

NGUYỄN XUÂN THÀNH

QUỸ BẢO HIỂM XÃ HỘI

Đã gần hai năm kể từ khi nhận tấm bằng cao học về tài chính, Nguyễn Hồng Đức vẫn kiên nhẫn làm việc tại Bảo hiểm Xã hội Việt Nam (BHXH). Đã từ lâu, Đức ấp ủ hy vọng một ngày nào đó Quỹ BHXH sẽ được phép đầu tư một phần nguồn thu của mình vào thị trường chứng khoán và Đức sẽ có cơ hội tham gia hoạt động quản lý kênh đầu tư này.

Trong thời gian tham gia soạn thảo các báo cáo cho Bộ Lao động, Thương binh và Xã hội (LĐTBXH) và Bộ Tài chính, Nguyễn Hồng Đức biết rằng Quỹ BHXH chỉ có thể cân đối thu - chi cho đến năm 2020, còn từ sau đó trở đi, số chi sẽ lớn hơn thu, và mức độ mất cân đối này sẽ tiếp tục tăng lên theo thời gian ngay cả khi tỷ lệ đóng BHXH được tăng lên. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy rằng việc duy trì một hệ thống BHXH trong đó sử dụng tiền đóng bảo hiểm của những người đang đi làm để chi trả lợi ích cho những người đã nghỉ hưu là không bền vững. Mô hình được khuyến cáo là tiền đóng bảo hiểm của những người đi làm được dùng để đầu tư dài hạn sao cho đủ khả năng chi trả lương hưu cho chính những người đó khi hết tuổi lao động.

Đối với hệ thống BHXH của Việt Nam hiện nay, tiền tạm thời nhàn rỗi (tức là chênh lệch thu - chi hiện hành hàng năm) được đầu tư vào tín phiếu và trái phiếu chính phủ, cho ngân hàng thương mại của Nhà nước vay hay đầu tư vào các công trình và dự án trọng điểm quốc gia theo chỉ định của Thủ tướng Chính phủ. Hoạt động đầu tư vào chứng khoán chính phủ và cho ngân hàng thương mại vay, mặc dù an toàn, nhưng suất sinh lợi rất thấp. Theo quan điểm của Nguyễn Hồng Đức, nếu Quỹ BHXH được phép đa dạng hóa đầu tư sang cổ phiếu thì lợi nhuận từ đầu tư sẽ được đẩy mạnh mà rủi ro cũng không tăng nhiều.

Lịch sử hình thành Bảo hiểm Xã hội Việt Nam

Có thể nói BHXH ở Việt Nam được ra đời trên cơ sở Sắc lệnh số 29/SL do Chủ tịch Nước Hồ Chí Minh ký ngày 12 tháng 3 năm 1947, trong đó quy định chế độ trợ cấp cho công nhân. Trong suốt 45 năm sau đó, BHXH được phát triển để thực hiện các chế độ ốm đau, thai sản, tai nạn lao động và hưu trí, nhưng chỉ được giới hạn cho cán bộ, công nhân viên chức của khu vực nhà nước. Đến tận năm 1995, BHXH mới được mở rộng sang khu vực doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.

Với Nghị định 19/CP ngày 16/02/1995, Bảo hiểm Xã hội Việt Nam được chính thức thành lập trên cơ sở thống nhất chức năng và nhiệm vụ của Bộ LĐTBXH và Tổng Liên đoàn Lao động Việt Nam. Quỹ BHXH được hình thành, độc lập với ngân sách Nhà nước và nhận đóng góp của người lao động, người sử dụng lao động và sự hỗ trợ của Nhà nước. Trong chương trình BHXH bắt buộc, người lao động phải đóng 5% và người sử dụng lao động đóng 15% mức tiền lương và tiền công. BHXH bắt

Tình huống này được soạn bởi Nguyễn Xuân Thành, giảng viên Chính sách Công tại Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright. Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

buộc¹ hiện bao gồm các chế độ ốm đau, thai sản, tai nạn lao động, bệnh nghề nghiệp, hưu trí và tử tuất. Tính đến năm 2005, số người tham gia bảo hiểm xã hội là 5,8 triệu và số thụ hưởng lương hưu là 1,6 triệu.²

