

Đi tìm một mô hình

DỰ BÁO TỶ SUẤT SINH LỢI CỔ PHIẾU THÍCH HỢP ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Vương Đức Hoàng Quân
và Hồ Thị Huệ *



Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCK VN) hiện nay cho thấy sự cần thiết phải ứng dụng các mô hình kinh tế - tài chính để xác định rủi ro và lợi nhuận của cổ phiếu. Mô hình thì có nhiều, tuy nhiên, để lựa chọn một mô hình vừa đơn giản vừa áp dụng hiệu quả tại TTCK VN lại là một nghệ thuật. Đáp ứng hai tiêu chí này có thể kể đến hai mô hình nổi tiếng là mô hình định giá tài sản vốn CAPM và mô hình 3 nhân tố Fama-French. Tuy nhiên, việc nghiên cứu và ứng dụng mô hình CAPM tại Việt Nam đã được thực hiện bởi nhiều tác giả và cũng đã cho thấy những hạn chế nhất định, trong khi đó, mô hình Fama-French thì chưa được nghiên cứu. Vì vậy, bài viết này muốn giới thiệu cho người đọc mô hình 3 nhân tố Fama-French và khả năng áp dụng nó vào TTCK VN thông qua một so sánh với mô hình CAPM.

1. TTCKVN VÀ SỰ CẦN THIẾT CỦA MỘT MÔ HÌNH DỰ BÁO TỶ SUẤT SINH LỢI CỔ PHIẾU THÍCH HỢP

Tại Việt Nam, tháng 11/1996, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) được thành lập. Ngày 20/07/2000, TTCKVN chính thức được khai trương bởi phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HoSTC), sau này đổi thành Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HoSE), đánh dấu một khởi đầu trong việc hình thành và phát triển TTCKVN. Năm năm sau, Trung tâm giao dịch chứng khoán thứ hai được thành lập tại Hà Nội (HaSTC) vào tháng 3/2005.

Vào những năm đầu, khối lượng giao dịch và vốn hóa TTCKVN là tương đối thấp, cụ thể vào năm 2002 là khoảng 2.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, con số này tăng lên nhanh chóng vào những năm sau đó, điển hình là vào tháng 5 năm

* Đại học Bách khoa Tp. Hồ Chí Minh.

số lượng tài khoản chứng khoán đăng ký tăng lên nhanh chóng. Theo nguồn báo cáo của Trung tâm truyền dữ liệu (VDC) và Bộ Công nghiệp Việt Nam thì con số này vào cuối năm 2000 mới chỉ có khoảng 5.000 tài khoản giao dịch, đến cuối năm 2006, con số này đã tăng lên 106.000 tài khoản và tính đến tháng 5/2008 thì số lượng tài khoản của nhà đầu tư mở tại các công ty chứng khoán đã lên tới trên 430.000 tài khoản.

Năm 2007, TTCK VN được xem là một trong những thị trường mới nổi sôi động nhất khu vực Châu Á. Đóng cửa phiên giao dịch cuối cùng của năm, Vn-Index đạt 920 điểm với tỷ suất lợi nhuận toàn thị trường là 35,05% (xem bảng 1). Trong khi đó, cùng thời gian này, chỉ số MSCI Emerging Markets

(chỉ số của các TTCK mới nổi trong đó có các nước khối BRIC) cho tỷ suất lợi nhuận chỉ là 33,35%. Không những vậy, về mặt lợi nhuận, TTCK VN cũng vượt trội hơn so với một số thị trường mới nổi khác như Thái Lan (30,45%), Phillipines (23,58%), Nga (19,8%) và Mexico (14,22%). TTCK VN vào năm 2007 cũng được lựa chọn là một trong những đại diện của Châu Á có mặt trong danh sách các thị trường tiên phong bởi hai tập đoàn tài chính lớn và có uy tín S&P và MSCI (nguồn: www.cbv.vn).

