



Ứng dụng lý thuyết hiện đại trong quản lý danh mục đầu tư

TS. PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT

Tại Việt Nam việc ứng dụng các lý thuyết hiện đại vào quản lý danh mục đầu tư còn là một vấn đề khá mới và chưa thật sự mang tính chuyên nghiệp.

Trong quá trình phát triển của nền kinh tế, tất yếu sẽ tồn tại các doanh nghiệp làm ăn rất hiệu quả. Đồng vốn dư thừa của họ sẽ có xu hướng chảy vào những lĩnh vực đầu tư hấp dẫn hơn. Đầu tư chứng khoán ra đời để giải quyết nhu cầu đó. Khi đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán, nhà đầu tư có thể đầu tư cùng một lúc vào nhiều sản phẩm khác nhau chứ không nhất thiết họ phải phụ thuộc vào một vài sản phẩm cố định như khi họ đầu tư thực. Đầu tư chứng khoán không chỉ làm mở rộng môi trường đầu tư cho các nhà đầu tư mà tự thân nó len lỏi vào từng ngõ ngách trong nền kinh tế thu hút đầu tư dòng vốn cực nhỏ cho đến nguồn lực dồi dào nhất. Tại Việt Nam việc ứng dụng các lý thuyết hiện đại vào quản lý danh mục đầu tư còn là một vấn đề khá mới và chưa thật sự mang tính chuyên nghiệp.

Tất cả các quyết định đầu tư đều được cân nhắc dưới góc độ rủi ro và tỷ suất sinh lợi mong đợi và những tác động của chúng trên giá chứng khoán cũng như kết quả tài chính cuối cùng đạt được trong quyết định đầu tư. Ở một số quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, từ rất lâu nhà đầu tư đã biết áp dụng nguyên tắc “không bỏ trứng vào cùng một giỏ”, thông qua mô hình quản lý danh mục đầu tư hiệu quả kết hợp lý luận có liên quan đến rủi ro và tỷ suất sinh lợi mong đợi (Mô hình định giá tài sản vốn - CAMP) và lý thuyết định giá chênh

lệch (APT) để lựa chọn tập hợp chứng khoán hiệu quả nhất. Để đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận của danh mục, nhà đầu tư phải đánh giá dựa trên hai yếu tố quan trọng: đó là rủi ro và tỷ suất sinh lợi. Tất cả các quyết định đầu tư đều dựa trên hai yếu tố này và những tác động của chúng đối với vốn đầu tư.

Rủi ro được xem như là khả năng xuất hiện các khoản thiệt hại về tài chính. Những chứng khoán nào có khả năng xuất hiện những khoản lỗ lớn được xem như có rủi ro cao hơn chứng khoán có khả năng xuất hiện những khoản lỗ thấp hơn. Vì vậy, rủi ro được mô tả bằng sự biến đổi của các tỷ suất sinh lợi của chứng khoán đó trong thời kỳ nghiên cứu.

Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán chịu tác động của rất nhiều yếu tố rủi ro, những yếu tố này có thể bị triệt tiêu hoàn toàn thông qua việc kết hợp danh mục đầu tư hiệu quả của nhiều chứng khoán được gọi là rủi ro không hệ thống, phần lợi nhuận mong đợi để bù đắp cho loại rủi ro này chính là phần bù rủi ro chứng khoán $\beta x (X_m - X_f)$. Loại rủi ro không thể triệt tiêu được gọi là rủi ro hệ thống, phần lợi nhuận mong đợi tương ứng với loại rủi ro này chính là tỷ suất sinh lợi phi rủi ro X_f .

Mô hình APT

Vào thập niên 1970 S.A Ross đã triển khai mô hình APT (Arbitrage pricing theory) trong việc mua bán các loại chứng khoán hàng hoá khối lượng lớn, ngoại tệ giữa các thị trường

để hưởng chênh lệch giá. Lý thuyết APT cho rằng tỷ suất sinh lợi của chứng khoán là một hàm số tuyến tính của tập hợp các yếu tố có khả năng xảy ra rủi ro đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán.