Thách thức của Bảo hiểm Xã hội

Hệ thống BHXH ở Việt Nam hiện được vận hành theo cơ chế tiền đóng BHXH của những người đang đi làm được dùng để chi trả các chế độ bảo hiểm xã hội, trong đó chủ yếu là lương hưu, cho những người đã nghỉ việc.³ Tuy nhiên, một yếu tố lịch sử lớn ảnh hưởng đến khả năng tài trợ của hệ thống là chương trình BHXH bắt buộc mới chỉ hoạt động từ năm 1995 và những người nghỉ hưu trước đó không hề đóng bảo hiểm xã hội trong thời gian đi làm. Vì vậy, việc ngân sách nhà nước phải hỗ trợ cho Quỹ BHXH là điều không thể tránh khỏi. Theo Bộ LĐTBXH, mỗi năm ngân sách phải chi 10.000 tỷ đồng để trả lương hưu cho khoảng 1 triệu người về hưu trước năm 1995.⁴ Hiện tại, số người này vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong số người hưởng lương hưu nên 80% chi phí của việc chi trả BHXH là từ nguồn trợ cấp ngân sách nhà nước.⁵

Việt Nam có lực lượng lao động trẻ và đang gia tăng nhanh chóng trong khu vực kinh tế chính thức. Điều này cho thấy số người đóng bảo hiểm xã hội vẫn sẽ tiếp tục cao hơn so với số người hưởng lương hưu. Tuy nhiên, sự chuyển dịch cơ cấu độ tuổi của dân số trong tương lai là điều chắc chắn sẽ xảy ra do tỷ suất sinh giảm và tuổi thọ bình quân tăng theo thời gian khi mức sống dân cư được cải thiện. Tỷ lệ người cao tuổi trong tổng dân số vì vậy sẽ tăng lên. Theo Điều tra biến động dân số và kế hoạch hóa gia đình năm 2006 của Tổng cục Thống kê, số người từ 60 tuổi trở lên chiếm 9,2% dân số.⁶ Dự báo dân số của Bộ Y tế cho thấy tỷ lệ này sẽ tăng lên 17% vào năm 2024.

Như vậy, với cơ chế hiện tại trong đó tiền đóng bảo hiểm hiện hành được dùng để chi trả ngay cho những người nghỉ hưu còn phần thặng dư nếu có được đầu tư vào những tài sản sinh lợi thấp, thì trong vòng ba thập niên nữa khi những người trẻ tuổi đang làm việc hiện nay về hưu Quỹ BHXH sẽ bị thâm hụt nặng.⁷

Trong quá trình soạn thảo Luật BHXH đầu tiên của Việt Nam, Bộ trưởng Bộ LĐTBXH lúc đó là Nguyễn Thị Hằng đã cho biết:

“Với mức đóng hiện nay thì tổng số tiền đóng bảo hiểm xã hội trong 30 năm của một người hưởng lương chỉ đủ chi trả lương hưu bình quân 8 năm. Trong khi đó, thời gian hưởng lương hưu của người nghỉ hưu bình quân là 16 năm. Một thực tế khác, do chế độ về hưu sớm, tỷ lệ người đóng bảo hiểm xã hội cho một người hưởng lương hưu giảm dần, năm 2000 là 34/1, năm 2002 là 23/1 và năm 2004 là 19/1. Tóm lại, hưởng chế độ thời gian dài dẫn đến quỹ bảo hiểm xã hội dài hạn (thực hiện chế độ hưu trí và tử tuất) chỉ đủ khả năng cân đối thu chi đến năm 2019, từ năm 2020 trở đi quỹ sẽ phá sản vì chi nhiều hơn thu.”⁸

Như vậy, để Quỹ BHXH có thể hoạt động một cách bền vững thì hai thách thức hiện này phải được giải quyết. Thứ nhất, về vấn đề lịch sử, ngân sách nhà nước vẫn phải được sử dụng để chi trả các chế độ cho những người về hưu mà trước đây không đóng BHXH. Thứ hai, về sự chuyển đổi cơ cấu độ

¹ Bên cạnh BHXH bắt buộc, BHXH Việt Nam còn quản lý BHXH Tự nguyện, Bảo hiểm Thất nghiệp và Bảo hiểm Y tế.

² VnExpress, Quỹ bảo hiểm xã hội trước nguy cơ phá sản, 26/8/2005; truy cập vào ngày 30/8/2007 tại địa chỉ <http://www.vnexpress.net/Vietnam/Xa-hoi/2005/08/3B9E1793/>.

³ Thông lệ này được gọi bằng thuật ngữ tiếng Anh là “Pay As You Go”.

⁴ Như chú thích 2.

⁵ Justino, Patricia, 'Beyond HEPR: A Framework for an Integrated National System of Social Security in Viet Nam' Justino, P, UNDP Viet Nam Policy Dialogue Paper 2005/1 (2005).

⁶ Ủy ban Dân số, Gia đình và Trẻ em Việt Nam, Số liệu Dân số; truy cập cơ sở dữ liệu tại địa chỉ <http://www.vcpfc.gov.vn/>.