Với sự phát triển nhanh chóng của TTCK VN, việc đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán trở thành một kênh đầu tư khá hấp dẫn, đem đến lạc quan cho các nhà đầu tư và các nhà làm chính sách. Tuy nhiên, với bản chất là thị trường mới nổi, còn non trẻ và chứa nhiều biến động thì việc đầu tư vào TTCK VN cũng chứa đựng không ít rủi ro. Điều này được thể hiện rõ qua tình hình biến động chỉ số Vn-Index. Cụ thể là khi TTCK VN mới thành lập được 6 tháng thì chỉ số Vn-Index đã đạt mức 570 điểm, nhưng sau đó lại nhanh chóng rút xuống mức thấp nhất là 130 điểm vào năm 2003. Tính đến thời điểm cuối tháng 3/2007, chỉ số Vn-Index đạt mức cao

2007, mức vốn hóa thị trường đã là 504 ngàn tỷ đồng (nguồn www.vietstock.com.vn) xấp xỉ bằng 40% GDP, vượt qua mức mà Chính phủ đề ra trong Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg ra ngày 5/8/2003 là phải phấn đấu đưa tổng giá trị thị trường đến năm 2005 đạt mức 2-3% GDP và đến đầu năm 2010 đạt mức 10-15% GDP. Tốc độ phát triển nhanh của TTCK VN đã hấp dẫn các nhà đầu tư trong và ngoài nước, do đó,

Bảng 1: Chỉ số tổng hợp toàn thị trường

	Q 1- 2007	Q 2- 2007	Q 3- 2007	Q 4- 2007	Năm 2007	Q 1- 2008
Tỷ suất sinh lợi (%)	46.25	-12.34	11.31	-4.77	35.05	-44.34
Tỷ suất rủi ro (%)	15.79	6.12	5.85	4.87	13.01	18.28
Tổng giá vốn hóa toàn TTCK niêm yết (ngàn tỷ đồng)	343.97	323.26	407.4	504.18	504.18	312.67

(Nguồn: Báo cáo hàng quý của Công ty cổ phần Chứng khoán Biển Việt)

kỷ lục 1170.67 điểm vào phiên ngày 12/03/2007 và sau đó giảm dần và chỉ còn 370.45 điểm (ngày 11/6/08). Biến động vào những tháng đầu năm 2008 của TTCK VN không khởi làm cho nhiều nhà đầu tư bị “bất ngờ”, “sốc” và “buồn bã” khi chỉ số Vn-Index liên tục phá những ngưỡng hỗ trợ và tạo đáy mới.

Một điều đáng chú ý là phần lớn các nhà đầu tư tại TTCK VN là nhà đầu tư cá nhân, chiếm khoảng 90% tổng số lượng tài khoản đăng ký và chiếm khoảng 70% tổng giá trị giao dịch (nguồn: www.ssc.org.vn). Những nhà đầu tư này thường là những người ít kinh nghiệm và thiếu kiến thức về chứng khoán. Họ chủ yếu đầu tư theo tâm lý đám đông và cũng là những người bị thua lỗ nhiều nhất khi thị trường có những đợt điều chỉnh. Trong tình hình lên xuống khá thất thường của TTCK VN, thì việc xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu để giảm thiểu các rủi ro cho tất cả các nhà đầu tư nói chung và các nhà đầu tư cá nhân nói riêng là một bài toán khó. Điều này dẫn đến việc tìm ra một mô hình phân tích để từ đó xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu tại TTCK VN là rất cần thiết, nó không những giúp cho các nhà đầu tư có thêm một công cụ để tham khảo trong quá trình đầu tư của mình mà còn giúp góp phần làm cho hoạt động đầu tư tại TTCK VN trở nên chuyên nghiệp hơn.

2. MÔ HÌNH CAPM VÀ NHỮNG NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM DỰA TRÊN MÔ HÌNH

Dựa trên những nghiên cứu của Harry Markowitz⁽¹⁾ về lý thuyết danh mục và việc phát minh ra danh mục thị trường,

William Sharpe⁽²⁾ tiếp tục nghiên cứu, phát triển vào năm 1964 ông đã đưa ra mô hình định giá tài sản vốn (Capital asset pricing model – CAPM).

