

CHIẾN LƯỢC QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

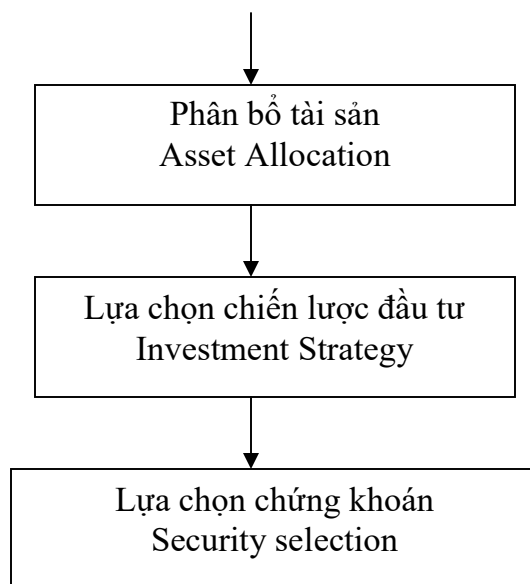
ThS. Phạm Nhật Kiều và Nguyễn Anh Vũ

Từ “chiến lược” vốn có nguồn gốc từ hoạt động quân sự. Theo từ điển của Viện Ngôn ngữ học Việt Nam, “chiến lược” có nghĩa là phương châm và biện pháp quân sự mang tính chất toàn cục được vận dụng trong suốt cuộc chiến tranh nhằm đạt được mục tiêu về quân sự, chính trị và kinh tế nhất định. Chiến lược nhấn mạnh đến yếu tố toàn cục và dài hạn, nó khác với “chiến thuật” là cách đánh trong một trận đánh cụ thể, nhấn mạnh đến yếu tố ngắn hạn và tác chiến. Trong cuộc chiến thời Tam Quốc, Gia Cát Lượng đã đề ra chiến lược thống nhất thiên hạ cho Lưu Bị bao gồm: Thứ nhất, lấy Kinh Châu làm nhà, chiếm Tây Xuyên, lấy Ích Châu dựng nghiệp từ đó cùng với Tào Tháo và Tôn Quyền tạo thế chân vạc “tam phân thiên hạ”. Thứ hai, “Liên Ngô chống Tào” thực hiện việc hòa hoãn liên kết với Đông Ngô chống lại Tào Tháo, chờ khi thời cơ đến sẽ xuất binh nhất thống thiên hạ”. Trong khi thực hiện chiến lược lớn này, cần thực hiện nhiều chiến thuật khác nhau trong từng trận đánh hay xử lý chính trị, ngoại giao cụ thể như: Lừa thiêu Tân Dã, mượn gió đông đại chiến Xích Bích, ba lần chọc tức Chu Du... Khi Quan Vũ từ chối kết thông gia và hạ nhục Tôn Quyền sau đó để thất thủ Kinh Châu, dẫn đến việc Lưu Bị nổi nóng báo thù dẫn quân chinh phạt Đông Ngô và bị thất bại thảm hại. Hành động đó đã phá vỡ chiến lược “liên Ngô chống Tào” của Khổng Minh và đó là nguyên nhân dẫn đến sự suy yếu trầm trọng của nước Thục. Như vậy ta thấy, một sai lầm về chiến thuật có thể dẫn đến thất bại trong một trận đánh, nhưng sai lầm về chiến lược có thể là khởi đầu cho một thất bại toàn cục không gì có thể cứu vãn được.

Ngày nay, “chiến lược” không chỉ được dùng trong hoạt động quân sự mà còn được dùng phổ biến trong nhiều lĩnh vực khác nhau, đặc biệt là trong kinh doanh. Các chương trình đào tạo về quản trị kinh doanh thường thiết kế riêng một môn học về Quản trị Chiến lược (Strategic Management). Ta có thể hiểu chiến lược là một hệ thống kế hoạch và các phương pháp mang tính khái quát, toàn cục và dài hạn nhằm đạt được những mục tiêu nhất định.