⁷ Ngân hàng Thế giới, Báo cáo Phát triển Việt Nam năm 2006, tháng 12 năm 2005.

⁸ Việt Báo.vn, 3 giải pháp “cứu” quỹ bảo hiểm xã hội, 29/11/2005; truy cập ngày 31/8/2007 tại địa chỉ <http://vietbao.vn/Viec-lam/3-giai-phap-cuu-quy-bao-hiem-xa-hoi/30090685/267/>.

tuổi của dân số trong tương lai, tiền đóng BHXH của mỗi người lao động trong suốt những năm đi làm phải đủ để chi trả các chế độ khi người đó nghỉ hưu. Hai biện pháp cần phải được thi hành. Thứ nhất, tỷ lệ đóng BHXH của cả người lao động lẫn người sử dụng lao động cần phải được điều chỉnh tăng lên. Thứ hai, tiền đóng BHXH phải được đầu tư vào những tài sản có suất sinh lợi đủ cao với độ an toàn nhất định

Tháng 6 năm 2006, Luật BHXH đã được Quốc hội ban hành lần đầu tiên, trong đó đề ra lộ trình tăng tỷ lệ đóng BHXH của người lao động và người sử dụng lao động tại Điều 91 và 92.

Điều 91:

“Hàng tháng, người lao động [...] đóng bằng 5% mức tiền lương, tiền công vào quỹ hưu trí và tử tuất; từ năm 2010 trở đi, cứ hai năm một lần đóng thêm 1% cho đến khi đạt mức đóng là 8%.”⁹

Điều 92:

“Hàng tháng, người sử dụng lao động đóng trên quỹ tiền lương, tiền công đóng bảo hiểm xã hội của người lao động [...] như sau:

- a) 3% vào quỹ ốm đau và thai sản;
- b) 1% vào quỹ tai nạn lao động, bệnh nghề nghiệp;
- c) 11% vào quỹ hưu trí và tử tuất; từ năm 2010 trở đi, cứ hai năm một lần đóng thêm 1% cho đến khi đạt mức đóng là 14%.”¹⁰

Tuy nhiên, Luật BHXH không quy định cụ thể gì về việc đầu tư tiền đóng BHXH bắt buộc vào các tài sản tài chính có suất sinh lợi cao mà vẫn nhấn mạnh vào việc đầu tư vào chứng khoán chính phủ.

“Điều 96. Nguyên tắc đầu tư

Hoạt động đầu tư từ quỹ bảo hiểm xã hội phải bảo đảm an toàn, hiệu quả và thu hồi được khi cần thiết.

Điều 97. Các hình thức đầu tư

1. Mua trái phiếu, tín phiếu, công trái của Nhà nước, của ngân hàng thương mại của Nhà nước.
2. Cho ngân hàng thương mại của Nhà nước vay.
3. Đầu tư vào các công trình kinh tế trọng điểm quốc gia.
4. Các hình thức đầu tư khác do Chính phủ quy định.”¹¹

Các nghị định và quyết định cụ thể hóa Luật Bảo hiểm Xã hội cũng không có quy định gì chi tiết hơn về hình thức đầu tư tiền đóng BHXH bắt buộc.

Nghị định 152/2006/NĐ-CP, Điều 49 về hoạt động đầu tư từ Quỹ BHXH:

⁹ Luật Bảo hiểm Xã hội của Quốc hội Nước CHXHCN Việt Nam số 71/2006/QH11, 29/6/2006.

¹⁰ Như trên.

¹¹ Như trên.

“1. Bảo hiểm xã hội Việt Nam có trách nhiệm thực hiện các biện pháp bảo toàn và tăng trưởng quỹ bảo hiểm xã hội từ tiền tạm thời nhàn rỗi. Hoạt động đầu tư từ quỹ bảo hiểm xã hội phải bảo đảm an toàn, hiệu quả và thu hồi được khi cần thiết.

2. Hội đồng Quản lý Bảo hiểm xã hội Việt Nam quyết định việc đầu tư theo các hình thức sau đây:

- a) Mua trái phiếu, tín phiếu, công trái của Nhà nước, của Ngân hàng Thương mại của Nhà nước;
- b) Cho Ngân hàng Thương mại của Nhà nước vay;
- c) Đầu tư vào các công trình kinh tế trọng điểm quốc gia;
- d) Đầu tư vào một số dự án có nhu cầu lớn về vốn do Thủ tướng Chính phủ quyết định.”¹²

Quyết định 41/2007/QĐ-TTg, Điều 11 về nguyên tắc và các hình thức đầu tư Quỹ BHXH

“1. Hoạt động đầu tư từ quỹ bảo hiểm xã hội phải bảo đảm nguyên tắc: an toàn, hiệu quả và thu hồi được khi cần thiết.

