

ĐỊNH GIÁ TRONG THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI

ThS. Phạm Quang Anh Thư¹

GIỚI THIỆU

Những thập niên vừa qua thế giới đã chứng kiến những bước phát triển và tăng trưởng mạnh mẽ của những nền kinh tế mới nổi tại Châu Á và Nam Mỹ. Nhiều nhà phân tích đã nhận xét rằng Ấn Độ và Trung Quốc đang tiến bước trên con đường trở thành một trong những nền kinh tế lớn nhất thế giới cho tới năm 2050². Trong quá trình phát triển, bản thân những nền kinh tế này cũng đem đến những vấn đề khiến đau đầu nhức óc những nhà phân tích, những nhà đầu tư và học giả khi muốn đánh giá và lượng giá những cơ hội đầu tư tại đây để họ có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư. Trong bài viết này, tác giả sẽ đề cập đến những vấn đề quan trọng phát sinh khi tiến hành phân tích và định giá các công ty (những cơ hội đầu tư) hoạt động trong một nền kinh tế mới nổi.

Việc định giá sẽ khó khăn hơn rất nhiều trong những môi trường này do các vấn đề như tính không ổn định cao của các yếu tố vĩ mô, tỉ lệ lạm phát cao, sự thiếu tính thanh khoản của các thị trường vốn, sự kiểm soát dòng vốn vào và ra của chính phủ, các chuẩn mực kế toán và mức độ công bố thông tin không được chặt chẽ và nghiêm ngặt như ở các nền kinh tế đã phát triển, v.v... Thêm vào đó, giữa các nhà nghiên cứu cũng như các nhà phân tích với nhau cũng không có sự đồng thuận cao đối với các cánh tiếp cận trong việc đưa ra những điều chỉnh liên quan đến những yếu tố trên một cách phù hợp khi tiến hành phân tích và định giá. Các phương pháp áp dụng để điều chỉnh có khác biệt rất đáng

kể và thực tế thường quan sát thấy những người tiến hành định giá trong thị trường mới nổi thường đưa ra những điều chỉnh chủ yếu dựa vào những lý luận có tính thực nghiệm rất là hạn chế hoặc trực giác của bản thân.

Mặc dù có sự bất đồng trong ý kiến và phương pháp tiếp cận dùng để định giá trong thị trường mới nổi rất phức tạp, nhưng những cơ sở lý luận nền tảng cho việc định giá đều tương tự nhau cho cả thị trường mới nổi và thị trường đã phát triển. Đó là giá trị của một khoản đầu tư chính là tổng hiện giá của các dòng tiền kỳ vọng tương lai được chiết khấu với một suất sinh lời yêu cầu thích hợp (chi phí sử dụng vốn). Bài viết này sẽ tổng hợp và đánh giá một số ý kiến về những lưu ý quan trọng và các phương pháp thường được sử dụng nhất trong thời gian qua khi tiến hành phân tích và định giá tài sản trong một thị trường mới nổi. Trước tiên, (1) bài viết đi qua một số lưu ý quan trọng khi tiến hành phân tích và định giá một công ty hoạt động tại thị trường mới nổi, (2) thảo luận về phương pháp tiếp cận để có thể chuyển hóa một cách nhất quán các loại rủi ro đặc thù khi hoạt động trong thị trường mới nổi vào quá trình định giá, (3) ước tính chi phí sử dụng vốn trong thị trường mới.

1. MỘT SỐ LƯU Ý

Ngang bằng sức mua với tỉ giá hối đoái, lạm phát và lãi suất giữa thị trường đã phát triển và thị trường mới nổi

Khi ước tính dòng tiền kỳ vọng của một công ty, những giả định như sự thay

¹Trường Đại học Mở Tp.HCM.

²D.Wilson and R.Purushothaman, "Dreaming with BRICs: The Path to 2050", Global Economics paper no.99, Goldman Sachs & Co, October 2003.