Trong đầu tư chứng khoán có cần chiến lược không? Câu trả lời là có, như chúng ta đã đề cập ở phần trên, trong quân sự cũng như kinh doanh, việc hoạch định chiến lược luôn đóng vai trò rất quan trọng, đôi khi nó quyết định phần lớn việc thành hay bại và kinh doanh chứng khoán cũng không phải là ngoại lệ. Thị trường chứng khoán, đặc biệt là trong ngắn hạn, luôn có những biến động bất thường nằm ngoài dự báo của cả những chuyên gia lão luyện nhất, khiến nhiều người có cảm giác nó như một trò chơi may rủi, không thể “đem thành bại mà luận anh hùng”. Tuy nhiên, thực tế thị trường chứng khoán của các quốc gia phát triển cho thấy những nhà đầu tư có những thành công nổi bật, ổn định và lâu dài thường là những nhà đầu tư chuyên nghiệp có chiến lược đầu tư được hoạch định cẩn trọng, đúng đắn và kiên trì theo đuổi chiến lược đó. Ở phần này, chúng ta không đề cập nhiều đến chiến lược đầu tư vào từng chứng khoán cụ thể mà chúng ta sẽ tập trung nghiên cứu những chiến lược quản trị toàn bộ danh mục đầu tư (DMĐT). Chúng ta cũng dành cơ hội này để nghiên cứu và học hỏi những kinh nghiệm hoạch định và thực thi các chiến lược quản lý đầu tư hiệu quả trên thị trường chứng khoán.

Quy trình xây dựng và quản lý DMĐT thường trải qua các giai đoạn cơ bản sau:



Mỗi nhà đầu tư có thể những cách thức và quy trình đầu tư khác nhau, mỗi nhà đầu tư tùy theo quan điểm hay thế mạnh của mình, có thể có những chú trọng hay ưu tiên khác nhau đối với từng công đoạn nêu trên. Nhưng nhìn chung đối với những nhà đầu tư chuyên nghiệp, những công đoạn cơ bản trên luôn được tuân thủ. Thậm chí tại Hoa Kỳ, từ giữa những năm 70 trở lại đây, do tác động của đợt suy thoái nghiêm trọng của TTCK vào năm 1973 - 1974 và sự ra đời của đạo luật bảo đảm thu nhập cho người về hưu (Employee Retirement Income Security Act - ERISA), các tổ chức đầu tư trở nên thận trọng hơn trong hoạt động đầu tư của mình, đối với những tổ chức đầu tư lớn như các công ty bảo hiểm hay các quỹ hưu bổng từng công đoạn này thường do các tổ chức tư vấn độc lập đảm nhiệm nhằm đảm bảo tính công bằng, khách quan và tính chuyên môn hóa cao. Các tổ chức tham gia vào quy trình này có thể bao gồm: Nhà đầu tư (Investor - Plan Sponsors), nhà tư vấn đầu tư (Investment Consultant) chịu trách nhiệm tư vấn và phối hợp với nhà đầu tư trong công đoạn xây dựng mục tiêu đầu tư và hoạch định chính sách phân bổ tài sản, nhà tư vấn cũng tư vấn để lựa chọn nhà quản lý DMĐT (Investment Managers - Portfolio Manager) và phối hợp hoạt động của các nhà quản lý đầu tư khác nhau nhằm mang lại hiệu quả cao nhất. Các nhà quản lý danh mục đầu tư chịu trách nhiệm trong công đoạn lựa chọn chứng khoán, họ xây dựng và quản lý danh mục đầu tư trong khuôn khổ mục tiêu và chính sách đầu tư đã được hoạch định. Một danh mục đầu tư lớn có thể được phân thành nhiều danh mục nhỏ và quản lý bởi nhiều nhà quản lý danh mục đầu tư khác nhau tùy theo phạm vi chuyên môn hóa của họ. Ví dụ có những nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên về quản lý DMĐT trái phiếu (Bond Specialist), có những nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên về quản lý DMĐT cổ phiếu (Equity Specialist). Ngoài ra còn có tổ chức đánh giá độc lập (Evaluators) chịu trách nhiệm đánh giá, đo lường hiệu quả của DMĐT.

