



Tổng hợp bản tin thị trường vàng tháng 11, 12/2011

Lương Duy Quang • Trang 2

Thuyết tăng trưởng chậm

Huyền Đặng Bích Vy • Trang 7

Các phương pháp xác định mức bù rủi ro

Phạm Quang Anh Thư • Trang 9

Bản tin tổng hợp thị trường **VÀNG** tháng 11, 12/2011



Lương Duy Quang¹

1. Diễn biến giá vàng trên thị trường trong nước 2 tháng cuối năm 2011:

Giá vàng - chủ yếu là giá của các thương hiệu vàng lớn như SJC của công ty Vàng Bạc Đá Quý Sài Gòn, Vàng Rồng Thăng Long (VRTL) của Bảo Tín Minh Châu, Thần Tài SBJ của Sacombank, PNJ-DAB của Công ty Vàng Bạc Phú Nhuận; những đơn vị có thị phần cao nhất tại thị trường Việt Nam- đã biến động ra sao trong tháng 11, và 12 vừa qua? Theo dõi các số liệu hàng ngày ở các website² trong

suốt 2 tháng cuối năm, từ 1/11/2011 đến 31/12/2011, chúng ta có thể thấy những nét nổi bật sau (xem biểu đồ 1):

1.1. Giá vàng trong nước³ cùng giảm đồng loạt:

Các số liệu thống kê từ biểu đồ 1 cho thấy xu hướng biến động của giá vàng có thể chia làm hai giai đoạn chính: (I) từ ngày 1/11 đến 29/11 và (II) từ ngày 29/11 trở về sau. Trong nửa đầu giai đoạn I, giá của 4 thương

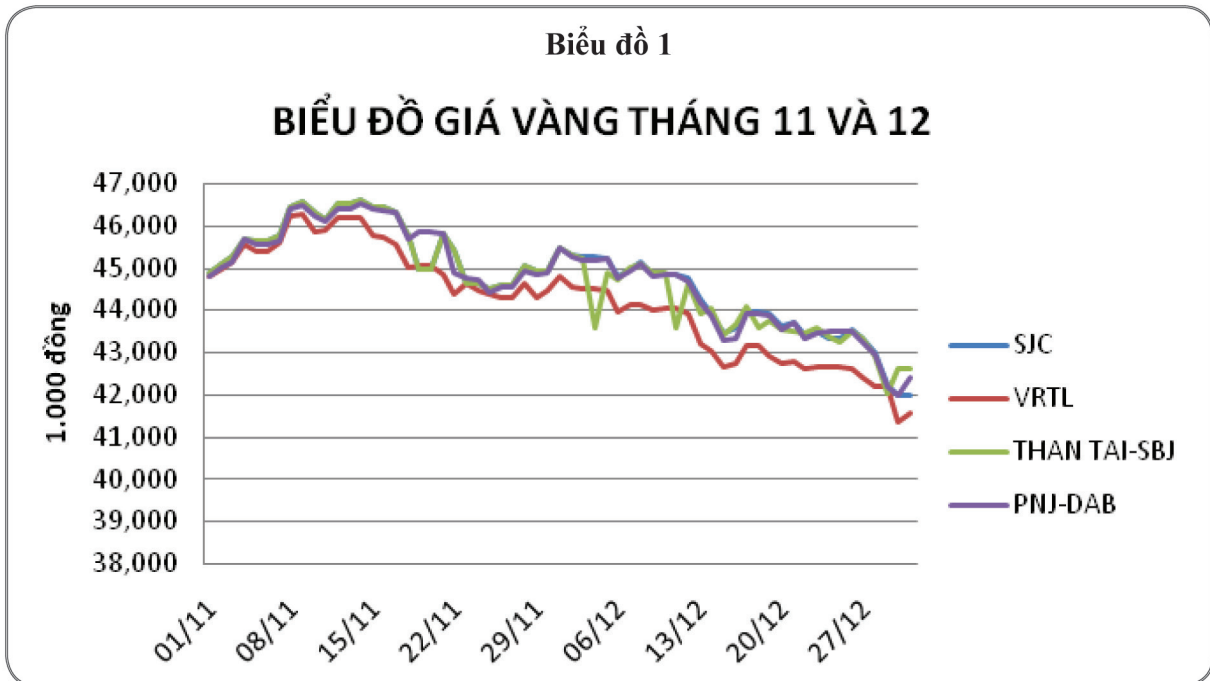
¹ Thạc sĩ Kinh tế, Trung Tâm Nghiên Cứu Kinh Tế Xã Hội Việt Nam-Trường Đại Học Mở Tp.HCM

² Nguồn thu thập dữ liệu bao gồm: (1) www.vangmieng.pnj.com.vn, (2) www.sjc.com.vn, (3) www.btmc.vn, (4) www.sacombank-sbj.com.

³ Vì giá mua và giá bán có sự biến chuyển cùng chiều trong suốt tháng nên tác giả bài viết dùng giá bán để đại diện cho xu hướng dịch chuyển của giá vàng trong nước.

hiệu vàng tăng liên tục. Mức tăng cao nhất là vàng SJC từ 44,9 triệu đồng/lượng lên đến 46,6 triệu đồng/lượng, tương ứng tỷ lệ tăng là 3,6%. Kế tiếp là vàng của PNJ-DAB, với 44,8 triệu đồng/lượng đến 46,5 triệu/lượng, khoảng 3,7%. Thấp nhất là Vàng Rồng Thăng Long của cty Bảo Tín Minh Châu, từ 44,8 triệu đồng/lượng đến 46,175. Sau hai tuần lễ tăng mạnh, giá vàng trong nước bắt đầu có xu hướng giảm. Điều đáng chú ý ở đây là mức giá của các thương hiệu có hiện tượng “đổ dốc” trong một thời gian ngắn. Chỉ trong vòng 4 ngày từ 15 đến 19/11, mức giá hầu như quay lại mốc ban đầu trong tháng và duy trì cho đến cuối tháng.