CAPM (Capital asset pricing model) được phát triển trong đầu thập kỷ 60. Thay thế cho CAPM, lý thuyết kinh doanh chênh lệch giá (APT) đã được phát triển trong thời gian gần đây. Vì mục đích của nhà đầu tư, những khác nhau giữa hai mô hình xuất phát từ cách xử lý của APT đối với sự phụ thuộc giữa tỷ suất sinh lợi của các chứng khoán. APT cho rằng tỷ suất sinh lợi của chứng khoán được tạo bởi một số các nhân tố của toàn ngành và toàn thị trường. Mối tương quan giữa một cặp chứng khoán xảy ra khi hai chứng khoán này bị ảnh hưởng bởi cùng một hay nhiều nhân tố. Ngược lại, CAPM cho phép các chứng khoán tương quan lẫn nhau, nó không chỉ rõ các nhân tố tạo ra sự tương quan này.

Cả APT và CAPM hàm ý mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ suất sinh lợi kỳ vọng và rủi ro. Theo ý kiến (có phần hơi thiên lệch) của chúng tôi, APT cho phép mối quan hệ này được phát triển theo một cách thức trực quan riêng biệt. Ngoài ra APT nhìn nhận rủi ro một cách khái quát hơn chứ không thuần túy là độ lệch chuẩn hay beta của chứng khoán tương ứng với danh mục thị trường. Vì vậy chúng tôi đưa ra cách tiếp cận này như là một sự thay thế cho CAPM.

Thành phần của mô hình: Thông tin được công bố, sự đột biến, và tỷ suất sinh lợi mong đợi.

Để cụ thể hơn, giả sử chúng ta xem xét tỷ suất sinh lợi cổ phiếu của công ty F. Điều gì sẽ xác định tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu này trong tháng tới?

Tỷ suất sinh lợi của bất kỳ cổ phiếu nào giao dịch trên thị trường tài chính cũng bao gồm 2 phần. Phần thứ nhất gọi là tỷ suất thông thường hay tỷ suất kỳ vọng của cổ phiếu mà các cổ đông trên thị trường tiên đoán hay mong đợi. Tỷ suất này phụ thuộc vào tất cả các thông tin gắn liền với cổ phiếu mà các cổ đông tiếp cận được, và nó sử dụng tất cả những hiểu biết của chúng ta về những yếu tố sẽ tác động lên cổ phiếu vào tháng tiếp theo. Phần thứ hai được gọi là tỷ suất sinh lợi rủi ro hay không chắc chắn của cổ phiếu. Thành phần này do những thông tin được hé mở trong tháng. Không thể liệt kê hết những thông tin này, ví dụ:

- Tin tức về nghiên cứu mới của công ty.
- Số liệu thống kê về GNP được chính phủ công bố.
- Phát hiện sản phẩm cùng loại của đối thủ cạnh tranh.
- Thông tin về sự tăng trưởng doanh số của công ty cao hơn dự kiến.
- Sự sụt giảm đột biến của lãi suất.

Cần thận trọng khi nghiên cứu những tác động của những thông tin kể trên hay những tin tức khác đối với tỷ suất sinh lợi. Đơn cử như chính phủ phải cung cấp số liệu về GNP hay tỷ lệ thất nghiệp cho tháng này, nhưng hiện nay các cổ động nắm được đến mức độ nào về những thông tin trên? Chắc chắn rằng vào đầu tháng các cổ đông chỉ có thể tiên đoán GNP tháng này là bao nhiêu. Trong phạm vi tiên đoán của các cổ đông về các công bố của chính phủ thì những tiên đoán này là nhân tố của tỷ suất sinh lợi mong đợi vào đầu tháng. Mặt khác, ở mức độ các công bố bất ngờ của chính phủ

và trong phạm vi tác động đến lợi nhuận của cổ phiếu, các công bố sẽ là một phần của U, phần không thể tiên liệu của tỷ suất sinh lợi.

Bất kỳ một công bố nào có thể được chia làm 2 phần, phần dự đoán hay mong đợi và phần đột biến: Công bố = Phần mong đợi + Đột biến

Phần mong đợi của bất kỳ một công bố nào là một phần của thông tin mà thị trường sử dụng để tạo lập tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu (R). Phần đột biến của thông tin tác động đến tỷ suất sinh lợi không mong đợi của cổ phiếu (U).