đổi của tỉ lệ lạm phát, lãi suất là những giả thiết cơ bản. Nhất là những công ty hoạt động trong môi trường quốc tế, có các giao dịch với nước ngoài thì ngoài những giả định về lạm phát và lãi suất, sự thay đổi của tỉ giá hối đoái là một yếu tố quan trọng không thể bỏ qua. Ví dụ, một công ty về dầu khí như Petrolimex của Việt Nam, dòng tiền về doanh thu thường sẽ là ngoại tệ; trong khi đó, các dòng tiền chi phí như nhân công, khấu hao máy móc lại là đồng nội tệ (VND). Nếu tỉ giá hối đoái phản ánh đầy đủ sự khác biệt về tỉ lệ lạm phát, nghĩa là lý thuyết ngang bằng sức mua (Purchasing Power Parity) đúng, các chỉ số lợi nhuận hoạt động và các dòng tiền thực sẽ không bị không tác động và sự thay đổi của tỉ giá hối đoái sẽ không ảnh hưởng tới quá trình định giá. Mặc dù các bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy rằng trong dài hạn, lý thuyết cân bằng sức mua sẽ đúng. Tuy nhiên, thực tế cho thấy, nhất là trong ngắn hạn, tỉ giá, lạm phát và lãi suất biến động rất nhanh và với biên độ tương đối rộng tại các thị trường mới nổi dẫn đến lý thuyết ngang bằng sức mua có thể sẽ có kết luận sai biệt¹.

Vì vậy, giả thiết tốt nhất khi tiến hành định giá trong thị trường mới nổi đó là ngang bằng sức mua sẽ đúng trong dài hạn. Trong ngắn hạn, tỉ giá có thể chệch khỏi mức tỉ giá ngang bằng sức mua trong vài năm. Do đó, trước khi thực hiện các ước tính tài chính phục vụ cho việc định giá, chúng ta nên xem xét tỉ giá hối đoái hiện tại đang cao hơn hay thấp hơn so với mức tỉ giá ngang bằng sức mua và mức chênh lệch này là bao nhiêu. Sau đó chúng ta sẽ mô hình hóa sự hội tụ của các mức tỉ giá hối đoái về mức tỉ giá ngang bằng sức mua cũng như phản ánh tác động của sự hội tụ này đối với lợi nhuận của công ty trong các ước tính dòng tiền dài hạn của

công ty. Thêm một khó khăn nữa phát sinh đối với người định giá, đó là thật khó để dự đoán sự chênh lệch tỉ giá này sẽ kéo dài bao lâu. Thế nên người định giá cần tiến hành phân tích độ nhạy để đánh giá tác động của thời gian để tỉ giá có thể quay trở về mức tỉ giá ngang bằng sức mua.

Xử lý lạm phát khi phân tích dựa vào số liệu quá khứ⁴ và dự báo

Lạm phát cao sẽ làm sai lệch các kết quả trên các báo cáo tài chính, gây khó khăn cho việc so sánh các số liệu quá khứ qua các năm, phân tích các tỉ số hoạt động của công ty và hiệu quả của việc dự báo. Do đó, trước khi tiến hành phân tích quá khứ và dự báo dòng tiền, cần lưu ý xử lý các tác động do lạm phát cao gây ra đối với các báo cáo tài chính của công ty.

Thông thường báo cáo tài chính sẽ được công bố vào cuối năm tài chính của công ty. Nếu lạm phát cao xảy ra trong năm tài chính, các số liệu được ghi nhận trên báo cáo tài chính sẽ bị bóp méo nếu chúng ta không có các điều chỉnh cần thiết. Ví dụ, giá trị tài sản cố định và hàng tồn kho được ghi nhận trên bảng cân đối tài sản với mức giá đã thấp hơn giá thị trường tương đương rất nhiều do lạm phát. Như vậy, trên báo cáo thu nhập, chi phí khấu hao và giá vốn hàng bán cũng sẽ thấp hơn rất nhiều so với mức giá thị trường. Vì vậy, một số điều chỉnh cần thiết phải được thực hiện, nhất là khi người tiến hành phân tích và định giá là người bên ngoài công ty:

- Sự tăng trưởng doanh thu thường bị phóng đại trong thời kỳ lạm phát, vì vậy chúng ta phải tính toán lại số liệu thực từ số liệu danh nghĩa của các báo cáo tài chính bằng cách khử lạm phát. Chúng ta nên sử dụng chỉ số lạm phát năm nếu dòng tiền doanh thu xảy ra quanh năm. Nếu doanh thu

¹Alan M.Taylor và Mark Peter Taylor, "The Purchasing Power Parity Debate", CEPR discussion paper no.4495, 2004.

