

CHƯƠNG 10

QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ

10.1. LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ (EFFICIENT MARKET THEORY) VÀ TÍNH NGẪU NHIÊN (RANDOM WALKS) CỦA THỊ TRƯỜNG.

a. Lý thuyết thị trường hiệu quả

Thị trường hiệu quả được hiểu theo ba khía cạnh: Phân phối hiệu quả, hoạt động hiệu quả và thông tin hiệu quả. Một thị trường chỉ được coi là hiệu quả hoàn toàn khi nó đồng thời đạt được hiệu quả trên cả ba mặt trên.

- Thị trường được coi là có hiệu quả về mặt phân phối khi các nguồn tài nguyên khan hiếm được phân phối để sử dụng một cách tốt nhất. Điều này có nghĩa là chỉ những người trả giá cao nhất cho các nguồn tài nguyên đó mới giành được quyền sử dụng chúng. Đối với thị trường vốn và thị trường chứng khoán, vai trò của nó là phân phối các nguồn vốn có thể đầu tư sao cho có hiệu quả nhất.

- Thị trường được coi là hiệu quả về mặt hoạt động khi các chi phí giao dịch trong thị trường đó được quyết định theo quy luật cạnh tranh. Nói cách khác, thị trường này được đặt trong môi trường cạnh tranh giữa các nhà tiếp thị và nhà môi giới kiếm lợi nhuận thông thường (không phải lợi nhuận độc quyền) thông qua các hoạt động của mình. Khi chi phí giao dịch bằng 0 thì thị trường được coi là hiệu quả. Tuy nhiên trên thực tế, các thị trường sẽ không tồn tại nếu hoạt động của những người vận hành thị trường không được bù đắp.

- Thị trường được coi là hiệu quả về mặt thông tin nếu thị giá hiện hành phản ánh đầy đủ và tức thời tất cả các thông tin có ảnh hưởng tới thị trường.

Tuy ba mặt cấu thành của thị trường hiệu quả có sự gắn bó và phụ thuộc lẫn nhau, nhưng trong lý thuyết thị trường hiệu quả, người ta giả định là thị trường chứng khoán có hiệu quả về mặt phân phối và hoạt động; Vì vậy, chúng ta chỉ xét thị trường này trong điều kiện hiệu quả về mặt thông tin. Khi nói đến thị trường hiệu quả thì đồng nghĩa với quan điểm là thị trường hiệu quả về mặt thông tin.

Từ đó, giả thiết về thị trường hiệu quả được phát biểu như sau: Thị trường hiệu quả là thị trường trong đó giá cả của chứng khoán đã phản ánh đầy đủ tức thời tất cả các thông tin hiện có trên thị trường. Khi giả thiết này đúng có nghĩa là giá cả chứng khoán được xác định tại mức công bằng và phản ánh đầy đủ thông tin hiện có trên thị trường; việc giá tăng hay giảm là do và chỉ do nó phản ứng đối với các thông tin mới. Mà theo định nghĩa, thông tin mới là các thông tin không thể dự đoán được. Do vậy, sự thay đổi về giá chứng khoán do tác động của các thông tin mới cũng là không thể dự đoán được. Tức là, giá chứng khoán thay đổi một cách ngẫu nhiên và không dự đoán được.

Tuy nhiên cần phân biệt tính ngẫu nhiên của biến động giá với sự bất hợp lý về mức giá. Nếu giá cả được hình thành một cách hợp lý thì chỉ những thông tin mới làm giá đó thay đổi.

b. Học thuyết về tính ngẫu nhiên (Random Walk)

Giả sử Kendall khám phá ra rằng giá của cổ phiếu có thể dự đoán được trước và có thể sử dụng phương pháp của ông để dự đoán được giá cổ phiếu, thì các nhà đầu tư sẽ nhanh chóng tìm cách đạt được lợi nhuận bằng cách mua khi giá có khuynh hướng tăng và bán khi giá có khuynh hướng giảm. Nhưng trong thực tiễn, tình trạng này không thể tồn tại một cách lâu dài. Sự phán đoán về khả năng tăng giá trong tương lai sẽ ngay lập tức làm giá hiện tại tăng. Nói một cách khác, giá cổ phiếu sẽ phản ánh ngay đối với bất kỳ thông tin mới nào được tiềm ẩn trong dự đoán của mô hình.

Một cách khái quát, người ta có thể thấy rằng: bất cứ một thông tin nào được sử dụng để dự đoán diễn biến của cổ phiếu đã được phản ánh hoàn toàn trong giá của cổ phiếu đó. Chừng nào còn có những thông tin khác chỉ ra rằng giá cổ phiếu đang bị đánh giá dưới giá trị, các nhà đầu tư sẽ đổ xô vào việc mua chứng khoán này và ngay lập tức giá cổ phiếu sẽ được đẩy lên ở mức hợp lý mà tại đó lợi suất của nó đúng bằng lợi suất bình thường đủ để bù đắp cho rủi ro của cổ phiếu đó.

Nhưng, giả thiết rằng tất cả những thông tin ta đều có thể tiếp cận được, giá của cổ phiếu chỉ tăng hay giảm khi xuất hiện những thông tin được coi là mới. Những thông tin mới là thông tin không thể dự đoán được. Nếu là loại thông tin dự đoán được thì dự đoán đó đã sẵn sàng được phản ánh vào trong giá cổ phiếu ngày hôm nay. Vì vậy, giá của cổ phiếu khi nhận được những thông tin mới cũng sẽ thay đổi không thể dự đoán được.

Đây chính là cốt lõi của lý luận cho rằng giá của cổ phiếu diễn biến một cách ngẫu nhiên (Random Walk).

Cần thiết phân biệt tính ngẫu nhiên của việc thay đổi giá với tính không hợp lý trong mức giá. Nếu giá được xác lập một cách hợp lý thì chỉ những thông tin mới mới tạo ra thay đổi giá. Vì vậy tính ngẫu nhiên sẽ là kết quả tất yếu của giá khi giá này đã bao hàm tất cả những thông tin hiện tại. Nếu giá của cổ phiếu có thể dự đoán được thì đây là bằng chứng thị trường không hiệu quả bởi vì các thông tin chưa được phản ánh vào trong giá. Vì vậy, một thị trường được coi là hiệu quả nếu giá của cổ phiếu phản ánh tất cả các thông tin hiện có trên thị trường.

c. Các hình thái của thị trường hiệu quả

Sự phân chia thành các hình thái của thị trường hiệu quả là dựa trên mức độ khác nhau của tiêu thức mà những thông tin có thể nhận được. Có ba loại hình thái:

- Hình thái yếu (Weak Form)
- Hình thái trung bình (Semi strong form)
- Hình thái mạnh (Strong Form)
- Hình thái yếu của thị trường.

Hình thái này xuất hiện với giả thiết rằng giá cả của chứng khoán đã phản ánh đầy đủ và kịp thời những thông tin trong quá khứ về giao dịch của thị trường như khối lượng giao dịch, giá cả chứng khoán...

Chúng ta hãy xem xét một thí dụ. Giả sử thị trường tồn tại một quy luật trong quá khứ như sau: giá của chứng khoán giảm vào ngày giao dịch cuối cùng của năm và tăng lên vào trong ngày giao dịch đầu tiên của năm mới. Dưới những giả thuyết của hình thái yếu, thị trường sẽ nhanh chóng nhận thức điều này và các nhà đầu tư sẽ đồng loạt mua chứng khoán vào ngày cuối năm để bán chúng vào ngày đầu tiên của năm sau. Vì vậy ngay lập tức quy luật cung cầu sẽ gây sức ép buộc giá cả trở về trạng thái cân bằng và xóa bỏ hiện tượng này.

