chính và vì vậy nó sẽ không khuyến khích cả người đóng thuế và người nhận chi chuyển nhượng làm việc.

Tuy nhiên, quan điểm đánh đổi trên không còn sức thuyết phục mạnh trong thập niên 90. Nhiều nghiên cứu về vấn đề tăng trưởng đã đưa ra một kết luận hoàn toàn trái ngược: không tồn tại sự đánh đổi giữa công bằng và hiệu quả, những quốc gia càng công bằng càng tăng trưởng nhanh, với giả định các yếu tố khác không đổi. Thực tế, công bằng là một yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy và duy trì tăng trưởng. Những nghiên cứu gần đây của

[5]Trong mô hình tăng trưởng tân cổ điển của Solow (1956), Cass (1965), Koopmans (1965) và Ramsey (1928)… đều nhấn mạnh tích lũy tài sản là nguồn tăng trưởng kinh tế quan trọng và cho rằng tỷ lệ tiết kiệm càng cao càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh, vì tỷ lệ tiết kiệm cao cũng đồng nghĩa với tỷ lệ đầu tư cao.

[6] Nghĩa là làm giảm tổng sản lượng được sản xuất với những nguồn lực có sẵn.

Berg và các đồng sự (2011) kết luận rằng mức độ bất bình đẳng có thể chính là điểm khác nhau giữa các quốc gia duy trì được sự tăng trưởng cao trong nhiều năm, nhiều thập niên và những quốc gia có mức tăng trưởng bất ngờ giảm mạnh.

Khi xem xét tình trạng hỗn loạn hiện nay ở Trung Đông, bất bình đẳng được coi là yếu tố phát sinh sự bất mãn của người dân với chính phủ. Ngoài ra, nhìn lại lịch sử, việc gia tăng bất bình đẳng trong thu nhập tại Mỹ trong những thập niên gần đây rất giống thập niên 1920[7]. Cả hai trường hợp vừa nêu đều có sự tăng vọt trong khu vực tài chính, người nghèo vay mượn với số lượng lớn, và một cuộc khủng hoảng tài chính là khó tránh khỏi. Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu hiện nay, bắt nguồn từ thị trường tài chính Mỹ, một phần có thể là do sự gia tăng bất bình đẳng gây nên. Cùng với sự gia tăng bất bình đẳng ở Mỹ và ở những nền kinh tế quan trọng (lớn) khác ta thấy mối quan hệ giữa bất bình đẳng và tăng trưởng ngày càng lớn.

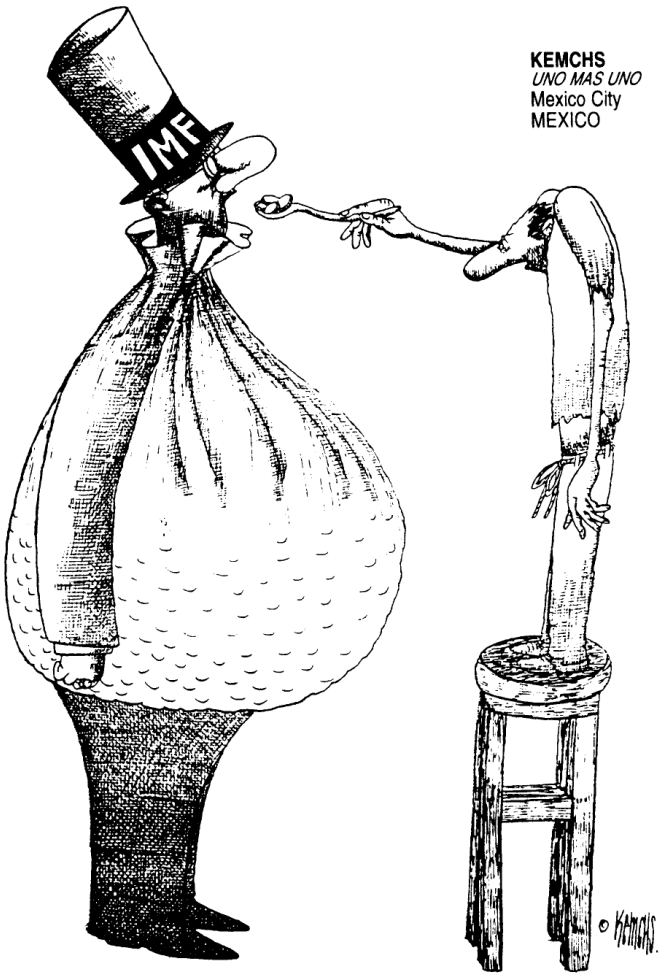
Xem xét một cách có hệ thống những quốc gia thì thấy rằng ngay cả quốc gia nghèo nhất cũng có thể đạt được mức tăng trưởng trong vài năm, nhưng sự tăng trưởng này cũng "đuối dần". Điều đó cho thấy việc tăng trưởng có tính nhất thời thì dễ hơn so với việc duy trì nó. Vậy yếu tố nào giúp các quốc gia duy trì độ dài của giai đoạn tăng trưởng? Một mô hình thống kê được thực hiện thể hiện mối liên hệ giữa độ dài kỳ vọng của giai đoạn tăng trưởng với một vài biến như: thể chế chính trị, giáo dục và sức khỏe, sự bất ổn chính trị, nợ, và mức độ mở cửa giao thương. Kết quả thật ngạc nhiên, bất bình đẳng thu nhập là yếu tố nổi bật ảnh hưởng đến độ dài của các giai đoạn tăng trưởng: khi sự bất bình đẳng giảm 10% (chỉ số GINI giảm từ 40 xuống 37) thì độ dài tăng trưởng kỳ vọng tăng lên 50%.

