

GIẢI NOBEL VỀ KINH TẾ NĂM 1990:

NHỮNG CHUYÊN VIÊN VỀ THỊ TRƯỜNG TƯ BẢN

Giải Nobel 1990 về kinh tế được trao cho ba nhà kinh tế Mỹ mà người ta có thể tin cậy gọi là nhà kinh tế quản trị: Harry M. Markowitz, Merton H. Miller và William F. Sharpe. Những sinh viên của họ không những quen biết họ mà còn hiểu vì sao những nhà kinh tế học này gặt hái được vinh dự ấy: Ông Markowitz là cha đẻ của học thuyết gọi là Markowitz-Diversifikation (Sự đa dạng hoá - Markowitz). Ông Miller và đồng tác giả với ông là Franco Modigliani đã nổi tiếng với luận án gọi là "Luận án Modigliani-Miller" hay "Luận án MM" (MM-These) nói về "sự bất thích đáng của cơ cấu tư bản" (Irrelevanz der

Kapitalstruktur), còn ông Sharpe đã cùng với nhà kinh tế John D. Lintner (Đại học Harvard, đã mất năm 1984) phát triển lý thuyết về sự cân bằng của thị trường tư bản trong tình hình bất an, được gọi là "Capital Asset Pricing Model" (Mô hình định giá tài sản vốn) hay "Sharpe-Lintner-Model" (Mô hình của Sharpe và Lintner).

Ba nhà kinh tế đoạt giải Nobel 90 về kinh tế này cùng với Lintner và Modigliani (Modigliani đã đoạt giải



MARKOWITZ: Lý thuyết sự đa dạng hoá

Nobel 1985 về kinh tế vĩ mô) đã nghiên cứu từ những năm 50-60 để chuyển hoá môn kinh tế tài chính mô tả phi lý thuyết trước đây trở thành lý thuyết tài chính hiện đại.

Thị trường tư bản chính là trọng tâm nghiên cứu đáng trân trọng của Markowitz, Miller và Sharpe. Trước họ cũng đã có nhiều người nhận ra sự bất an chính là yếu tố cơ bản của thị trường tư bản. Nhưng Markowitz, Miller và Sharpe không dừng bước ở nhận định này. Công trình nghiên cứu của họ thật tận tâm kỹ lưỡng đến mức có thể gọi là cách mạng nữa, rằng làm thế nào người ta có thể quyết đoán đây lý trí trong một thị trường tư bản đang bất an, và rằng cái thế cân bằng chắc hẳn là đây ý nghĩa đối với một thị trường tư bản đang lâm vào cảnh bất an. Các ông đã giải thích thật xác đáng về đặc tính của cái thế cân bằng

như vậy, và còn quan trọng hơn nữa, về sự khả hữu một thế cân bằng đối với một thị trường tư bản hoàn hảo vượt xa lý thuyết và thực hành. Mặc dù các ông có những nét dị biệt nhưng chính sự định hướng có phương pháp trên cơ sở lý thuyết kinh tế vĩ mô đã liên kết các ông với nhau trở thành những nhà sáng lập lý thuyết tài chính hiện đại được định hướng theo thị trường tư bản.

Harry Markowitz quả là một nhà tiên phong trong kinh tế học, sau nhiều năm trong viện nghiên cứu, ông đã và đang giảng dạy với tư cách là giáo sư ưu tú về Tài chính và Kinh tế (Distinguished professor of Finance and Economics) tại Đại học New York. Công trình xuất sắc của ông đã xuất hiện vào năm 1952 dưới nhan đề "Portfolio Selection" (Tuyển chọn danh sách vốn đầu tư) (1). Trong công trình nghiên cứu này và trong một quyển sách rất nổi tiếng khác (1959) (2), ông đã nêu rằng, sự rủi ro của một việc đầu tư tiền được ghi nhận về định lượng như là một biến thái của giá trị doanh thu khả dĩ, giống như sự rủi ro của một danh sách vốn đầu tư do kết quả rủi ro của chúng khoản vào danh sách vốn đầu tư, và người ta có thể tính toán tổng chính xác của những danh sách vốn đầu tư được gọi là hữu hiệu nếu không có một danh sách nào khác mà sự rủi ro ít hơn lại cho một doanh thu tương đương hoặc cùng một rủi ro như nhau mà doanh thu lại cao hơn. Một nhà đầu tư nhút nhát (sợ rủi ro) sẽ lựa chọn một trong số những danh sách vốn đầu tư hữu hiệu, và điều này tùy thuộc vào khuynh hướng sợ rủi ro của anh ta.