2. Các hình thức đầu tư:

- a) Mua trái phiếu, tín phiếu, công trái của Nhà nước, của ngân hàng thương mại của Nhà nước;
- b) Cho Ngân hàng Phát triển Việt Nam và Ngân hàng Chính sách xã hội vay theo lãi suất thị trường;
- c) Cho ngân hàng thương mại của Nhà nước vay;
- d) Đầu tư vào các công trình kinh tế trọng điểm quốc gia;
- đ) Các hình thức đầu tư khác do pháp luật quy định.

3. Căn cứ tình hình thực tế phát triển kinh tế xã hội hàng năm, và các nguyên tắc, hình thức đầu tư quy định tại khoản 1 và khoản 2 Điều này, Tổng giám đốc Bảo hiểm xã hội Việt Nam xây dựng phương án đầu tư trình Hội đồng quản lý quyết định.”¹³

Tìm kiếm một chiến lược đầu tư mới cho Quỹ BHXH

Đọc đi, đọc lại Luật BHXH, Nguyễn Hồng Đức tự hỏi là với lộ trình tăng tỷ lệ BHXH thì liệu tính bền vững về tài chính của Quỹ BHXH có được đảm bảo trong dài hạn. Để biết rõ, Đức quyết định tính toán thử xem một người lao động trong khu vực kinh tế chính thức ở một trung tâm đô thị lớn bắt đầu làm việc vào năm 2007 ở độ tuổi 31 với mức thu nhập khởi điểm 3 triệu đồng/tháng sẽ phải đóng BHXH như thế nào cho đến khi về hưu ở tuổi 60 và sẽ nhận lương hưu ra sao trong vòng 16 năm sau đó theo đúng như quy định hiện hành. Theo như tính toán của mình, Đức thấy để BHXH có thể đủ chi trả lương hưu thì tiền đóng BHXH phải được đầu tư với suất sinh lợi theo giá trị thực là 5,5%/năm. Với mức lạm phát kỳ vọng trong dài hạn là 8%/năm, thì suất sinh lợi từ đầu tư theo giá trị danh nghĩa phải là 14%/năm.

¹² Nghị định của Chính phủ số 152/2006/NĐ-CP, 22/12/2006, hướng dẫn một số điều của Luật BHXH về BHXH bắt buộc.

¹³ Quyết định của Thủ tướng Chính phủ số 41/2007/QĐ-TTg, 29/3/2007 về quản lý tài chính đối với BHXH Việt Nam.

Nhìn vào số liệu quá khứ, Đức nhận thấy các khoản đầu tư vào trái phiếu chính phủ và gửi ngân hàng thương mại nhà nước của Quỹ BHXH chưa bao giờ đạt được suất sinh lợi như trên. Cụ thể, trong năm 2006, lợi suất danh nghĩa của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 2 năm là 8,6%/năm, còn lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 1 năm là 7,63%/năm. (Xem Phụ lục 2).

Đầu tư một phần tiền đóng BHXH vào thị trường cổ phiếu, theo Đức, là cách để có thể cải thiện suất sinh lợi từ đầu tư của Quỹ BHXH. Mặc dù không có quy định cụ thể, nhưng Luật BHXH cũng không cấm hình thức đầu tư cổ phiếu. Hướng mở cho hình thức đầu tư này được chế định tại Khoản 4 của Điều 97: Quỹ BHXH được đầu tư tiền nhàn rỗi vào “các hình thức đầu tư khác do Chính phủ quy định”. Vì vậy, Đức cho rằng mình có thể trình bày một cách chặt chẽ cho lãnh đạo của BHXH Việt Nam rằng việc đầu tư một phần nguồn thu của quỹ sang cổ phiếu công ty sẽ không chỉ làm tăng mức lợi nhuận kỳ vọng mà rủi ro chung cũng sẽ không tăng nhiều khi danh mục đầu tư được *đa dạng hóa*. Trên cơ sở đó, BHXH Việt Nam có thể trình Chính phủ cho phép được đầu tư Quỹ BHXH vào cổ phiếu doanh nghiệp.

Nguyễn Hồng Đức dự định sẽ soạn một tờ trình gửi cho ban lãnh đạo BHXH Việt Nam vào đầu năm 2010 để khuyến nghị việc đầu tư Quỹ BHXH vào cổ phiếu dựa trên các lập luận dưới đây.