Ta hãy xem xét qua một quy trình xây dựng và quản lý DMĐT mang tính khoa học hệ thống:

Thứ nhất, xây dựng mục tiêu đầu tư. Xây dựng mục tiêu bao giờ cũng là khâu đầu tiên của một quá trình quản trị. Và quy trình xây dựng danh mục đầu tư cũng bắt đầu bằng việc xây dựng mục tiêu đầu tư. Mục tiêu đầu tư thường phải đề cập đến 3 yếu tố cơ bản như: yêu cầu về lợi nhuận, mức độ chấp nhận rủi ro và thời hạn thu hồi vốn. Ngoài ra, mục tiêu đầu tư còn có thể đề

cập đến những hạn chế hay những ưu tiên trong hoạt động đầu tư. Mỗi nhà đầu tư dù là tổ chức hay cá nhân tùy theo những đặc thù, điều kiện hoàn cảnh cụ thể của mình có thể có những mục tiêu đầu tư rất khác nhau. Việc xây dựng mục tiêu đầu tư đóng vai trò rất quan trọng bởi vì: mục tiêu là cơ sở để xây dựng danh mục đầu tư, là cơ sở để điều chỉnh danh mục đầu tư và là căn cứ để đánh giá hiệu quả hoạt động của danh mục đầu tư.

Thứ hai, chính sách phân bổ tài sản (Asset Allocation) hợp lý: Là quyết định tỉ lệ phân bổ ngân quỹ đầu tư của nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân vào các loại tài sản đầu tư chính như: tiền mặt và các công cụ tương đương tiền mặt, các công cụ thị trường tiền tệ, trái phiếu, cổ phiếu, bất động sản... để đạt được các mục tiêu đầu tư đã đặt ra. Quyết định phân bổ tài sản là đặc biệt quan trọng, vì nó chi phối việc thực hiện của hầu hết toàn bộ danh mục đầu tư. Thậm chí có nhiều quan điểm cho rằng việc phân bổ tài sản quyết định đến hơn 50% sự thành công hay thất bại của DMĐT.

Thứ ba, lựa chọn chứng khoán (Security Selection) đầu tư: Đây là công đoạn, trong đó nhà quản trị đầu tư phải sử dụng nhiều kỹ thuật, phương pháp và chiến lược khác nhau để lựa chọn các chứng khoán cụ thể vào DMĐT. Có thể nói đây là công đoạn cuối cùng trong quy trình xây dựng DMĐT. Nhưng đây là một công việc mang tính chất liên tục, nhà đầu tư không chỉ thực hiện lựa chọn chứng khoán 1 lần duy nhất trong toàn bộ quá trình đầu tư mà còn phải thường xuyên điều chỉnh DMĐT khi thị trường có những biến động hay đưa ra quyết định mua bán kịp thời khi phát hiện có những chứng khoán bị định giá sai.

Thứ tư, lựa chọn chiến lược quản lý danh mục đầu tư hiệu quả. Trong mô hình này, việc lựa chọn chiến lược đầu tư xuất hiện với tư cách là một công đoạn độc lập trong quy trình xây dựng và quản lý DMĐT. Có quan điểm cho rằng nó thuộc công đoạn phân bổ tài sản, cũng có quan điểm cho rằng nó thuộc công đoạn lựa chọn chứng khoán. Tuy nhiên, dù là một công đoạn độc lập hay thuộc công đoạn nào thì việc lựa chọn chiến lược đầu tư vẫn là một khâu quan trọng, nó là cầu nối truyền dẫn mục tiêu đầu tư và chính sách phân bổ tài sản đến công đoạn thực hiện cụ thể là lựa chọn chứng khoán. Nó là kim chỉ nan hướng dẫn quan trọng khi tiến hành xây dựng danh mục đầu tư và toàn bộ quá trình điều chỉnh danh mục đầu tư sau đó.