Khi dạng hình thái yếu của thị trường tồn tại thì các nhà phân tích kỹ thuật trở nên bị vô hiệu hóa. Một nhà phân tích kỹ thuật thường theo dõi sự thay đổi của giá cổ phiếu qua một loạt các thời điểm khác nhau. Nếu họ nhận ra sự biến động giá tuân theo một số dạng nhất định, các nhà phân tích

kỹ thuật sẽ dự đoán rằng điều này sẽ được lặp lại theo cùng quy luật trong tương lai. Để làm được điều này, các nhà phân tích sử dụng các phương pháp phân tích để phân tích giá cả quá khứ của cổ phiếu rồi từ đó dự đoán cho giá trong tương lai. Tuy nhiên, nếu trường hợp hình thái yếu của thị trường tồn tại thì không có bất kỳ những thông tin nào trong quá khứ có tác dụng để dự đoán cho tương lai. Bất cứ một thông tin nào có được trong quá khứ đều đã được nghiên cứu bởi hàng nghìn các nhà phân tích trên thị trường. Những chuyên gia này đã hành động theo cách mà họ đã tìm ra và điều này rất nhanh được phản ánh trong giá cổ phiếu. Giả sử những thông tin này chứa đựng những dấu hiệu về tương lai, tất cả các nhà đầu tư sẽ tìm cách để khai thác triệt để dấu hiệu này. Cuối cùng, những thông tin này trở thành sự hiểu biết của tất cả công chúng và do vậy giá của cổ phiếu sẽ nhanh chóng được điều chỉnh thăng bằng lại.

- **Hình thái trung bình của thị trường**

Hình thái này nhận định rằng giá cả của chứng khoán đã phản ánh tất cả những thông tin liên quan đến công ty đã công bố ra đối với công chúng. Ngoài những thông tin trong quá khứ, những thông tin cơ bản của công ty mà công chúng đầu tư có thể dễ dàng thu được như năng lực sản xuất, chất lượng quản lý, bảng tổng kết tài sản, bí quyết sản xuất, dự đoán thu nhập, mô hình kế toán, những thông tin cần thiết của các công ty đang cạnh tranh và những dự đoán khác về hoạt động và tình hình tài chính ... đều đã được phản ánh trong giá của cổ phiếu. Nếu bất cứ nhà đầu tư nào đều có được những thông tin từ nguồn thông tin đại chúng thì tức là nó đã sẵn sàng được phản ánh trong giá của chứng khoán. Ngoài ra, những thông tin mang tính chất dự đoán như các đánh giá dự báo, tin đồn - đều được nhà đầu tư đưa vào để xác định giá cả.

Nếu hình thái trung bình của thị trường tồn tại, không có hình thức phân tích nào (kể cả phân tích kỹ thuật lẫn cơ bản) có khả năng đem lại cho nhà đầu tư lợi nhuận siêu ngạch nếu việc phân tích chỉ dựa trên những số liệu từ nguồn được công bố r công chúng và những thông tin dự đoán mà cả thị trường đều biết. Thí dụ, một nhà phân tích sử dụng bảng tổng kết tài sản

của công ty nhằm tìm kiếm lợi nhuận siêu ngạch sẽ không thể mang lại kết quả như mong muốn bởi lẽ những thông tin dạng này thì dễ dàng kiếm được bởi hàng nghìn các nhà phân tích trên thị trường. Hành động của các nhà phân tích này nhanh chóng làm giá cả chứng khoán được điều chỉnh để phản ánh những thông tin cần biết trong bảng tổng kết tài sản. Quá trình tương tự như vậy cũng sẽ diễn ra cho tất cả các thông tin khác đã được công chúng. Như vậy, nếu tồn tại hình thái hiệu quả trung bình thì cả hai dạng phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật sẽ bị vô hiệu hóa.

- **Hình thái mạnh thị trường**

Hình thái này cho rằng giá của cổ phiếu đã phản ánh tất cả những thông tin cần thiết có liên quan đến công ty thậm chí cả những thông tin nội gián.

Điều này nói lên rằng các thị trường phản ứng nhanh với bất kỳ thông tin nào, kể cả những thông tin mang tính chất nội bộ hay cá nhân, làm cho khả năng tìm kiếm lợi nhuận siêu ngạch là khó xảy ra. Như vậy, hình thái này cũng không cho phép tồn tại phân tích kỹ thuật lẫn cơ bản.

Về vấn đề này, có nhiều quan điểm không đồng nhất. Một số ý kiến có thể tranh luận rằng chỉ có một bộ phận nhỏ những cá nhân có thể có được những thông tin quan trọng trước khi chúng được công bố ra công chúng, do đó họ có thể sẽ thu được lợi nhuận siêu ngạch. Nhưng trên thực tế, hầu như ở tất cả các nước, những hành động như vậy bị coi là vi phạm pháp luật. Do vậy hình thái này khó đứng vững.

10.2. MỘT SỐ VẬN DỤNG CỦA THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ TRONG XÂY DỰNG CHÍNH SÁCH ĐẦU TƯ

10.2.1. Phân tích kỹ thuật

Thuyết thị trường hiệu quả cho rằng phương pháp phân tích kỹ thuật sẽ không có giá trị.

Các nhà phân tích kỹ thuật dựa vào việc theo dõi quá trình thay đổi giá chứng khoán trong quá khứ cũng như hiện tại để tìm ra sự vận động mang tính chu kỳ rồi từ đó giả thuyết rằng ngân sách sẽ xảy ra trong tương lai. Vấn đề là mọi thông tin trong quá khứ và khối lượng giao dịch đều đã được công chúng biết đến. Vì vậy, mọi cố gắng để tìm kiếm thông tin từ việc phân

tích giá quá khứ đã được cộng vào trong giá của cổ phiếu. Các nhà đầu tư cạnh tranh để khai thác những tin tức này sẽ đưa mức giá trở lại cân bằng của thị trường hoặc là tại mức này, nhà đầu tư chỉ có thể kiếm được lợi nhuận đủ để bù đắp cho những rủi ro có thể gặp phải.

10.2.2. Phân tích cơ bản

Phương pháp phân tích cơ bản là phương pháp định giá cho cổ phiếu trên cơ sở nghiên cứu và phân tích các triển vọng của công ty như triển vọng về kinh doanh, tài chính từ đó đưa ra các ước đoán về thu nhập; trả cổ tức; dự đoán biến phân tích cơ bản là xác định giá trị nội tại của mỗi cổ phần và sau đó so sánh chúng với thị giá của chứng khoán đó. Nếu giá trị thực của chúng vượt quá thị giá của cổ phiếu thì các nhà phân tích sẽ khuyên bạn nên mua loại cổ phiếu đó và ngược lại.

Tuy vậy, lý thuyết về thị trường hiệu quả khẳng định phân tích cơ bản không có giá trị. Nếu các nhà phân tích dựa trên những thông tin mà công chúng đầu tư có thể biết được, thì mọi cố gắng phân tích của họ sẽ bị những nhà đầu tư khác làm mất tính cạnh tranh. Trên thị trường có rất nhiều các nhà đầu tư và giả định là tất cả các nhà đầu tư đều có cùng chung các thông tin có thể tìm kiếm được trên thị trường. Nếu thị trường là hiệu quả, mọi thông tin này đều đã được phản ánh trong giá. Chỉ có các nhà đầu tư suất xác nhất mới có thể thành công trong cuộc cạnh tranh này.

10.2.3. ứng dụng vào quản lý danh mục đầu tư?

Cạnh tranh trên thị trường là vô cùng khốc liệt. Các phương pháp phân tích sử dụng rộng rãi trong các nhà đầu tư làm cho những thông tin nhận được nhanh chóng được phản ánh trong giá của chứng khoán. Chỉ trong trường hợp đặc biệt, tốn kém về thời gian và các phương tiện kỹ thuật đắt tiền, mới tìm ra được luồng thông tin khác biệt nhằm sử dụng để tạo ra lợi nhuận.

Những kỹ thuật phân tích tốn kém chỉ phù hợp với các nhà quản lý của những danh mục đầu tư lớn. Vậy câu hỏi đặt ra là các nhà đầu tư nhỏ sẽ chọn lựa giải pháp nào? Và liệu các nhà đầu tư lớn có thể thu được kết quả như mong muốn sau khi đã chi phí rất lớn cho công việc này?