⁴Sau đây sẽ gọi tắt là phân tích quá khứ.

không xảy ra thường xuyên như vậy, hãy dùng chỉ số lạm phát quý hoặc tháng để khử lạm phát cho doanh thu ứng với từng thời điểm xảy ra.

- Như ví dụ trên chỉ ra, các chỉ số vòng quay vốn (capital turnover) cũng sẽ bị phóng đại do các tài sản hoạt động của công ty được ghi nhận trên bảng cân đối tài sản với giá gốc. Chúng ta có thể tính toán lại giá trị tương đương hiện tại của tài sản dài hạn đang sử dụng bằng cách điều chỉnh giá trị trên sổ sách kế toán với chỉ số lạm phát và thời gian sử dụng tài sản trung bình. Mức tồn kho cũng cần phải tính toán lại nếu vòng quay quá thấp trong khi lạm phát lại quá cao.
- Chỉ số lợi nhuận hoạt động biên (lợi nhuận hoạt động so với doanh thu – operating margins) cũng có thể quá cao do chi phí khấu hao quá thấp và lợi nhuận cao do tồn kho quay vòng chậm (sẽ khiến cho báo cáo giá vốn hàng bán có giá mua thấp trong khi giá hiện tại trên thị trường đã tăng cao do lạm phát). Việc điều chỉnh chi phí khấu hao sẽ được thực hiện tiếp theo việc điều chỉnh lại giá trị tài sản cố định. Chúng ta cũng có thể điều chỉnh lại các chi phí hoạt động theo cơ sở mức giá hiện tại bằng cách tính thêm mức lạm phát vào chi phí báo cáo phù hợp với thời gian lưu kho. Một cách khác, chúng ta cũng có thể sử dụng các chỉ số quá khứ của lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao so với doanh thu (EBITDA-to-sales ratios) để đánh giá kết quả hoạt động của công ty một cách tương đối so với các đối thủ ngang hàng. Những chỉ số này ít nhất cũng không bị ảnh hưởng bởi tác động của khấu hao.

- Sử dụng một cách cẩn trọng các chỉ số đánh giá an toàn tín dụng và sức khỏe về cấu trúc vốn của công ty. Các chỉ số khả năng trả nợ của công ty đặc biệt bị bóp méo rất nhiều trong thị trường có tỉ lệ lạm phát cao, ví dụ tỉ số tổng nợ so với tổng tài sản (debt-to-asset) hay tổng vốn chủ sở hữu (debt-to-equity). Nguyên nhân cũng giống như các phân tích ở trên, do tài sản dài hạn của công ty được ghi nhận với giá trị tương đối thấp so với giá trị tương đương trên thị trường. Chúng ta nên sử dụng chỉ số khả năng trả nợ là EBITDA so với chi phí lãi vay.

2. LỰA CHỌN PHƯƠNG PHÁP CHUYỂN HÓA CÁC RỦI RO ĐẶC THÙ CỦA THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI VÀO QUÁ TRÌNH ĐỊNH GIÁ

Sự khác biệt chủ yếu và quan trọng nhất giữa việc đầu tư vào thị trường phát triển và thị trường mới nổi đó chính là mức độ rủi ro. Chúng ta không chỉ phải tính toán đến những rủi ro liên quan tới chiến lược kinh doanh của công ty, vị thế trên thị trường và mức độ năng động của ngành công ty đang hoạt động, v.v... như chúng ta sẽ phải thực hiện khi định giá tài sản trong thị trường đã phát triển; chúng ta còn phải xử lý những rủi ro phát sinh do môi trường chính trị và vĩ mô bất ổn cũng như sự biến động rất lớn trên các thị trường vốn của thị trường mới nổi. Cho tới nay vẫn chưa có sự nhất trí về phương cách làm thế nào để phản ánh mức độ rủi ro của thị trường mới nổi vào mô hình định giá chiết khấu dòng tiền. Phương pháp phổ biến nhất đó là người phân tích hay định giá sẽ cộng thêm một mức bù rủi ro quốc gia (country risk premium)¹ vào suất chiết khấu để tính hiện giá của các dòng tiền.