2.1. Giới thiệu mô hình CAPM

Mô hình này phát biểu rằng lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán bằng lợi nhuận không rủi ro (risk-free) cộng với một khoản bù đắp rủi ro dựa trên cơ sở rủi ro toàn hệ thống của chứng khoán đó. Rủi ro không mang tính hệ thống không được xem xét trong mô hình này do nhà đầu tư có thể xây dựng danh mục đầu tư đa dạng hoá để loại bỏ loại rủi ro này.

Trong mô hình CAPM, mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro được diễn tả bởi công thức sau:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f] \beta_{iM}$$

Trong đó:

- $E(R_i)$ là suất sinh lợi kỳ vọng của một danh mục tài sản i bất kỳ
- R_f là lợi nhuận không rủi ro
- $E(R_M)$ là lợi nhuận kỳ vọng của danh mục thị trường
- β_{iM} là hệ số beta thị trường của danh mục tài sản i.

Về mặt hình học, mối quan hệ giữa

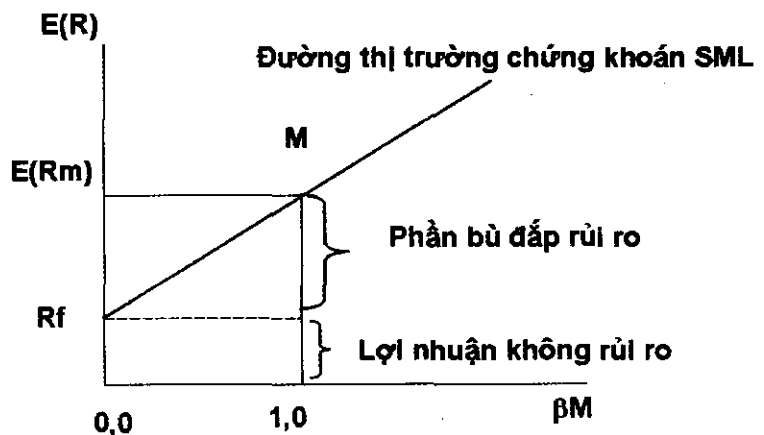
lợi nhuận kỳ vọng cổ phiếu và hệ số rủi ro beta được biểu diễn bằng đường thẳng có tên gọi là đường thị trường chứng khoán SML (security market line) (Xem hình 1).

Nhìn vào hình vẽ ta thấy rằng: Khi hệ số beta càng cao thì suất sinh lời của chứng khoán càng cao và vì vậy, cũng mang nhiều rủi ro hơn. Beta bằng 0: Lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán có beta bằng 0 chính là lợi nhuận không rủi ro, R_f . Beta bằng 1: Lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán có beta bằng 1 chính là lợi nhuận thị trường, $E(R_M)$. Quan hệ giữa lợi nhuận và hệ số rủi ro beta của cổ phiếu là quan hệ tuyến tính được diễn tả bởi đường thẳng SML có hệ số góc là $E(R_M) - R_f$.

2.2. Những vấn đề đặt ra từ các nghiên cứu thực nghiệm dựa trên mô hình CAPM

Thông thường, để lượng hóa mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi, người ta thường sử dụng mô hình định giá tài sản vốn CAPM bởi vì đây là mô hình đơn giản và có cơ sở lý thuyết khá vững vàng. Tuy nhiên, việc áp dụng mô hình này trên thực tế của các nghiên cứu thực nghiệm đã đặt ra những vấn

Hình 1: Mối quan hệ giữa lợi nhuận cổ phiếu và β



đề cần phải quan tâm.