Markowitz đã chính thức hoá dự thảo về sự đa dạng hoá này vốn được các nhà thực hiện đầu tư tin cậy và ông đã làm cho nó có thể vận dụng được theo phép tính toán học. Những lý thuyết đa dạng hoá của Markowitz còn khôn ngoan hơn câu châm ngôn

"Đừng đặt tất cả số trứng của bạn vào trong một giỏ" (Don't put all your eggs in one basket) bởi vì ông ta đã nêu ra cách thức người ta có thể khảo sát điều tra loại đa dạng hoá đúng đắn vì lý do đúng đắn (the right kind of diversification for the right reason). Làm thế nào để được đa dạng hoá đúng đắn thì tùy thuộc vào mức độ rủi ro thấp của những doanh thu của nhiều cổ phần khác nhau trong danh sách vốn đầu tư; nói chuẩn mực hơn, tức là tùy thuộc vào sự đồng biến thái giữa tỉ suất cổ phần (Kovarianzen zwischen den Aktienrenditen). Trong một danh sách vốn đầu tư, một nhan đề chắc chắn càng tiêu biểu mạnh mẽ thì sự biến động giá càng ít tuân theo xu hướng chung của các cổ phần trong danh sách vốn đầu tư.

Kể từ lúc đó ông Markowitz đã không rời quan niệm về "sự đa dạng hoá hữu hiệu". Khi xác định phương hướng như vậy rồi ông không còn là nhà kinh tế nữa mà ông đã bước sang lĩnh vực toán học. Niềm say mê của ông là công thức, tính nghiêm ngặt và thuật toán. Những gì ông mang lại cho lý thuyết tài chính thì cực kỳ xuất sắc về phương diện kinh tế quản trị thực tiễn, bởi vì ngày nay nếu không có lý thuyết đa dạng hoá của Markowitz, sự quản trị danh sách vốn đầu tư chuyên nghiệp thực sự sẽ không thể tiến hành được nữa. Lý thuyết của Markowitz được phát triển thêm nhờ học trò của ông là Sharpe.

Ông Merton H. Miller là giáo sư Trường Kinh doanh thuộc Đại học Chicago (Graduate School of Business of University of Chicago), là một trong những nhà lý thuyết tài chính da diện và phong phú nhất hiện nay. Số lượng những lĩnh vực nghiên cứu của ông đạt những giá trị dẫn đường thì khó mà duyệt hết được. Nhưng không có công trình nào của ông tác động mạnh đến sự phát triển của lý thuyết tài chính và leo lái nó sang một phương hướng

nói cho bằng hai luận văn vào năm 1958 và năm 1961 mà ông cùng với Franco Modigliani soạn thảo (3). Ông đề cập đến ảnh hưởng của chính sách tài chính hoá (Finanzierungs politik) lên giá trị thị trường của hoạt động kinh doanh, hay nói khác hơn, đó là vấn đề tài chính hoá tối ưu. Năm 1958 hai ông Miller và Modigliani đã nghiên cứu cơ cấu tư bản tối ưu và năm 1961 nghiên cứu chính sách về phân lợi cho các cổ phần. Theo các ông, nếu những bộ phận của công cuộc kinh doanh được tiến hành trên một thị trường hoàn hảo (nghĩa là không bị ma sát), nếu không có những ảnh hưởng thuế má lệch lạc, và nếu quyết định đầu tư phù hợp tiêu chuẩn tối đa hoá giá trị thị trường (Marktwertmaximierung), thì sẽ không có sự tài chính hoá hoạt động kinh doanh tốt hay xấu, cũng không có cơ cấu tư bản tối ưu và cũng không có chính sách tối ưu về phân lợi cho các cổ phần. Và như vậy chính sách tài chính hoá này gọi là bất thích đáng (irrelevant).

Phản ứng của giới chuyên môn đối với lý thuyết này thật là gay gắt dữ dội. Nhưng hai ông đã chứng minh bằng một luận chứng đơn giản trong hai trường hợp là: Trong những thị trường tài chính đang cân bằng sẽ không có khả năng buôn chứng khoán nào mà không bị khai thác, và cơ cấu tư bản cũng như chính sách về phân lợi cho các cổ phần có thể ảnh hưởng đến giá trị thị trường của hoạt động kinh doanh nếu giá trị thị trường tư bản mất quan trọng.

Modigliani và Miller đã giải thích rất bao quát và sáng tạo sự giá trị về thị trường tư bản hoàn hảo. Nếu quan điểm này được mọi người tán thành, thì luận án của hai ông có thể không bị phản đối. Nhưng bây giờ không có gì để luận bàn vấn đề xem là chính sách tài chính hoá có "bất thích đáng" trong thực tế hay không. Dịch thân Miller đã trình bày và nhấn mạnh luận án cơ bản về sự bất thích đáng thực tế. Ông tiếp tục một mình nghiên cứu quan điểm này



SHARPE: Nhà lãnh đạo thành công của công ty nghiên cứu chứng khoán.

nhưng các đồng nghiệp của ông thì phản đối nó. Họ đưa ra một quan điểm khác nghe có lý: Để có thể chỉ ra sự thích đáng của chính sách tài chính hoá, ngày nay người ta không thể phớt lờ một cách đơn giản hoạt động của thị trường tư bản như những năm trước thời của Modigliani và Miller. Người ta phải chỉ ra cho thấy được rằng tại sao phương thức tài chính hoá của họ là thích đáng mặc dù có sự tồn tại của những thị trường (có lẽ là không hoàn hảo) đối với chuẩn mực tài chính của những hoạt động kinh doanh. Quan điểm này tới nay không còn sức thuyết phục nữa và Miller trong cuộc tranh luận đã thắng vô số các đối thủ của mình.