¹Phần bù rủi ro quốc gia phản ánh mức rủi ro tăng thêm ở thị trường tài chính mới nổi so với thị trường tài chính ở Mỹ. Cụ thể, phần bù rủi ro quốc gia có thể tính bằng cách lấy chênh lệch giữa lãi suất mà chính phủ Việt Nam phải trả khi phát hành trái phiếu vay nợ USD trên thị trường quốc tế với lãi suất mà chính phủ Mỹ phải trả đối với trái phiếu phát hành bằng USD.

Một phương pháp khác là mô hình hóa các rủi ro vào trong dòng tiền dự báo, thường được gọi là phương pháp xây dựng kịch bản chiết khấu dòng tiền (scenario DCF approach) với ít nhất hai kịch bản: (1) ước tính dòng tiền dự báo với giả định công ty hoạt động dưới các điều kiện kinh doanh bình thường (business-as-usual) hay nền kinh tế không có suy thoái, (2) dự báo dòng tiền với giả định loại rủi ro nào đó của thị trường mới nổi tác động tới dòng tiền. Mỗi kịch bản sẽ được gắn với một mức xác suất xảy ra và dòng tiền kỳ vọng cuối cùng sẽ được ước tính bằng cách lấy trung bình có trọng số xác suất của các trường hợp. Các kịch bản dự báo dòng tiền luôn được dựa vào dự báo về môi trường vĩ mô mà công ty hoạt động. Các biến số vĩ mô chủ yếu thường được sử dụng để dự báo là tốc độ tăng trưởng của GDP, lạm phát, tỉ giá hối đoái và lãi suất. Việc ước tính xác suất thích hợp cho mỗi kịch bản của dòng tiền về cơ bản dựa vào sự đánh giá của ban điều hành công ty hoặc có thể dựa vào một vài chỉ số thích hợp để ước tính. Ví dụ như sử dụng số liệu quá khứ về những cuộc khủng hoảng kinh tế trước đó để có thể rút ra tần suất và mức độ nghiêm trọng của rủi ro quốc gia cũng như là thời gian cần thiết để nền kinh tế phục hồi. Theo kết quả nghiên cứu của Koller và các tác giả (2005), biến động GDP của 20 nền kinh tế mới nổi trong khoảng 20 năm những nền kinh tế này xảy ra suy giảm kinh tế cứ 5 năm một lần (GDP thực giảm hơn 5%). Như vậy, có thể đưa ra mức xác suất là 20% cho kịch bản nền kinh tế suy thoái.

Phương pháp thêm một mức bù rủi ro quốc gia vào chi phí vốn để chiết khấu các dòng tiền có một điểm yếu quan trọng đó là không có một phương pháp khách quan nào để có thể thiết lập mức bù rủi ro quốc gia. Ngoài ra, thông thường những nhà phân tích và định giá thường hay mắc một sai lầm điển hình đó là sử dụng suất chiết khấu đã bao gồm mức bù rủi ro quốc

gia để chiết khấu dòng tiền tương lai kỳ vọng được tính toán cũng bao gồm rủi ro của thị trường mới nổi (ví dụ lấy dòng tiền kỳ vọng trung bình có trọng số xác suất từ kết quả phân tích kịch bản). Khi áp dụng cách định giá như vậy, kết quả định giá sẽ rất thấp do các rủi ro đã được tính đến hai lần.