Hai chiến lược được nhắc tới phổ biến nhất là chiến lược quản lý DMĐT chủ động (Active Strategy) và chiến lược quản lý DMĐT thụ động (Passive Strategy) hay sự phối hợp giữa hai chiến lược này (Mix - Strategy).

Chiến lược quản lý DMĐT chủ động (Active Strategy):

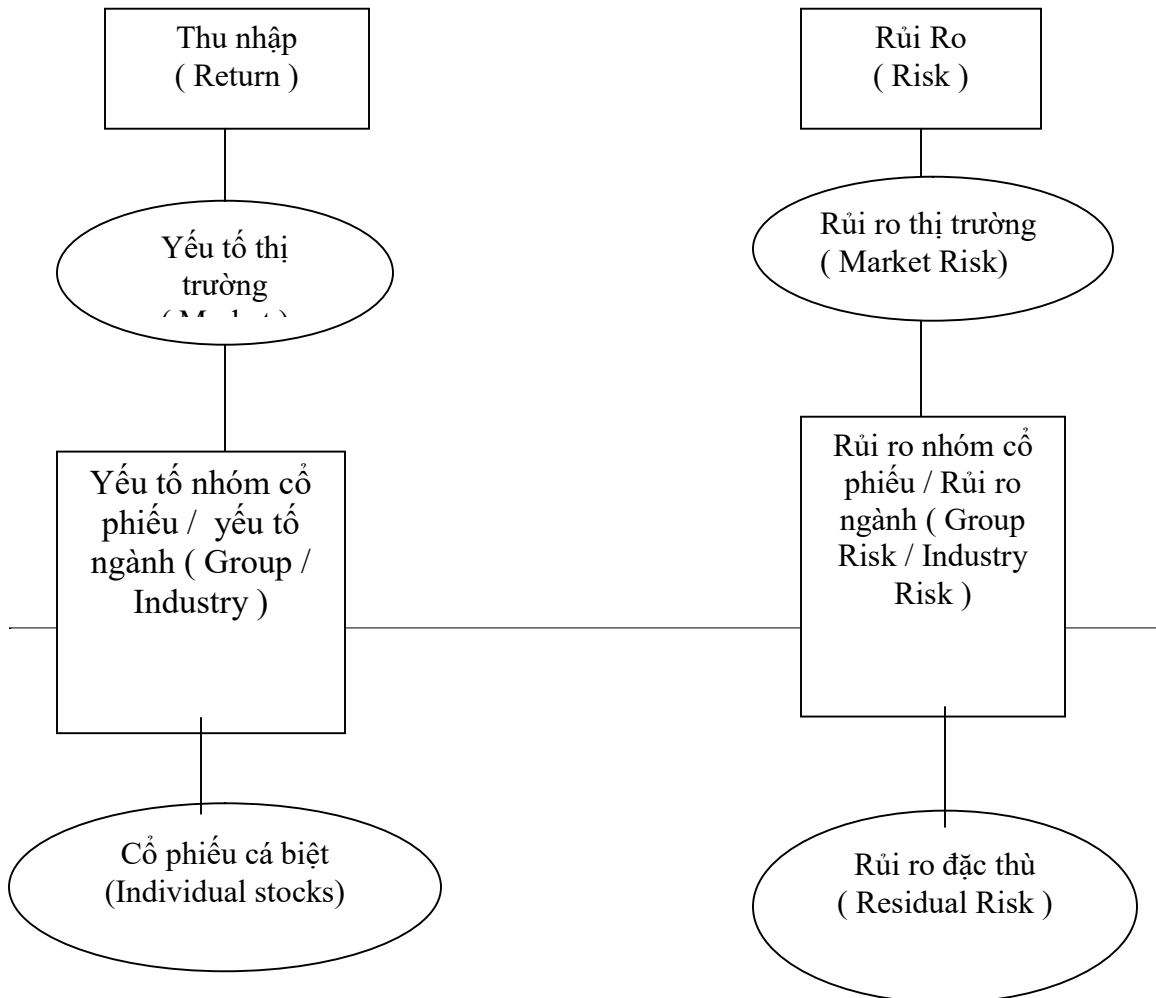
Ngược lại với chiến lược thụ động, chiến lược chủ động luôn chú trọng sử dụng các chỉ số kinh tế, tài chính, cùng các công cụ khác nhau để đưa ra các dự báo về thị trường và định giá chứng khoán, từ đó mua bán chứng khoán một cách chủ động để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn so với việc chỉ mua và nắm giữ chứng khoán.