William F. Sharpe giảng dạy tại Trường Kinh doanh thuộc Đại học Stanford và sau một thời gian ngắn ông đã điều hành một công ty nghiên cứu chứng khoán. Sharpe là học trò của Markowitz, đích thân ông đóng góp thiết thực vào lý thuyết chứng khoán tiêu chuẩn. Trong luận văn (1964) về "lý thuyết cân bằng thị trường trong tình huống rủi ro", ông có nêu những vấn đề: Nhóm liên kết giữa giá và tỉ giá nào sẽ đạt kết quả trong thị trường tư bản, nếu nhà đầu tư quyết định đây lý trí đối với thị trường tư bản (nghĩa là nếu họ tuân theo lý thuyết Markowitz)?

Nếu người ta giả định là tất cả các nhà đầu tư đều có cùng mong đợi như nhau và thị trường tư bản là hoàn hảo, thì câu trả lời sẽ rất đơn giản. Vậy thì các nhà đầu tư muốn giữ một danh sách cổ phần đầu tư mà danh sách này cho thấy sự liên kết ngang nhau. Để cho thị trường "rộng thoáng", các giá trị thị trường của các cổ phần (giá trị nhân với số cổ phần) phải được xử lý giống như các bộ phận trong từng danh sách cổ phần đầu tư. Từng danh sách cổ phần đầu tư này chính là bản sao của các chứng khoán trong thị trường tương ứng với chỉ số cổ phần lý tưởng. Nếu khác đi, thì sẽ xảy ra biến động giá cho đến khi nào nó đạt thể cân bằng và thị

trường rộng thoáng.

Điều kiện cân bằng này dẫn tới sự định giá cổ phần cũng như tỉ giá cổ phần: Trong sự cân bằng, các giá xuất hiện sao cho tỉ giá của cổ phần là hàm số thẳng đồng biến với rủi ro. Cổ phần sẽ bị rủi ro theo danh sách vốn đầu tư của mỗi nhà đầu tư cũng như rủi ro theo danh sách đầu tư của thị trường, nói cách khác, đó là sự đồng biến với tổng danh sách vốn đầu tư.

Sharpe là người phát triển lý thuyết đầu tiên về sự định giá thị trường của những tài sản không cố định. Mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model, CAPM) của Sharpe và Lintner xây dựng trên lý thuyết danh sách vốn đầu tư của Markowitz và cũng là một lý thuyết về cân bằng như Modigliani và Miller đã sử dụng.

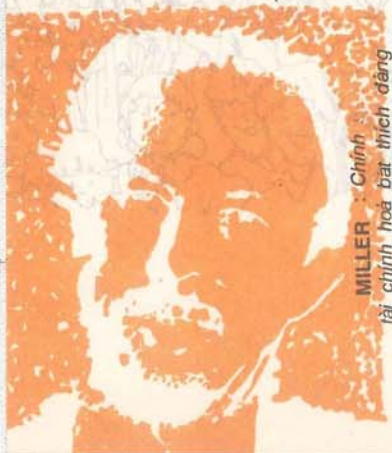
Tất cả ba nhà đoạt giải Nobel này đều có công đức kết học thuyết tài chính hoá. Điều này đưa ra một quan điểm mới cho các sách giáo khoa cũng như các tạp chí chuyên ngành. Mỗi người trong số họ đã từng khảo sát hàng trăm lần mới đưa ra những luận văn đầy tính chỉ đạo như vậy. Markowitz, Miller và Sharpe là những người dẫn đường trong "social science citation index" (chỉ số trích dẫn khoa học xã hội). Tuy nhiên họ không phải là những nhà lý thuyết thuần lý. Miller thường phát biểu về các vấn đề chính trị kinh tế thực tiễn. Còn Markowitz và nhất là Sharpe đang cách mạng sự thi hành đầu tư vốn chuyên nghiệp. Hoạt động tích cực của họ về khía cạnh thực hành không chỉ nằm trong giá trị lý thuyết của họ. Tính cách giáo khoa của Sharpe đã góp phần phổ thông lý thuyết "Portfolio Selection" và "Capital Asset Pricing Model". Ông không những là một giáo sư tận tâm năng nổ mà còn là tác giả rất thành công của nhiều bài báo và sách giáo khoa. Trên tường văn phòng của ông tại Đại học Stanford treo đầy những giải thưởng, bằng khen. Đó là "cây bút khoa học giỏi nhất về tài chính".

LAM dịch
(Wirtschaftswoche, 10.1990)

(1) Harry M. Markowitz: "Portfolio Selection", tạp chí The Journal of Finance, vol. 7 (1952)

(2) Harry M. Markowitz: "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments", New York 1959

(3) Miller, Merton H. và Modigliani, Franco: "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", tạp chí American Economic Review, vol. 48 (1958) và "Divident Policy, Growth and the Valuation of Shares, tạp chí Journal of Business, vol. 34 (1961)



MILLER: Chính là chính hoá bất thích đáng