Một số kết quả nghiên cứu khảo sát cho thấy các nhà định giá thực tế thường điều chỉnh các rủi ro đặc thù của thị trường mới nổi bằng cách cộng thêm một mức bù rủi ro vào suất chiết khấu. Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu đã đưa ra khuyến cáo chúng ta nên sử dụng phương pháp phân tích kịch bản cho dòng tiền thay vì phương pháp cộng thêm phần bù rủi ro. Có bốn nguyên nhân đưa ra để ủng hộ cho việc nên điều chỉnh dòng tiền thay vì điều chỉnh suất chiết khấu:

- (i) *Rủi ro quốc gia được đa dạng hóa.* Các lý thuyết tài chính hiện đại chỉ ra rằng, các rủi ro trên thị trường mới nổi được xếp vào rủi ro quốc gia như nguy cơ bị quốc hữu hóa hoặc bất ổn chính trị, v.v... có thể được đa dạng hóa và vì vậy, không nên được tính vào chi phí vốn. Điều chỉnh dòng tiền dự báo của công ty sẽ phản ánh tốt hơn các rủi ro của quốc gia.
- (ii) *Các công ty khác nhau sẽ có phản ứng khác nhau đối với rủi ro quốc gia.* Một mức bù rủi ro quốc gia như nhau không thể được sử dụng chung cho việc định giá tất cả các công ty hoạt động trong quốc gia đó. Do đặc điểm hoạt động của mỗi công ty có những khác biệt nên một số công ty có thể phản ứng tốt hơn các công ty khác đối với cùng một loại rủi ro. Ví dụ, các công ty xuất khẩu sẽ được hưởng lợi khi đồng nội tệ mất giá trong khi các công ty nhập khẩu sẽ bị thiệt hại. Sự phản ứng riêng biệt này sẽ được phản ánh tốt hơn bằng các điều chỉnh các dòng tiền kỳ vọng.

(iii) *Rủi ro quốc gia và phương pháp ước tính.* Các công ty hoạt động trong thị trường mới nổi có xu hướng sẽ có số liệu rủi ro không đối xứng (rủi ro thường chỉ được xem xét theo chiều giảm xuống). Thực tế phần bù rủi ro quốc gia có thể được tính bằng cách lấy chênh lệch lãi suất của trái phiếu chính phủ Mỹ (phát hành bằng USD) với lãi suất của trái phiếu chính phủ quốc gia mới nổi (cũng phát hành bằng USD) với kỳ hạn tương đương. Tuy nhiên, điều này chỉ có ý nghĩa khi lợi nhuận của trái phiếu chính phủ quốc gia mới nổi có mối tương quan cao với lợi nhuận của công ty hoạt động trong thị trường mới nổi đang được định giá. Hơn nữa, lợi nhuận được sử dụng để ước tính trong phương pháp trên thường lấy suất sinh lời đến khi đáo hạn (Yield to maturity) của trái phiếu, đây là lợi nhuận “hứa hẹn” sẽ có được nếu trái phiếu được giữ đến khi đáo hạn chứ không phải là lợi nhuận kỳ vọng mà nhà đầu tư ước tính khi đầu tư vào trái phiếu.

(iv) *Xác định các tác động của rủi ro tới dòng tiền sẽ hỗ trợ cho việc quản lý rủi ro.* Khi các nhà quản lý thảo luận và xác định các yếu tố cụ thể tác động đến dòng tiền của công ty, họ đồng thời có thể lên kế hoạch làm giảm bớt những tác động này bằng cách điều chỉnh các dòng tiền dự báo chứ không phải điều chỉnh suất chiết khấu.

3. ƯỚC TÍNH CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN¹¹ TRONG THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI

Tính toán chi phí sử dụng vốn ở bất kỳ thị trường nào đều là một nhiệm vụ đầy thách thức và khó khăn, nhưng đối với thị

trường mới nổi, thử thách của nhiệm vụ này càng nặng nề hơn. Để có thể ước tính chi phí sử dụng vốn trong một môi trường đầy phức tạp như vậy, các nhà phân tích và đầu tư phải dựa vào một số giả thiết cơ bản rồi mới tiến hành ước tính từng thành phần một của chi phí sử dụng vốn.