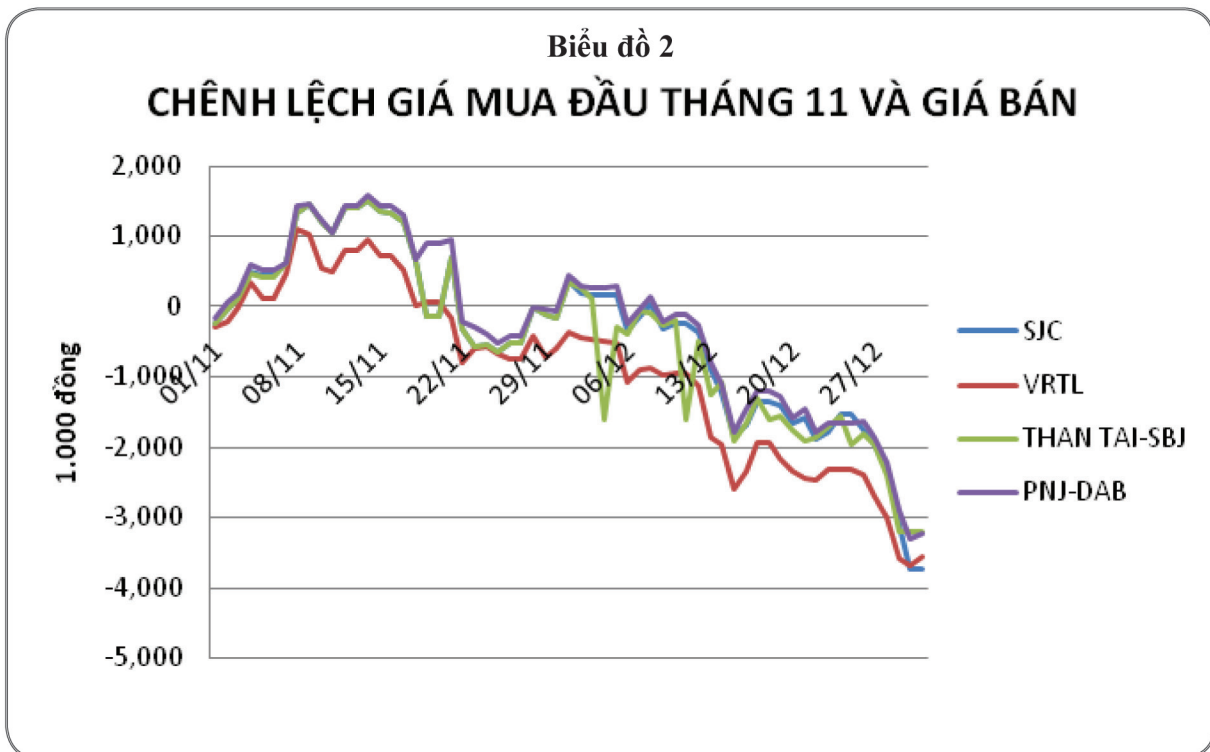
Diễn biến giá vàng trong giai đoạn II khá tương đồng với giai đoạn I, giá vàng tăng dần trong tuần lễ đầu tiên của tháng 12 và liên tục giảm trong những ngày còn lại. Tuy nhiên mức giảm không đột ngột như trong giai đoạn I mà có sự trải đều. Nhìn chung, sau 2 tháng biến động, giá của tất cả thương hiệu vàng đều có sự sụt giảm so với mức giá ngày 01/11/2011, cụ thể SJC dừng lại ở mức 41,99 triệu đồng/lượng, tương ứng tỷ lệ giảm là 6,5%; VRTL là 41,57 triệu đồng/ lượng, tỷ lệ giảm 7,2%; Thần tài-SBJ là 42,6 triệu đồng/lượng, tỷ lệ giảm 5,1%; cuối cùng là PNJ-DAB với mức giá 42,4 triệu đồng/lượng, tương ứng tỷ lệ giảm 5,3%.



1.2. Nhà đầu cơ lẻ có lời hay không?

Các nhà đầu cơ nhỏ lẻ ở đây được hiểu là cá nhân hoặc tổ chức có nguồn vốn nhàn rỗi, đầu cơ mua vàng lúc ở giá thấp và bán lúc giá cao nhằm hưởng chênh lệch giá. Mức lợi nhuận từ việc đầu cơ này phụ thuộc rất nhiều

vào mức giá tại thời điểm mua vào và bán ra. Để thấy được khoản lợi nhuận của một nhà đầu cơ, tác giả bài viết giả định nhà đầu cơ A mua vàng vào ngày 1/11/2011 và bán ra vào một ngày bất kỳ trong tháng. Lợi nhuận của nhà đầu cơ A-chênh lệch giữa giá bán và mua vào- có thể biểu diễn qua biểu đồ 2 như sau:



Biểu đồ 2 cho thấy, từ ngày 1/11 đến ngày 17/11 giá vàng tăng rất nhiều so với giá mua của nhà đầu cơ lúc đầu tháng. Mức chênh lệch thể hiện ở cả 4 thương hiệu vàng nhưng cao nhất là SJC, THAN TAI-SBJ, PNJ-DAB, thấp nhất là VRTL. Điều này cho thấy, nếu nhà đầu cơ A mua vàng vào ngày 01/11 và bán ra trước ngày 17/11 đều có thể hưởng lợi do chênh lệch giá bán, không phân biệt thương hiệu vàng. Ở một số thời điểm, mức chênh lệch này lên đến 1,5 triệu đồng mỗi lượng, tương đương với 3% so với giá mua lúc đầu tháng. Tuy nhiên, nếu mua sau ngày 7/11 thì hầu như không thể hưởng được mức chênh lệch giá vì khoảng thời gian còn lại trong tháng 11,12 giá vàng trong nước có xu hướng giảm.