Học thuyết về thị trường hữu hiệu cho rằng giá cả của cổ phiếu luôn chính xác với những thông tin có thể kiếm được. Vì vậy mọi sự cố gắng trong việc bán và mua chứng khoán thường xuyên chỉ làm tăng chi phí cho

các nhà môi giới chứng khoán mà không làm tăng giá trị của chứng khoán đó.

Do vậy học thuyết về thị trường hữu hiệu cho rằng việc quản lý danh mục đầu tư chủ động chỉ là sự lãng phí về mặt thời gian và tiền bạc. Học thuyết này ủng hộ chiến lược đầu tư mang tính chất thụ động. Mục tiêu duy nhất của chiến lược thụ động là tạo lập một danh mục đầu tư được đa dạng hóa. Điều này hoàn toàn trái ngược với chiến lược quản lý chủ động là luôn tìm kiếm những chứng khoán được định giá thấp hơn hay cao hơn giá trị thực để từ đó thực hiện mua vào hay bán ra loại chứng khoán đó.

Một trong những chiến lược rất phổ biến của chính sách quản lý danh mục đầu tư thụ động là tạo ra một danh mục đầu tư lặp lại theo một chỉ số nào đó. Đây chính là một danh mục được thiết kế đúng như phiên bản của chỉ số được xây dựng dựa trên việc mua các loại chứng khoán có trong chỉ số đó.

10.2.4. Vai trò của quản lý danh mục đầu tư:

Nếu thị trường là hiệu quả thì câu hỏi đặt ra là tại sao các nhà đầu tư trong thực tế phải tốn công sức trong việc chọn lựa cổ phiếu cho danh mục đầu tư cho họ? Tại sao không thiết kế một danh mục đầu tư theo đúng các chỉ số có trên thị trường?

Một số các lý do sau đây giải thích vai trò cần thiết của quản lý danh mục đầu tư:

- + Sự cần thiết trong việc tạo lập một danh mục đầu tư được đa dạng hóa theo đúng yêu cầu của các nhà đầu tư. Thậm chí trường hợp giá cả của mọi chứng khoán được định giá đúng với giá trị của nó nhưng mỗi chứng khoán này vẫn chứa đựng rủi ro mang tính chất cá biệt của công ty. Những rủi ro này chỉ có thể loại bỏ thông qua việc đa dạng hóa danh mục đầu tư. Vai trò quản lý sẽ phát huy tác dụng để tạo ra một danh mục đúng với mức rủi ro hệ thống mà nhà đầu tư mong muốn.

- + Quản lý danh mục đầu tư còn có liên quan đến tâm lý của nhà đầu tư đối với rủi ro. Ví dụ một nhà lãnh đạo của công ty A được thưởng công xứng đáng hàng năm tùy thuộc vào lợi nhuận tạo ra của A sẽ không đầu tư tiền của mình vào cổ phiếu khác trong cùng ngành.

+ Việc chọn lựa chứng khoán phải tính đến ảnh hưởng của thuế. Những nhà đầu tư phải chịu mức thuế cao thường không muốn có trong danh mục của mình những chứng khoán giống như các nhà đầu tư chịu thuế suất thấp.

+ Các nhà đầu tư ở các lứa tuổi khác nhau sẽ có những nhu cầu riêng trong chính sách lựa chọn danh mục đầu tư liên quan đến mức rủi ro phải gánh chịu. Ví dụ: người già thường tránh đầu tư vào các trái phiếu có thời gian đáo hạn dài. Ngược lại, nhà đầu tư trẻ thường thích mạo hiểm hơn và thường có khuynh hướng thiên về những trái phiếu có thời hạn dài.

Tóm lại, vai trò của quản lý danh mục đầu tư vẫn quan trọng trong một thị trường hiệu quả. Danh mục tối ưu của mỗi nhà đầu tư thì khác nhau phụ thuộc vào tuổi tác, mức thuế, tâm lý đối với rủi ro... Nhiệm vụ của nhà quản lý danh mục đầu tư trong thị trường hiệu quả là xây dựng một tập hợp danh mục đầu tư phù hợp với những đòi hỏi này.

10.2.5. Liệu thị trường có là hiệu quả?

Trên thị trường chứng khoán phát triển, mặc dù có nhiều các bằng chứng có thể chứng minh rằng thị trường là hiệu quả, nhưng cũng có một số trường hợp đặc biệt vẫn có thể tìm thấy trong thực tế để chứng minh rằng thị trường không hiệu quả. Chúng ta hãy xem xét một số trường hợp như sau:

- Ảnh hưởng theo ngày nghỉ

Đây là một ảnh hưởng nhỏ, chưa thể giải thích rõ ràng nhưng lại rất có ý nghĩa về mặt thống kê. Qua thống kê, người ta nhận thấy rằng giá cổ phiếu có khuynh hướng giảm vào ngày thứ sáu cuối tuần và vào phiên giao dịch của sáng thứ hai đầu tuần. Chính vì hiện tượng này gắn liền với giá mở cửa ngày thứ hai nên tên gọi được đặt là ảnh hưởng của ngày nghỉ.

Mặc dù cho đến nay vẫn chưa có lời giải thích thỏa đáng cho hiện tượng này, nhưng một lý do có thể đưa ra là những tin tức xấu có thể thường xuất hiện vào cuối tuần. Tuy nhiên, sau khi trừ chi phí giao dịch, lợi nhuận thu được từ ảnh hưởng này hầu như không đáng kể vì giá của cổ phiếu chênh lệch rất thấp.

Chiến lược kinh doanh được đề xuất là nắm giữ cổ phiếu từ chiều thứ hai cho đến chiều thứ năm. Khoản tiền thu được do bán cổ phiếu chiều thứ năm được tiếp tục đầu tư trên thị trường tiền tệ trong thời gian nghỉ.

- Ảnh hưởng của tháng riêng

Số lượng thống kê cho thấy thu nhập của cổ phiếu trong tháng riêng thì cao hơn các tháng khác trong năm. Người ta chưa đưa ra một lý do nào cho vấn đề này. Một giải thích được đưa ra là các nhà đầu tư muốn bán những chứng khoán bị giảm giá vào cuối năm để khấu trừ vào thuế trước khi kết thúc năm tài khóa.

Những nhà đầu tư này chưa sử dụng ngay số tiền thu được từ việc bán các cổ phiếu trên để mua cổ phiếu mới cho tới tận đầu năm sau. Tại thời điểm đầu năm mới, sức ép cho nhu cầu của việc mua vào cổ phiếu đã tạo ra hiện tượng tăng giá chứng khoán. Do vậy nếu ai đó mua chứng khoán vào cuối năm và bán chúng vào đầu năm sau sẽ thu được khoản lợi tức cao hơn, hiện tượng này gọi là ảnh hưởng của tháng giêng.

-Ảnh hưởng của các công ty nhỏ

Các nghiên cứu nhận thấy rằng đầu tư vào các công ty nhỏ thường cho lợi suất lớn hơn các công ty lớn. Người ta nhận thấy rằng ảnh hưởng của các công ty nhỏ và ảnh hưởng của tháng giêng có sự liên hệ chặt chẽ với nhau. Lợi suất phụ trội trong tháng giêng lại thường xuyên xuất hiện đối với các công ty nhỏ.

Hiện tượng này được giải thích như sau:

+ Các công ty nhỏ ít được các nhà phân tích chuyên nghiệp chú ý. Chính điều này làm cho một số nhà đầu tư có thể thu được lợi nhuận khi khám phá và khai thác những tin tức có lợi.

+ Các công ty nhỏ thường có độ rủi ro cao hơn các công ty lớn. Những nhà đầu tư tham gia cuộc chơi với loại cổ phiếu này cũng là những người dám chấp nhận rủi ro hơn và lẽ dĩ nhiên được phải cao hơn để bù đắp rủi ro này.

Kết luận

Một thị trường chứng khoán được coi là hiệu quả nếu tất cả những thông tin có thể biết đã được phản ánh trong giá của chứng khoán. Tính hiệu quả của thị trường biểu hiện ở các cấp độ khác nhau tùy thuộc vào loại thông tin được phản ánh trong giá chứng khoán. Một thị trường hiệu quả ở hình thái yếu nếu những diễn biến về giá trước đó không cho phép dự đoán được sự thay đổi giá trong tương lai; Hình thái hiệu quả dạng trung bình có liên quan đến cả các thông tin không phải thuộc về giá trong quá khứ. Đó là tất cả những thông tin liên quan đến công ty được công bố ra công chúng; và

dạng hiệu quả mạnh là loại có liên quan đến cả nhóm các nhà đầu tư đặc biệt những người có những thông tin nội gián.