Các giả thiết cơ bản

Giả thiết cơ bản nhất là giả thiết chi phí vốn được ước tính theo quan điểm của một nhà đầu tư toàn cầu (global investor), có thể là một công ty đa quốc gia hoặc một nhà đầu tư quốc tế với một danh mục được đa dạng hóa. Tất nhiên, rất nhiều thị trường mới nổi vẫn chưa hội nhập đủ sâu vào thị trường thế giới, và các nhà đầu tư trong nước (của một thị trường mới nổi) có thể gặp những rào cản khi đầu tư ra nước ngoài. Như vậy, nhà đầu tư trong nước có thể không phải lúc nào cũng có thể có những danh mục đầu tư được đa dạng hóa tốt được, và chi phí vốn của họ có thể khác biệt đáng kể so với chi phí vốn của nhà đầu tư toàn cầu. Không may thay, chúng ta không thiết lập được một khung phân tích để ước tính chi phí sử dụng vốn cho nhà đầu tư trong nước. Hơn nữa, chừng nào mà một nhà đầu tư toàn cầu còn có khả năng tiếp cận với các cơ hội đầu tư trong nước, giá cả của tài sản trong nước sẽ phải dựa vào một mức chi phí vốn quốc tế. Cuối cùng, theo những nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, các thị trường mới nổi đang ngày càng hội nhập sâu hơn vào các thị trường vốn quốc tế. Chúng ta có thể có cơ sở để tin rằng khuynh hướng này sẽ còn tiếp tục và hầu hết các quốc gia cũng sẽ giảm dần những hạn chế của việc đầu tư ra nước ngoài đối với nhà đầu tư trong nước trong dài hạn.

Một giả thiết khác là hầu hết các rủi ro quốc gia được đa dạng hóa từ quan điểm của nhà đầu tư toàn cầu. Do đó chúng ta

¹¹Chi phí vốn được sử dụng để chiết khấu là chi phí vốn trung bình có trọng số (Weighted Average Cost of Capital – WACC), được ước tính theo công thức: $WACC = (Gi\grave{a} \text{ tr\grave{y} thị trường của vốn cổ phần}) / (T\acute{o}ng gi\grave{a} \text{ tr\grave{y} thị trường của nợ và vốn cổ phần}) \times \text{chi phí vốn cổ phần} + (Gi\grave{a} \text{ tr\grave{y} thị trường của nợ}) / (T\acute{o}ng gi\grave{a} \text{ tr\grave{y} thị trường của nợ và vốn cổ phần})$.

không cần thiết phải thêm một mức bù rủi ro vào chi phí vốn cho những rủi ro phát sinh tại thị trường mới nổi khi chiết khấu các dòng tiền kỳ vọng. Dĩ nhiên, nếu nhà phân tích và định giá sử dụng dòng tiền ước tính với giả định công ty hoạt động trong điều kiện bình thường (business-as-usual), nghĩa là dòng tiền chưa tính tới các rủi ro, thì một mức bù rủi ro nên được thêm vào suất chiết khấu.

Từ những giả thiết cơ bản trên, chi phí vốn trong thị trường mới nổi nói chung nên gần với mức chi phí vốn toàn cầu được điều chỉnh với tỉ lệ lạm phát trong nước và cơ cấu vốn của công ty. Ngoài ra, Koller và các tác giả (2005) cũng đưa ra một số nhận xét khi tiến hành ước tính chi phí vốn:

- *Sử dụng CAPM để ước tính chi phí vốn cổ phần trong thị trường mới nổi.* Mô hình CAPM có thể là một mô hình ít sức mạnh hơn trong những thị trường mới nổi và ít hội nhập, nhưng cho tới nay chưa có một mô hình thay thế tốt hơn. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng ta có thể kỳ vọng mô hình CAPM sẽ trở nên một công cụ dự báo chi phí vốn cổ phần tốt hơn khi các thị trường mới nổi trở nên hội nhập nhiều hơn.
- *Không có câu trả lời “đúng”, chỉ có câu trả lời theo thực tế.* Trong các thị trường mới nổi, sự cách biệt và thiếu hụt về thông tin và số liệu là rất lớn. Vì vậy, hãy thật linh hoạt khi

thu thập từng mẫu thông tin để có thể xây dựng chi phí vốn và hay đối chiếu các kết quả với phương pháp phân bù rủi ro quốc gia và bội số giá thị trường.