Các danh mục và các mô hình nhân tố

Chúng ta hãy xem điều gì sẽ xảy ra với một danh mục cổ phiếu khi mỗi cổ phiếu thành phần tuân theo mô hình một nhân tố. Để bàn luận, chúng ta sẽ chọn một tháng kế tiếp và quan sát tỷ suất sinh lợi. Lẽ ra chúng ta cũng có thể sử dụng một ngày hay một năm hay một khoảng thời gian bất kỳ. Tuy nhiên nếu là khoảng thời gian năm giữa những quyết định chúng ta nên chọn khoảng thời gian ngắn, một tháng là khung thời gian lý tưởng cần chọn.

Chúng ta sẽ tạo những danh mục từ n cổ phiếu, và sử dụng mô hình một nhân tố để đo lường rủi ro hệ thống. Do đó cổ phiếu thứ i trong danh sách sẽ có tỷ suất sinh lợi là

$$R_i = \bar{R}_i + \beta_i F + \varepsilon_i \quad (1)$$

trong đó i đại diện cho cổ phiếu thứ i. Chú ý rằng yếu tố F không có chỉ số dưới. Nhân tố đại diện cho rủi ro hệ thống có thể là sự đột biến trong GNP, hay chúng ta có thể sử dụng mô hình thị trường và chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi của S&P 500 và kỳ vọng của chúng ta về tỷ suất này, $R_{S\&P500} - \bar{R}_{S\&P500}$ làm nhân tố. Trong cả hai trường hợp, nhân tố được chọn áp dụng cho tất cả các cổ phiếu.

β_i được đặt chỉ số dưới bởi vì nó thể hiện một cách đơn nhất mà nhân tố tác động đến cổ phiếu. Để tóm tắt bàn luận của chúng ta, nếu bằng không, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu thứ i sẽ là: $R_i = \bar{R}_i + \varepsilon_i$

Với ý nghĩa rằng tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu thứ i không bị tác động bởi nhân tố, F, nếu β_i bằng không. Nếu β_i dương những biến động tăng giảm của nhân tố sẽ làm tăng giảm tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i. Ngược lại nếu β_i âm tỷ suất lợi nhuận và nhân tố sẽ vận động ngược chiều.

Bây giờ chúng ta hãy xây dựng một danh mục trong đó mỗi cổ phiếu tuân theo mô hình một nhân tố và xem điều gì sẽ xảy ra. Cho X_i là tỷ lệ chứng khoán i trong danh mục. Do X thể hiện phần đầu tư của chúng ta vào mỗi cổ phiếu nên sẽ có tổng số là 100% hay 1. Ta có:

$$X_1 + X_2 + \dots + X_N = 1$$

Chúng ta biết rằng tỷ suất sinh lợi của danh mục bằng trung bình trọng số của các tỷ suất sinh lợi của từng chứng khoán cấu thành danh mục. Ta có thể viết lại theo đại số như sau:

$$R_p = X_1 R_1 + X_2 R_2 + X_3 R_3 + \dots + X_N R_N \quad (2)$$

Chúng ta đã thấy trong phương trình (1) mỗi cổ phiếu lại bị tác động bởi cả nhân tố F và rủi ro không hệ thống ε_i . Do đó thay thế mỗi R_i từ phương trình (1) vào phương trình (2) ta có:

$$R_p = X_1(\bar{R}_1 + \beta_1 F + \varepsilon_1) + X_2(\bar{R}_2 + \beta_2 F + \varepsilon_2) + X_3(\bar{R}_3 + \beta_3 F + \varepsilon_3) + \dots + X_N(\bar{R}_N + \beta_N F + \varepsilon_N) \quad (3)$$

Phương trình cho chúng ta thấy rằng tỷ suất sinh lợi

của danh mục được xác định bởi ba tập hợp các tham số:

1. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của mỗi chứng khoán thành phần, $\bar{R}_i$
2. Tích số giữa Beta và nhân tố F, $\beta_i F$
3. Rủi ro phi hệ thống của mỗi chứng khoán, ε_i .

