

SEMINAR TRAO ĐỔI HỌC THUẬT

HỆ SỐ BETA CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CÔNG ÍCH Ở ÚC HOÀN TOÀN NHỎ HƠN 1

Người trình bày: **TS. Võ Hồng Đức**¹

Ngày: 11/7/2014

TRAO ĐỔI VÀ THẢO LUẬN

Mở đầu phần trình bày, TS. Võ Hồng Đức chia sẻ về công việc của mình tại Ủy ban Kinh tế Tây Úc nhằm giúp khách mời hiểu rõ hơn lý do nghiên cứu này được thực hiện. TS. Đức cho biết, Ủy ban Kinh tế Tây Úc là một cơ quan độc lập với Chính phủ, nhiệm vụ chính của cơ quan này là quản lý mức giá của các hàng hóa/dịch vụ công ích (điện, nước, ga, khí đốt). Do đặc thù của ngành nghề kinh doanh đòi hỏi quy mô tài sản rất lớn và đất nước Úc vốn được mệnh danh là “đất rộng người thưa”, các doanh nghiệp tham gia cung cấp dịch vụ công ích thường được xem ở vị thế độc quyền. Do vậy, các doanh nghiệp này sẽ có xu hướng đẩy mức giá bán cao hơn mức giá phản ánh được chi phí sản xuất và mức sinh lời hợp lý trong bối cảnh của nền kinh tế cạnh tranh. Điều này đặt ra một yêu cầu là các cơ quan quản lý, cụ thể là các Ủy Ban, phải xác định và đưa ra một mức giá hợp lý² có thể đảm bảo hài hòa lợi ích giữa doanh nghiệp cung ứng và người tiêu dùng.

Giải thích cho việc đặt tiêu đề của nghiên cứu bằng một khẳng định khá mạnh “Hệ số beta của các doanh nghiệp công ích ở Úc hoàn toàn nhỏ hơn 1”, TS. Đức chia sẻ, nghiên cứu này được tiến hành trong bối cảnh giữa Ủy ban và các doanh nghiệp năng lượng

¹ Giám đốc Nghiên cứu và Định giá - Ủy ban Quản lý Kinh tế - Perth – Australia, giảng viên Đại học Edith Cowan – Australia và Đại học Mở TP.HCM.

² Gợi ý về cách thiết lập “mức giá hợp lý” cho các công ty công ích của Úc có thể tham khảo trong bản tóm lược seminar ngày 27/06/2013 do TS. Võ Hồng Đức trình bày. Có thể download bản tóm lược tại địa chỉ <http://www.ou.edu.vn/ncktxh/Pages/Tai-lieu-hoi-thao.aspx>

đang có nhiều tranh luận. Phía doanh nghiệp cho rằng, rủi ro về kinh doanh của các doanh nghiệp độc quyền trong lĩnh vực năng lượng ở Úc thấp hơn so với thị trường do chỉ kinh doanh các mặt hàng thiết yếu, nhưng rủi ro tài chính lại cao hơn so với thị trường vì bình quân các doanh nghiệp trên thị trường chỉ vay trung bình khoảng 30%, trong khi các doanh nghiệp năng lượng vay đến 60-70%. Do vậy, tổng hợp rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính thì rủi ro của các doanh nghiệp này ở mức rủi ro thị trường, tức là có hệ số beta bằng 1. Tuy nhiên, theo TS. Đức, rủi ro của các doanh nghiệp này không thể cao bằng rủi ro thị trường, nghĩa là hệ số beta không thể bằng 1. Và để tìm cách chứng minh cho lập luận của mình, TS. Đức thực hiện ước lượng hệ số beta bằng nhiều phương pháp định lượng khác nhau nhằm xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp một cách chính xác, chặt chẽ.