Nói tóm lại, một thị trường được coi là hữu hiệu sẽ biểu hiện thông qua các đặc trưng sau:

- Giá chứng khoán thay đổi kịp thời và chính xác đối với những thông tin mới.
- Sự thay đổi của lợi suất được quyết định bởi sự thay đổi của lãi suất đầu tư phi rủi ro và phụ phí rủi ro. Mọi sự thay đổi của giá chứng khoán xuất phát từ các sự kiện khác đều là ngẫu nhiên không dự đoán trước được.
- Những nguyên tắc hoặc kinh nghiệm đều không thể áp dụng để thu được lợi nhuận siêu ngạch.
- Các nhà đầu tư chuyên nghiệp không thể dùng các hình thức phân tích chuyên nghiệp (phân tích cơ bản và kỹ thuật) để thu được lợi nhuận siêu ngạch cả trên hai phương diện cá nhân cũng như tổ chức.

10.2. XÂY DỰNG VÀ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

10.2.1. Quản lý danh mục trái phiếu

10.2.1.1. Các chiến lược quản lý danh mục đầu tư:

a. Quản lý thụ động:

Quản lý thụ động là chiến lược mua và nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn mà không cần quan tâm đến các biến động lãi suất. Đối với chiến lược này, về cơ bản không cần phải phân tích dự báo tình hình biến động lãi suất, song người đầu tư vẫn cần có sự phân tích để đa dạng hóa danh mục đầu tư nhằm giảm thiểu rủi ro và xác định số lượng trái phiếu cần đưa vào danh mục phù hợp với độ lớn của danh mục đầu tư. Theo phương pháp này, tốt nhất là đầu tư vào các danh mục có thành phần trái phiếu tương tự như các chỉ số trên thị trường nhằm thu được kết quả tương tự như của chỉ số đó.

Các bước tiến hành khi thực hiện chiến lược đầu tư thụ động như sau:

- Lựa chọn chỉ số trái phiếu:

Trên thị trường có nhiều loại chỉ số trái phiếu với các mức rủi ro khác nhau, do vậy trước hết người quản lý danh, mục đầu tư thụ động cũng cần phải xem xét hai yếu tố để quyết định nên đầu tư theo danh mục loại nào.

Yếu tố thứ nhất là xác định mức độ rủi ro thanh toán mà người đầu tư có thể chấp nhận. Nếu lựa chọn danh mục dựa trên chỉ số chứa đựng hoàn toàn trái phiếu công ty thì hẳn phải gặp nhiều rủi ro tín nhiệm hơn là chỉ số trái phiếu chính phủ. Nếu mức rủi ro đó là quá cao không thể chấp nhận được thì tốt nhất không nên dựa vào chỉ số đó để lập danh mục. Vấn đề thứ hai là phải tuân theo mục tiêu của người đầu tư đề ra. Chẳng hạn, lợi suất đầu tư của các chỉ số có thể khá đồng đều, song độ biến thiên của chúng lại khác nhau mỗi khi có biến động lãi suất. Do vậy, nếu mục tiêu của người đầu tư là chọn những danh mục có độ biến thiên lợi suất thấp thì cần phải đầu tư dựa theo các chỉ số có thời gian đáo hạn bình quân (duration) rất ngắn.

Ví dụ một số loại chỉ số trái phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ:

- Chỉ số TP thị trường tổng thể: Lehman Brothers Aggregate Index (6500 TP); Merrill Lynch Domestic Market Index (5000); Salomon Brothers Broad Investment - grade Bond Index (5000).

- Chỉ số thị trường chuyên ngành: Gov. Bond Index; Gov./Corporate Bond Index; Corporate Bond Index; Mortgage Backed Securities Index; Yankee Bond Index; World Gov. Bond Index; Eurodollar Bond Index v.v...

- Phương pháp đầu tư:

Một khi người quản lý danh mục đã quyết định được nên đầu tư dựa theo chỉ số nào thì bước tiếp theo là phải xây dựng danh mục đầu tư theo phiên bản của chỉ số đó. Để thực hiện công việc này, người quản lý có thể tiến hành một số cách sau:

- Mua tất cả các trái phiếu có trong chỉ số chuẩn mà mình dự định tuân theo, với tỷ trọng đầu tư vào mỗi trái phiếu bằng tỷ trọng trái phiếu đó chiếm trong chỉ số chuẩn. Tuy nhiên, làm như vậy thì đòi hỏi phải có số vốn rất lớn và trong trường hợp phí giao dịch tính theo món thì sẽ phải trả chi phí giao dịch rất lớn.

- Chỉ mua chọn lọc một số lượng nhất định các trái phiếu trong chỉ số. Theo cách này thì vốn ít vẫn có thể thực hiện được; đồng thời có thể phí giao dịch thấp nhưng có một hạn chế là mức đa dạng hóa không cao và danh mục không hoàn toàn tuân theo chỉ số chuẩn. Do vậy phương pháp này có thể sẽ cho ra kết quả không hoàn toàn giống với kết quả của chỉ số chuẩn.

Tuy nhiên, trên thực tế thì nhiều các quỹ đầu tư chuyên nghiệp và cá nhân không thể có số vốn đủ lớn để mua tất cả các loại trái phiếu có trong

danh mục chuẩn. Do vậy phương pháp thường dùng là mua chọn lọc. Để bảo đảm thực hiện chiến lược này sao cho hạn chế được rủi ro hệ thống một cách tối đa, nhà quản lý danh mục có thể tiến hành một số phương pháp sau:

- Phương pháp chia nhỏ (stratified hoặc cell approach): đây là phương pháp phân chia chỉ số theo các nhóm nhỏ đại diện cho những đặc tính khác nhau của chỉ số. Cách chia phổ thông nhất theo các đặc tính sau:

- + Thời gian đáo hạn bình quân
- + Lãi suất coupon
- + Thời gian đáo hạn
- + Lĩnh vực, ngành nghề (trái phiếu Chính phủ, công ty hay trái phiếu có bảo đảm...)
- + Mức độ tín nhiệm
- + Đặc điểm trái phiếu (trái phiếu có thể mua lại trước hạn, trái phiếu có lãi suất thả nổi...)

Ví dụ: giả sử một nhà quản lý lựa chọn các yếu tố sau để phân nhóm vào danh mục đầu tư:

- + Yếu tố 1 (theo thời gian đáo hạn bình quân): (a) từ 5 năm trở xuống; (b) từ 5 năm trở lên
- + Yếu tố 2 (theo thời gian đáo hạn): (a) dưới 5 năm; (b) từ 5 đến 15 năm; (c) từ 15 năm trở lên
- + Yếu tố 3 (theo lĩnh vực): (a) chính phủ; (b) các trái phiếu công trình nhà nước; (c) công ty
- + Yếu tố 4 (theo mức độ tín nhiệm): (a) có 3 A; (b) có 2 A; (c) có 1 A; (d) có 3 B

Như vậy, nếu kết hợp mỗi một tiêu chuẩn trên với các tiêu chuẩn khác thuộc các yếu tố khác nhau thì có thể lựa chọn tổng số lượng các nhóm tiêu chuẩn theo tổ hợp bằng 72 ($=2 \times 3 \times 3 \times 4$). Ví dụ, nhóm tiêu chuẩn thứ nhất là sự kết hợp của các tiêu chuẩn sau:

Thời gian đáo hạn bình quân: từ 5 năm trở xuống; thời gian đáo hạn: dưới 5 năm; loại trái phiếu: chính phủ; mức độ tín nhiệm: có 3A.