Chúng ta có thể viết lại phương trình (3) theo tập hợp 3 tham số như sau:

$$R_p = X_1 \bar{R}_1 + X_2 \bar{R}_2 + X_3 \bar{R}_3 + \dots + X_N \bar{R}_N + (X_1 \beta_1 + X_2 \beta_2 + X_3 \beta_3 + \dots + X_N \beta_N) F + X_1 \varepsilon_1 + X_2 \varepsilon_2 + X_3 \varepsilon_3 + \dots + X_N \varepsilon_N \quad (4)$$

Phương trình tuy khá dài dòng nhưng dễ hiểu. Hàng đầu tiên là trung bình trọng số tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của mỗi chứng khoán. Các phần tử trong ngoặc đơn của hàng thứ hai là trung bình trọng số các beta của các chứng khoán. Số trung bình này được nhân với nhân tố F. Hàng thứ ba biểu hiện trung bình trọng số rủi ro phi hệ thống của các chứng khoán.

Các danh mục và sự phân tán rủi ro

Do các nhà đầu tư thường cầm giữ các danh mục phân tán rủi ro nên phương trình (4) sẽ như thế nào trong trường hợp một danh mục lớn hay phân tán hóa rủi ro. Mặc dù chúng ta đang nói đến đầu tư chứng khoán không phải may rủi như trò chơi quay số nhưng một số nguyên lý chung vẫn được áp dụng. Mỗi chứng khoán có rủi ro phi hệ thống riêng trong đó sự đột biến không tương quan với sự đột biến của chứng khoán khác. Bằng cách đầu tư chia nhỏ trong cho mỗi chứng khoán, rủi ro phi hệ thống trung bình sẽ tiến đến không đối với một danh mục lớn. Cho dù hàng thứ ba sẽ triệt tiêu hoàn toàn trong một danh mục lớn, không có gì bất thường đối với hàng thứ nhất và hàng thứ hai. Hàng thứ nhất vẫn là trung bình trọng số tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của các chứng khoán được chọn vào danh mục. Do không có sự đột biến nào ở hàng thứ hai nên chúng ta không thể phân tán hóa nhằm triệt tiêu hàng này. Các phần tử trong ngoặc đơn của hàng thứ hai vẫn là trung bình trọng số của các beta. Chúng vẫn không bị triệt tiêu khi chúng ta tăng số lượng các chứng khoán. Bởi vì nhân tố F không bị ảnh hưởng bởi sự gia tăng các chứng khoán trong danh mục nên hàng thứ hai không thể bị triệt tiêu.

Tại sao hàng thứ ba bị triệt tiêu trong khi hàng thứ hai thì không mặc dù cả hai hàng đều biểu hiện sự không chắc chắn? Điểm mấu chốt là có nhiều rủi ro phi hệ thống ở hàng thứ 3. Do bởi những rủi ro này độc lập với nhau nên tác động của phân tán hóa càng lớn khi chúng ta chọn thêm nhiều chứng khoán vào danh mục. Danh mục này càng ít rủi ro hơn và tỷ suất sinh lợi trở nên chắc chắn hơn. Tuy nhiên rủi ro hệ thống tác động đến mọi chứng khoán do nó nằm ngoài ngoặc đơn trong hàng thứ hai. Do nhà đầu tư không thể tránh được nhân tố này khi đầu tư vào nhiều chứng khoán nên sự phân tán hóa không thể diễn ra trong hàng này.



Ảnh Hòa Tân

Cần lưu ý rằng rủi ro trong một danh mục lớn và phân tán hóa đúng mức là các rủi ro hệ thống bởi vì rủi ro phi hệ thống đã bị phân tán hóa hoàn toàn. Có một sự ngẫm hiểu rằng khi một cổ đông sử dụng phân tán hóa đầy đủ quan tâm đến việc nắm giữ một cổ phiếu nào đó thì anh ta có thể bỏ qua rủi ro phi hệ thống của chứng khoán đó. Các cổ phiếu cũng như một danh mục không có rủi ro phi hệ thống. Cũng như chúng ta không nói rằng rủi ro phi hệ thống sẽ không tác động gì đến tỷ suất sinh lợi của chúng. Cổ phiếu luôn có rủi ro phi hệ thống và tỷ suất sinh lợi thực tế của nó phụ thuộc vào rủi ro phi hệ thống. Tuy nhiên do rủi ro này triệt tiêu lẫn nhau trong một danh mục được phân tán đúng mức các cổ đông có thể bỏ qua rủi ro phi hệ thống này khi họ quan tâm đến việc có hay không chọn một cổ phiếu vào danh mục. Do đó nếu các cổ đông bỏ qua rủi ro phi hệ thống chỉ còn rủi ro hệ thống của một cổ phiếu được liên hệ với tỷ suất sinh lợi của nó.