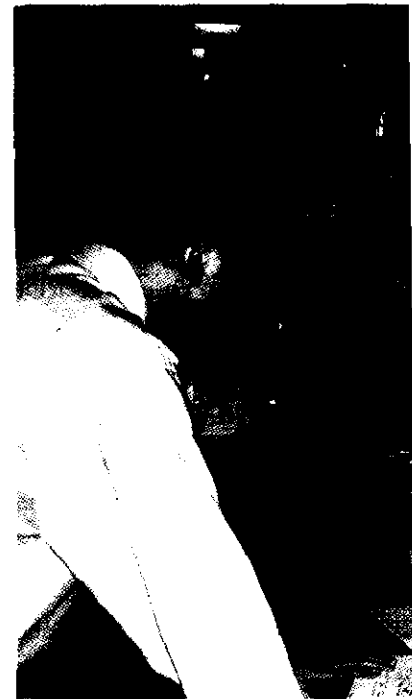
Từ khi mô hình này xuất hiện, đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm và tranh cãi cho tính áp dụng thực tiễn của nó. Một trong những nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên về tỷ suất sinh lợi chứng khoán dựa trên mô hình CAPM có thể được kể đến là nghiên cứu của Basu (1977). Bằng cách sử dụng dữ liệu trong khoảng thời gian từ tháng 4/1957 cho đến tháng 3/1971 cho TTCK NYSE, AMEX và NASDAQ, Basu chỉ ra rằng cổ phiếu nào có E/P cao thì tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu đó chắc chắn sẽ cao hơn cổ phiếu có E/P thấp. Nghiên cứu tiếp theo của ông vào năm 1983 còn khẳng định thêm rằng hiệu ứng của hệ số E/P không chỉ áp dụng cho các cổ phiếu mức vốn hóa thị trường nhỏ (small cap) mà còn cho các cổ phiếu có vốn hóa thị trường lớn. Các nghiên cứu tiếp theo của Jaffe, Keim và Westerfield (1989) cũng đồng ý với nhận định này, ngoài ra, họ còn kết luận rằng hiệu ứng E/P không chỉ đúng cho tháng Giêng như các bài nghiên cứu trước đây từng kết luận mà còn đúng cho các tháng còn lại trong năm.

Nghiên cứu của Banz (1981) sau đó đối với TTCK New York (NYSE) cũng khám ra rằng cổ phiếu của những công ty có vốn thị trường nhỏ sẽ cho ra tỷ suất sinh lợi cao hơn cổ phiếu có vốn thị trường lớn. Nghiên cứu sau này của Basu (1983) cũng đồng ý với kết quả này và ông cũng kết luận rằng hiệu ứng của yếu tố kích thước công ty (firm size) có thể tách rời khỏi yếu tố E/P và các cổ phiếu có kích thước công ty nhỏ có khuynh hướng cho ra tỷ suất sinh lợi cao hơn cổ phiếu có kích thước công ty lớn sau khi hệ số E/P đã được điều chỉnh.

Bên cạnh các nghiên cứu với dữ kiện từ TTCK của Hoa Kỳ, các nhà nghiên cứu tài chính cũng đã áp dụng mô hình CAPM cho các nghiên cứu tại các nước có nền kinh tế phát triển khác. Trong đó có thể kể đến nghiên cứu của Chan, Hamao and Lakonishok (1991) đối với TTCK Nhật Bản đã cho kết luận rằng với hệ số BE/ME cao sẽ đem lại lợi suất cao hơn những cổ phiếu có hệ số BE/ME thấp. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho TTCK Úc của các tác giả khác như Halliwell, Heaney and Sawicki (1999), Gaunt (2004), Gharghori, Chan and Faff (2006, 2007), và Durand, Juricev and Smith (2007) cũng chỉ ra rằng yếu tố kích thước và tỷ số BE/ME đều có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu.

Ngoài các nghiên cứu trên các thị trường phát triển kể trên, các nghiên cứu khác tại các TTCK mới nổi như: Bài viết của Sunil K. Bundoo (2004) cho TTCK Nam Phi, Anlin Chen, Eva H. Tu (2002) cho TTCK Đài Loan và Connor Gregory, Sehgal Sanjay (2001) cho TTCK Ấn Độ cũng đều ghi nhận rằng, ngoài yếu tố beta trong mô hình CAPM còn có những yếu tố khác có tác động mạnh mẽ đến sự thay đổi tỷ suất sinh lợi là quy mô và tỷ số BE/ME.

Nhìn chung, với kết quả kiểm định nêu trên đều cho cùng kết luận rằng sự thay đổi của một mình hệ số β trong mô hình CAPM không thể giải thích được hết sự thay đổi của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu mà tỷ suất sinh lợi cổ phiếu còn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác. Họ đã tìm ra những yếu tố đó là: yếu tố quy mô, yếu tố tỷ số E/P (Earnings/Price), yếu tố BE/ME (Book-to-Market Equity) và yếu tố hệ số đòn



bẩy tài chính (Leverage).