Mục tiêu sau đó là chọn một hoặc một số trái phiếu có các thông số đại diện cho từng nhóm trong số 72 nhóm tiêu chuẩn này. Tổng số tiền đầu tư

vào từng nhóm trái phiếu dựa trên tỷ trọng giá trị của nhóm đó chiếm trong chỉ số chuẩn. Ví dụ, nếu chỉ số chuẩn chứa 40% giá trị thị trường của loại trái phiếu công ty thì ta cũng cần phải đầu tư 40% số tiền của danh mục vào trái phiếu công ty. Việc lựa chọn bao nhiêu nhóm tiêu chuẩn sẽ tùy thuộc vào trị giá khoản đầu tư. Thông thường, nếu danh mục đầu tư có giá trị thấp thì chỉ cho phép chọn được ít nhóm tiêu chuẩn vì nếu chọn quá nhiều sẽ không đủ tiền mua.

b. Phương pháp tối ưu hóa (optimization approach):

Trong phương pháp này người quản lý danh mục phải xây dựng một danh mục, một mặt, ăn khớp với các nhóm chia nhỏ như mô tả trên đây, mặt khác phải tuân theo một số điều kiện và đồng thời còn phải tối ưu một số mục tiêu đề ra. Các điều kiện đặt ra có thể là việc hạn chế đầu tư một lượng tiền nhất định vào một loại trái phiếu hoặc một nhóm các trái phiếu hay rộng hơn là một lĩnh vực ngành nghề. Các mục tiêu đặt ra có thể là tối đa hóa lợi suất đầu tư của từng danh mục riêng lẻ hoặc tối đa hóa độ lỗi hay tối đa hóa lợi suất đầu tư của toàn bộ danh mục đầu tư v.v...

Đây là phương pháp rất phức tạp, chỉ có các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp mới có thể thực hiện được. Phương pháp này đòi hỏi nhà quản lý phải lập trình hàm toán học dựa trên các điều kiện đặt ra và đưa vào hệ lập trình máy tính để giải hàm tìm đáp số tối ưu.

b. Quản lý bán chủ động

Trên thực tế thường ít khi các nhà quản lý danh mục đầu tư theo hướng thụ động đơn thuần như phương pháp nêu trên đây mà thường là hướng danh mục đầu tư thụ động theo một số mục tiêu nhất định. Phương pháp quản lý thụ động đơn thuần chỉ có tác dụng đa dạng hóa danh mục, giúp giảm thiểu phần rủi ro không hệ thống của danh mục và đạt được kết quả tương tự mức bình quân của thị trường mà không có tác dụng phòng tránh rủi ro hệ thống. Để danh mục đạt được các mục tiêu đề ra và phòng tránh được cả rủi ro hệ thống, các nhà quản lý danh mục một mặt thiết lập danh mục theo phương pháp thụ động, một mặt quản lý danh mục tính chủ động. Phương pháp này được gọi là quản lý bán chủ động. Tuy nhiên, ở nhiều nơi hình thức quản lý này cũng được coi là thụ động.

Các loại rủi ro đầu tư trái phiếu:

Đối với trái phiếu cũng tồn tại 2 loại rủi ro không hệ thống và rủi ro hệ thống. Rủi ro không hệ thống là rủi ro của từng công ty riêng lẻ phát hành trái phiếu như rủi ro thanh toán, rủi ro kinh doanh...Đơn vị phát hành có mục tiêu nhiệm càng thấp thì độ rủi ro càng cao. Tuy nhiên, đây là loại rủi ro có thể hạn chế hoặc xóa bỏ hoàn toàn thông qua đa dạng hóa.

Rủi ro hệ thống là loại rủi ro do thị trường gây ra như rủi ro biến động lãi suất, lạm phát hoặc thay đổi chính sách kinh tế vĩ mô...Loại rủi ro này không xóa bằng đa dạng hóa được, do vậy nhà quản lý danh mục cần phải có các biện pháp quản lý danh mục nhằm giảm thiểu được loại rủi ro này. Đây chính là nhiệm vụ quan trọng của nhà quản lý danh mục đầu tư. Rủi ro hệ thống được chia làm hai loại, rủi ro giá và rủi ro tái đầu tư. Các rủi ro này phát sinh do kỳ đầu tư không trùng với thời gian đáo hạn của trái phiếu đầu tư trong điều kiện lãi suất thị trường biến động. Khi kỳ đầu tư ngắn hơn thời gian đáo hạn trái phiếu thì sẽ phát sinh rủi ro giá và ngược lại, trong trường hợp đầu kỳ đầu tư dài hơn thời gian đáo hạn trái phiếu thì rủi ro tái đầu tư phát sinh. Thậm chí cả trong trường hợp kỳ đầu tư bằng thời gian đáo hạn trái phiếu thì rủi ro trên vẫn tiềm ẩn trong quá trình đầu tư vì trên thực tế sẽ có rất nhiều lý do khiến cho người đầu tư buộc phải thay đổi chiến lược đầu tư của mình như bán trái phiếu trước khi đáo hạn hoặc kéo dài kỳ hạn đầu tư của mình so với dự kiến ban đầu. Hơn nữa, kể cả trường hợp kỳ đầu tư trùng với thời gian đáo hạn trái phiếu (loại trái phiếu có coupon) thì rủi ro tái đầu tư vẫn tồn tại do các khoản coupon nhận được phải tái đầu tư. Vì vậy, rủi ro đầu tư luôn tồn tại trong mọi trường hợp. Đó là lý do khiến người đầu tư phải quan tâm đến việc quản lý rủi ro của danh mục đầu tư.

Ví dụ: Một người đầu tư dự kiến sẽ đầu tư một khoản tiền trong vòng 5 năm, như vậy kỳ đầu tư của người này là 5 năm. Nếu như người đó đầu tư vào loại trái phiếu kỳ hạn 6 năm thì sau 5 năm, người đó phải bán trái phiếu để thu hồi tiền về. Khi đó trái phiếu vẫn còn 1 năm nữa mới đáo hạn. Vào thời điểm bán trái phiếu nếu lãi suất thị trường lên cao thì giá trái phiếu của người đó giảm thấp và rủi ro về giá xuất hiện.

Ngược lại, nếu người đầu tư nêu trên chỉ đầu tư vào trái phiếu kỳ hạn 2 năm thì sau 2 năm đó người này thu hồi vốn cộng lãi và phải tiếp tục tái đầu tư vào một trái phiếu khác thêm 3 năm nữa. Trong vòng 2 năm đó, tình hình thị trường là không thể đoán trước được. Nếu tại thời điểm tái đầu tư mà lãi suất thị trường xuống thấp thì người đó sẽ gặp phải rủi ro tái đầu tư.

Trong trường hợp người đầu tư trên đây đầu tư vào trái phiếu kỳ hạn 5 năm, không coupon thì khả năng rủi ro là thấp nhất, song điều đó không có nghĩa là không tồn tại rủi ro. Nếu người này mua và nắm giữ trái phiếu trên đúng dự kiến (5 năm) thì sẽ không có rủi ro vì tất cả các khoản tiền được xác định trước và chắc chắn sẽ được thu hồi về sau 5 năm; đồng thời ở trường hợp này không phải tái đầu tư lãi coupon vì trái phiếu này không có coupon. Tuy nhiên, nếu sau khi đầu tư được 2 năm người đầu tư có việc đột xuất cần tiền hoặc chuyển hướng đầu tư nhằm phòng tránh rủi ro thì rõ ràng phải bán trái phiếu đi và do vậy người đó có nhu cầu kéo dài kỳ đầu tư thì sẽ gặp rủi ro tái đầu tư. Như vậy, rủi ro luôn tiềm ẩn mọi nơi, mọi lúc. Điều này đòi hỏi nhà quản lý danh mục đầu tư luôn luôn phải thực hiện chiến lược phòng tránh rủi ro cho danh mục của mình.