Ngoài ra, bất bình đẳng còn làm cho chính phủ khó khăn khi lựa chọn các giải pháp như tăng thuế hoặc cắt giảm chi tiêu công nếu đối mặt với những cú sốc kinh tế như cuộc khủng hoảng nợ. Bất bình đẳng còn bộc lộ ở chỗ người nghèo không thể tiếp cận những dịch vụ tài chính để giúp họ có cơ hội đổi đời. Ví dụ như ở Cameroon, mức tăng trưởng trung bình là 7% từ năm 1978 đến năm 1985. Sau đó, nền kinh tế vỡ vụn, và tốc độ tăng trưởng giảm đến mức -6%/năm trong suốt những thập niên sau. Do nguồn lực dầu mỏ trong thập niên 1970 là nguồn tài trợ cho mức gia tăng lớn trong chi tiêu của khu vực công, cụ thể là khoản tiền lương cho nguồn nhân lực công, nên khi giá dầu giảm, chính phủ Cameroon rất khó khi quyết định cắt giảm chi tiêu. "Mặc dù những biện pháp này [cắt giảm chi tiêu chính phủ] rất cần thiết nhằm giúp quốc gia vượt qua cuộc khủng hoảng kinh tế, nhưng chúng không được thực hiện phổ biến. Vì vậy rủi ro làm kết thúc giai đoạn tăng trưởng vào năm 1985 là rất cao – gấp hơn 100 lần so với trường hợp một quốc gia điển hình. Mức rủi ro cao này ở Cameroon hầu như là do sự bất bình đẳng cao bất thường cũng như do dòng vốn đầu tư trực tiếp thấp và quốc gia tồn tại dưới chế độ chuyên quyền cao. Vì vậy, thật sai lầm khi tách rời tăng trưởng và phân phối thu nhập (công bằng).

Tóm lại, ta có thể thấy vẫn có sự đánh đổi ngắn hạn giữa phân phối thu nhập và hiệu quả, nhưng nhìn xa hơn, có thể xem bất bình đẳng giảm và tăng trưởng dài hạn là hai mặt của một đồng tiền. Bất bình đẳng càng lớn thì dường như việc tăng trưởng càng ít lâu dài. Khi bất bình đẳng quá cao, nó sẽ hủy hoại sự tăng trưởng. Bất bình đẳng có thể làm cho tình trạng khủng hoảng tài chính tồi tệ hơn, làm chính trị bất ổn, và ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư. Việc cải tổ nền kinh tế chỉ khả thi khi lợi ích được chia sẻ rộng rãi. Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu rối loạn và việc cải tổ kinh tế gặp khó khăn như hiện nay, sẽ thật tốt nếu những bài học này được ghi nhớ.