Một danh mục lớn, phân tán không có rủi ro phi hệ thống bởi vì rủi ro phi hệ thống của mỗi chứng khoán đã được phân tán hoàn toàn. Giả định có đủ chứng khoán để danh mục thị trường được phân tán đúng mức và không có chứng khoán nào có tỷ lệ áp đảo trên thị trường, danh mục này được phân tán hoàn toàn và không có rủi ro phi hệ thống. Nói cách khác, danh mục thị trường có tương quan hoàn toàn với nhân tố đơn, nghĩa là danh mục thị trường là phiên bản to hoặc nhỏ hơn về quy mô của nhân tố. Sau khi mô phỏng với tỷ lệ thích hợp chúng ta có thể xem danh mục thị trường như là nhân tố.

Trong quản lý danh mục đầu tư Mô hình định giá chứng khoán vốn và lý thuyết kinh doanh chênh lệch giá CAPM và APT là hai mô hình có thể thay thế lẫn nhau của rủi ro và tỷ suất sinh lợi. Thật quan trọng nếu ta quan tâm đến sự khác nhau giữa hai mô hình cả về lý luận lẫn ứng dụng trong thực tế.

Khác nhau về lý luận

Mô hình CAPM mang đến cho chúng ta lý thuyết về những tập hợp hiệu quả. Cách hành xử này bắt đầu từ trường hợp của hai chứng khoán rủi ro cho đến trường hợp nhiều chứng khoán và kết thúc khi một chứng khoán phi rủi ro được

kết hợp với nhiều chứng khoán rủi ro có giá trị rất lớn về mặt trực giác. Cách trình bày này không dễ gì đạt được đối với APT.

Tuy nhiên, APT cũng có một lợi điểm đối trọng. Mô hình cộng thêm các yếu tố cho đến khi rủi ro phi hệ thống của bất kỳ một chứng khoán không tương quan với rủi ro phi hệ thống của mỗi chứng khoán còn lại. Với công thức này, nó dễ dàng được chỉ ra rằng (1) rủi ro phi hệ thống giảm đều (và cuối cùng triệt tiêu) khi số lượng các chứng khoán trong danh mục tăng nhưng (2) rủi ro hệ thống không tăng. Điều này cũng được chỉ ra trong CAPM mặc dù về mặt trực giác có mờ nhạt hơn do các rủi ro phi hệ thống có thể tương quan lẫn nhau giữa các chứng khoán.

Khác nhau trong ứng dụng

Một trong những lợi thế của APT là nó có thể xử lý đa nhân tố trong khi CAPM bỏ qua chúng. Mặc dù rất nhiều các trình bày của chúng tôi trong chương này tập trung vào mô hình một nhân tố nhưng mô hình đa nhân tố có lẽ phản ánh thực tế nhiều hơn. Có nghĩa rằng ta phải lấy ra từ các nhân tố của toàn thị trường và toàn ngành trước khi rủi ro phi hệ thống của một chứng khoán tương quan với rủi ro phi hệ thống của các chứng khoán khác. Ở dạng đa nhân tố của APT, mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi và rủi ro có thể được biểu hiện như sau:

$$\bar{R} = R_F + (\bar{R}_1 - R_F) \beta_1 + (\bar{R}_2 - R_F) \beta_2 + (\bar{R}_3 - R_F) \beta_3 + \dots + (\bar{R}_K - R_F) \beta_K \quad (5)$$

Trong phương trình này β_1 ký hiệu cho beta của chứng khoán ứng với nhân tố thứ nhất, β_2 ký hiệu cho beta của chứng khoán ứng với nhân tố thứ hai và tiếp diễn như vậy. Ví dụ nếu nhân tố thứ nhất là GNP thì β_1 là beta GNP của chứng khoán. Ký hiệu là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của chứng khoán (hay danh mục) mà có beta ứng với nhân tố thứ nhất là 1 và có beta ứng với các nhân tố khác bằng 0. Do thị trường bù đắp cho rủi ro nên $(R_1 - R_F)$ sẽ dương trong trường hợp bình thường. Phương trình này thể hiện tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của chứng khoán liên quan đến beta của chứng khoán tương ứng với mỗi nhân tố. Ý nghĩa của phương trình (5) rất đơn giản. Mỗi nhân tố đại diện cho một rủi ro không thể phân tán hóa hoàn toàn. Beta của chứng khoán tương ứng với một nhân tố càng cao thì rủi ro của chứng khoán phải gánh chịu càng cao. Phương trình trên thể hiện tỷ suất sinh lợi là tổng của lãi suất phi rủi ro cộng với phần đền bù cho mỗi loại rủi ro mà chứng khoán phải gánh chịu.

