

SỰ PHÙ HỢP CỦA MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN (CAPM) TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Anh Phong
 Trường ĐH Kinh Tế - Luật, ĐH Quốc gia TP.HCM

Tóm tắt: Bài nghiên cứu này áp dụng phương pháp định lượng theo Fama và MacBeth (1973), Fama và French (1992, 1993) và các nghiên cứu của nhiều tác giả khác nhằm đánh giá tính phù hợp của mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy giữa suất sinh lời và chỉ số bê-ta của cổ phiếu có mối tương quan tuyến tính, chỉ số bê-ta có mối quan hệ dương đến suất sinh lời. Tuy nhiên giữa suất sinh lời và bê-ta chỉ có mối tương quan yếu, mô hình CAPM không ổn định, do đó khó có thể dùng nó để đánh giá rủi ro cũng như dự báo suất sinh lời của cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam.

Từ khóa: Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), giá tài sản (asset pricing), suất sinh lời theo dữ liệu chéo của chứng khoán (cross-section of stock return).

Vấn đề nghiên cứu

CAPM nổi tiếng và đã được áp dụng rộng rãi tại nhiều quốc gia nhằm dự đoán suất sinh lời của chứng khoán. Có nhiều tranh luận liệu có nên áp dụng mô hình này trong dự báo hay không? Tại Việt Nam hiện cũng có nhiều nghiên cứu, tranh luận cho rằng CAPM không phù hợp như vấn đề rở đại diện (proxy), lãi suất phi rủi ro... Tuy nhiên các tranh luận này chỉ xoay quanh tính không hợp lý từ các giả định của nó mà chưa có nghiên cứu định lượng để kiểm chứng tính hợp lý của CAPM tại TTCK nước ta. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng để kiểm chứng liệu mô hình này có đúng tại TTCK Việt Nam hay không.

Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

Mô hình định giá tài sản (Capital Asset Pricing Model) của Sharpe (1964), Lintner (1965) xét đoán lợi nhuận của một chứng khoán dựa vào rủi ro của chứng khoán đó theo danh mục thị trường (gọi là bê-ta của chứng khoán so với danh mục thị trường). Mô hình này hiện nay

đang có nhiều tranh cãi vì những hạn chế của nó như thị trường phải hoàn hảo, việc chọn rở đại diện, lãi suất phi rủi ro, suất sinh lời và rủi ro các cổ phiếu khác nhau đều phụ thuộc vào chỉ số bê-ta của thị trường... Nghiên cứu của Fama và MacBeth (1973) đã đưa ra phương pháp kiểm chứng sự phù hợp của CAPM, sau này có hàng loạt các nghiên cứu khác kế thừa nghiên cứu này trong việc kiểm chứng sự phù hợp của mô hình CAPM tại TTCK các quốc gia mới nổi như nghiên cứu của Theriou và các tác giả (2003) tại TTCK Hy Lạp, nghiên cứu của Wang và Iorio (2007) tại TTCK Trung Quốc...

Từ phương trình trong mô hình CAPM ta có:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i \quad (1)$$

Trong đó: R_i là suất sinh lời quá khứ của chứng khoán i , R_f là lãi suất phi rủi ro, R_m là suất sinh lời quá khứ của danh mục thị trường, β_i là hệ số bê-ta của chứng khoán i , được tính theo công thức sau:

$$\text{Hệ số } \beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$