[7] Xem: Carolyn B. Maloney and Senator Charles E. Schumer (2010), *Income Inequality and the Great Recession*, http://jec.senate.gov/public/?a=Files.Serve&File_id=91975589-257c-403b-8093-8f3b584a088c

Khủng hoảng nợ thập niên 80: Đâu là nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng?



Lương Duy Quang[1]

Tháng 8 năm 1982, với tuyên bố không thể chi trả bất kỳ một khoản vay nào, Mexico đã mở ra những trang sử đầu tiên cho giai đoạn khủng hoảng nợ tại các nước thứ 3. Chỉ trong vòng vài năm sau tuyên bố của Mexico, nhiều quốc gia Châu Mỹ La Tinh khác cũng rơi vào thảm cảnh tương tự như Bolivia (1984), Peru (1985), Brazil (1987). Cuộc khủng hoảng nhanh chóng vượt khỏi ranh giới châu lục và lan sang cả các nước Châu Phi vùng cận sa mạc Sahara như Zaire (1986) và Nigeria (1986). Theo thống kê của World Bank, tổng số nợ của tất cả các nước đang phát triển đến cuối năm 1985 vào khoảng 950 tỷ USD; trong đó có 17 nước được ghi nhận là nợ cao với tổng giá trị lên tới 446 tỷ USD.

Dưới tác động đáng kể của khủng hoảng, nhiều chuyên gia, tổ chức uy tín đã đưa ra nhiều phân tích, giải thích nhằm tìm kiếm nguyên nhân cũng như biện pháp ngăn chặn khủng hoảng. Thế nhưng, cho đến nay, lời giải cho vấn đề này vẫn còn đang bỏ ngỏ vì các tổ chức dường như không đạt được sự đồng thuận khi giải thích khủng hoảng. Tác giả Chris Edwards (1988)[2] đã đúc kết các quan điểm này lại và xếp chúng vào hai trường phái nổi bật nhất mà chúng ta thường gọi là Tân cổ điển và Keynesian.

Nguồn gốc của khủng hoảng

Đối với trường phái Tân cổ điển (neo-classical school), tâm điểm của sự chỉ trích thường nhắm đến các yếu tố mang tính chất

[1]*Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế - Xã hội Việt Nam, trường Đại học Mở Tp.HCM*

[2]Edwards C., The debt crisis and development: *A comparison of major economic theories*, Geoforum Volume 19, Issue 1, 1988, Pages 3-28.

nội tại như khả năng quản lý vốn vay của chính phủ hay mục đích sử dụng vốn vay, v.v... Hàng tỷ USD đi vay của các nước đang phát triển đã không được đầu tư vào những dự án mang lại lợi nhuận mà thay vào đó là những khoản tiêu dùng xa xỉ. Như trường hợp của Philippine, chính phủ đã phải đi vay để đầu tư xây dựng nhà máy điện nguyên tử Bataan trị giá lên đến 2,2 tỷ USD. Thế nhưng, nhà máy này không thể sản xuất ra bất kỳ kilowatt điện nào vì nó nằm trong khu vực có nguy cơ động đất (!). Lãi suất phải trả cho dự án này lên đến 3,5 triệu USD mỗi ngày. Trong khi đó, Philippine là một trong những quốc gia có chi phí sử dụng điện cao nhất ở Châu Á. Tương tự, Brazil cũng có 3 nhà máy điện hạt nhân với tổng chi phí lên đến 6 tỷ USD nhưng không có bất kỳ nhà máy nào có thể sản xuất điện. Danh sách các quốc gia lâm vào tình trạng tương tự trên còn dài như Argentina, Chille, v.v…