- *Hãy thay đổi chi phí vốn ước tính khi cần thiết.* Chi phí vốn trong việc định giá tại thị trường mới nổi có thể thay đổi tùy vào sự tiến triển của các kỳ vọng về lạm phát, sự thay đổi trong cơ cấu vốn của công ty và chi phí nợ, cả những dự đoán về sự cải tổ của hệ thống thuế cũng tác động vào chi phí vốn. Nếu có thể, chúng ta nên ước tính chi phí vốn theo cơ sở từng năm để phản ánh những thay đổi có thể xảy ra.

- *Đừng lẫn lộn các phương pháp tiếp cận.* Hãy sử dụng đúng phương pháp định giá. Chi phí vốn được dùng để chiết khấu dòng tiền được ước tính từ kết quả phân tích kịch bản có trọng số theo xác suất. Không thêm bất kỳ mức bù rủi ro nào vào chi phí vốn, vì như vậy nhà phân tích và định giá đã tính rủi ro tới hai lần. Nếu thêm phân bù rủi ro vào suất chiết khấu, hãy sử dụng dòng tiền ước tính với giả định công ty hoạt động trong điều kiện bình thường, không có các tác động của rủi ro trong thị trường mới nổi.

Ước tính chi phí vốn cổ phần

Chi phí vốn cổ phần được ước tính bằng mô hình CAPM:

$$\text{Chi phí vốn cổ phần} = \text{lãi suất phi rủi ro} + \text{beta (phần bù rủi ro thị trường)}$$

Chúng ta hãy xem xét những thách thức khi ước tính từng thành phần của mô hình này trong thị trường mới nổi.

Lãi suất phi rủi ro. Lãi suất trái phiếu chính phủ thường được sử dụng là đại diện cho lãi suất phi rủi ro. Tuy nhiên, việc ước tính lãi suất phi rủi ro theo phương pháp này trong thị trường

mới nổi khó khăn hơn nhiều so với thị trường đã phát triển do một số nguyên nhân: (1) phần lớn lãi suất trái phiếu chính phủ không phải là lãi suất phi rủi ro (trái phiếu chính phủ trong thị trường mới nổi thường chỉ được xếp hạng thấp hơn mức đầu tư (investment grade); (2) trái phiếu chính phủ thường hoạt động trên một thị

trường không có tính thanh khoản cao; (3) cuối cùng, trái phiếu dài hạn thường được phát hành bằng ngoại tệ mạnh như đô la Mỹ, yên Nhật do đó không thích hợp để sử dụng chiết khấu dòng tiền là đồng nội tệ. Do các lý do trên, một phương pháp

khác có thể được sử dụng để ước tính lãi suất phi rủi ro trong thị trường mới nổi đó là chúng ta thêm sự cách biệt về lạm phát của thị trường mới nổi với lạm phát của thị trường Mỹ vào lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm:

Lãi suất phi rủi ro = Lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm + (lạm phát thị trường mới nổi – lạm phát thị trường Mỹ)

Beta. Có hai chú ý quan trọng cần lưu ý khi ước tính beta của cổ phiếu:

- (i) Chúng ta nên ước tính beta của ngành mà công ty hoạt động hơn là beta của công ty. Để thực hiện điều này, nhà phân tích và định giá cần thu thập số liệu của một nhóm các công ty hoạt động trong ngành
- (ii) Ước tính beta ngành với chỉ số thị trường thế giới chứ không phải chỉ số của thị trường nội địa. Do thị trường vốn của nền kinh tế mới nổi thường nhỏ, tính thanh khoản chỉ tập trung vào một vài cổ phiếu nên có thể khó có một mẫu các công ty đại diện cho một ngành. Khi đó, chúng ta phải sử dụng beta của một nhóm các công ty quốc tế hoạt động trong một ngành tương đương.

Phản bù rủi ro thị trường phải phản ánh được mức lợi nhuận tăng thêm của một danh mục đầu tư toàn cầu được đa dạng hóa so với mức lãi suất phi rủi ro, chứ không phải phản bù rủi ro cho chỉ số thị trường vốn nội địa. Hơn nữa, chất lượng và độ dài thời gian của số liệu trên thị trường cổ phiếu và trái phiếu của nền kinh tế mới nổi thường không thích hợp cho các ước tính mang tính dài hạn. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm khuyến nghị sử dụng mức bù rủi ro thích hợp nằm trong khoảng 4% đến 6%.