Chiến lược quản lý danh mục đầu tư thụ động (Passive Strategy):

Chiến lược này được hiểu một cách đơn giản nhất là chiến lược mua và nắm giữ (buy - and - hold), nhà đầu tư sẽ mua và nắm giữ chứng khoán trong một thời gian dài, trong suốt thời gian đó, họ hầu như không điều chỉnh hoặc chỉ điều chỉnh một cách tối thiểu danh mục đầu tư. Chiến lược thụ động được cổ vũ bởi lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis), họ cho rằng thị trường là hiệu quả, giá cả thị trường của các cổ phiếu luôn hợp lý, nó phản ánh một cách nhanh chóng tất cả thông tin liên quan đến cổ phiếu đó, thị trường là một cơ chế định giá hiệu quả và do đó không tồn tại các chứng khoán bị định giá sai. Do vậy, không cần phải bỏ công tìm kiếm các chứng khoán bị định giá sai và mua bán chứng khoán một cách chủ động. Các nhà đầu

tư theo đuổi chiến lược thụ động thường đa dạng hóa danh mục đầu tư nhằm làm cho DMĐT của mình khớp với một chỉ số chứng khoán nào đó. Do vậy, chiến lược thụ động thường được gọi là chiến lược khớp chỉ số (Match - Index - Strategy). Chiến lược bị động thuần túy nhất chính là chiến lược khớp chỉ số một cách hoàn toàn. Theo chiến lược này nhà đầu tư sẽ chọn một chỉ số chứng khoán nào đó làm chuẩn (Benchmark) chẳng hạn như chỉ số S&P 500. Họ mua và nắm giữ tất cả các chứng khoán có trong chỉ số với tỷ trọng của mỗi chứng khoán trong danh mục đầu tư giống như tỷ trọng của các chứng khoán đó trong chỉ số. Danh mục đầu tư của họ tăng giảm đúng bằng tốc độ tăng giảm của chỉ số S&P 500, nói cách khác, nó giống như bản photocopy thu nhỏ của chỉ số S&P 500.

Trên đây là cách hiểu cơ bản về hai chiến lược quản lý danh mục đầu tư chủ động và thụ động. Tuy nhiên, để hiểu một cách có hệ thống về các chiến lược quản lý đầu tư khác nhau cũng như hai chiến lược thụ động và chủ động, chúng ta hãy xem xét sơ đồ biểu diễn mô hình các nhân tố tác động đến thu nhập và rủi ro của cổ phiếu.



Mô hình các nhân tố tác động đến lợi nhuận và rủi ro của cổ phiếu

Theo mô hình này, thu nhập của một loại cổ phiếu phụ thuộc:

- (1) Tác động của toàn bộ thị trường.
- (2) Yếu tố nhóm cổ phiếu/ yếu tố ngành.
- (3) Yếu tố đặc thù của cổ phiếu đó.

Tương tự như vậy, rủi ro của một loại cổ phiếu phụ thuộc:

- (1) Rủi ro thị trường.
- (2) Rủi ro nhóm cổ phiếu/ rủi ro ngành.
- (3) Rủi ro đặc thù của cổ phiếu.

