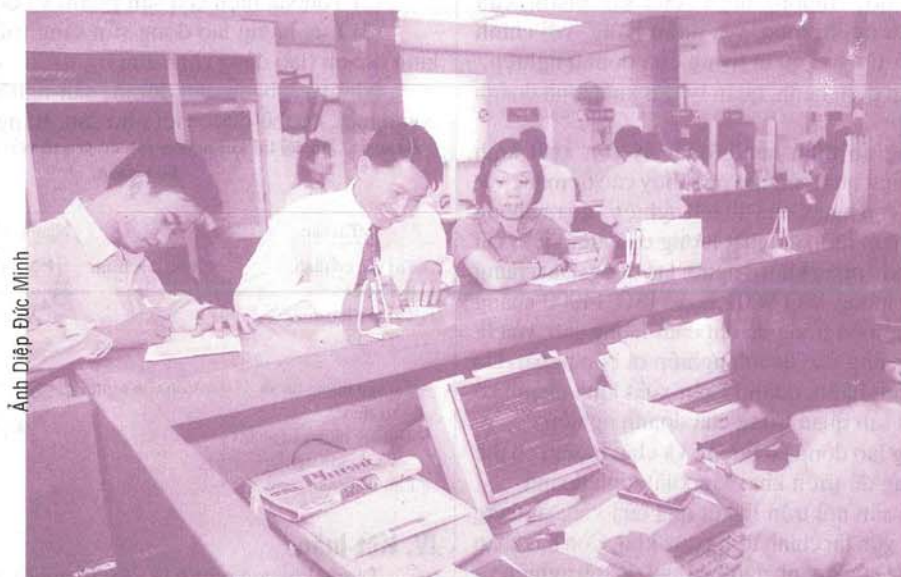




Ảnh Diệp Đức Minh

Sự hình thành giá cả chứng khoán dưới góc độ lý thuyết

PGS.TS. PHẠM VĂN NĂNG

Gia trị của hàng hóa chứng khoán khác với giá trị của các hàng hóa khác hoặc dịch vụ thực trong nền kinh tế. Giá trị của hàng hóa thực được kết tinh từ lợi thế sử dụng các nguồn lực hữu hình, vô hình của công ty và được nhu cầu của thị trường phán quyết, đó là giá cả. Còn giá cả chứng khoán (nếu chưa kể tới trái phiếu) của công ty chỉ là hình bóng được phản chiếu từ hàng hóa thực, từ xu thế hoạt động của công ty và tình hình kinh tế cơ bản của công ty. Hơn nữa, sự phản chiếu bị khúc xạ bởi rất nhiều nhân tố nội tại, nhân tố vĩ mô, nhân tố vĩ mô gần xa khác có liên quan đến hàng hóa chứng khoán.

Tính chất khác biệt nêu trên đã làm nổi lên tính đặc thù của sự vận động giá cả của hai loại hàng hóa này. Nếu chưa kể tới hàng hóa là trái phiếu, thì thị trường chứng khoán là nơi mua bán cổ phần của công ty hay người ta mua bán hàng hóa chứng khoán là mua bán quyền sở hữu công ty. Còn mua bán hàng hóa thực là mua bán giá trị sử dụng

của hàng hóa đó.

Sự vận động của giá cả chứng khoán thật là phức tạp, tưởng như chưa có ai có khả năng định dạng được nó. Người ta chỉ có thể biết được tọa độ của nó khi phiên giao dịch đã kết thúc (mà giá cả hàng hóa chứng khoán được xác định bằng kết quả đấu thầu). Còn ngày mai thì lại phỏng đoán, mò mẫm. Vì không ai có thể thông minh hơn thị trường.

Giá cả chứng khoán là một chỉ tiêu rất nhạy cảm trong môi trường tổng thể của hệ thống kinh tế - xã hội, trước hết là độ an toàn của nền tài chính quốc gia có quan hệ mật thiết với giá cả chứng khoán lành mạnh. Nếu xét một cách tổng hợp, thì có thể kể ra rất nhiều nhân tố can dự của sự hình thành giá cả chứng khoán; có những nhân tố nội sinh, có những yếu tố ngoại sinh, có những yếu tố can thiệp....