Ước tính chi phí nợ sau thuế

Trong hầu hết các nền kinh tế mới nổi thường không có các thị trường thanh khoản cho các trái phiếu công ty cũng như

rất ít, thậm chí là không có, những thông tin thị trường sẵn sàng cho việc ước tính chi phí nợ trước thuế của công ty. Vì vậy, một phương pháp thay thế để ước tính chi phí nợ trước thuế phát xuất từ quan điểm của một nhà đầu tư toàn cầu đó là lấy mức lãi suất phi rủi ro của nền kinh tế mới nổi cộng thêm một mức chênh lệch tín dụng thích hợp. Ví dụ, chúng ta có thể lấy chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chính phủ Mỹ với lãi suất nợ của một công ty tương đương tại thị trường Mỹ như là một mức đại diện cho chênh lệch tín dụng của công ty tại thị trường mới nổi.

Mức thuế suất được sử dụng để tính chi phí nợ sau thuế nên phản ánh mức thuế được tính cho chi phí lãi vay trên nợ của công ty.

Ước tính các trọng số của nợ và vốn trong chi phí sử dụng vốn

Trong nền kinh tế mới nổi, các công ty thường sử dụng nợ thận trọng hơn so với các công ty hoạt động trong nền kinh tế đã phát triển. Nguyên nhân chủ yếu là do các rủi ro vĩ mô cao hơn, nghĩa là khả năng xảy ra suy giảm kinh tế vĩ mô khiến các công ty hoạt động trong nền kinh tế mới nổi thận trọng hơn trong việc sử dụng đòn bẩy. Do đòn bẩy tài chính thường thấp hơn ở các công ty hoạt động trong thị trường mới nổi, các nhà phân tích và đầu tư được khuyến cáo nên sử dụng các chỉ số vốn cổ phần so với tài sản (equity-to-asset) và nợ so với tài sản (debt-to-asset) là các chỉ số trung bình ngành của thị trường thế giới như là các trọng số của cấu trúc vốn.

KẾT LUẬN

Để định giá các công ty hoạt động trong thị trường mới nổi, chúng ta sử dụng cùng các khái niệm và phương pháp được áp dụng đối với các công ty hoạt động trong thị trường đã phát triển. Tuy nhiên, việc ứng dụng các khái niệm và phương pháp sẽ có những điều chỉnh cần thiết để có thể phản ánh các rủi ro phát sinh từ thị trường mới nổi như tỉ lệ lạm phát cao, các yếu tố vĩ mô không bền vững và các rủi ro

chính trị. Mặc dù sự tranh cãi về phương pháp nào là tốt nhất nên được sử dụng vẫn còn được tranh luận rất nhiều giữa các nhà học thuật, các nhà phân tích và định giá chuyên nghiệp, chúng ta vẫn có thể sử dụng một cách cẩn trọng những lưu ý và những kiến giải trong quá trình định giá được tổng hợp ở trên để giúp hạn chế phần nào những sai sót cũng như giúp cho việc đưa ra các khuyến cáo cho quyết định đầu tư sẽ có cơ sở vững chắc hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. C.Harvey, 2000, *"The drivers of Expected returns in international markets"*, Emerging Markets Quarterly.
2. D.Duffie and K.Singleton, 1999, *"Modeling Term Structures of Defaultable Bonds"*, Review of Financial Studies.
3. D.Wilson and R.Purushothaman, 2003, *"Dreaming with BRICs: The Path to 2050"*, Global Economics paper no.99, Goldman Sachs & Co.
4. L.Pereiro, 2002, *"Valuation of Companies in Emerging Markets: A practical approach"*, Wiley, New York.
5. T.Keck, E.Levengood, and A.Longfield, 1998, *"Using Discounted Cash Flow Analysis in an International Setting: A survey of issues in modeling the cost of capital"*, Journal of Applied Corporate Finance.
6. T.Koller, M.Goedhart, and D.Wessels, 2005, *"Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies"*, John Wiley & Sons, Inc.