2. Các chính sách quản lý thị trường Vàng:

Chính sách quản lý thị trường vàng quan trọng trong tháng 11,12 vừa qua phải kể đến dự thảo về quản lý thị trường vàng được Ngân

hàng nhà nước công bố ngày 28/10/2011⁴. Nội dung của dự thảo nhanh chóng nhận được sự quan tâm của chuyên gia và các nhà phân tích vì tính chất quan trọng của nó. Bản tin giá vàng xin được tổng hợp lại bình luận của giới chuyên môn về một số nội dung của dự thảo này⁵:

2.1. Qui định hoạt động sản xuất vàng: tăng độc quyền và nhiều bất ổn

Hầu như tất cả các báo đều cho rằng dự thảo có thể cho tạo nên độc quyền trong thị trường vàng, cụ thể là điều 10 trong dự thảo về điều kiện hoạt động của đơn vị sản xuất vàng miếng. Nội dung của qui định này như sau “Các doanh nghiệp được phép sản xuất vàng miếng là a) Thành lập theo quy định của pháp luật, có đăng ký hoạt động sản xuất vàng miếng trong Giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp. b) Có vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng trở lên, c) Có địa điểm, cơ sở vật chất và các trang thiết bị cần thiết phục vụ cho hoạt động sản xuất vàng miếng, d) Chiếm

⁴ Download bản đầy đủ tại địa chỉ www.sbv.gov.vn/wps/portal

⁵ Các nội dung bên dưới chỉ phản ánh những khía cạnh thu hút sự quan tâm của giới chuyên môn, hoàn toàn không phản ánh đầy đủ tất cả các ảnh hưởng có thể có nếu các nội dung của dự thảo được áp dụng. Trên thực tế, dự thảo còn một số nội dung vẫn chưa được đánh giá đúng mức về tác động đến thị trường vàng trong tương lai. Do đó, tham khảo đầy đủ nội dung của dự thảo để có một đánh giá tổng quan và chính xác hơn là một việc làm cần thiết.

từ 25% thị phần sản xuất vàng miếng trong nước trở lên trong 3 năm liên tiếp gần nhất. Một số ý kiến cho rằng điều này có thể tạo ra một sự độc quyền trên thị trường vàng bởi lẽ theo thống kê của Ngân hàng nhà nước, hiện nay cả nước có 8 tổ chức tín dụng và doanh nghiệp được cấp phép sản xuất kinh doanh vàng miếng, nhưng riêng Công ty TNHH một thành viên Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC) đã chiếm trên 90% thị phần. Bảy đơn vị còn lại gồm: Công ty Vàng bạc Phú Nhuận (PNJ), Công ty Vàng Bảo Tín Minh Châu, Ngân hàng Á Châu (ACB), Sacombank, Ngân hàng Phương Nam và hai doanh nghiệp trực thuộc Agribank chỉ chiếm khoảng 10% thị phần còn lại và tất nhiên không một doanh nghiệp nào đáp ứng được điều kiện chiếm 25% thị phần ngoài SJC⁶. Nếu dự thảo này được hiện thực hóa sẽ dẫn đến tổn thất rất lớn cho các thương hiệu vàng khác bởi lẽ các nhà sản xuất vàng đã đầu tư rất nhiều cho kỹ thuật sản xuất vàng và cho thương hiệu của họ. Mặt khác, thủ tục sản xuất vàng sẽ trở nên cồng kềnh nhiều hơn khi các công ty nhập vàng thô vừa xin hạn ngạch (quotas) của ngân hàng trung ương, vừa xin hạn ngạch của SJC để sản xuất vàng⁷. Một số nhà phân tích còn lo ngại rằng thị trường vàng tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn khi SJC trở thành thương hiệu độc quyền vì cả nước phụ thuộc vào nguồn cung duy nhất của SJC. Trong trường hợp SJC từ chối yêu cầu của Ngân hàng trung ương (công ty SJC không phải là thành viên của Ngân hàng trung ương), hay SJC không đủ vàng để đáp ứng cầu của thị trường có thể dẫn đến thiếu hụt nguồn cung làm giá vàng biến động nhiều hơn. Điều này đã được chứng minh trong thực tế khi có những thời điểm cầu vàng trong nước tăng cao, cả 8 doanh nghiệp vẫn không đáp ứng đủ cầu, nếu chỉ còn 1 doanh nghiệp cung cấp thì có thể sẽ gây khan hiếm, cầu vượt cung, giá vàng tăng cao, thị trường vàng bị rối loạn⁸.