Các nhân tố nội sinh

Các nhân tố tăng, giảm giá trị cổ phiếu gắn với công ty cổ phần được gọi là nhân tố nội sinh. Nhân

tố quyết định sự tồn tại của hàng hóa chứng khoán là lợi thế khai thác sử dụng nguồn lực của công ty, lợi thế kinh doanh và các nhân tố lợi thế vô hình khác mà công ty đã tạo dựng được cho hàng hóa thực, kể cả phần tích tụ lợi nhuận không chia của công ty cổ phần để tái đầu tư, tạo lợi thế so sánh cho hàng hóa thực như: giá cả, hợp thị hiếu người tiêu dùng, v.v... Nói cách khác, giá trị của hàng hóa chứng khoán là hình ảnh động phản ánh những giá trị hữu hình, vô hình của hàng hóa thực và những vấn đề cơ bản của công ty. Cũng xin lưu ý rằng, giá cả ban đầu ghi trên cổ phiếu (thị trường sơ cấp) sau một thời gian lưu hành trên thị trường chứng khoán (ở thị trường thứ cấp) sẽ lu mờ dần và đi vào quên lãng, vì cổ phiếu này đã có giá trị mới do thị trường chứng khoán quy định. Giá trị ban đầu thu được từ bán các cổ phần, được các công ty phát hành dùng vào việc đầu tư dài hạn tạo ra hàng hóa dịch vụ thực mới. Như vậy, số phận của hai loại hàng hóa trên đã được định đoạt. Nếu công ty này phát triển

bình thường và nền kinh tế phát triển bình thường, thì sự vận động tổng quan của giá cả cổ phiếu có xu thế tăng lên. Xu thế tăng lên của các chỉ số giá cả chứng khoán là thước đo một nền kinh tế, tài chính phát triển lành mạnh, ngược lại là tín hiệu yếu kém của nền kinh tế, tài chính. Phần gia tăng giá cả chứng khoán, sau khi trả tiền hoa hồng cho nhà môi giới và nộp các loại thuế theo quy định của nhà nước, phần còn lại là lợi nhuận ròng thuộc về những người sở hữu cổ phiếu (đầu tư ngắn hạn) khi bán cho người đầu tư mới. Lợi nhuận này không hề có mối quan hệ nào hoặc nghĩa vụ nào đối với hàng hóa chứng khoán sơ cấp ban đầu, đây cũng là lý giải cho câu hỏi "Vì sao giá thị trường cổ phiếu tăng nhưng không làm tăng vốn của công ty cổ phần?". Như vậy, giá trị cổ phiếu lưu hành đang thoát ly dần khỏi giá trị thực của cổ phần mà công ty phát hành lúc ban đầu để trở thành "tư bản giả" (mà Các Mác đã phát hiện "tư bản giả sinh lời"). Cũng có lập luận khẳng định, không có "tư bản giả" mà chỉ có "tài sản vô hình". Ở đây chưa bàn tới việc phân biệt khái niệm về hai phạm trù trên. Điều này chờ đợi một giải đáp đầy đủ hơn.

Các nhân tố ngoại sinh

Thị trường chứng khoán là một bộ phận trong thị trường tài chính (nằm trong môi trường tài chính) nên nó bị chi phối trực tiếp từ những biến cố phát triển lành mạnh hoặc rủi ro có thể xảy ra trên thị trường tài chính, ngược lại thị trường chứng khoán có thể làm lành mạnh hoặc làm ô nhiễm thêm lên cho môi trường tài chính. Các nhân tố vĩ mô như chu kỳ phát triển kinh tế, lạm phát, giảm phát, những nhân tố phi kinh tế khác như thiên tai, chiến tranh, hoà bình...

Các nhân tố can thiệp

Sự lệ thuộc của công ty vào những yếu tố đầu vào, đầu ra hoặc sự lệ thuộc về tài chính, tiền tệ bởi một công ty khác hay bởi một nền kinh tế khác, nếu các đối tác đó bị sụp đổ hay khủng hoảng kéo công ty sụp đổ theo nguyên lý domino.

Các nhân tố đầu cơ, móc ngoặc, lũng đoạn chứng khoán của cá nhân, các tổ chức, các công ty trong hoặc ngoài nước tạo ra cung, cầu chứng khoán giả tạo, làm giá cả hàng hoá chứng khoán bị méo mó, các chính sách can thiệp của chính phủ.

Giá cả chứng khoán là hình ảnh phản chiếu những vấn đề cơ bản của kinh tế doanh nghiệp và những vấn đề cơ bản của nền kinh tế - xã hội vĩ mô. Vấn đề thực sự phức tạp. Với những phương pháp phân tích khoa học hiện thời, người ta chưa thể tìm được quỹ đạo chuyển động của giá cả chứng khoán.

Lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng, giá cả thị trường chứng khoán chứa đựng tất cả các thông tin hiện có, đồng thời cũng khẳng định, không thể kiếm được lợi nhuận bằng cách nhìn vào các thông tin cũ hay các hình thái biến động của giá cả trong quá khứ. Bernard Baruch, nhà tài chính có uy tín nhất của Mỹ hiện nay, đã cảnh báo: "Nếu bạn sẵn sàng nghiên cứu toàn bộ lịch sử và nền tảng của thị trường và tất cả những công ty lớn có cổ phiếu được niêm yết trên bảng một cách cẩn thận như một sinh viên y khoa nghiên cứu môn giải phẫu, và thêm vào đó, bạn có thần kinh vững vàng của một tay cờ bạc cỡ lớn, có giác quan thứ sáu của những nhà tiên tri và sự dũng cảm của con sư tử, bạn sẽ có tia hy vọng". Sự cố gắng tuyệt đỉnh nếu trên của nhà đầu tư chứng khoán cũng chỉ được hưởng một "tia hy vọng", thế mà một "tia hy vọng" này được thị trường chứng khoán chia đều cho tất cả mọi người tham gia đầu tư. William D. Norhaus, giáo sư trưởng đại học Yale - Mỹ, trong tác phẩm "Lý thuyết thị trường hiệu quả", khẳng định, bạn không thể khôn hơn thị trường.

Cách chứng minh trên giải thích tại sao những diễn biến trong giá cổ phiếu lại thường như vậy. Giá cả hàng hoá chứng khoán phản ứng với các tin tức, với những bất ngờ. Những bất ngờ là những sự kiện không đoán trước được. Giá cổ phiếu biến động tương ứng với những sự

kiện bất thường, chính bản thân nó cũng biến động thất thường, giống như những bước ngẫu nhiên.

Giá cả của một loại hàng hoá chứng khoán không thoát ly hoàn toàn khỏi những yếu tố, kết tinh thành giá trị hàng hoá thực, cho tới khi hàng hoá này bị xoá tên trên bảng niêm yết chứng khoán theo trình tự một công ty phá sản. Khi phá sản, công ty được đánh giá lại giá trị tài sản, phát mại rồi trả hết nợ kể cả những trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi. Phần còn lại chia đều cho các cổ phiếu thường (tuy giá trị này chẳng còn được là bao, hơn thế nữa một công ty làm ăn thua lỗ đã đi đến phá sản, thì lúc đó giá cổ phiếu đã xuống tới mức thấp nhất rồi). Như vậy, giá cả cổ phiếu vẫn còn gắn với một phần giá trị của hàng hoá phát hành, còn những giá trị vô hình biến mất cùng với tên của hàng hoá đó.

Giá cả hàng hoá chứng khoán là một đại lượng ngẫu nhiên mà người ta không thể nhận dạng được một cách chắc chắn, mặc dù thông tin vẫn được hấp thụ một cách nhanh chóng. Yếu tố khách quan này làm hấp dẫn nhiều nhà đầu tư. Mọi người mua cổ phiếu đều có chung một cơ hội, cất giữ vốn ngắn hạn mà vẫn được hưởng mức lãi suất cao, tính thanh khoản hoàn hảo. Mặt khác, giá cả hàng hoá chứng khoán phản ứng quá nhạy cảm với các thông tin tích cực và tiêu cực trên thị trường, nếu không kiểm soát nổi những hành vi tiêu cực thì có thể dẫn tới những hậu quả khôn lường. Biết là thế, nhưng cho đến nay hiện nay chưa có nhà khoa học nào chỉ ra được dự báo ngắn hạn chính xác xu thế vận động giá cả của một loại hàng hoá chứng khoán cụ thể. Hay nói đúng hơn, người ta biết "mua chứng khoán lúc thị trường ế ẩm nhất, bán chứng khoán khi thị trường sôi động đất đỏ nhất". Câu ngạn ngữ này cũng mới chỉ ra xu thế chung nhất để mua bán chứng khoán với hy vọng đầu tư mang lại kết quả cao nhất, nhưng không có ai chỉ ra được khi nào thì thị trường "ế ẩm nhất", khi nào thì thị trường "sôi động đất đỏ nhất" mà ra quyết định hành động ■