Do rất nhiều nhân tố xuất hiện APT có khả năng tiềm ẩn đo lường tỷ suất sinh lợi kỳ vọng chính xác hơn CAPM. Tuy nhiên như chúng tôi đã đề cập ta không thể xác định dễ dàng đâu là nhân tố thích hợp. Các nhân tố của ví dụ trên được sử dụng vì cả hai lý do thuận tiện và dễ hiểu. Chúng không được suy ra từ lý thuyết.

Cách tiếp cận thực nghiệm đối với định giá chứng khoán

Các mô hình thực nghiệm CAPM và APT không làm giảm đi chút nào các mô hình và các phương pháp sử dụng trong thực tế để đo lường tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của chứng khoán. Cả CAPM và APT là những mô hình dựa vào rủi ro. Mỗi mô hình đo lường rủi ro của chứng khoán bằng beta của

nó tương ứng với một nhân tố hệ thống và luận giải rằng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng phải tỷ lệ với beta. Mặc dù chúng ta nhận thấy điều này có một sức hút hiển nhiên và có nền tảng vững chắc về lý thuyết, nhưng vẫn còn những cách tiếp cận khác.

Hầu hết các cách tiếp cận đó có thể được gộp chung lại dưới một tên gọi chung là những phương pháp tham số hay thực nghiệm. Thuật ngữ thực nghiệm đề cập đến một thực tế rằng những cách tiếp cận này ít dựa vào các lý thuyết về sự vận động của thị trường tài chính mà chỉ đơn thuần dựa vào các trạng thái lặp lại và các liên hệ trong quá khứ của dữ liệu thị trường. Trong các cách tiếp cận này nhà nghiên cứu định rõ những tham số hay các đặc tính liên đới với các chứng khoán rồi khảo sát trực tiếp dữ liệu nhằm tìm mối liên hệ giữa những đặc tính này và tỷ suất sinh lợi kỳ vọng. Đơn cử như có rất nhiều các nghiên cứu đã được thực hiện về mối liên quan giữa tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của công ty và quy mô của nó. Có đúng hay không những công ty nhỏ có tỷ suất lợi kỳ vọng cao hơn những công ty lớn? Những nhà nghiên cứu đã khảo sát các tỷ số tài chính khác nhau như tỷ số giữa giá cổ phần và thu nhập giữ lại, P/E, và tỷ số có quan hệ gần gũi là tỷ số giữa giá trị thị trường và của chứng khoán và giá trị sổ sách của công ty, M/B. Từ đây có thể có một tranh luận rằng những công ty với tỷ số P/E hoặc M/B thấp bị định giá thấp và có thể được kỳ vọng có tỷ suất sinh lợi cao hơn trong tương lai.

Nhằm sử dụng các tiếp cận thực nghiệm để xác định tỷ suất sinh lợi kỳ vọng, chúng ta phải ước lượng phương trình sau:

$$\bar{R}_i = R_F + k_{P/E} (P/E)_i + k_{M/B} (M/B)_i + k_{size} (size)_i$$

trong đó là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của công ty i , và các hệ số k là hệ số tương quan mà chúng ta đã ước lượng từ dữ liệu của thị trường. Chú ý rằng đây là một dạng tương tự phương trình trên trong đó các đặc tính của công ty đóng vai trò beta và hệ số k trong vai trò nhân tố chênh lệch tỷ suất sinh lợi của danh mục.

