

SEMINAR TRAO ĐỔI HỌC THUẬT

Đâu Là Mối Quan Hệ Giữa Suất Sinh Lợi Phi Rủi Ro và Phí Bù Rủi Ro Thị Trường

Người trình bày: TS Võ Hồng Đức¹
Ngày: 27/06/2013

TÓM TẮT BÀI VIẾT

Các Ủy Ban Quản Lý Kinh Tế của Úc như Ủy Ban Quản Lý Kinh Tế Tây Úc (ERA) và Ủy ban Năng Lượng Úc (AER) thường cho rằng tồn tại hiện tượng tái cơ cấu danh mục đầu tư khi có sự bất ổn trên thị trường chứng khoán. Hiện tượng tái cơ cấu, hay hiện tượng tìm về tài sản an toàn (*flight to quality*) xảy ra khi có sự dịch chuyển của nguồn vốn từ thị trường chứng khoán (rủi ro cao) sang thị trường trái phiếu Chính phủ (tài sản phi rủi ro) trong cùng một quốc gia. Tuy nhiên, các nghiên cứu định lượng về hiện tượng tái cơ cấu danh mục đầu tư được thực hiện cho thị trường tài chính ở Mỹ và Châu Âu. Trước nghiên cứu này, tác giả không tìm được bất kỳ nghiên cứu định lượng nào về vấn đề này được thực hiện cho nền kinh tế Úc, sử dụng số liệu của Úc.

Nghiên cứu này cung cấp một bằng chứng thực nghiệm về hiện tượng tái cơ cấu danh mục đầu tư trong chính nền kinh tế của Úc. Sử dụng một số thủ thuật kinh tế lượng đơn giản, nghiên cứu này chỉ ra rằng chưa có đủ bằng chứng thuyết phục rằng hiện tượng tái cơ cấu danh mục đầu tư xảy ra chính ngay trong nội bộ nền kinh tế của Úc khi thị trường chứng khoán Úc đối diện với những bất ổn. Tuy nhiên, sự thật cốt lõi của những tranh luận về hiện tượng tái cơ cấu danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán Úc thực ra nhằm vào cách áp dụng Mô hình định giá tài sản Sharpe – Litner trong các quyết định kinh tế tại Úc. Mô hình định giá tài sản Sharpe – Litner (Sharpe-Litner CAPM) đang được các Ủy Ban Quản Lý Kinh Tế của Úc sử dụng như công cụ chính nhằm xác định suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) cho các doanh nghiệp độc quyền của Úc. Các doanh nghiệp này cho rằng Chi phí bù rủi ro thị

¹ Giám đốc Trường phòng Nghiên cứu và Định giá, Ủy ban Quản lý Kinh tế Tây Úc
Giảng viên khoa Sau đại học Trường đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh.
Email: Duc.Vo@erawa.com.au

trường (market risk premium) phải được điều chỉnh tăng trong bối cảnh khi lợi suất phi rủi ro (risk-free rate of return) đang ở mức thấp nhất trong lịch sử của Úc như trong những năm vừa qua.

TRAO ĐỔI - THẢO LUẬN

Buổi thảo luận đã có một khởi đầu khá thú vị khi tác giả giới thiệu về vai trò và chức năng của các Ủy Ban Quản Lý Kinh tế ở Úc. Theo TS. Đức, Úc là một quốc gia khá rộng lớn với diện tích khoảng 7,6 triệu Km², thế nhưng dân số của Úc tương đối ít (chỉ vào khoảng 23 triệu người) và sống tập trung chủ yếu ở những thành phố trung tâm của 6 Bang (States) và 2 vùng lãnh thổ (Territories). Chính vì sự phân tán dân cư nên các công ty ở Úc (tư nhân hoặc nhà nước) thường được phép hoạt động độc quyền ở một số ngành dịch vụ tiện ích đòi hỏi chi phí đầu tư ban đầu rất lớn như gas, khí đốt, điện, nước, và một số dịch vụ vận chuyển công cộng khác. TS.Đức cho rằng chính sách này của chính phủ Úc đã tạo một động cơ mạnh mẽ và khuyến khích các nhà đầu tư mạnh dạn tham gia vào những ngành đòi hỏi chi phí ban đầu cao, thế nhưng mặt trái của nó cũng đồng nghĩa là người dân phải chấp nhận rủi ro sử dụng một dịch vụ đắt đỏ vì các doanh nghiệp có xu hướng nâng giá bán cao hơn mức cần thiết nhằm gia tăng lợi nhuận độc quyền. Tình huống này đặt ra một yêu cầu là cần có một đơn vị trung gian, mà cụ thể là các Ủy ban Quản lý Kinh tế², để điều tiết lợi ích này sao cho giá bán có thể cân đối được lợi ích của doanh nghiệp cũng như của người dân.