Riêng tại Việt Nam, một vài tác giả⁽³⁾ - bên cạnh việc không phủ nhận "vẻ đẹp" của mô hình CAPM - đã nêu ra những khó khăn và bất cập trong việc áp dụng mô hình CAPM vào thị trường Việt Nam.

Biến quan trọng nhất trong mô hình CAPM là beta. Tuy nhiên, trong suốt hơn 30 năm qua, nhiều nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm trên thế giới tranh cãi rất nhiều về vai trò cũng như cách xác định giá trị của beta. Tại Việt Nam, vai trò và việc xác định giá trị beta cũng gặp những khó khăn nhất định. Theo như mô hình CAPM thì beta đo lường rủi ro của một chứng khoán so với rủi ro của một danh mục thị trường. Với giả định thị trường hiệu quả thì giá cổ phiếu phản ánh mọi hoạt động của doanh nghiệp và vì vậy, beta còn được xem là công cụ đo lường rủi ro doanh nghiệp. Tuy nhiên, tại Việt Nam, đa phần các nhà đầu tư là nhà



đầu tư cá nhân và thực hiện đầu tư theo chiến lược ngắn hạn. Vì vậy, trong ngắn hạn, giá cổ phiếu không thể phản ánh hết được rủi ro của doanh nghiệp. Như vậy, vai trò của beta trong việc đo lường rủi ro doanh nghiệp không còn tác dụng. Bên cạnh đó, khi nói đến danh mục thị trường thì danh mục này phải chứa đầy đủ các lĩnh vực, ngành nghề trong nền kinh tế. Tuy nhiên, với chỉ 2 chỉ số chính là Vn-Index và Hasec-Index thì chưa đủ sức tạo ra một danh mục thị trường. Ngoài ra, theo phương pháp truyền thống thì beta được xác định thông qua việc tiến hành hồi quy biến động giá cổ phiếu và biến động giá thị trường. Tuy nhiên, TTCK VN chỉ mới hoạt động khoảng 8 năm, số công ty niêm yết chưa nhiều, các nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm nên giá cả còn nhiều biến động và đôi khi còn bị can thiệp bởi các chính sách nhà nước. Do đó, thông tin từ TTCK VN không đủ về lượng lẫn về chất để xác định beta theo

phương pháp hồi quy.

Mặt khác, việc áp dụng mô hình CAPM vào TTCK VN còn bị hạn chế bởi những giả thuyết không thực tiễn. Mô hình CAPM cho rằng các nhà đầu tư có kỳ vọng tương tự nhau về mức sinh lợi của tài sản, điều này rất khó xảy ra trên thực tế vì các nhà đầu tư có sở thích cũng như cách tiếp cận thông tin là khác nhau. Ngoài ra, mô hình này còn giả định rằng thị trường vốn là thị trường hoàn hảo, điều này là hoàn toàn không phù hợp trong điều kiện tình hình TTCK VN là thị trường mới nổi và có nhiều biến động.

3. MÔ HÌNH 3 NHÂN TỐ FAMA-FRENCH⁽⁴⁾

3.1. Nghiên cứu thực nghiệm của Fama - French

Trong nỗ lực của các nhà nghiên cứu tài chính, một kết quả nghiên cứu có sức ảnh hưởng lớn của Fama và French đã được công bố vào năm 1992⁽⁵⁾ dựa trên một mô hình, trong đó tổng hợp tất cả

những yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi như kích thước, đòn bẩy tài chính, E/P, BE/ME và beta của các cổ phiếu của NYSE, AMEX và NASDAQ. Hai ông cho rằng mối quan hệ giữa beta và tỷ suất sinh lợi trung bình là không cao trong suốt thời kỳ 1963-1990, ngay cả chỉ dùng beta để giải thích cho tỷ suất sinh lợi trung bình. Trong khi đó, các kiểm định lần lượt giữa tỷ suất sinh lợi trung bình với quy mô, hệ số đòn bẩy, E/P và BE/ME cho thấy rằng tất cả các biến này đều quan trọng và có tín hiệu mong đợi. Kết quả cuối cùng, hai ông chỉ ra rằng BE/ME và quy mô là những yếu tố có mối quan hệ mạnh nhất tới tỷ suất sinh lợi cổ phiếu và vai trò của các yếu tố còn lại (đòn bẩy, E/P) bị che lấp khi đưa hai yếu tố này vào mô hình.