Một số phương pháp quản lý bán chủ động:

1. Trung hòa rủi ro (Immunization)

Nguyên tắc loại bỏ rủi ro:

Trung hòa rủi ro lãi suất là phương pháp phổ biến trong chiến lược loại bỏ rủi ro cho danh mục đầu tư. Đó là biện pháp xây dựng một danh mục trái phiếu sao cho khi lãi suất biến động thì rủi ro về giá và rủi ro tái đầu tư gây những tác động chính xác bằng nhau và ngược chiều nhau, do đó chúng triệt tiêu nhau và vì vậy danh mục đầu tư không bị ảnh hưởng. Để phòng tránh rủi ro lãi suất, một biện pháp trung hòa rủi ro thường được sử dụng là đầu tư vào trái phiếu có thời gian đáo hạn bình quân (viết tắt là TGĐHBQ) bằng kỳ đầu tư (với điều kiện lãi suất các loại kỳ hạn như nhau và lãi suất biến động song song tại mọi thời điểm).

Một trong những phương pháp có thể sử dụng là đầu tư vào trái phiếu không coupon có thời gian đáo hạn bằng kỳ đầu tư (vì TGĐHBQ của loại trái phiếu này bằng chính thời gian đáo hạn của nó). Tuy nhiên, trên thực tế không phải lúc nào cũng sẵn có loại trái phiếu không coupon phù hợp với ý muốn của người đầu tư, do vậy người đầu tư có thể lựa chọn loại trái phiếu có coupon nhưng đảm bảo điều kiện TGĐHBQ của trái phiếu đó bằng kỳ đầu tư dự kiến.

Lý do của việc lựa chọn này là vì rủi ro giá và rủi ro tái đầu tư có tác động ngược chiều nhau nên việc lựa chọn TGĐHBQ bằng kỳ đầu tư có tác

dụng trung hòa tác động của hai loại rủi ro nêu trên. Ta hãy xem xét trường hợp sau:

Giả sử một nhà đầu tư chọn mua một trái phiếu có thời gian đáo hạn 3 năm. Giả sử hết năm thứ nhất nhà đầu tư này có nhu cầu bán trái phiếu đó đi. Nếu lãi suất tại thời điểm này cao thì giá trái phiếu bán được sẽ thấp dẫn đến lợi suất trái phiếu thực tế thấp. Nhưng mặt khác, nếu ngay lập tức nhà đầu tư này tái đầu tư toàn bộ số tiền trên một trái phiếu mới thì lợi suất dự kiến thu được sẽ cao do lãi suất thị trường đang cao. Do vậy, hai tác động này ngược chiều nhau.

Thêm vào đó, nếu trái phiếu trên có TGĐHBQ bằng kỳ đầu tư thì hai tác động trên sẽ chính xác bằng nhau về giá trị ảnh hưởng, dẫn đến chúng trung bình hòa lẫn nhau, giúp cho giá trị đầu tư và lợi suất thu được của nhà đầu tư không bị ảnh hưởng.

Cách thức loại bỏ rủi ro.

a. Loại bỏ rủi ro cho từng danh mục đầu tư.

Để loại bỏ rủi ro cho một danh mục đầu tư, người ta phải xây dựng một danh mục đầu tư sao cho TGĐHBQ của cả danh mục bằng kỳ đầu tư dự kiến. TGĐHBQ của cả danh mục được xác định bằng TGĐHBQ gia quyền của tất cả các trái phiếu trong danh mục. Tuy nhiên, vấn đề không đơn giản chỉ dừng ở đó. Trong suốt giai đoạn đầu tư, TGĐHBQ của danh mục sẽ biến đổi khác với kỳ đầu tư nên người quản lý danh mục đầu tư phải thường xuyên cơ cấu lại danh mục sao cho TGĐHBQ của danh mục đó luôn khớp với kỳ đầu tư.

Có hai lý do cơ bản làm cho TGĐHBQ thay đổi:

- Thời gian: giả sử lãi suất thị trường không biến động thì bản thân thời gian là yếu tố làm cho TGĐHBQ thay đổi. Chẳng hạn, sau một thời gian, ví dụ 1 năm, trôi qua thì kỳ đầu tư giảm đi 1 năm nhưng TGĐHBQ chỉ giảm đi một lượng ít hơn 1. Như vậy, nếu như ban đầu ta thiết kế kỳ đầu tư và TGĐHBQ đều bằng 3 năm chẳng hạn thì sau 1 năm, kỳ đầu sẽ còn lại là 2 ($=3-1$) và TGĐHBQ còn lại lớn hơn 2, do đó danh mục đầu tư sẽ không còn tránh được rủi ro một cách hoàn hảo nữa. Điều này đòi hỏi phải cơ cấu lại cho khớp giữa kỳ đầu tư và TGĐHBQ.

- Thay đổi về lãi suất: ngoài yếu tố thời gian nêu trên, sự biến động lãi suất là nguyên nhân quan trọng làm cho TGĐHBQ của danh mục thay đổi.

Rõ ràng; từ công thức xác định TGDHBQ cho thấy bất kỳ khi nào lãi suất thay đổi đều dẫn đến sự thay đổi của TGDHBQ, từ đó dẫn đến sự không ăn khớp giữa kỳ đầu tư và TGDHBQ. Do vậy khi lãi suất thay đổi cần phải có sự cơ cấu lại danh mục nhằm thiết lập lại sự ăn khớp giữa kỳ đầu tư và TGDHBQ.

Như vậy, từ hai lý do trên đây, kể cả khi lãi suất có thay đổi hay không thì người quản lý danh mục đầu tư đều phải thường xuyên cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình. Xét ở phương tiện lý thuyết, để đảm bảo an toàn cho danh mục đầu tư của mình. Xét ở phương diện lý thuyết, để đảm bảo an toàn cho danh mục đầu tư một cách hoàn hảo thì sau mỗi phút mỗi giây đều cần có sự điều chỉnh lại danh mục. Tuy nhiên, trên thực tế không thể thực hiện được vấn đề này vì sẽ tốn rất tốn kém về thời gian, công sức và tiền bạc. Thông thường, các nhà quản lý chuyên nghiệp có thể điều chỉnh lại danh mục theo định kỳ (chẳng hạn hàng tháng hay hàng quý) và tiến hành cơ cấu lại mỗi khi có biến động lãi suất. Ta hãy xem xét ví dụ sau:

Ví dụ: Giả sử cấu trúc kỳ hạn lãi suất là nằm ngang, bằng 8%. Bạn có thể sử dụng hai loại trái phiếu sau đây để thiết kế một danh mục đầu tư có kỳ đầu tư 2,5 năm:

TP A: coupon 6%, thời gian đáo hạn 2 năm.

TP B: coupon 9%, thời gian đáo hạn 4 năm

Giả sử cả hai TP đều trả lãi hàng năm và có mệnh giá 1000đ

(a) Nếu bạn đầu tư 2 triệu đồng vào danh mục trên thì bạn phải mua mỗi loại bao nhiêu để có thể trung hòa rủi ro lãi suất?

(b) Cuối năm thứ nhất, giả sử rằng lãi suất giảm còn 7,75% thì bạn phải cơ cấu lại danh mục đầu tư như thế nào để tránh được rủi ro?

b. Loại bỏ rủi ro cho toàn bộ tổng tài sản quản lý:

- Nguyên tắc chung của quản lý tổng tài sản:

Các tổ chức tài chính như ngân hàng, quỹ đầu tư tương hỗ, quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm v.v...là những tổ chức đầu tư trái phiếu rất lớn. Họ có hai mục đích chính, thứ nhất, là đầu tư trái phiếu để thu được một khoản lợi nhất định trên tổng tài sản đầu tư và tạo ra các dòng tiền lãi ổn định đáp ứng cho các nghĩa vụ trả nợ đã được ấn định. Thứ hai, bảo toàn và gia tăng nguồn vốn sở hữu. Trung hòa rủi ro là biện pháp hữu hiệu để cân đối sự biến động giá trị

của cả tài sản lẫn nghĩa vụ nợ trước sự biến động lãi suất, bảo đảm cho vốn sở hữu không bị tác động hoặc là cân đối các dòng tiền thu được với nghĩa phải trả nợ của tổ chức đó.