2.2. Qui định kinh doanh mua bán vàng: tổ chức tín dụng yên tâm, doanh nghiệp lo lắng

Hiện tại trong cả nước có khoảng trên 12 000 đơn vị kinh doanh và mua bán vàng. Chúng ta có thể phân các đơn vị kinh doanh này thành 2 loại là doanh nghiệp và tổ chức tín dụng. Tại điều 12 của dự thảo có qui định về điều kiện hoạt động của các đơn vị này như sau:

+ Đối với các đơn vị là doanh nghiệp: Có 5 điều kiện để được cấp giấy phép kinh doanh là a) doanh nghiệp thành lập và hoạt động theo quy định của pháp luật; b) có vốn điều lệ từ 100 tỷ đồng trở lên; c) có kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh mua, bán vàng từ 02 năm trở lên; d) có số thuế đã nộp của hoạt động kinh doanh vàng từ 500 (năm trăm) triệu đồng/năm trở lên trong 2 (hai) năm liên tiếp gần nhất (có xác nhận của cơ quan thuế); đ) có mạng lưới chi nhánh, địa điểm bán hàng tại Việt Nam từ 3 (ba) tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương trở lên.

+ Đối với các đơn vị là tổ chức tín dụng: Có 3 điều kiện để được cấp giấy phép kinh doanh là: a) có vốn điều lệ từ 3.000 (ba nghìn) tỷ đồng trở lên; b) có đăng ký hoạt động kinh doanh vàng; c) có mạng lưới chi nhánh tại Việt Nam từ 5 (năm) tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương trở lên.



⁶ Theo <http://giadinh.net.vn/2011111110410546p0c1002/du-thao-nghi-dinh-quan-ly-vang-dan-van-thiet.htm>

⁷ <http://vietnamnews.vnagency.com.vn/Economy/217333/decreed-may-lead-to-gold-trading-monopoly.html>

⁸ <http://www.qdnd.vn/qdndsite/vi-VN/61/43/2/97/97/167782/Default.aspx>

Theo các nhà phân tích, qui định này sẽ làm giảm đáng kể số lượng doanh nghiệp kinh doanh mua bán vàng vì phần lớn không thể đáp ứng yêu cầu của dự thảo⁹. Bên cạnh đó, một số nhà phân tích cũng quan ngại rằng nếu dự thảo được áp dụng thì sẽ có trên 10 000 doanh nghiệp kinh doanh vàng dừng hoạt động, tuy nhiên số doanh nghiệp này có thể chuyển sang hoạt động không chính thức nhằm đáp ứng cầu thị trường¹⁰. Riêng đối với các tổ chức tín dụng, chủ yếu là các ngân hàng lớn, thì hầu như không bị giới hạn bởi qui định này.

2.3. Tăng cường quản lý nguồn cung vàng nguyên liệu

Vàng nguyên liệu là một thành phần quan trọng trong qui trình sản xuất vàng. Khi quản lý tốt nguồn nguyên liệu này sẽ cho phép quản lý tốt hơn số lượng cung. Các chính sách quản lý nguồn cung vàng nguyên liệu trong dự thảo có thể tác động đến hai đối tượng chính là đơn vị sản xuất vàng và các đối tượng khác:

2.3.1. Đối với các đơn vị sản xuất vàng...

Một số qui định về quản lý nguồn cung nguyên liệu vàng thô như sau: Các đơn vị

sản xuất, chế tác vàng trang sức chỉ được sử dụng nguồn nguyên liệu hợp pháp, có đầy đủ hóa đơn chứng từ theo quy định (Trích điều 13 dự thảo). Các doanh nghiệp, tổ chức tín dụng hoạt động kinh doanh vàng phải thực hiện báo cáo tình hình hoạt động sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ; tình hình sản xuất, mua, bán vàng miếng; tình hình xuất khẩu, nhập khẩu vàng theo quy định của Ngân hàng Nhà nước và các cơ quan có thẩm quyền (Trích điều 21 dự thảo).

Qui định này buộc các nhà sản xuất và chế tác hạn chế sử dụng các loại vàng nhập lậu không rõ nguồn gốc gây mất cân bằng cung cầu thị trường¹¹. Ngoài ra, các thông tin về số lượng tồn kho, doanh số sẽ còn giúp cho ngân hàng nhà nước có thêm cơ sở để ban hành hạn ngạch nhập khẩu, một điều kiện quan trọng để quản lý vĩ mô nhằm ngăn cản hiện tượng đầu cơ.

2.3.2. ...và đối với các đối tượng khác

Các đối tượng khác ở đây được hiểu là các cá nhân, tổ chức có nhu cầu nhập hay xuất khẩu vàng (nhập khẩu vàng để gia công, hoặc từ các mỏ khai thác ở nước khác đều phải thông qua sự quản lý của ngân hàng nhà nước¹².

⁹ Theo <http://giadinh.net.vn/2011111110410546p0c1002/du-thao-nghi-dinh-quan-ly-vang-dan-van-thiet.htm>

¹⁰ <http://vietnamnews.vnagency.com.vn/Economy/217333/decreed-may-lead-to-gold-trading-monopoly.html>

¹¹ <http://vietnamnews.vnagency.com.vn/Economy/217106/new-rule-may-restrict-gold-bullion-trading.html>

¹² Tham khảo chi tiết chương 4 của dự thảo quản lý thị trường vàng

Thuyết tăng trưởng

CHẬM



Huỳnh Đặng Bích Vy

“Tăng trưởng chậm” là một khái niệm kinh tế - chính trị xuất hiện vào thập niên 70 của thế kỷ 20. Nó dựa trên lý thuyết của nhà kinh tế học người Romani là Nicholas Georgescu – tác giả của cuốn sách về kinh tế sinh thái mang tựa đề “Luật Entropy và quy trình kinh tế” được xuất bản năm 1971².