Ngược lại, trường phái Keynesian lại chú trọng đến những yếu tố bên ngoài hơn là vào vai trò của chính phủ để giải thích khủng hoảng. Theo trường phái này mầm mống khủng hoảng đã bắt đầu nhen nhóm từ những năm 70 của thế kỷ trước. Đó chính là sự phối hợp "nhịp nhàng" giữa các khoản cho vay dưới chuẩn từ các ngân hàng thương mại làm hình thành bong bóng nợ và chính sách thắt chặt tiền tệ tại các nước phát triển[3]. Theo tác giả Edward, có 2 nguyên nhân chính thôi thúc các ngân hàng đẩy mạnh cung cấp tín dụng cho các nước thứ 3. Thứ nhất, cầu tín dụng ở các nước phát triển giảm buộc các ngân hàng thương mại phải tìm kiếm đối tượng cho vay mới nhằm gia tăng lợi nhuận. Thứ hai, đợt tăng giá dầu hỏa năm 1974 và 1981 gia tăng cầu vay của các nước thuộc thế giới thứ 3 như để nhập khẩu dầu. Bên cạnh những yếu tố chính, một số yếu tố phụ khác cũng góp phần giúp ngân hàng tự tin hơn khi thực hiện các khoản cho vay là ngân hàng thương mại nắm trong tay nhiều tài sản với tính thanh khoản cao. Do đó, ngân hàng có thể nhanh chóng bán những tài sản này khi cần. Hơn nữa, trong tình huống xấu nhất (ngân hàng mất hoàn toàn tính thanh khoản) thì ngân hàng trung ương cũng sẽ đóng vai trò là chốt chặn cuối. Chính sự kết hợp giữa những yếu tố trên đã tạo điều kiện tuyệt vời cho bong bóng nợ nhanh chóng lớn mạnh. Từ năm 1975, tổng số nợ nước ngoài của các nước kém phát triển tăng lên kỷ lục, từ 163 tỷ USD năm 1975 đến 731 tỷ USD năm 1985, tức gấp 4,5 lần. Tuy nhiên, đó chỉ là một phần của câu chuyện; rắc rối bắt đầu nảy sinh khi chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát được tổng thống Mỹ (Reagan) và thủ tướng Anh (Thatcher) đề xướng vào năm 1979. Dưới tác động của chính sách này, lãi suất đã tăng gấp đôi tại các nước phát triển: từ 7% năm 1976 đến 14% năm 1980. Theo Edward, hệ quả của chính sách tiền tệ trên nhanh chóng châm ngòi cho bong bóng nợ bùng nổ và như ta đã biết Mexico là trường hợp đầu tiên. Tại sao vậy? Có 3 lí do:

(1). Các nước nghèo không thể trả được nợ do nguồn thu ngoại tệ từ thị trường xuất khẩu giảm: Dưới ảnh hưởng của biện pháp thắt chặt tiền tệ, nền kinh tế các nước phát triển bắt đầu suy thoái. Mức tăng trưởng trung bình của các nước phát triển năm 1982 giảm đến mức -0,5%. Do đó, cầu nhập khẩu của các nước giàu từ các nước đang phát triển giảm.

(2). Lãi suất ở các nước phát triển cao hơn cũng đồng nghĩa nguồn vốn đầu tư, đặc biệt là vốn ngắn hạn mà trước đó ồ ạt chạy sang các nước đang phát triển sẽ quay về thị trường này: Theo thống kê, trong giai đoạn 10 năm, từ 1975 đến 1985 lượng vốn rút ra khỏi 18 nước đang phát triển tương đương một nửa mức tăng nợ nước ngoài trong cùng thời điểm.

(3). Lãi suất cao hơn không những tăng thêm gánh nặng cho các nước đang phát triển (vì hầu hết các khoản vay thường áp dụng lãi suất thả nổi trên thị trường) mà còn gây áp lực lên tỷ giá và các khoản nợ bằng USD trở nên đắt đỏ hơn.

Quan điểm giải quyết khủng hoảng

Vậy các tổ chức, chính phủ đã có biện pháp gì để ngăn chặn khủng hoảng? Lời giải

[3] Mohanty, M., *Strategies for Solution of Debt Crisis: An Overview*, Economic and Political Weekly, Vol. 27, No. 9 (Feb. 29, 1992), pp. 465-476

đáp cho câu hỏi này còn tùy thuộc vào trường phái kinh tế mà mỗi nhà kinh tế đang theo đuổi. Các nhà kinh tế thuộc trường phái Tân cổ điển cho rằng nguyên nhân khủng hoảng chủ yếu bắt nguồn từ chính sách vĩ mô thiếu thận trọng của các quốc gia đi vay nợ nên các giải pháp được nhắc đến thường nhắm vào giải quyết vấn đề nội tại. Một đại diện điển hình nhất cho nhóm quan điểm này có lẽ là IMF. Nổi tiếng với những "chương trình cải cách" hay "bình ổn vĩ mô", tinh thần chung của các chương trình được đề xuất bởi IMF là nhắm vào xử lý vấn đề mang tính nội bộ như giảm chi tiêu, giới hạn tín dụng nội địa, và giảm tài trợ cho dịch vụ công.