Từ những kết quả của nghiên cứu trên, khi xét đến tác dụng của beta trong việc giải thích sự tác động của tỷ suất sinh lợi, Fama-French (1992) đã đi đến kết luận rằng biến beta trong mô hình CAPM là chết. Sức nặng của những nghiên cứu thực nghiệm đã khiến cho William Sharpe, tác giả của mô hình CAPM, trong khi bảo vệ cho mô hình mình của bằng một phát biểu rằng beta không hề chết, nhưng ông cũng đã đồng ý rằng biến beta trong mô hình CAPM không thể phản ánh hết toàn bộ thực tế thay đổi của thị trường và cần có thêm những biến khác vào mô hình.

Tiếp tục công trình nghiên cứu này, vào năm 1993 Fama và French đã công bố mô hình 3 nhân tố nổi tiếng của mình. Trong mô hình này, ngoài hai nhân tố như đã trình bày ở trên, hai ông đã đưa thêm vào nhân tố thứ ba đó là phần bù rủi ro cổ phiếu.

Về mặt lý thuyết, mô hình hoàn hảo là mô hình bao gồm các biến độc lập có thể giải thích được mọi sự thay đổi của biến phụ thuộc. Tuy nhiên, trên thực tế, không có một mô hình nào là hoàn hảo, mà vấn đề là ta cần phải lựa chọn mô hình nào đơn giản mà vẫn có thể giải thích được sự thay đổi của biến phụ thuộc gần với thực tế nhất. Qua các kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mô hình 3 nhân tố do Fama-French đưa ra vào năm 1993 đã làm được điều này.

3.2. Giới thiệu mô hình Fama - French

Fama-French nghiên cứu dựa trên hai loại cổ phiếu có đặc tính như sau: (i) cổ phiếu của công ty có quy mô nhỏ và (ii) cổ phiếu có hệ số giá trị sổ sách trên giá thị trường (BE/ME) cao (hay còn được gọi là những cổ phiếu “giá trị”). Sau đó, hai ông đã thêm hai nhân tố vào mô hình CAPM để phản ánh sự nhạy cảm của danh mục đối với hai loại cổ phiếu này:

$$E(R_i) = R_f + [(E(RM) - R_f)]\beta_{etai} + s_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

Trong đó:

· $E(R_i)$ là mức lợi nhuận cho danh mục i .

· R_f là mức lợi nhuận không rủi ro.

· $E(RM)$ là mức lợi nhuận kỳ vọng của toàn bộ thị trường.

· SMB là bình quân chênh lệch trong quá khứ giữa lợi nhuận danh mục cổ phiếu công ty nhỏ so với lợi nhuận danh mục cổ phiếu công ty lớn.

· HML là bình quân chênh lệch trong quá khứ giữa lợi nhuận danh mục cổ phiếu công ty có tỷ số giá trị sổ sách trên giá thị trường cao so với công ty có giá trị này thấp.

· β_{etai} là hệ số hồi quy cho nhân tố

phần bù rủi ro của danh mục cổ phiếu.

· s_i là hệ số hồi quy cho nhân tố SMB.

· h_i là hệ số hồi quy cho nhân tố HML.

Mô hình Fama-French vẫn cho rằng tỷ suất sinh lợi cao là phần thưởng cho sự chấp nhận rủi ro cao. Hệ số s_i và h_i lần lượt đo lường mức độ ảnh hưởng của hai nhân tố SMB và HML đến tỷ suất sinh lợi của danh mục i . Danh mục i bao gồm những cổ phiếu giá trị sẽ có hệ số h_i cao và ngược lại đối với danh mục bao gồm những cổ phiếu tăng trưởng sẽ có h_i thấp. Tương tự, danh mục i bao gồm những cổ phiếu có vốn thị trường cao thì sẽ có hệ số s_i thấp và ngược lại đối với những danh mục bao gồm những cổ phiếu có vốn thị trường thấp thì hệ số s_i cao.