Nếu như quan điểm của các lý thuyết tăng trưởng kinh tế từ trước đến nay đều cho rằng việc cải thiện chất lượng cuộc sống bắt nguồn từ việc gia tăng GDP, và việc tăng giá trị sản xuất chính là mục tiêu lâu dài của xã hội thì những người ủng hộ thuyết tăng trưởng chậm có quan điểm ngược lại. Họ cho rằng hệ thống kinh tế hiện nay phụ thuộc chủ yếu vào nguồn tài nguyên không thể tái tạo, và nguồn tài nguyên thiên nhiên là hữu hạn, không thể tồn tại vĩnh viễn. Vì vậy sự gia tăng liên tục trong tổng sản phẩm quốc gia (GDP) hay nói cách khác duy trì sự tăng trưởng vô hạn là điều không tưởng.

Theo họ, việc theo đuổi chủ nghĩa sản xuất – chủ nghĩa tập trung vào tăng trưởng và tăng năng suất trong xã hội công nghiệp dù thuộc chế độ xã hội chủ nghĩa hay chủ nghĩa tư bản – chính là một trong những nguyên

nhân gây ra những tác động tiêu cực đến các lĩnh vực kinh tế - xã hội và môi trường trên thế giới:

- Sự suy giảm nguồn năng lượng (chẳng hạn như dầu, khí đốt, urani, than đá, ...) trong tương lai nếu tiếp tục duy trì tốc độ tăng tiêu thụ như hiện tại;
- Gia tăng sự khan hiếm nguyên vật liệu thô;
- Suy thoái môi trường: hiệu ứng nhà kính, trái đất nóng lên làm băng tan gây lũ lụt, mất đa dạng sinh học và ô nhiễm;
- Quần thể động – thực vật và sức khỏe con người bị suy giảm;...

Tăng trưởng chậm cũng phản đối sự phát triển liên tục dù mục tiêu phát triển liên tục cũng có quan tâm đến những vấn đề môi trường và hướng đến việc cải thiện tăng trưởng kinh tế với mong muốn góp phần nâng cao mức sống của người dân. Tuy nhiên mục tiêu của phát triển liên tục đã thất bại vì càng tăng trưởng nó càng làm suy thoái môi trường, gia tăng sự bất bình đẳng xã hội, tập trung sự giàu có trong tay của một số ít cá nhân hơn là tạo ra thêm nhiều của cải và tăng

¹ Giảng viên Chương trình Đào tạo Đặc biệt, Trường Đại Học Mở Tp.HCM.

² http://www.compendiosustentabilidade.com.br/compendiodeindicadores/introducao/default.asp?paginaID=25&conteudoID=392&it_idioma=2

mức sống cho đại đa số người dân. Bất kỳ sự phát triển nào dựa vào sự tăng trưởng đều có giới hạn và tình trạng một thế giới bị suy thoái môi trường thì không thể đạt được mục tiêu bền vững, liên tục được. Ở mức độ tiêu dùng vượt qua khả năng trái đất có thể tái tạo lại nguồn tài nguyên thiên nhiên như hiện nay thì càng tăng trưởng kinh tế sẽ càng làm cho những nguồn lực này cạn kiệt. Do đó tăng trưởng chậm chính là nét tương phản với các hình thức hiện tại như tăng sản xuất, tích lũy vốn và hàng hóa mà chủ nghĩa tư bản luôn ủng hộ từ trước tới nay.

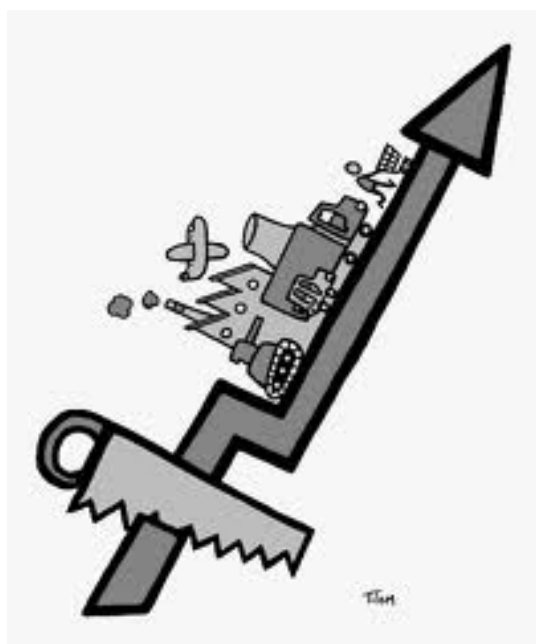
Ngoài ra, những người theo thuyết tăng trưởng chậm còn chỉ trích cho rằng xã hội phương Tây chỉ dựa vào tình trạng tiêu thụ dư thừa hàng hóa và dịch vụ mà không nhận thức được việc mất mát ngày càng nhiều những loại của cải khác (những hình thức khác của giàu có) như chất lượng cuộc sống, và họ đang đánh giá thấp phản ứng của một bộ phận dân cư thứ yếu – như những trường hợp bạo lực ở khu vực ngoại ô hay sự căm giận đối với phương Tây từ những quốc gia không có được nền tảng phát triển kinh tế thuận lợi tương tự.