Trái lại với trường phái Tân cổ điển, các nhà kinh tế Keynesian lại đưa ra một giải pháp hoàn toàn khác đó là kiểm soát hệ thống tài chính quốc tế, đặc biệt là những nguồn vốn ngắn hạn mang tính chất đầu cơ. Nguyên lý của giải pháp này vẫn dựa trên quan điểm cơ bản của Keynes về mẫu thuẫn cố hữu giữa hoạt động đầu cơ trên thị trường tài chính và mục tiêu dài hạn của nền kinh tế thực. Tuy nhiên, nó được đặt ra trong bối cảnh toàn cầu mà ở đó các thị trường tài chính liên kết với nhau và cho phép luồng vốn tự do di chuyển từ quốc gia này sang quốc gia khác. Số liệu trong nghiên cứu của Edward cho thấy đến năm 1985 tổng lượng vốn được giao dịch ở 3 thị trường London, New York và Tokyo đã rất đáng kể: lên đến 190 tỷ USD mỗi ngày. Con số này gấp 50 lần cầu tín dụng cần thiết tài trợ cho giao thương quốc tế và khoản đầu tư trực tiếp. Theo quan điểm của trường phái này, những luồng vốn như vậy đủ lớn để ảnh hưởng đến một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô quan trọng như lãi suất, tỷ giá hối đoái làm tăng sự bất ổn cho môi trường kinh tế vĩ mô. Do đó, nó cần được kiểm soát thật chặt chẽ và gắt gao.

Các mô hình xác định suất chiết khấu của chứng khoán vốn

Phạm Quang Anh Thư[1]

Lãi suất chiết khấu hay ***suất chiết khấu*** (discount rate) là thuật ngữ chung của bất kỳ lãi suất nào được sử dụng để tìm giá trị hiện tại hay hiện giá (present value) của một dòng tiền tương lai của một tài sản. Như vậy, suất chiết khấu được lựa chọn vừa phải thể hiện giá trị thời gian của dòng tiền vừa phải thể hiện mức độ rủi ro của tài sản. Suất sinh lời của một tài sản phi rủi ro (lãi suất phi rủi ro) thường được lấy làm đại diện cho chi phí thời gian của dòng tiền. Một ***mức bù rủi ro*** (risk premium) sẽ được cộng thêm vào mức lãi suất phi rủi ro. Mức bù rủi ro này thể hiện mức lợi nhuận mà nhà đầu tư muốn được bù đắp khi đầu tư vào một tài sản rủi ro thay vì đầu tư vào tài sản phi rủi ro. Tóm lại, lãi suất chiết khấu có thể được thể hiện thông qua công thức tổng quát:

Lãi suất chiết khấu = lãi suất phi rủi ro + mức bù rủi ro (1)

Khi một nhà đầu tư hay nhà phân tích đang xác định mức lãi suất chiết khấu cho dòng tiền tương lai của một tài sản thì suất chiết khấu này phải bao gồm giá trị thời gian của dòng tiền và rủi ro của cổ phiếu. Điều đó có nghĩa là nhà đầu tư đang xác định mức ***lãi suất yêu cầu*** hay ***suất sinh lời yêu cầu*** của anh ta. Suất sinh lời yêu cầu (required rate of return) của một tài sản là tỉ suất sinh lời kỳ vọng tối thiểu khi đầu tư vào một tài sản trong một khoảng thời gian xác định ở một mức rủi ro nhất định. Suất sinh lời yêu cầu này đại diện cho chi phí cơ hội của việc đầu tư vào tài sản.