3.3. Một số nghiên cứu thực nghiệm dựa trên mô hình Fama-French

Từ khi mô hình 3 nhân tố Fama-French ra đời vào năm 1993, hàng loạt các nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện để kiểm định khả năng áp dụng mô hình này để xem xét sự thay đổi tỷ suất sinh lợi. Các nghiên cứu đó có thể kể đến như sau:

Tại các thị trường phát triển thì có : Nima Billou (2004) nghiên cứu lại cho 3 TTCK lớn NYSE, AMEX, and NASDAQ giai đoạn mới từ 07/1926 đến 12/2003, nghiên cứu của Andreas Charitou and Eleni Constantinidis (2004) cho TTCK Nhật Bản giai đoạn 1992-2001, Gaunt (2004) cho TTCK Úc hay nghiên cứu của Nartea and Djajadikerta (2005) cho TTCK New Zealand. Tất cả kết quả đều đưa đến kết luận rằng mô hình 3 nhân tố Fama-French có thể giải thích tốt sự thay đổi của tỷ suất sinh lợi. Các kết quả tương

tự cũng được tìm thấy tại các TTCK mới nổi như: Nghiên cứu của Connor and Senghal (2001) và Bhavna Bahl (2006) cho TTCK Ấn Độ, Bundoo (2006) nghiên cứu cho TTCK Nam Mỹ, Viyaleta Zayats (2007) cho TTCK Ukraina và Anlin Chen, Eva H. Tu (2002) cho TTCK Đài Loan.

KẾT LUẬN

Như đã trình bày ở trên, mô hình CAPM ra đời với mục đích nhằm dự báo tỷ suất sinh lợi của một chứng khoán thông qua chỉ số beta của chứng khoán đó. Từ khi mô hình này xuất hiện, đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm và tranh cãi cho tính áp dụng thực tiễn của nó. Tuy nhiên, với kết quả nghiên cứu của mình vào năm 1993, Fama và French đã xây dựng nên mô hình 3 nhân tố Fama-French bao gồm: nhân tố quy mô, nhân tố BE/ME và nhân tố thị trường (của mô hình CAPM). Đây có thể coi là mô hình khá thành công trong việc thừa kế và tổng hợp lại kết quả của các nghiên cứu trước đó, bao gồm cả nghiên cứu nổi tiếng cho mô hình CAPM. Mặt khác, bản thân mô hình này cũng được nhiều nghiên cứu thực nghiệm kiểm chứng trên nhiều bộ dữ liệu cho các thị trường khác nhau, trong đó có cả những thị trường mới nổi như: Nam Phi, Ấn Độ, Ukraina, Đài Loan. Kết quả của các nghiên cứu này nói chung đều công nhận vai trò của 3 nhân tố trong mô hình Fama-French cho việc giải thích sự thay đổi tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Riêng tại Việt Nam, việc nghiên cứu áp dụng mô hình Fama-French vào TTCK VN dường như vẫn còn bỏ ngõ, mặc dù rằng mô hình này đã thừa kế và tổng hợp lại kết quả của các nghiên cứu trước đó bao gồm

cả nghiên cứu nổi tiếng cho mô hình CAPM, cũng như đã được kiểm chứng đối với các thị trường phát triển và thị trường mới nổi trên thế giới. Với những gì đã xem xét, mô hình 3 nhân tố Fama-French hứa hẹn sẽ đem lại sự giải thích tốt cho TTCK VN. ■

(1) Harry Markowitz (1927): Tiên sỹ kinh tế người Mỹ, đạt giải Nobel kinh tế năm 1990.

(2) William Sharpe: Giáo sư, Tiên sỹ khoa học và tài chính, đạt giải Nobel kinh tế năm 1990.

(3) Bài viết của Lê Đạt Chí, Vương Quân Hoàng đăng trên trang Saga, hay bài viết của Phan Thị Bích Nguyệt đăng trên Tạp chí Nghiên cứu và phát triển (12/2007).