Từ những nguyên nhân trên, những người theo đuổi thuyết tăng trưởng chậm cho rằng việc cải thiện chất lượng cuộc sống phải được thực hiện cùng với việc không gia tăng tiêu dùng. Việc giảm tiêu thụ không có nghĩa là cá nhân phải làm cho bản thân mình khổ sở hơn trước hay hạnh phúc của họ sẽ bị giảm đi. Thay vào đó, thực hiện tăng trưởng chậm

là nhằm mục đích để tối đa hóa hạnh phúc và của cải thông qua việc những cách thức như chia sẻ công việc, tiêu thụ ít hơn, trong khi dành nhiều thời gian hơn cho nghệ thuật, âm nhạc, gia đình, văn hóa và cộng đồng³. Họ ủng hộ cho việc từ bỏ hoàn toàn hệ thống kinh tế tăng trưởng hiện tại và kiến nghị hành động tái phân vùng cục bộ và từ bỏ nền kinh tế toàn cầu. Chính những điều đó sẽ giúp con người trở nên độc lập (tự cung cấp) và có thể giúp kết thúc tình trạng tiêu dùng quá mức và tàn phá nguồn tài nguyên quá mức.

Những chỉ trích tư tưởng tăng trưởng chậm thì lại cho rằng việc làm chậm tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ dẫn đến gia tăng thất nghiệp và tăng nghèo đói. Hơn nữa, việc làm chậm tăng trưởng kinh tế đã không thể mang lại các lợi ích như tư tưởng tăng trưởng chậm mong muốn – con người tự cung cấp, có trách nhiệm về nguyên vật liệu – và nó thực sự dẫn đến tình trạng số lượng việc làm giảm. Thêm vào đó những người ủng hộ tư tưởng phát triển lâu dài và liên tục vẫn giữ quan điểm rằng việc tăng trưởng kinh tế liên tục là có thể nếu việc tiêu thụ năng lượng và nguồn lực giảm đi bằng cách con người biết cách sử dụng nguồn lực một cách hợp lý hơn.

Và dù quan điểm của ai đúng hay sai đi chăng nữa thì làn sóng ủng hộ thuyết tăng trưởng chậm vẫn ngày càng tăng từ Pháp, Ý, Tây Ban Nha,... tới các nước thuộc khu vực Bắc Mỹ⁴ và những tranh cãi xung quanh vấn đề này hiện vẫn còn đang tiếp diễn.



³ <http://en.wikipedia.org/wiki/Degrowth>

⁴ http://degrowth.org/wp-content/uploads/2011/05/ese2011_fca078_1_1311324846_8820_2134.pdf

Các phương pháp xác định **MỨC BÙ RỦI RO**

Phạm Quang Anh Thư¹

Trong quá trình sử dụng các mô hình chiết khấu để định giá tài sản vốn (cổ phiếu), các nhà phân tích luôn phải xác định suất sinh lời yêu cầu của tài sản. Trong bài viết trước, chúng ta đã xem xét một số các mô hình xác định suất sinh lời yêu cầu và nhận thấy, dù sử dụng mô hình nào, nhà phân tích cũng sẽ phải xác định mức bù rủi ro cho tài sản đang xem xét. Như đã biết, mức bù rủi ro là **mức lợi nhuận tăng thêm** 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:

$$\text{Suất sinh lời yêu cầu} = \text{Lãi suất phi rủi ro} + \text{Mức bù rủi ro}$$

Việc ước tính mức bù rủi ro luôn là một nhiệm vụ không hề dễ dàng đối với những nhà phân tích, cho dù là việc phân tích và nhận định được thực hiện đối với một thị trường chứng khoán đã có thời gian hoạt

động và phát triển lâu đời. Có thể chính sự khó khăn trong ước tính mức bù rủi ro là một trong những nguyên nhân dẫn đến các kết luận hay các khuyến cáo đầu tư khác nhau giữa các nhà phân tích. Vì thế, cho tới nay, các nhà phân tích đã đưa ra rất nhiều cách tiếp cận để có thể ước tính mức bù rủi ro mà theo họ là chính xác nhất. Tuy nhiên, chúng ta có thể sắp xếp các phương pháp ước tính khác nhau theo hai cách tiếp cận chính:

- Ước tính dựa vào số liệu quá khứ
- Ước tính dựa vào kỳ vọng của các biến số tài chính và vĩ mô.

Tài sản được đề cập trong tất cả các bài viết là các chứng khoán vốn, cụ thể là cổ phiếu thường của các công ty. Vì vậy, mức bù rủi ro của tài sản sẽ là **mức bù rủi ro vốn cổ phần**² (equity risk premium).

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

² Sau đây sẽ gọi ngắn gọn là mức bù rủi ro.

ƯỚC TÍNH MỨC BÙ RỦI RO DỰA VÀO SỐ LIỆU QUÁ KHỨ (HISTORICAL ESTIMATES)

Mức bù rủi ro được ước tính dựa vào số liệu quá khứ thường được gọi là mức bù rủi ro lịch sử (historical equity risk premium) và được ước tính bằng cách lấy trung bình của chênh lệch giữa suất sinh lời quá khứ³ của danh mục chứng khoán thị trường với suất sinh lời của trái phiếu chính phủ (lãi suất phi rủi ro) trong một khoảng thời gian nhất định nào đó. Các nhà phân tích sử dụng kết quả ước tính của mô hình này để dự báo đều dựa vào một giả định quan trọng: đó là trung bình và phương sai đo lường trong quá khứ là tĩnh (stationary), không thay đổi trong tương lai.

Như vậy, để có thể ước tính mức bù rủi ro theo phương pháp này, nhà phân tích cần phải xác định các thông tin sau:

(1) Chỉ số thị trường chứng khoán đại diện cho lợi nhuận của danh mục chứng khoán thị trường.