Tài sản được đề cập trong bài viết là các chứng khoán vốn, cụ thể là cổ phiếu thường của các công ty. Suất chiết khấu đề cập trong bài là suất chiết khấu được sử dụng để ước tính giá trị nội tại (intrinsic value) của cổ phiếu bằng cách chiết khấu các dòng tiền tương lai của cổ phiếu. Như vậy, suất chiết khấu hay

[1] Giảng viên Khoa Kinh tế và Luật, trường Đại học Mở Tp.HCM

suất sinh lời yêu cầu của một cổ phiếu thường (common stock) chính là ***chi phí của vốn cổ phần*** (cost of equity) của công ty phát hành cổ phiếu đó. Có ba loại mô hình thường được lựa chọn để ước tính suất sinh lời yêu cầu của một cổ phiếu là:

Mô hình một yếu tố – mô hình CAPM;

Mô hình đa nhân tố;

Phương pháp xây dựng lãi suất (build-up method).

Quan điểm về việc lựa chọn loại tài sản phi rủi ro làm đại diện cho lãi suất phi rủi ro không khác biệt nhiều giữa các mô hình này. Trong khi đó, quan điểm về kỹ thuật tính toán mức bù rủi ro cho tài sản lại khác nhau và chính điều này đã làm nên sự khác biệt giữa các mô hình trên.

1. MÔ HÌNH MỘT YẾU TỐ: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN – CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Mô hình định giá tài sản vốn, thường được gọi tóm tắt là CAPM, là một trong những lý thuyết trọng tâm của kinh tế học tài chính hiện đại được Sharpe (1964)[2], Lintner (1965)[3], và Mossin (1966)[4] phát triển dựa trên lý thuyết xây dựng danh mục đầu tư của Markowitz. Theo CAPM, mức bù rủi ro của một cổ phiếu chỉ phụ thuộc vào rủi ro hệ thống (rủi ro thị trường) mà thôi; và rủi ro thị trường chỉ tồn tại trong danh mục thị trường. Theo đó, mức bù rủi ro sẽ được điều chỉnh tăng lên hay giảm xuống theo cùng với mức rủi ro hệ thống. Nói cách khác, mức rủi ro mà nhà đầu tư cần được bù đắp ở đây chính là mức rủi ro không được đa dạng hóa khi đầu tư vào một cổ phiếu trong danh mục cổ phiếu của một thị trường. Sự điều chỉnh này được thể hiện qua hệ số beta của cổ phiếu:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_M - r_f) \quad (2)$$

Trong đó:

r_f: Suất sinh lời kỳ vọng của các chứng khoán do chính phủ phát hành gần nhất (tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc) thường được chọn làm đại diện cho lãi suất phi rủi ro kỳ vọng hiện tại (current expected risk-free rate). Tuy nhiên, việc lựa chọn loại chứng khoán chính phủ nào có các đặc điểm thích hợp – dài hạn hay ngắn hạn, trả lãi hay không trả lãi, v.v…, để có thể lấy suất sinh lời kỳ vọng của chứng khoán đó làm đại diện cho lãi suất phi rủi ro đòi hỏi sự cân nhắc thận trọng của người phân tích.

β_i **(beta)** cho biết độ nhạy của lợi nhuận cổ phiếu *i* đối với lợi nhuận thị trường. Beta được tính theo công thức lấy hiệp phương sai (covariance) giữa lợi nhuận của cổ phiếu *i* với lợi nhuận danh mục thị trường chia cho phương sai của lợi nhuận danh mục thị trường (tất cả các cổ phiếu rủi ro). Như vậy beta đo lường rủi ro hệ thống (systematic risk) hay rủi ro thị trường của cổ phiếu *i*, hay tỉ lệ rủi ro mà cổ phiếu *i* không thể loại trừ được bằng cách đa dạng hóa đầu tư.

$(r_M - r_f)$: Mức bù rủi ro vốn cổ phần hay mức lợi nhuận tăng thêm mà nhà đầu tư đòi hỏi để có thể đầu tư vào danh mục thị trường thay vì đầu tư vào tài sản phi rủi ro với r_M là suất sinh lời kỳ vọng của danh mục thị trường.