Thứ nhất, suất sinh lợi từ đầu tư vào cổ phiếu doanh nghiệp cao hơn nhiều so với suất sinh lợi từ đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Đương nhiên, rủi ro của việc đầu tư vào cổ phiếu công ty sẽ cao hơn nhiều so với việc đầu tư vào trái phiếu chính phủ hay gửi ngân hàng thương mại. Giá các cổ phiếu niêm yết có biến động rất lớn, trong khi lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu thì ổn định hơn nhiều.

Nhìn vào quá khứ Đức đã rút ra kết luận rằng chỉ số thị trường chứng khoán có thể có những biến động lớn trong ngắn hạn, nhưng về dài hạn thì chỉ số luôn luôn tăng. Như vậy, với đặc tính đầu tư dài hạn của quỹ BHXH, việc gánh chịu các rủi ro biến động giá trong ngắn hạn để hưởng suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn trong dài hạn là điều hoàn toàn có thể chấp nhận được.

Thứ hai, Đức cho rằng rủi ro sẽ được hạn chế nếu chỉ giới hạn đầu tư của quỹ BHXH trong những cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung (HOSE và HASTC). Tiếp theo, việc đầu tư phải được dàn trải trên nhiều cổ phiếu niêm yết thay vì chỉ tập trung ở một vài cổ phiếu. Lý do là với một chiến lược đầu tư đa dạng hóa như vậy, các rủi ro đặc thù của từng cổ phiếu sẽ triệt tiêu cho nhau khi sự xuống giá của cổ phiếu này có nhiều khả năng được bù đắp bởi sự lên giá của cổ phiếu kia.

Thứ ba, trái phiếu chính phủ dài hạn vẫn chiếm một tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của quỹ BHXH. Như vậy, sự đa dạng hóa không chỉ đạt được trong phạm vi các cổ phiếu niêm yết mà còn giữa cổ phiếu và trái phiếu. Theo Đức, một danh mục vốn đầu tư như vậy sẽ tránh được rủi ro bị giảm giá trị nhiều vì giá cổ phiếu có thể tăng khi giá trái phiếu giảm và ngược lại. Hơn thế nữa, với sự gia tăng nhanh chóng về tổng giá trị thị trường của trái phiếu công ty, thì chỉ trong một tương lai gần Quỹ BHXH có thể đầu tư một phần vào các trái phiếu công ty để đạt được sự đa dạng hóa cao hơn nữa.

Với số liệu tài chính sẵn có trong tay, Nguyễn Hồng Đức bắt tay vào phân tích để chứng minh cho các lập luận của mình.

Phụ lục 1: Đóng góp và chi trả của Quỹ Bảo hiểm Xã hội (tỷ đồng)

Năm	Đóng BHXH	Chi trả theo các chế độ						Tổng
		Lương hưu	Trợ cấp một lần	Tử tuất	Ốm đau	Thai sản	Tai nạn lao động	
2000	5.198							
2001	6.348							
2002	6.963	6.987	395	280	182	340	51	8.236
2003	6.964	10.212	361	381	208	519	67	11.747
2004	10.703	11.243	521	408	246	568	74	13.059

Nguồn: Chương trình Phát triển Liên hợp Quốc, “An sinh xã hội ở Việt Nam lũy tiến đến mức nào?”, 22/8/2007.

Phụ lục 2: Lợi suất chứng khoán chính phủ, lãi suất ngân hàng, chỉ số VN-Index và lạm phát (%/năm)

Năm	Lợi suất tín phiếu kho bạc (3 tháng)	Lãi suất tiền gửi NHTM (1 năm)	Lợi suất trái phiếu chính phủ (2 năm)	Tỷ lệ thay đổi của chỉ số VN-Index	Tỷ lệ lạm phát
1997	10,82	8,39	12,00	-	3,60
1998	11,43	9,23	13,00	-	9,20
1999	8,86	7,37	13,00	-	0,10
2000	5,42	3,65	6,40	-	-0,60
2001	5,49	5,30	6,85	13,81	0,80
2002	5,92	6,45	7,33	-22,12	4,00
2003	5,83	6,62	8,20	-8,94	3,00
2004	5,71	6,17	8,30	43,34	9,50
2005	6,13	7,15	8,42	28,51	8,40
2006	4,43	7,64	8,60	144,48	6,60
2007	4,60	7,49	8,10	23,31	12,60
2008	10,26	13,50	15,30	-65,95	19,90
2009	7,85	8,32	9,92	56,76	6,52

Nguồn: Tính toán của tác giả từ CSDL Global Financial Data, CSDL Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS) và các Phụ lục Thống kê Số liệu Kinh tế Việt Nam của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Tổng cục Thống kê, và báo cáo hàng tuần của Ngân hàng Nhà nước.