Khi chúng ta kiểm chứng số liệu, các phương thức tiếp cận tham số tỏ ra vận hành rất tốt. Thật vậy, khi so sánh giữa việc sử dụng các tham số và việc sử dụng beta để dự đoán tỷ suất sinh lợi kỳ vọng các tham số như P/E và M/B tỏ ra hữu hiệu hơn. Có nhiều giải thích khả dĩ cho các kết quả này, và vấn đề vẫn chưa được luận giải hoàn toàn. Những nhà phê bình về cách tiếp cận thực nghiệm rất thận trọng đối với cái mà họ gọi là sự đào bới dữ liệu. Những tham số mà nhà nghiên cứu sử dụng thường được chọn bởi vì chúng đã được biết có liên quan đến tỷ suất sinh lợi. Chúng ta thấy rằng bất kỳ những mối liên hệ nào như vậy là do ngẫu nhiên nhưng nếu bạn tìm kiếm đủ lâu và có đủ các chọn lựa bạn có thể tìm thấy cái mà thậm chí như không phải như vậy. Nó cũng khá giống với việc nhìn lên các đám mây. Sau một lúc bạn sẽ thấy các đám mây trông giống bất kỳ thứ gì bạn muốn như anh hề, gấu, hay bất kỳ thứ gì, nhưng tất cả những gì bạn đang làm là gọi là đào bới dữ liệu. Không cần phải nói những nhà nghiên cứu các vấn đề trên bảo vệ công việc của họ bằng tranh luận rằng họ không hề đào bới dữ liệu và họ đã rất cẩn thận tránh những cạm bẫy qua việc chúm mũi vào dữ liệu để xem việc gì sẽ xảy ra.

(Xem tiếp trang 58)

vụ điện thoại tiền xu trên toàn quốc mà còn nghiên cứu đưa vào hoạt động cả hệ thống máy bán hàng tự động". Tương tự, Saigon Postel cho biết sẽ lắp đặt vài chục máy điện thoại tiền xu nếu hệ thống thử nghiệm hiện nay của công ty cho kết quả tốt. Song nếu nhà cung cấp máy bán hàng tự động cứ trông chờ vào sự phổ dụng của tiền xu và tiền xu lại chờ đợi vào máy bán hàng tự động thì không biết tới bao giờ

hài bên mới có thể đi tới đích là tiếp cận được với người tiêu dùng? Vì vậy, tất yếu phải có một trong 2 bên này tiên phong.

Có thể nói, xét trong dài hạn, việc sử dụng tiền kim loại sẽ mang lại rất nhiều lợi ích cho toàn xã hội. Dù cho tiền kim loại nặng, khó đếm hơn tiền giấy thì đó cũng không thể là lý do để bỏ qua những tiện ích khác của tiền kim loại, như bền và sạch hơn tiền giấy, thúc đẩy sự phát

triển của các loại hình dịch vụ thương mại tự động hoá, đồng thời tiết kiệm chi phí in, đúc, phát hành tiền của ngân sách nhà nước. Do vậy, Ngân hàng Nhà nước cần tiếp tục tuyên truyền, giải thích rộng rãi để công chúng hiểu rõ hơn các lợi ích của việc lưu hành tiền kim loại thay cho tiền giấy mệnh giá nhỏ, đẩy mạnh việc thu hồi, đổi các loại tiền giấy không đủ tiêu chuẩn lưu thông và sớm có lộ trình cụ thể về việc đình

chỉ lưu hành các loại tiền giấy mệnh giá nhỏ và sớm thay thế hoàn toàn bằng tiền kim loại. Được biết, hiện nay hệ thống các siêu thị, trung tâm thương mại cũng như một vài điểm thanh toán công cộng đã chấp nhận tiền xu. Mong rằng, với nỗ lực của mỗi người dân, mỗi cá nhân, đồng tiền này sẽ sớm trở lại thời kỳ thịnh vượng của những năm cuối thập kỷ 70 và đầu những năm của thập kỷ 80 ■

(Tiếp theo trang 22)

Ứng dụng lý thuyết ...

Dĩ nhiên, như là một vấn đề về lý thuyết thuần túy, vì bất kỳ ai trên thị trường có thể dễ dàng truy tìm được tỷ số P/E của các công ty, anh ta chắc chắn sẽ không mong đợi những công ty với P/E thấp hoạt động tốt hơn những công ty có tỷ số này cao đơn giản chỉ vì các công ty này bị định giá thấp. Trong một thị trường hoàn hảo, những tính toán của công chúng về định giá thấp sẽ nhanh chóng bị phá vỡ và không trong mong có thể tồn tại.