Nghiên cứu được tiến hành dựa trên cơ sở mô hình 1 nhân tố (CAPM) của William Sharp: $R_e = R_f + \beta_e(R_m - R_f)$. Trong đó, hệ số β thể hiện cho mức độ rủi ro của doanh nghiệp so với thị trường với 3 mức độ: (i) nếu $\beta = 1$, doanh nghiệp có rủi ro bằng thị trường; (ii) nếu $\beta < 1$: rủi ro thấp hơn thị trường; (iii) nếu $\beta > 1$: rủi ro cao hơn thị trường. Từ mô hình này, nhóm nghiên cứu của TS. Đức sử dụng 4 phương pháp định lượng khác nhau để phân tích cùng một cơ sở dữ liệu về giá cổ phiếu của 6 doanh nghiệp ngành năng lượng Úc thu thập trong khoảng thời gian 2001 – 2013. Các kỹ thuật định lượng được sử dụng là: (1) phương pháp OLS (Ordinary Least Squares); (2) LAD (Least Absolute Deviations); (3) MM (The maximum likelihood robust methodology); (4) TS (Theil-Sen methodology). Trong mỗi phương pháp, TS. Đức ước lượng hệ số beta của từng doanh nghiệp và tính bình quân giản đơn để có hệ số beta của ngành.

Hệ số beta ước lượng được từ mỗi phương pháp có khác nhau nhưng mức chênh lệch không lớn. Kết quả nghiên cứu cho thấy, hệ số beta của riêng mỗi doanh nghiệp khá khác nhau, dao động từ 0.2 đến 1.07, nhưng tính bình quân chỉ khoảng 0.55. Ngoài ra, TS. Đức đã thực hiện ước lượng nhiều lần hệ số beta bằng cả 4 phương pháp kinh tế lượng trên với những cơ sở dữ liệu được điều chỉnh khác nhau (thay đổi ngày bắt đầu dữ liệu tuần, điều chỉnh khung thời gian thu thập dữ liệu, tăng cỡ mẫu thông qua mô phỏng dữ liệu) nhưng hệ số beta bình quân cũng không thay đổi nhiều, chỉ dao động trong khoảng 0.5 – 0.7. Từ đó, nhóm nghiên cứu kết luận khá vững chắc rằng hệ số beta của các doanh nghiệp ngành năng lượng Úc không thể vượt quá 0.7, tức là có rủi ro thấp hơn rủi ro thị trường.

THẢO LUẬN

Một khách mời mở đầu phần thảo luận với thắc mắc về việc tại sao nhà nước lại phải can thiệp vào các doanh nghiệp độc quyền tự nhiên trong khi đối với những ngành có lợi thế kinh tế theo quy mô thì độc quyền tự nhiên rõ ràng là hiệu quả hơn so với nhiều doanh nghiệp cùng cạnh tranh. TS. Đức giải thích, các hàng hóa, dịch vụ trong lĩnh vực này thường là những loại hàng hóa rất khó thay thế và không thể nhập khẩu hay lưu trữ. Do đó, doanh nghiệp cung ứng duy nhất sẽ có khả năng định giá bán rất cao và gây thiệt hại cho người tiêu dùng. Nhà nước can thiệp vào những ngành độc quyền tự nhiên không phải để ngăn cản sự hình thành độc quyền, mà chỉ để điều tiết giá hàng hóa, dịch vụ ở mức phù hợp, đảm bảo lợi ích của người dân. Nổi tiếp vấn đề, khách mời khác cho rằng trong trường hợp doanh nghiệp định giá ga mà người dân không chấp nhận trả mức giá đó để tiêu dùng thì có nghĩa là tại Úc, người ta có thể sử dụng năng lượng khác rẻ hơn để thay cho ga, từ đó các nguồn lực trong nền kinh tế sẽ được sử dụng hiệu quả hơn. Như vậy, nhà nước cũng không nhất thiết phải can thiệp vào lĩnh vực này. TS. Đức đồng ý với nhận định trên, việc trợ giá ga khiến cho ga rẻ hơn và người dân đương nhiên lựa chọn tiêu dùng ga mà không có động lực để tìm kiếm nguồn nhiên liệu thay thế hiệu quả hơn. Tuy nhiên, TS. Đức cũng chia sẻ rằng Úc là quốc gia đa đảng, và đa số người dân sử dụng ga nên đảng nắm quyền thường trợ giá ga để tạo được sự tin nhiệm của người dân.