Nhà đầu tư có thể theo đuổi các chiến lược khác nhau đối với ba nhân tố trên. Đối với hai chiến lược chủ động và thụ động, nhà đầu tư có thể theo đuổi chiến lược thụ động hoặc chủ động đối với từng yếu tố một hay kết hợp tất cả những yếu tố này. Những yếu tố của môi trường kinh tế như: tốc độ tăng trưởng, lạm phát, thất nghiệp, lãi suất... hay cả yếu tố tâm lý chung của nhà đầu tư có thể cùng tác động đến thị trường chứng khoán làm cho thị trường có những đợt tăng giảm trong ngắn hạn hoặc kéo dài theo chu kỳ. Trên thực tế, người ta thấy có một xu hướng là khi thị trường tăng thì phần lớn các loại cổ phiếu cũng có xu hướng cùng tăng và ngược lại, khi thị trường giảm thì phần lớn các loại cổ phiếu cũng có xu hướng giảm theo giống như hình ảnh của “nước nổi thuyền nổi”. Sự tăng giảm của một chứng khoán riêng lẻ dường như có mối quan hệ mật thiết với sự tăng giảm của thị trường. Đây chính là phần thu nhập hệ thống và rủi ro hệ thống mà ta đã đề cập ở phần trước. Cần lưu ý một chút về khái niệm thị trường, thị trường ở đây là khái niệm dùng để chỉ toàn bộ thị trường bao gồm tất cả các loại cổ phiếu được giao dịch trong nền kinh tế. Nhưng rõ ràng việc thống kê sự tăng giảm của tất cả các chứng khoán trên thị trường là điều không thể, do vậy, thị trường được đại diện và đo lường bằng các chỉ số chứng khoán (market index). Giống như nguyên tắc chọn mẫu trong thống kê: khi số lượng mẫu là đủ lớn, được lựa chọn hợp lý và mang tính chất tiêu biểu thì nó có thể đại diện cho toàn bộ tổng thể. Cũng giống như khi chỉ số chứng khoán có một số lượng cổ phiếu đủ lớn và gồm những công ty được lựa chọn hợp lý và tiêu biểu thì chỉ số đó có thể đại diện cho toàn bộ thị trường. Khi ta nói đến sự tăng giảm của thị trường, tức là nói đến sự tăng giảm của các chỉ số chứng khoán. Mỗi quốc gia đều có các chỉ số chứng khoán tiêu biểu. Tại Mỹ, các chỉ số chứng khoán tiêu biểu thường được sử dụng như: DJIA (Dow Jones Industrial Average), Value Line Composite Index, NYSE Composite Index, Russell 1000 Index...và đặc biệt là chỉ số Standard & Poor's 500 Composite Index. Hầu hết các nhà đầu tư chuyên nghiệp thường sử dụng một chỉ số chứng khoán tiêu biểu để làm chỉ số tham chiếu chuẩn cho danh mục đầu tư của mình.

William Sharpe đã phát triển mô hình chỉ số đơn (Single - Index - Model) mô tả mối quan hệ giữa lợi nhuận của một chứng khoán cụ thể với lợi nhuận của toàn bộ thị trường và đo lường rủi ro hệ thống của chứng khoán riêng lẻ.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + \varepsilon_i \quad (*)$$

Ta thấy, mô hình chỉ số đơn chính là mô hình hồi quy tuyến tính trong đó:

- (R_m) là thu nhập của thị trường, mà cụ thể là thu nhập của chỉ số chứng khoán được dùng làm chuẩn, đóng vai trò biến độc lập.
- (R_i) là biến phụ thuộc thể hiện thu nhập của chứng khoán cụ thể.
- Hệ số (β_i), là hệ số góc (Slope) của hàm hồi quy, thể hiện mối quan hệ giữa lợi nhuận của một chứng khoán cụ thể với lợi nhuận của toàn bộ thị trường. Hệ số beta cũng là hệ số đo lường

rủi ro hệ thống của chứng khoán, cổ phiếu có hệ số beta càng lớn thì rủi ro hệ thống càng lớn và ngược lại.

- α : Là hệ số chặn (Intercept) của mô hình, là phần lợi nhuận của chứng khoán khi lợi nhuận của thị trường bằng 0, đây có thể hiểu là phần lợi nhuận đặc thù (lợi nhuận không hệ thống của chứng khoán) của chứng khoán.