Phụ lục 3: Số liệu chỉ số VN-Index và giá một số cổ phiếu niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

Date	VN-Index	AGF			KDC			REE		
		Giá	Cổ tức TM	Cổ tức CP	Giá	Cổ tức TM	Cổ tức CP	Giá	Cổ tức TM	Cổ tức CP
T12/2005	307,50	42,0			54,0			34,4		
T01/2006	312,32	40,2		1/20	54,0			36,5		
T02/2006	390,65	49,0			55,5			49,0	0,7	
T03/2006	503,56	68,0			82,0	0,8		78,5		
T04/2006	595,48	76,5			97,0			99,0		
T05/2006	538,91	72,0			84,0		1/5	88,0	0,7	
T06/2006	515,59	72,0			88,0			82,0		
T07/2006	422,41	68,5			69,0			67,0		
T08/2006	491,18	73,0			79,0			82,0		
T09/2006	526,73	79,0			83,0			91,5		
T10/2006	511,54	78,5			88,0	0,9		88,0		
T11/2006	633,05	101,0	0,6		102,0			109,0		
T12/2006	751,77	112,0			142,0			133,0	0,9	
T01/2007	1041,33	137,0	0,6		220,0			215,0		
T02/2007	1137,69	155,0			227,0			283,0		
T03/2007	1071,33	139,0			196,0	0,9		279,0		
T04/2007	923,89	110,0			173,0			215,0		
T05/2007	1081,48	136,0			230,0		1/5	170,0		1/2
T06/2007	1024,68	104,0		1/5	236,0			150,0		
T07/2007	907,95	94,0			226,0			129,0		
T08/2007	908,00	97,0			246,0			132,0		
T09/2007	1046,86	103,0			255,0	0,9		154,0		
T10/2007	1065,09	95,5			203,0			152,0		
T11/2007	972,35	89,0			200,0			142,0		
T12/2007	927,02	83,0			194,0			137,0		
T01/2008	844,11	67,0	1,2		174,0			130,0		
T02/2008	663,30	51,5			145,0			86,5		
T03/2008	516,85	36,4			109,0			55,0		
T04/2008	522,36	31,5			120,0			48,1		
T05/2008	414,10	23,1			92,0			34,8		
T06/2008	399,40	30,3			78,0			27,5		

Date	VN- Index	AGF			KDC			REE		
		Giá	Cổ tức TM	Cổ tức CP	Giá	Cổ tức TM	Cổ tức CP	Giá	Cổ tức TM	Cổ tức CP
T07/2008	451,36	23,0			59,5	0,9	11/50	33,1		
T08/2008	539,10	27,8			72,5			46,5		2/5
T09/2008	456,70	24,7			53,5			39,9		
T10/2008	347,05	18,0			34,0			26,7		
T11/2008	314,74	16,0			31,5			22,6		
T12/2008	315,62	15,0	0,6		30,1	1,8		20,8		
T01/2009	303,21	15,0			27,5			22,0		
T02/2009	245,74	12,8			20,0			17,1		
T03/2009	280,67	15,3			23,9			24,3		
T04/2009	321,63	18,6	0,4		30,1			31,3		
T05/2009	411,64	22,2			44,5			45,8		
T06/2009	448,29	21,9			43,7			41,0		
T07/2009	466,76	19,8			47,0			45,6		
T08/2009	546,78	28,8			70,0			49,7	0,7	
T09/2009	580,9	33,7			89,0			55,0		
T10/2009	587,12	35,7			90,5			53,5		
T11/2009	504,12	32,5			75,5	2,4		47,0		
T12/2009	494,77	33,2			60,5		2/5	44,5		
T01/2010	481,96	34,0	1,0		61,0			42,3		

Ghi chú: Giá cổ phiếu (cuối tháng) tính theo 1.000 VND. Cổ tức được trả dưới 2 hình thức: tiền mặt (TM) tính theo 1.000 VND hay cổ phiếu (CP) theo tỷ lệ số cổ phiếu chi trả / số cổ phiếu đang nắm giữ.

Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Phụ lục 4: Ước lượng suất sinh lợi kỳ vọng và độ lệch chuẩn suất sinh lợi dựa vào số liệu lịch sử

Suất sinh lợi kỳ vọng và độ lệch chuẩn suất sinh lợi là hai thông số quan trọng của một cổ phiếu. Mối quan hệ căn bản là rủi ro (đo bằng độ lệch chuẩn) của cổ phiếu càng lớn thì suất sinh lợi kỳ vọng sẽ càng cao. Bài giảng này trình bày một cách ước lượng suất sinh lợi kỳ vọng và rủi ro của cổ phiếu dựa vào số liệu lịch sử.