Vốn sở hữu (hay tài sản ròng) của một tổ chức hành chính cần luôn luôn được bảo toàn. Việc đánh giá xác định tình hình biến động nguồn vốn này được thể hiện như sau:

$$V_a = V_l + NW, \text{ do vậy } NW = V_a - V_l$$

Trong đó V_a và V_l là giá trị quy về hiện tại của các dòng tiền tương lai của tài sản và nghĩa vụ nợ tương ứng. Như vậy tổ chức tài chính này sẽ trở thành mất khả năng thanh toán khi giá trị tài sản ròng (NW) bị âm, tức là khi $V_a < V_l$. Chính vì vậy nhà quản lý tổ chức tài chính cần phải liên tục đánh giá tài sản và có biện pháp phòng ngừa rủi ro có thể xảy ra làm giảm giá trị tài sản ròng hoặc gây ra tình trạng mất khả năng thanh toán của tổ chức mình.

Có hai cách trung hòa rủi ro, đó là khớp TGDHBQ (và độ lỗi) của tài sản với nghĩa vụ nợ (còn gọi là khớp kỳ đầu tư) hoặc cách thứ hai là khớp các dòng tiền với nhau. Thông thường, việc khớp TGDHBQ để bảo toàn tài sản ròng được thực hiện trong trường hợp không xác định được chính xác các dòng tiền phải trả tại các thời điểm khác nhau trong tương lai. Tuy nhiên, cách này có một hạn chế là luôn phải theo dõi và cơ cấu lại danh mục đầu tư, và đi kèm theo nó là sẽ tốn kém. Trong trường hợp nếu xác định được các dòng tiền phải chi trả tại khoảng thời gian nhất định trong tương lai thì người ta dùng phương pháp khớp các dòng tiền sẽ đỡ tốn kém hơn.

- Khớp TGDHBQ:

Đối với vấn đề quản lý tài sản thì việc khớp TGDHBQ của tài sản với nghĩa vụ nợ để phòng ngừa rủi ro lãi suất là vấn đề hết sức quan trọng, nếu không có thể dẫn đến việc mất khả năng chi trả của tổ chức tài chính. Để khẳng định vai trò của việc khớp TGDHBQ ta có thể xem xét ví dụ sau:

Ví dụ: Giả sử cơ cấu tài sản của một ngân hàng như sau:

Tài sản: đầu tư trái phiếu thu lãi định kỳ cố định	100 triệu
Nợ: đầu tư trái phiếu thu lãi định kỳ cố định	95 triệu
Tài sản ròng (vốn chủ sở hữu)	5 triệu

Giả sử TGDHBQ của trái phiếu là 5 năm, lãi suất chiết khấu thị trường là 5%. Vì kỳ hạn của khoản tiền gửi là 3 tháng, trả lãi cùng gốc khi đến hạn

nên TGDHBQ của khoản tiền gửi này cũng bằng 3 tháng (1/4 năm). Theo cơ cấu này thì rõ ràng ngân hàng đi vay ngắn hạn để cho vay dài hạn, tức là cứ liên tục tái huy động tiền gửi 3 tháng để bảo đảm vốn đáp ứng khoản cho vay 5 năm.

Vậy trong trường hợp trên, lãi suất biến động đến mức nào thì ngân hàng này bắt đầu mất khả năng chi trả (tức giá trị TS ròng bị giảm xuống bằng hoặc dưới 0)?

Tóm lại, mỗi khi có biến động lãi suất thì giá trị tài sản và Nợ của một tổ chức tài chính (chẳng hạn Quỹ hưu trí) có những biến động tương ứng, tùy thuộc vào độ lớn của TGDHBQ của chúng. Mối tương quan giữa các biến động này được thể hiện như sau:

- Nếu $V_a = V_l$ và không có biến động lãi suất thì tài sản vừa đủ để thanh toán cho nghĩa vụ nợ.

- Nếu một tổ chức tài chính có cơ cấu kỳ hạn huy động và đầu tư vốn không ăn khớp thì sẽ gặp rủi ro biến động lãi suất thị trường theo các khả năng như sau:

- + Nếu nguồn vốn huy động có TGDHBQ (ký hiệu là Doanh nghiệp) ngắn hơn TGDHBQ của nguồn đầu tư (ký hiệu D_a), có nghĩa vay vốn ngắn hạn để đầu tư dài hạn, khi xảy ra biến động giảm lãi suất thì giá trị của tài sản tăng mạnh hơn giá trị Nợ, do vậy giá trị tài sản ròng (NW) của tổ chức tài chính này tăng lên. Ngược lại, nếu lãi suất tăng thì giá trị tài sản giảm nhiều hơn giá trị Nợ và đây sẽ là lý do làm cho tổ chức tài chính này có thể bị mất khả năng chi trả.

- + Ngược lại, nếu huy động vốn dài hạn để đầu tư ngắn hạn thì sẽ gặp các rủi ro ngược lại với trường hợp trên. Giá trị tài sản ròng sẽ tăng nếu lãi suất tăng và giảm nếu lãi suất giảm.

Điều cần quan tâm ở cả hai trường hợp trên đây là làm thế nào để bảo toàn được giá trị tài sản ròng khi lãi suất biến động theo chiều hướng bất lợi cho tổ chức tài chính. Để đảm bảo giá trị tài sản đủ để chi trả cho các khoản Nợ trong mọi điều kiện khi lãi suất thay đổi thì nhà quản lý cần phải cơ cấu sao cho mức độ nhạy cảm của giá trị tài sản và giá trị Nợ tới biến động lãi suất là như nhau, tức là $\$D_a = \D_l . Điều này không có nghĩa giữ giá trị tài sản ổn định (giá trị của cả tài sản lẫn nghĩa vụ Nợ có thể biến đổi mạnh

hon), mà là giữ cho giá trị tài sản ròng định. Đây chính là mục tiêu của người quản lý tổ chức tài chính khi thực hiện chiến lược trung hòa rủi ro.

Tuy nhiên, một điểm cần lưu ý ở đây là chiến lược này có tác dụng ngăn ngừa rủi ro, tức phòng tránh sự biến động mạnh của giá trị tài sản ròng, do vậy khi lãi suất biến động theo chiều hướng có lợi thì giá trị tài sản ròng sẽ không biến động theo chiều hướng tốt như nó có thể đạt được nếu không trung hòa.

Ví dụ: Một quỹ hưu trí có nghĩa vụ hàng năm phải chi trả 1 triệu đồng cho cán bộ hưu trí. Giả sử hiện nay cấu trúc kỳ hạn lãi suất là phẳng, bằng 10%. Nhà quản lý Quỹ dự tính bảo toàn giá trị tài sản ròng bằng cách đầu tư vào hai trái phiếu không coupon kỳ hạn 5 năm và 20 năm.

(a) Nhà đầu tư phải đầu tư bao nhiêu tiền vào mỗi loại trái phiếu?

(b) Nếu ngay sau khi thiết lập danh mục, lãi suất tăng lên 11% thì danh mục nêu trên có còn được bảo toàn hay không? Cơ cấu lại thế nào?

(c) Nếu lãi suất vẫn giữ nguyên 10%, vậy 1 năm sau thì danh mục xây dựng ở câu trên 1 có còn được bảo toàn hay không? Cơ cấu lại ra sao?

- Khớp cả \$D và độ lỗi:

Như đã trình bày ở chương đầu tư trái phiếu, việc dùng TGĐHBQ để đo độ biến động giá trái phiếu chỉ tương đối chính xác nếu biến động lãi suất là nhỏ. Trường hợp lãi suất biến động mạnh thì phải sử dụng cả độ lỗi để đo bổ sung độ biến động giá. Do vậy trong trường hợp này nếu phương pháp trung hòa rủi ro chỉ khớp \$D không thôi thì kết quả chưa thật chính xác. Vì lý do đó nên các nhà quản lý danh mục trong nhiều trường hợp cần phải khớp \$D lẫn độ lỗi (\$C). Ví dụ sau đây thể hiện vấn đề này:

Ví dụ: Một Quỹ hưu trí có nghĩa vụ chi trả hàng năm 1 triệu đồng và lãi suất thị trường hiện nay bằng 10%. Quỹ này phải đầu tư bao nhiêu tiền vào mỗi loại trái phiếu không coupon kỳ hạn 1, 10 và 30 năm sao cho bảo toàn được giá trị tài sản ròng. Để đề phòng lãi suất biến động mạnh, yêu cầu khớp cả \$D và \$C.