Quan tâm đến kết quả nghiên cứu, một khách mời đặt câu hỏi: khi nhận được kết quả ước lượng hệ số beta, tác giả có so sánh với hệ số beta cùng ngành ở Mỹ hay không? TS. Đức cho biết mình chưa thực hiện vì không muốn đưa quá nhiều chi tiết vào nghiên cứu, nhưng sẽ so sánh để tìm hiểu thêm. Về phương pháp nghiên cứu, khách mời khác góp ý rằng, kết quả nghiên cứu còn chứa các một số điểm đột biến (outlier) của hệ số beta (nằm ngoài khoảng 0.5 – 0.7), nên nếu tác giả sử dụng kỹ thuật định lượng quantile regression có thể sẽ hạn chế được ảnh hưởng của outlier lên kết quả nghiên cứu. TS. Đức ghi nhận ý kiến và sẽ thử sử dụng phương pháp này để kiểm tra kết quả xem có khác biệt hay không.

Khách mời cũng quan tâm đến việc tính hệ số beta nhằm xác định lợi nhuận mỗi cổ phiếu để đầu tư. Theo một khách mời, do thị trường chứng khoán Việt Nam còn non trẻ nên các kỹ thuật định giá cổ phiếu thông qua hệ số beta chưa thể hiện chính xác giá chứng khoán. Vậy có cách nào để hạn chế các sai số hay không? Theo TS. Đức, không chỉ riêng Việt Nam, mà ở Úc hay các nước khác, nếu xác định hệ số beta cho riêng từng doanh nghiệp thì đều gặp phải phương sai rất lớn. Nguyên nhân là do hệ số beta thường chỉ xác định đơn giản dựa trên hiệp phương sai giữa suất sinh lợi thị trường với suất sinh lợi của cổ phiếu chia cho phương sai của suất sinh lợi cổ phiếu đó, mà hiệp phương sai giữa suất

sinh lợi thị trường và suất sinh lợi cổ phiếu lại thường dao động lớn qua các ngày. Do vậy, hệ số beta được tính mỗi ngày cho một cổ phiếu không có ý nghĩa và gần như không có cách để hạn chế vấn đề này. Trên thực tế, người ta thường sử dụng tỷ số P/E để phân tích mức thu nhập từ cổ phiếu so với giá cổ phiếu, từ đó đưa ra quyết định đầu tư.

Bên lề các nội dung nghiên cứu, khách mời muốn thảo luận thêm về ứng dụng công thức tính chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC). Để tính WACC có 2 công thức³, trong đó một công thức tính đến lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay, và công thức còn lại không tính đến lá chắn thuế. Vậy, nếu chỉ sử dụng 1 công thức thì nên sử dụng công thức nào sẽ tốt hơn? Đây là một vấn đề thường gặp trong thẩm định dự án khi dùng chi phí sử dụng vốn làm suất chiết khấu dòng tiền trong tương lai về hiện tại. Theo TS. Đức, trong trường hợp thẩm định dự án, dòng tiền được thể hiện rõ ràng thì nên trừ thuế khỏi dòng tiền thu nhập trước thuế và sử dụng WACC không có lá chắn thuế sẽ chính xác hơn vì thuế suất hiệu dụng mỗi năm thường khác nhau. Riêng trong kinh tế học vi mô, do dòng tiền không được thể hiện cụ thể, nên việc sử dụng WACC có lá chắn thuế sẽ đơn giản hơn.

Thứ sáu, ngày 11 tháng 07 năm 2014

Thư ký Seminar

Doãn Thị Thanh Thủy

³ Công thức tính chi phí sử dụng vốn bình quân có trọng số:

(1) Chi phí vốn bình quân có trọng số trước thuế (không tính lá chắn thuế): $WACC = [E/(D+E)].R_e + [D/(D+E)].R_d$

(2) Chi phí vốn bình quân có trọng số sau thuế (có tính lá chắn thuế): $WACC = [E/(D+E)].R_e + [D/(D+E)].(1-t_c).R_d$