Ước lượng suất sinh lợi lịch sử

Suất sinh lợi của cổ phiếu được tính theo kỳ. Kỳ tính toán có thể là ngày tuần, tháng hay năm. Suất sinh lợi theo kỳ sẽ bằng tổng lợi nhuận (cổ tức, cổ phiếu thưởng và khoản tăng giá trị tài sản) thu được trong kỳ đó chia cho giá cổ phiếu đầu kỳ, thể hiện bằng tỷ lệ phần trăm.

Trước hết, kỳ tính toán cần phải được xác định. Việc sử dụng suất sinh lợi hàng ngày hay hàng tuần sẽ làm tăng số quan sát, nhưng có thể tạo thiên lệch do có nhiều ngày không có giao dịch. Việc sử dụng suất sinh lợi hàng tháng sẽ loại bỏ được sự thiên lệch này một cách đáng kể. Ngược lại, việc sử dụng suất sinh lợi hàng năm sẽ cho ta quá ít số quan sát.

Ví dụ, ngày 29/9/2006, giá cổ phiếu Agifish (AGF) là 79.000đ. Đến 31/10/2006, giá AGF giảm xuống còn 78.500đ. Trong tháng 10/2006, Agifish không trả cổ tức cũng như phát hành thêm cổ phiếu. Vậy, nếu một nhà đầu tư mua cổ phiếu AGF vào cuối tháng 9/2006 và giữ cho đến cuối tháng 10/2006, thì suất sinh lợi thu được của nhà đầu tư này sẽ bằng:

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{78,5 - 79,0}{79,0} = -0,63\% \quad (r \text{ là suất sinh lợi, } P \text{ là giá cổ phiếu và } t \text{ là kỳ})$$

Đến ngày 30/11/2006, giá AGF tăng lên 101.000đ. Trong tháng 11, Agifish trả cổ tức tiền mặt 600đ/cổ phần. Như vậy, một nhà đầu tư nắm giữ AGF trong tháng 11 không những được hưởng lợi nhuận từ việc tăng giá cổ phiếu, mà còn được hưởng cổ tức tiền mặt. Suất sinh lợi của AGF trong tháng 11/2006 bằng:

$$r_t = \frac{P_t + D_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{101 + 0,6 - 78,5}{78,5} = 29,43\% \quad (D \text{ là cổ tức})$$

Giá AGF vào 31/5/2007 và 29/6/2007 lần lượt là 136.000đ và 104.000đ. Trong tháng 6, Agifish trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 1/5, tức là cổ đông nắm giữ 5 cổ phần AGF hiện hữu sẽ được nhận 1 cổ phần bằng cổ tức. Nói một cách khác, cứ 1 cổ phần AGF hiện hữu có quyền hưởng 1/5 cổ phần thưởng. Quy ra tiền mặt vào cuối tháng 6, giá trị cổ tức bằng cổ phiếu bình quân một cổ phần là $104.000 \times 1/5 = 20.800đ$. Suất sinh lợi của AGF trong tháng 6/2007 bằng:

$$r_t = \frac{P_t + \gamma P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{104 + (1/5)104 - 136}{136} = -8,24\% \quad (\gamma \text{ là tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phiếu hay cổ phiếu thưởng})$$

Tình huống cuối cùng liên quan đến việc tích suất sinh lợi là khi doanh nghiệp phát hành thêm cổ phần cho cổ đông hiện hữu với giá ưu đãi. Ví dụ, trong tháng 8/2006, Agifish phát hành thêm cổ phần cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1/5 với giá ưu đãi 10.000đ/cổ phần (bằng mệnh giá cổ phiếu). Giá AGF vào cuối tháng 7 và tháng 8/2006 lần lượt là 68.500 và 73.000đ. Như vậy, quy ra tiền mặt vào cuối tháng 6/2006, cổ đông sở hữu 1 cổ phần sẽ được mua 1/5 cổ phần ưu đãi với khoản lợi nhuận ròng (do bỏ 10.000đ/cp để bán ra 73.000đ/cp) bằng $73.000 \times (1/5) - 10.000 \times (1/5) = 12.600đ$. Suất sinh lợi của AGF trong tháng 6/2006 bằng:

$$r_t = \frac{P_t + \gamma(P_t - \hat{P}) - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{73 + (1/5)(73 - 10) - 68,5}{68,5} = 24,96\% \quad (\hat{P} \text{ là giá ưu đãi của cổ phần phát hành thêm})$$