- ϵ : Sai số, thể hiện phần lợi nhuận ngẫu nhiên, chịu tác động bởi những yếu tố không được tính đến trong mô hình.

Trong khi mô hình chỉ số đơn là mô hình hồi quy sử dụng các dữ liệu quá khứ, nó cung cấp cơ sở khoa học vững chắc về mối quan hệ giữa lợi nhuận của chứng khoán riêng lẻ và lợi nhuận của thị trường, thì mô hình CAPM cũng do William Sharpe phát triển lại được dùng để ước lượng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của các chứng khoán. Ta có mô hình CAPM được biểu diễn như sau:

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

Như vậy, trong mô hình CAPM, lợi nhuận kỳ vọng một chứng khoán (\bar{R}_i) được ước trên: Lãi suất không rủi ro (R_f), thường được quy ước là lãi suất của tín phiếu kho bạc; lợi nhuận kỳ vọng của thị trường (\bar{R}_m) - lợi nhuận kỳ vọng của chỉ số chứng khoán) và hệ số beta của chứng khoán đó. Lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán chính bằng lãi suất không rủi ro (free - risk) cộng với phần bù rủi ro dựa trên cơ sở rủi ro hệ thống (hệ số beta) của chứng khoán đó. Theo mô hình CAPM, lợi nhuận kỳ vọng của những chứng khoán có hệ số beta lớn hơn sẽ có khuynh hướng tăng nhanh hơn khi lợi nhuận của thị trường tăng nhưng cũng giảm nhanh hơn khi lợi nhuận của thị trường giảm.

Ở các nước có thị trường tài chính phát triển, có những tổ chức tài chính chuyên nghiệp chuyên tính toán và cung cấp thông tin về hệ số beta. Chẳng hạn ở Mỹ, người ta có thể tìm thấy thông tin về từ hai nhà cung cấp là: Value Line Investment Survey, Standard & Poor's Stock Reports. Hệ số beta cũng phải được tính toán lại theo định kỳ để đảm bảo tính chính xác và cập nhật.

William Sharpe đã chứng minh rằng mô hình CAPM và mô hình chỉ số đơn không chỉ áp dụng được cho chứng khoán riêng lẻ mà còn có thể áp dụng được cho danh mục đầu tư. Hệ số beta của DMĐT chính bằng bình quân có trọng số của hệ số beta của các chứng khoán trong DMĐT đó với trọng số là tỷ trọng của các chứng khoán trong danh mục. Ta có công thức tính hệ số beta của DMĐT như sau:

$$\beta_p = w_1 \cdot \beta_1 + w_2 \cdot \beta_2 + \dots + w_n \cdot \beta_n = \sum_{i=1}^n w_i \cdot \beta_i$$

Với: β_p : Là hệ số beta của DMĐT

β_i : Là hệ số beta của chứng khoán i

w_i : Là tỷ trọng của chứng khoán i

Hiện nay, tại các quốc gia có thị trường tài chính phát triển, với sự ứng dụng mạnh mẽ khoa học thống kê vào lĩnh vực tài chính, các nhà đầu tư thường sử dụng hệ số beta và các thông số khác của mô hình hồi quy đã được các tổ chức chuyên nghiệp cung cấp để xây dựng danh mục đầu tư của mình. Tuy nhiên, tùy theo mục tiêu đầu tư và mức độ chấp nhận rủi ro, nhà đầu tư có thể xây dựng danh mục đầu tư có hệ số beta cao, hoặc danh mục đầu tư có hệ số beta thấp. Nhà đầu tư theo đuổi DMĐT có hệ số beta cao là nhà đầu tư mong muốn tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cao và chấp nhận rủi ro hệ thống cao. Ngược lại, nhà đầu tư theo đuổi chiến lược hệ số beta thấp mong muốn tỷ suất thu nhập kỳ vọng thấp hơn, nhưng cũng chấp nhận rủi ro hệ thống thấp hơn.