Ưu điểm của CAPM chính là sự đơn giản, trong cả lý luận và tính toán, và cho tới nay vẫn được chấp nhận rộng rãi bất chấp một số nhược điểm của nó. Ví dụ, nếu một công ty vừa phát hành cổ phiếu tại thị trường chứng khoán trong nước vừa phát hành trên thị trường chứng khoán nước ngoài sẽ dẫn đến tình trạng có nhiều suất sinh lời yêu cầu cho chỉ một cổ phiếu mà thôi. Ngoài ra, do chủ yếu đo lường rủi ro chỉ dựa vào một yếu tố, rủi ro thị trường, nên nếu cổ phiếu không được giao dịch trên thị trường (cổ phiếu của các công ty

[2] Sharpe, W.F. (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, Journal of Finance 19, 425-442.

[3] Lintner, J. (1965), *The Valuation of Risk Assets on the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Investments*, The Review of Economics and Statistics, 13-37.

[4] Mossin, J. (1966), *Equilibrium in a Capital Asset Market*, Econometrica 34, 768- 783.

tư nhân) hoặc được giao dịch với tính thanh khoản thấp thì sẽ đòi hỏi một số điều chỉnh tương đối phức tạp mới có thể thể hiện suất sinh lời yêu cầu thích hợp được. Một vấn đề nữa của CAPM là nếu xét về mặt thống kê khả năng giải thích của beta đối với suất sinh lời yêu cầu trong mô hình thường không cao, chỉ từ 2% đến 40%[5].

2. MÔ HÌNH ĐA YẾU TỐ (Multifactor Model)

Trong khi CAPM cho rằng mức bù rủi ro của suất sinh lời yêu cầu đối với một cổ phiếu chỉ được xem xét từ một yếu tố, đó là rủi ro xuất phát từ danh mục thị trường thì mô hình đa yếu tố cho rằng rủi ro khi đầu tư vào một cổ phiếu xuất phát từ bất kỳ các yếu tố nào được cho là có tác động đến tỉ suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu. Tổng quát, suất sinh lời yêu cầu của một cổ phiếu được thể hiện qua công thức sau:

$$r_i = r_f + (\text{mức bù rủi ro})_1 + (\text{mức bù rủi ro})_2 + \ldots + (\text{mức bù rủi ro})_n \quad (3)$$

Trong đó $(\text{mức bù rủi ro})_i = \beta_i (\text{mức bù rủi ro của yếu tố})_i$ với β_i là độ nhạy của suất sinh lời yêu cầu đối với yếu tố *i*, (giả định các yếu tố khác không đổi) và $(\text{mức bù rủi ro của yếu tố})_i$ là mức lợi nhuận kỳ vọng tăng thêm so với lãi suất phi rủi ro do yếu tố *i* tác động vào suất sinh lời yêu cầu.

Các mô hình đa yếu tố có thể được phân loại theo cách lựa chọn các yếu tố tác động đến suất sinh lời:

Các mô hình sử dụng các yếu tố cơ bản của cổ phiếu như tỉ số P/E, đòn bẩy tài chính,v.v… Các mô hình này có thể được xem như là một phiên bản mở rộng của mô hình CAPM. Hai trong số các mô hình đa yếu tố nổi tiếng nhất là mô hình Fama – French (1993) và mô hình Pastor – Stambaugh (2003). Trong mô hình Fama – French, các tác giả đã sử dụng ba mức bù rủi ro để có thể ước tính suất sinh lời yêu cầu của một cổ phiếu trong danh mục thị trường: (*i*) mức bù rủi ro vốn cổ phần, $r_M - r_f r_M - r_f$; (*ii*) mức bù rủi ro về quy mô, $r_{small} - r_{big}\, r_{small} - r_{big}$, là chênh lệch lợi nhuận của các cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ (small-cap securities) với các cổ phiếu có mức vốn hóa lớn (large-cap securities); (*iii*) mức bù rủi ro về giá trị, $r_{HBM} - r_{LBM} r_{HBM} - r_{LBM}$, là chênh lệch lợi nhuận của các cổ phiếu có tỉ số giữa giá trị sổ sách và giá cao với các cổ phiếu có tỉ số giữa giá trị sổ sách và giá thấp.

$$r_i = r_f + \beta_{mkt,i}(r_M - r_f) + \beta_{SMB,i}(r_{small} - r_{big}) + \beta_{HML,i}(r_{HBM} - r_{LBM}) \quad (4)$$

Mô hình Pastor – Stambaugh bổ sung thêm một yếu tố vào mô hình Fama – French, mức bù rủi ro về tính thanh khoản, $r_{high} - r_{low}$, $r_{high} - r_{low}$, là chênh lệch lợi nhuận của cổ phiếu có tính thanh khoản cao với lợi nhuận của cổ phiếu có tính thanh khoản thấp.