(2) Khoảng thời gian thích hợp để ước tính. Trong bài nghiên cứu của mình vào năm 1908, Merton⁴ đã khuyến cáo chỉ có tăng độ dài thời gian của bộ số liệu mẫu mới làm tăng độ chính xác của việc ước tính. Vì vậy, lựa chọn khoảng thời gian hợp lý theo khuyến cáo của Merton là lấy khoảng thời gian dài nhất có thể có của bộ số liệu. Tuy nhiên, do việc sử dụng kết quả ước tính dựa vào giả định tĩnh của mô hình nên việc lựa chọn độ dài của khoảng thời gian trong mẫu ước tính sẽ có sự đánh đổi. Khoảng thời gian dài sẽ làm tăng độ chính xác của ước tính nhưng lại khó duy trì tính tĩnh của số liệu. Thực tế cũng cho thấy, mức bù rủi ro thường có tính chu kỳ -thấp khi nền kinh tế đang tăng trưởng tốt và cao khi nền kinh tế suy thoái.

(3) Loại trung bình nào sẽ được sử dụng để ước tính: trung bình cộng⁵ hay trung bình nhân⁶. Có hai tiêu chí đánh giá mức độ phù hợp trong việc lựa chọn loại trung bình:

(i) Loại mô hình trong đó kết quả ước tính mức bù rủi ro sẽ được sử dụng. Các mô hình tài chính chủ yếu được sử dụng để ước tính suất sinh lời kỳ vọng, ví dụ mô hình CAPM và mô hình đa yếu tố, là các mô hình một giai đoạn (single period model). Trung bình cộng là trung bình lợi nhuận của mỗi một giai đoạn (ví dụ trong khoảng thời gian 5 năm, mỗi một giai đoạn có thể là lợi nhuận của mỗi một năm, một quý hay một tháng). Vì vậy, trung bình cộng có thể trở thành đại diện tốt nhất cho các loại mô hình một giai đoạn. Trong khi đó, trung bình nhân đại diện cho mức độ tăng trưởng ghép lãi của lợi nhuận. Các mô hình hiện giá liên quan đến việc chiết khấu dòng tiền qua nhiều giai đoạn. Việc chiết khấu lại là một cách đảo lại của công thức tính lợi nhuận ghép lãi dưới dạng tìm ra giá trị tương đương của dòng tiền ở các thời điểm khác nhau. Do đó, trung bình nhân có vẻ là một lựa chọn thích hợp để ước tính suất sinh lời kỳ vọng trong bối cảnh nhiều giai đoạn, thậm chí nó cũng thích hợp trong mô hình một giai đoạn.

(ii) Tính chất thống kê. Sử dụng trung bình cộng có khuynh hướng phóng đại (overestimate) ước tính giá trị kỳ vọng còn lại cuối kỳ của tài sản đầu tư (terminal value of an investment). Trong khi đó, các nghiên cứu thực nghiệm⁷ đã cho thấy việc sử dụng trung bình nhân sẽ không tạo ra các ước tính bị lệch (biased) như sử dụng trung bình cộng.

Vì những lý do trên, trung bình nhân ngày càng chiếm ưu thế trong phương pháp ước tính mức bù rủi ro dựa vào số liệu quá khứ.

³ Còn được gọi là suất sinh lời thực tế (realized rate of return)

⁴ Merton, Robert C. 1980. "On Estimating the Expected Return on the Market: An Exploratory Investigation." *Journal of Financial Economics*. Vol. 8, No. 4: 323 – 361.

⁵ Công thức tính trung bình cộng (arithmetic mean) $\bar{R} = (\sum_{i=1}^n (R_i - R_f)) / n$; với R_i là suất sinh lời của danh mục thị trường, R_f là lãi suất phi rủi ro

⁶ Công thức tính trung bình nhân (geometric mean): $R = n\sqrt{(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)} - 1$; với R_1, R_2, \dots là chênh lệch giữa suất sinh lời của danh mục thị trường với lãi suất phi rủi ro

⁷ Xem Hughson, Eric, Michael Stutzer, and Chris Yung. 2006. "The Misuse of Expected Returns", *Financial Analysts Journal*. Vol. 62, No. 6: 88 – 96.

(4) Lãi suất phi rủi ro. Suất sinh lợi đến khi đáo hạn (yield to maturity – YTM) của các trái phiếu do chính phủ phát hành thường được chọn làm đại diện cho các mức lãi suất phi rủi ro. Theo Dimson, Marsh và Staunton (2008)⁸, hầu hết các trường hợp ước tính mức bù rủi ro dựa vào YTM của trái phiếu dài hạn đều cho kết quả nhỏ hơn so với dựa vào YTM của trái phiếu ngắn hạn. Trong thực tế, các nhà phân tích sử dụng YTM của trái phiếu chính phủ dài hạn vừa được phát hành vì nó phản ánh những kỳ vọng về lạm phát của các nhà đầu tư ở thời điểm phân tích hiện tại. YTM của trái phiếu ngắn hạn có thể đem đến một ước lượng tốt hơn cho suất sinh lời yêu cầu dùng để chiết khấu dòng tiền trong vòng 1 năm tới, nhưng mức bù rủi ro so với trái phiếu dài hạn sẽ cho kết quả đáng tin cậy hơn khi sử dụng để chiết khấu trong việc định giá nhiều giai đoạn.

Điểm mạnh của phương pháp ước tính mức bù rủi ro dựa vào số liệu quá khứ là sự khách quan và đơn giản trong quá trình ước tính. Tuy nhiên, điểm yếu của cách tiếp cận này là dựa vào giả định trung bình và phương sai của lợi nhuận không thay đổi. Một điểm yếu nữa là mức bù rủi ro lịch sử có thể được ước tính chệch cao hơn (upward biased) do chỉ có những công ty còn tồn tại trong giai đoạn ước tính mới có số liệu bao gồm trong mẫu. Vì vậy, khi sử dụng phương pháp này để ước tính mức bù rủi ro, nhà phân tích phải lựa chọn rất cẩn thận khoảng thời gian lấy mẫu dùng để phân tích nhằm hạn chế kết quả sẽ bị lệch do điểm yếu trên của mô hình.