Một cách tổng quát, suất sinh lợi theo kỳ của một cổ phiếu dựa vào số liệu lịch sử được tính bằng công thức sau:

$$r_t = \frac{P_t + D_t + \gamma(P_t - \hat{P}) - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Ước lượng suất sinh lợi kỳ vọng

Để tính suất sinh lợi kỳ vọng dựa vào số liệu lịch sử, ta tính *trung bình cộng* của suất sinh lợi trong một số kỳ nhất định theo công thức dưới đây.¹⁴

$$E(r) = \sum_{t=1}^n r_t = \frac{r_1 + r_2 + \dots + r_n}{n}$$

Để áp dụng công thức trên, ta phải lựa chọn độ dài của số liệu quá khứ. Việc sử dụng giai đoạn ước lượng dài sẽ cho nhiều số quan sát để hạ thấp sai số chuẩn nhưng lại có thể bao gồm những thông tin quá khứ không còn phù hợp với hiện tại và tương lai. Quy ước phổ biến được áp dụng trên thực tế là sử dụng số liệu hàng tháng trong vòng 5 năm trở lại đây để cho tất cả 60 quan sát. Tuy nhiên, trong nghiên cứu tình huống này, số liệu lịch sử mà Đức có được là trong vòng 4 năm trở lại đây.

Theo số liệu giá, cổ tức và cổ phần phát hành thêm của cổ phiếu Agifish tại Phụ lục 3, suất sinh lợi bình quân của AGF trong giai đoạn từ tháng 1/2007 đến 12/2010 bằng 2,14%/tháng.

Suất sinh lợi bình quân năm được tính lũy tích từ suất sinh lợi bình quân tháng theo công thức:

$$E(r_{nam}) = [1 + E(r_{thang})]^{12} - 1$$

Vậy, dựa vào số liệu lịch sử suất sinh lợi kỳ vọng của AGF bằng 28,99%/năm.

Ước lượng độ lệch chuẩn suất sinh lợi

Rủi ro vốn cổ phần được đo bằng độ lệch chuẩn suất sinh lợi của cổ phiếu. Thước đo này về rủi ro được chấp nhận vì nó phản ánh độ biến thiên của suất sinh lợi thực tế so với giá trị trung bình. Để nhất quán với cách ước lượng suất sinh lợi kỳ vọng, ta cũng ước lượng độ lệch chuẩn suất sinh lợi giữa vào suất sinh theo tháng trong vòng 60 tháng gần đây.

$$\sigma = \sqrt{\frac{[r_1 - E(r)]^2 + [r_2 - E(r)]^2 + \dots + [r_n - E(r)]^2}{n - 1}}$$

Theo số liệu trong Phụ lục 3, độ lệch chuẩn suất sinh lợi của AGF bằng 17,99%/tháng.

Độ lệch chuẩn suất sinh lợi hàng năm được tính từ độ lệch chuẩn suất sinh lợi hàng tháng theo công thức:

$$\sigma_{nam} = \sigma_{thang} \sqrt{12}$$

Vậy, dựa vào số liệu lịch sử, độ lệch chuẩn suất sinh lợi của AGF bằng 62,32%/năm.

¹⁴ Sau khi có số liệu của từng năm trong quá khứ, bước tiếp theo là phải tính giá trị để sử dụng làm thước đo cho tương lai. Ở đây, ta phải cân nhắc tính suất sinh lợi bình quân theo giá trị trung bình cộng hay trung bình nhân. Trên thực tế, suất sinh lợi trung bình cộng được sử dụng phổ biến hơn. Với giả định phân phối xác suất của suất sinh lợi là ổn định theo thời gian và suất sinh lợi trong các kỳ khác nhau là độc lập thì suất sinh lợi trung bình cộng là ước lượng tốt nhất của suất sinh lợi kỳ vọng trong tương lai. Tuy nhiên, suất sinh lợi trung bình nhân tính tới tính chất lũy tích và do vậy phản ánh đúng khoản lợi nhuận mà nhà đầu tư thu được khi đầu tư trong một khoảng thời gian nhất định. Hơn thế nữa, suất sinh lợi của cổ phiếu theo thời gian thường có tương quan nghịch chứ không phải là độc lập, và do vậy tính toán theo trung bình cộng sẽ ước lượng quá cao suất sinh lợi. Một lưu ý là sử dụng cách tính nào cũng chấp nhận được nhưng phải đảm bảo tính nhất quán trong việc áp dụng một cách tính cho tất cả các suất sinh lợi đang xem xét.