Có lẽ giải pháp tốt hơn cho sự thành công của phương thức tiếp cận thực nghiệm nằm ở sự tổng hợp giữa các cách tiếp cận dựa vào rủi ro và bản thân phương thức thực nghiệm. Trong thị trường hoàn hảo, rủi ro và tỷ suất sinh lợi có liên hệ với nhau, do có thể các tham số hoặc những đặc tính thể hiện liên quan đến tỷ suất sinh lợi cũng đồng thời là công cụ đo lường rủi ro tốt hơn. Ví dụ, nếu giả sử chúng ta tìm thấy rằng các công ty với P/E thấp lại hoạt động tốt hơn các công ty có P/E cao và điều này thậm chí đúng cho các công ty có cùng beta, thì chúng ta có thể có ít nhất hai cách giải thích. Một là, chúng ta có thể đơn thuần vứt bỏ các lý thuyết dựa trên rủi ro vì chúng không đúng. Hơn nữa chúng ta có thể tranh luận rằng các thị trường không hoàn hảo và mua cổ phiếu của công ty có P/E thấp cho chúng ta

cơ hội kiếm lời nhiều hơn tỷ suất sinh lợi dự kiến. Hai là, ta có thể tranh luận rằng cả hai cách nhìn đều đúng và P/E thật sự chỉ là cách tốt hơn để đo lường rủi ro hệ thống hơn là ước lượng beta trực tiếp từ dữ liệu.

Các kiểu danh mục

Các đặc tính của cổ phiếu ngoài việc được sử dụng làm nền tảng cho việc ước lượng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng chúng còn được sử dụng rộng rãi như là một cách mô tả phong cách quản lý vốn đầu tư. Ví dụ một danh mục có tỷ số P/E vượt mức trung bình của thị trường có thể được mô tả như danh mục P/E cao hay danh mục cổ phiếu tăng trưởng. Tương tự, một danh mục được hình thành với P/E trung bình thấp hơn nhiều so với P/E của một chỉ số thị trường có thể được coi là danh mục P/E thấp hay danh mục có giá.

Để đánh giá một nhà quản lý danh mục làm việc tốt ra sao, thường hiệu quả của anh ta được so sánh với kết quả của vài chỉ số cơ bản. Ví dụ tỷ suất sinh lợi danh mục của một nhà quản lý mua cổ phiếu mệnh giá lớn của các công ty Mỹ có thể được so sánh với chỉ số S&P 500. Trong trường hợp này chỉ số S&P 500 được xem là cột mốc so sánh với những hiệu quả đã được tính toán. Tương tự như vậy hiệu quả của một nhà quản lý quốc tế có thể được so sánh với chỉ số của các cổ phiếu quốc tế. Trong việc chọn lựa mốc so sánh thích hợp cần thận trọng xác định cột mốc so

sánh chỉ chứa đựng những loại cổ phiếu mà nhà quản lý hướng đến như là đại diện cho phong cách của anh ta và có sẵn để mua. Một nhà quản lý đã được bảo rằng không mua bất kỳ chứng khoán nào có trong chỉ số S&P 500 thì không có lý do gì bị so sánh với chỉ số này.

Hơn nữa các nhà quản lý không chỉ bị so sánh với chỉ số mà còn với những nhóm các nhà quản lý tương đương. Hiệu quả của một quỹ đầu tư như đã quảng cáo là một quỹ tăng trưởng có thể được so sánh với hiệu quả của một mẫu lớn các quỹ tương tự. Đơn cử như hiệu quả trong một giai đoạn thường được phân chia thành bốn nhóm. Các quỹ thuộc nhóm 25% trên cùng ở phần tư thứ nhất, 25% kế tiếp nằm ở phần tư thứ hai, 25% kế đến nằm ở phần tư thứ ba, và nhóm các quỹ có hiệu quả kém nhất nằm ở phần tư cuối cùng. Nếu một quỹ được xem xét có hiệu quả nằm trong nhóm phần tư thứ hai thì ta gọi nhà quản lý đó là nhà quản lý cấp phần tư thứ hai. Cũng giống như vậy, chúng ta gọi một quỹ mua cổ phiếu có M/B thấp là quỹ có giá và sẽ so sánh hiệu quả của nó với mẫu các quỹ có giá tương đương. Các cách tiếp cận này về việc đo lường hiệu quả là tương đối mới, và chúng là một phần của những cố gắng tích cực và thú vị nhằm tinh lọc khả năng xác định và sử dụng các kỹ năng đầu tư của chúng ta ■