ƯỚC TÍNH DỰA VÀO TIỀN NGHIỆM (FORWARD-LOOKING hay EX ANTE ESTIMATES)

Theo phương pháp này, mức bù rủi ro được ước tính trực tiếp chỉ dựa vào các kỳ vọng đối với các biến số tài chính và vĩ mô và các kỳ vọng này dựa trên các thông tin hiện tại. Cách tiếp cận này không dựa vào

số liệu quá khứ nên sẽ không có các nhược điểm của phương pháp trên. Tuy nhiên, kết quả ước bị ảnh hưởng từ những lỗi tiềm ẩn trong các mô hình tài chính và mô hình kinh tế hoặc những dự báo không chính xác về hành vi của những người tham gia thị trường.

Phương pháp ước tính tiên nghiệm có 3 mô hình tiếp cận chính:

(1) Mô hình tăng trưởng Gordon⁹ (Gordon Growth Model) hay mô hình tốc độ tăng trưởng không đổi (constant growth model) có thể được xem là phương pháp phổ biến nhất được sử dụng để ước tính tiên nghiệm mức bù rủi ro.

Mức bù rủi ro = $D_1/P^{10} +$ tốc độ tăng trưởng kỳ vọng – YTM của trái phiếu chính phủ dài hạn

Với giả định tốc độ tăng trưởng là không đổi (ví dụ: tỉ lệ chi trả cổ tức và tốc độ tăng trưởng của cổ tức) khiến phương pháp này thích hợp đối với các nền kinh tế và thị trường chứng khoán đã phát triển ổn định do sẵn có những thông tin cần thiết. Đối với những nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh, nhà phân tích phải xem xét các dự báo tốc độ tăng trưởng trong 3 giai đoạn: (i) giai đoạn tăng trưởng nhanh với tốc độ tăng trưởng cao, (ii) giai đoạn chuyển giao với tốc độ tăng trưởng vẫn cao nhưng thấp hơn giai đoạn tăng trưởng nhanh và giảm dần, (iii) giai đoạn trưởng thành với tốc độ tăng trưởng vừa phải và ổn định.

Điểm yếu của mô hình là các ước tính tiên nghiệm sẽ thay đổi theo thời gian và cần phải cập nhật thông tin liên tục. Ví dụ, trong giai đoạn nền kinh tế bùng nổ, lợi suất cổ tức sẽ thấp và tốc độ tăng trưởng kỳ vọng sẽ cao.

(2) Mô hình kinh tế vĩ mô (Macroeconomics Models) còn được gọi là **mô hình ước tính về phía cung (Supply-side estimate)** ước tính mức bù rủi ro thông

⁸ Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton. 2008. Global Investment Returns Yearbook 2008. ABN – AMRO, Royal Bank of Scotland, and London Business School.

⁹ Mô hình tăng trưởng Gordon tính hiện giá của cổ phiếu với giả định tốc độ tăng trưởng cổ tức của công ty là không đổi: $V_0 = (C_1 / r) / (r - g)$ (Suất sinh lời yêu cầu – tốc độ tăng trưởng kỳ vọng của cổ tức)

¹⁰ D_1/P : lợi suất cổ tức kỳ vọng

qua các mối liên hệ giữa các biến số kinh tế vĩ mô và các biến số tài chính. Điểm mạnh của phương pháp này là sử dụng các mô hình đã được chứng minh và các thông tin mới nhất. Tuy nhiên, các ước tính chỉ thích hợp với những nền kinh tế đã phát triển và có một thị trường chứng khoán đại diện cho phần lớn sự hoạt động của nền kinh tế. Vì như vậy chúng ta mới có cơ sở để tin tưởng rằng có những mối liên hệ nào đó giữa các biến số kinh tế vĩ mô với các mức giá của tài sản.

Ví dụ, một mô hình kinh tế vĩ mô ước tính mức bù rủi ro điển hình do Ibbotson và Chen¹¹ đề nghị có bốn thành phần:

(i) Lạm phát kỳ vọng – $\hat{\pi}$

(ii) Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng của GDP thực hoặc lợi nhuận trên vốn cổ phần thực (EPS) – r_{Eg}

(iii) Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng của tỉ số giá trên vốn cổ phần P/E – \widehat{PEg}

(iv) Lợi suất kỳ vọng của danh mục thị trường (chỉ số thị trường chứng khoán) – \hat{Y}

(v) Lãi suất phi rủi ro kỳ vọng – \widehat{RFR}

(3) **Ước tính từ số liệu khảo sát (Survey Estimates)** được thực hiện bằng phương pháp thu thập ý kiến của các chuyên gia về kỳ vọng của họ đối với mức bù rủi ro hay các kỳ vọng về thị trường để từ đó có thể suy ra mức bù rủi ro thích hợp. Điểm mạnh của phương pháp này là tương đối dễ thực hiện. Tuy nhiên, cho dù cuộc khảo sát chỉ giới hạn đối với các chuyên gia trong lĩnh vực được quan tâm, vẫn sẽ có những khác biệt lớn trong ý kiến giữa những nhóm chuyên gia khác nhau.

¹¹ Ibbotson, Roger, and Peng Chen. 2003. "Long - Run Stock Returns: Participating in the Real Economy." *Financial Analysts Journal* . Vol. 58, No. 1: 88 – 98.