Mở đầu phần thảo luận, một câu hỏi đặt ra là các Ủy ban Quản lý Kinh tế bằng cách nào để xác định được mức giá “phù hợp” cho cả doanh nghiệp và người dân? Trả lời cho câu hỏi này, TS. Đức giải thích, đầu tiên chúng ta phải biết được cách xác định doanh thu của doanh nghiệp độc quyền (regulated revenue) được dựa trên 3 khoản mục chính (1) mục lợi nhuận trên tài sản đầu tư (return on assets) (2) khấu hao (depreciation); và (3) vốn lưu động (working capital). Mức lợi nhuận trên tổng tài sản được xác định từ giá trị tài sản (regulatory asset base) và chi phí sử dụng vốn (weighted average cost of capital). Cả 2 khoản mục này thường chiếm đến hơn 50% tổng doanh thu xác định cho các đơn vị độc quyền. Trong số các khoản mục trên, việc xác định một con số “hợp lý” cho chi phí sử dụng vốn (WACC) là khó khăn nhất³. Để xác định chi phí sử dụng vốn WACC, chi phí sử dụng vốn vay (return on debt) và suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (return on equity-ROE) cần phải được xác định. Trong nghiên cứu này, cách xác định suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu là đối tượng được tập trung nghiên cứu thông qua mô hình định giá tài sản Sharpe – Lintner⁴ (Sharpe-

² Hiện tại ở Úc có 2 Ủy ban đang hoạt động đó là Ủy ban Quản lý Kinh tế Tây Úc và Ủy ban Năng Lượng Úc (phục vụ cho khu vực Đông & Bắc Úc).

³ Các Ủy Ban Quản lý Kinh tế của Úc và các doanh nghiệp độc quyền chưa bao giờ đạt được sự đồng thuận (dù chỉ là tương đối) trong cách xác định con số WACC này

⁴ $E_{Ri} = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$

Lintner CAPM), một mô hình được tòa án cạnh tranh của Úc thừa nhận và vẫn đang được sử dụng. Vấn đề nằm ở chỗ các doanh nghiệp luôn kỳ vọng suất sinh lợi này được xác định càng cao càng tốt vì khi đó các doanh nghiệp sẽ có cơ sở tăng giá bán. Điều này thể hiện ở hai tranh luận gần đây của các doanh nghiệp độc quyền là (1) suất sinh lợi phi rủi ro (R_f) quá thấp so với lịch sử và (2) có một mối quan hệ nghịch biến giữa Suất sinh lợi phi rủi ro (R_f) và Phí bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium - MRP). Vì thế, các doanh nghiệp độc quyền cho rằng việc sử dụng mô hình CAPM nói trên không phản ánh một cách trung thực suất sinh lợi ROE của các doanh nghiệp độc quyền. Theo TS. Đức, hai tranh luận này đã đặt ra một yêu cầu là các Ủy ban cần có những bằng chứng và lập luận thuyết phục về các tranh luận của doanh nghiệp, từ đó có thể đưa ra những giải pháp phù hợp. Đây cũng chính là lí do nhóm đã chọn 2 tranh luận này như là câu hỏi chính cho nghiên cứu của mình.