Các mô hình sử dụng các yếu tố kinh tế vĩ mô như lạm phát, chu kỳ kinh doanh,v.v… Ví dụ cho loại mô hình này là mô hình 5 yếu tố BIRR của Burmeister, Roll và Ross (1994). 5 yếu tố vĩ mô trong mô hình này gồm: (*i*) lòng tin của nhà đầu tư, (*ii*) lãi suất, (*iii*) lạm phát, (*iv*) chu kỳ kinh doanh, (*v*) lợi nhuận thị trường.

Ưu điểm của các mô hình đa yếu tố chính là khả năng giải thích của các yếu tố trong mô hình đối với suất sinh lời yêu cầu có thể cao hơn so với CAPM. Tuy nhiên, mô hình phức tạp hơn nhiều so với CAPM và tốn kém thời gian và chi phí để thu thập số liệu và tính toán.

3. PHƯƠNG PHÁP XÂY DỰNG LÃI SUẤT (Buil-up Method)

Đối với các cổ phiếu có lượng giao dịch ít trên thị trường – do công ty phát hành là công ty có số lượng thành viên giới hạn (closed held company) – hay các công ty không phát hành cổ phiếu ra bên ngoài thì phương pháp xây dựng lãi suất lại được ưa thích sử dụng hơn là 2 mô hình trên. Cách tiếp cận chuẩn mực để

[5] Xem Jerald E.Pinto, Elaine Henry, Thomas R. Robinson và John D. Stowwe (2010), *Equity Asset Valuation*, John Wiley & Son, Inc, trang 64 – 65.

ước tính suất sinh lời yêu cầu của CAPM và mô hình đa nhân tố vẫn được áp dụng trong phương pháp xây dựng lãi suất, điểm khác biệt là các mức bù rủi ro sẽ không được điều chỉnh bởi hệ số beta vì không có số liệu.

ri = rf + mức bù rủi ro vốn cổ phần ± các mức bù rủi ro khác (5)

Các mức bù rủi ro khác ngoài mức bù rủi ro vốn cổ phần thường được xem xét là quy mô công ty và rủi ro riêng biệt của công ty (rủi ro phi hệ thống). Hitchner (2006) đã xem xét thêm một yếu tố nữa đó là quyền lợi của những đại cổ đông so với các quyền lợi của thiểu số.

Ngoài ra, nếu các công ty có phát hành trái phiếu trên thị trường, phương pháp xây dựng lãi suất có thể được áp dụng để ước tính nhanh chi phí vốn cổ phần của công ty như sau:

ri = suất sinh lời đến khi đáo hạn của trái phiếu dài hạn của công ty + mức bù rủi ro (6)

Công thức trên phát xuất từ lý luận rằng suất sinh lời đến khi đáo hạn (YTM) của nợ dài hạn của công ty đã bao gồm tất cả các tác động của lạm phát, đòn bẩy, độ nhạy của công ty với chu kỳ kinh doanh, v.v... Vì vậy, nhà đầu tư chỉ việc cộng thêm vào mức bù rủi ro do việc đầu tư vào vốn cổ phần của công ty để ước tính suất sinh lời yêu cầu. Mức bù này có thể được ước tính dựa vào mô hình hoặc chỉ đơn giản từ kinh nghiệm của nhà đầu tư.

Phương pháp xây dựng lãi suất khá đơn giản và có thể áp dụng trong một số trường hợp khi CAPM và các mô hình đa nhân tố gặp khó khăn hoặc quá phức tạp và tốn kém chi phí, thời gian để ước tính. Tuy nhiên, phương pháp này chỉ sử dụng các số liệu quá khứ để ước tính và các số liệu này có thể ít hoặc không liên quan gì với tình hình hiện tại của thị trường.