(4) Fama (1939): Giáo sư, Tiên sỹ kinh tế và tài chính, được xem là người cha của học thuyết thị trường hiệu quả, đạt giải Nobel kinh tế về lý thuyết tài chính. Kemeth R. French (1954), Giáo sư Tiên sỹ tài chính, năm 2004 nhận giải thưởng Fama/DFA dành cho người đưa ra những bài báo nghiên cứu tốt nhất về thị trường vốn và giá tài sản, hiện là Chủ tịch Hiệp hội tài chính Mỹ.

(5) Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, Journal of Finance 47 (1992): 427- 465

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHÍNH

[1] James L. Davis, *Explaining Stock Returns: A Literature Survey*, (12/2001).

[2] Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, Journal of Finance 47 (1992): 427-465.

[3] Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, *Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds*, Journal of Financial Economics 33 (1993): 3-56.

[4] Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, Journal of Finance 50 (1995): 131-155.

[5] Sunil K Bundoo, *An Augmented Fama and French Three-Factor Model: New Evidence From An Emerging Stock Market*, (2004).

TIỀN TỆ, ĐẦU TƯ...

(Tiếp theo trang 9)

đầu tư trong xã hội, do đó, giảm tăng trưởng. Nhưng một khi đã xác định kiểm chế lạm phát là mục tiêu chính thì sự giảm sút tăng trưởng này là điều cần thiết và không nên băn khoăn đến nó nữa, để từ đó, tránh được những can thiệp chính sách từ các nhóm lợi ích gây bất lợi cho nhiệm vụ cấp bách và quan trọng hàng đầu này.

Thay vào đó, điều cần làm trong bối cảnh hiện nay và hướng đến trung, dài hạn là nâng cao chất lượng đầu tư và cải thiện năng suất lao động của toàn bộ nền kinh tế. Nếu làm được như vậy thì dù với một lượng vốn đầu tư ít hơn (theo tỷ lệ so với GDP) nhưng tăng trưởng GDP vẫn có khả năng đạt ở mức cao. Xét về mặt này, việc thắt chặt chính sách tiền tệ với lãi suất tăng cao có thể là một yếu tố tích cực vì chỉ những dự án đầu tư hiệu quả, doanh nghiệp nào kinh doanh hiệu quả mới có thể “chịu” nổi mức lãi suất cao bất thường như hiện nay.

Ngoài ra, như đã lập luận nhiều lần, thắt chặt chính sách tiền tệ và tăng lãi suất là điều tối cần thiết trong cuộc chiến chống lạm phát xét trên góc độ đảm bảo lãi suất thực dương, nhờ đó, làm giảm

khối lượng tiền có trong lưu thông (vì tăng lãi suất thì tiền sẽ được hút thêm về hệ thống ngân hàng và rốt cuộc là một phần trong số này sẽ nằm im trong kết sất của NHNN thông qua việc thực hiện giao nộp dự trữ bắt buộc của các ngân hàng thương mại). Như vậy, động thái xóa bỏ trần lãi suất và 2 lần liên tục nâng lãi suất cơ bản trong một tháng qua của NHNN, tuy có muộn, nhưng là một việc làm đáng hoan nghênh và cần được tiếp tục duy trì căn cứ vào áp lực lạm phát trên thực tế.

Tóm lại, đi đầu trong việc kiểm chế lạm phát hiện nay ở Việt Nam vẫn phải là chính sách tiền tệ thận trọng và thắt chặt của NHNN. Chính sách này nếu được thực thi đúng đắn và bền bỉ, đi đôi với sự độc lập tương đối của NHNN (để thoát khỏi sức ép của Chính phủ phải thực thi những chính sách đi ngược lại sứ mạng quan trọng nhất của một Ngân hàng Trung ương là ổn định giá cả) và các biện pháp hỗ trợ khác (giảm đầu tư/chỉ tiêu của Chính phủ, cải thiện năng suất và chất lượng đầu tư v.v...) thì chắc chắn lạm phát sẽ được chặn đứng một cách có hiệu quả với cái giá tối thiểu. ■