Nói tiếp về cách thức lựa chọn mức giá “phù hợp”, các khách mời cũng thể hiện sự quan tâm nhất định đến việc nhóm tác giả lựa chọn thời điểm khủng hoảng trên thị trường chứng khoán để kiểm định mối quan hệ giữa Suất sinh lợi phi rủi ro (R_f) và Phí bù rủi ro thị trường (R_m). Theo như tác giả trình bày, mối quan hệ giữa chi phí bù rủi ro và lãi suất thị trường được kiểm định ở 3 giai đoạn là (1) trước khủng hoảng (2) trong khủng hoảng và (3) sau khủng hoảng. Tuy nhiên, một vấn đề được các khách mời nêu lên là dường như chúng ta vẫn chưa có một tiêu chí cụ thể nào để xác định thời điểm kết thúc khủng hoảng. Vậy nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp gì để xác định thời điểm sau khủng hoảng? Đồng tình với quan điểm này, TS. Đức giải thích, trên thực tế rất khó hay nói đúng hơn là không thể xác định được đâu là thời điểm kết thúc khủng hoảng vì chúng ta vẫn chưa có một tiêu chí cụ thể để xác định khi nào khủng hoảng sẽ kết thúc. Trong bối cảnh của nghiên cứu này, nhóm tác giả đã chọn thời điểm kết thúc là mười ngày kể từ khi tỷ suất sinh lợi thị trường mất 5% giá trị (ngày khủng hoảng bắt đầu) và 10 ngày tiếp theo sau khi khủng hoảng kết thúc là giai đoạn sau khủng hoảng. Trên thực tế, trước khi lựa chọn khung thời gian là 10 ngày, nhóm cũng đã thử nhiều khung thời gian khác nhau (từ 1-> 20 ngày), thế nhưng kết quả vẫn không có gì khác biệt. TS. Đức cho rằng việc lựa chọn khung thời gian phân tích đôi khi cũng dựa trên những cảm nhận chủ quan và kinh nghiệm trước đó của người nghiên cứu. Các nghiên cứu tiếp theo hoàn toàn có thể lựa chọn một khung thời gian khác như 20, 30 hoặc 40 ngày để phân tích.

Một câu hỏi thú vị khác cũng được đặt ra là liệu ý tưởng “giai đoạn khủng hoảng bắt đầu khi tỷ suất sinh lợi thị trường 5%” có thể ứng dụng ở Việt Nam hay không bởi lẽ hiện nay thị trường chứng khoán Việt Nam đang bị giới hạn về biên độ dao động? TS. Đức cho rằng về mặt lý thuyết bất kỳ một ý tưởng nghiên cứu nào được áp dụng trên thế giới đều có thể áp dụng cho Việt Nam dĩ nhiên đi kèm theo sau

là phải thỏa mãn một số điều nào đó. Trong trường hợp này thì ý tưởng “sử dụng mức dao động 5% của tỷ suất sinh lợi để xác định khủng hoảng” không thể áp dụng được vì chúng ta thiếu cơ sở dữ liệu. Thế nhưng, điều này không có nghĩa là không thể nghiên cứu về mối quan hệ giữa Suất sinh lợi phi rủi ro và Phí bù rủi ro thị trường ở Việt Nam được. Theo đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng phương pháp tình huống (case study) để xem suất sinh lợi thị trường có thể giải thích bằng trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp hoặc một yếu tố có liên quan khác.

Một câu hỏi khác cũng được đặt ra là kết quả kiểm định mối quan hệ giữa Suất sinh lợi phi rủi ro và Phí bù rủi ro thị trường có sự biến động cùng chiều ở giai đoạn trước và sau khủng hoảng trong khi giai đoạn xảy ra khủng hoảng lại hoàn toàn không có bằng chứng thực nghiệm để xác định mối quan hệ này. Vậy chúng ta có thể lập luận là có hiện tượng tái cấu trúc thị trường trước và sau khủng hoảng được hay không? Lập luận này hoàn toàn có cơ sở, TS. Đức nhận xét. Kết quả này cho thấy dường như giới đầu tư của thị trường Úc phản ứng rất nhanh trước các thông tin của khủng hoảng. TS. Đức cho rằng vấn đề này có thể là do qui mô của thị trường Úc thường nhỏ hơn so với các quốc gia phát triển khác như Mỹ hay Anh. Vì vậy khi tín hiệu thị trường xuất hiện, lập tức giới đầu tư ở Úc đã phản ứng trước khi sự kiện khủng hoảng được ghi nhận chính thức.

Tp.HCM, ngày 27 tháng 06 năm 2013

Thư ký seminar,

Lương Duy Quang