- Khớp các dòng tiền:

Trường hợp nếu xác định được các dòng nghĩa vụ phải trả trong tương lai thì có thể xây dựng một danh mục khớp các dòng tiền của tài sản với các

dòng nghĩa vụ đó, nhưng bảo đảm khối giá trị khoản đầu tư ít tổn kém nhất. Ta hãy xem xét ví dụ sau:

Giả sử nhà quản lý danh mục xác định được các dòng nghĩa vụ phải trả trong tương lai thì có thể xây dựng một danh mục khớp các dòng tiền của tài sản với các dòng nghĩa vụ đó, nhưng bảo đảm khối giá trị khoản đầu tư ít tổn kém nhất. Ta hãy xem xét ví dụ sau:

Giả sử nhà quản lý danh mục xác định được các dòng tiền phải trả trong tương lai như sau:

Năm	1	2	3
Khối lượng	100,000	300,000	500,000

Các loại trái phiếu cần đầu tư như sau:

Loại TP mua	Kỳ hạn	Coupon (trả hàng năm)	Giá	Số lượng cần
1	1	5,5	99,25	n_1
2	2	8,5	103,75	n_2
3	2	6,75	99,75	n_3
4	3	9	106,50	n_4
5	3	0	82,00	n_5

Nhà quản lý danh mục trên phải xây dựng danh mục đầu tư của mình như thế nào để đảm bảo đáp ứng được các nghĩa vụ trả nợ nhưng với giá trị đầu tư thấp nhất.

c. Chiến lược đầu tư chủ động

Chiến lược chủ động là phương pháp mà người quản lý danh mục dùng tài tiên đoán và thủ thuật đầu tư của mình để xây dựng các danh mục đầu tư đạt mức sinh lời cao hơn mức sinh lời chung của thị trường.

Các yếu tố chủ yếu mà nhà quản lý danh mục theo dõi và dự đoán như sau:

- Thay đổi mặt bằng sản xuất.
- Thay đổi cơ cấu kỳ hạn lãi suất (hay đường cong lãi suất).
- Thay đổi mức chênh lệch lãi suất giữa các loại trái phiếu khác nhau.

Một số phương pháp chủ yếu được áp dụng:

Chiến lược hoán đổi (hay còn gọi là lựa chọn chứng khoán riêng lẻ- individual securities selection strategy):

- Đánh giá hai loại trái phiếu tương đương chất lượng và thời gian đáo hạn, chuyển từ loại có coupon thấp sang loại có coupon cao nhưng giá lại không cao hơn nhiều để hy vọng thu được lợi suất cao hơn. Phương pháp này gọi là hoán đổi lợi suất đơn thuần.

Ví dụ: chuyển từ trái phiếu có coupon 10%, đáo hạn 30 năm, giá 87.47, cho lợi suất 11,5% sang trái phiếu cùng chất lượng và thời gian đáo hạn, có coupon 12%, giá 100, cho ra lợi suất 12%.

- Khai thác các đánh giá sai tạm thời của thị trường về giá trị chứng khoán. Chẳng hạn, có hai loại trái phiếu tương đương về chất lượng (độ rủi ro), lĩnh vực hoạt động, coupon và thời gian đáo hạn, nhưng lãi suất đáo hạn lại khác nhau (tức giá khác nhau) thì người ta sẽ thay thế trái phiếu có lợi suất thấp (giá cao) để đổi lấy trái phiếu lợi suất cao (giá thấp). Đây là phương pháp hoán đổi thay thế.

Ví dụ: hoán đổi trái phiếu đáo hạn 30 năm, coupon 12%, giá ngang mệnh giá, cho lợi suất 12% sang một trái phiếu chất lượng, thời gian đáo hạn và coupon tương tự, giá 98,4, cho ra lợi nhuận 12,2%.

- Khai thác các đánh giá sai tạm thời của thị trường về giá trị chứng khoán. Chẳng hạn, có hai loại trái phiếu tương đương về chất lượng (độ rủi ro), lĩnh vực hoạt động, coupon và thời gian đáo hạn, nhưng lãi suất đáo hạn lại khác nhau (tức giá khác nhau) thì người ta sẽ thay thế trái phiếu có lợi suất thấp (giá cao) để đổi lấy trái phiếu lợi suất cao (giá thấp). Đây là phương pháp hoán đổi thay thế.

Ví dụ: hoán đổi trái phiếu đáo hạn 30 năm, coupon 12%, giá ngang mệnh giá, cho lợi suất 12% sang một trái phiếu chất lượng, thời gian đáo hạn và coupon tương tự, giá 98,4 cho ra lợi suất 12,2%.

- Dự đoán mức độ tín nhiệm của một công ty có xu hướng tăng lên, tức lợi suất đầu tư vào trái phiếu do công ty này phát hành sẽ giảm (giá trái sẽ

phiếu tăng), do vậy ngay từ bây giờ phải mua loại trái phiếu này và bán loại tương đương không có triển vọng.

Tuy nhiên, các chiến lược hoán đổi trên đây có một số rủi ro mà nhà quản lý danh mục cần nhận biết. Đó là việc trái phiếu được hoán đổi chưa chắc đã hoàn toàn tương đồng về mặt chất lượng với trái phiếu ban đầu. Hơn nữa, các loại trái phiếu thường có thời gian đáo hạn và coupon tương tự chứ chưa hẳn giống nhau hoàn toàn. Điều đó dẫn đến sự khác nhau về độ lỗi, do vậy sự chênh lệch lợi suất trên đây có thể là sự trả giá cho độ lỗi khác nhau chứ chưa hẳn là do thị trường định giá sai.

Chiến lược dự đoán lãi suất (interest rate anticipation)

Đây là phương pháp đơn giản của chiến lược đầu tư chủ động. Chìa khóa của phương pháp này phải tiên đoán được xu hướng biến động của lãi suất trong tương lai để từ đó xây dựng một danh mục nhạy cảm với sự biến động đó. Vì TGDHBQ là đơn vị đo mức nhạy cảm của danh mục tới sự biến động lãi suất nên khi người quản lý tiên đoán lãi suất sẽ giảm thì cần phải xây dựng danh mục đầu tư có TGDHBQ dài và ngược lại.

Trong quá trình đầu tư, cũng bằng cách đoán lãi suất này, nhà quản lý có thể thay đổi TGDHBQ của danh mục bằng cách hoán đổi một trái phiếu trong danh mục có TGDHBQ thấp để lấy một trái phiếu khác có TGDHBQ cao hơn để điều chỉnh TGDHBQ của danh mục.

Ví dụ: xem xét 2 trái phiếu không coupon, kỳ hạn 1 và 10 năm. Giả sử danh mục đầu tư vào trái phiếu 1 năm trị giá 100 triệu đồng với lãi suất chiết khấu hiện nay là 7%. Giá trái phiếu ở các mức lãi suất khác nhau được thể hiện dưới đây. Nếu bạn dự đoán lãi suất sẽ giảm thì bạn phải thực hiện chiến lược đầu tư thay thế như thế nào?

Lãi suất %	P_1	P_{10}
4,00	96,15	67,56
5,00	95,24	61,39
6,00	94,34	55,84
7,00	93,46	50,83
8,00	92,59	46,32
9,00	91,74	42,24
10,00	90,91	38,55
11,00	90,09	35,22
12,00	89,29	32,20
13,00	88,50	29,46

c. Chiến lược dự đoán chênh lệch đường cong lãi suất (yield curve spread strategy)

Dự đoán xu hướng lãi suất như phương pháp trên đây là vấn đề rất khó khăn, do vậy nhà quản lý thường sử dụng tài tiên đoán chênh lệch đường cong lãi suất, tức dự đoán sự khác nhau trong xu hướng biến động của lãi suất hai kỳ hạn khác nhau của một loại trái phiếu (hoặc hai trái phiếu tương đương về ngành nghề, chất lượng và coupon...) với hy vọng thu về khoản lợi nhuận chắc chắn. Nếu tại một thời điểm nào đó người ta thấy sự biến động lãi suất của hai loại kỳ hạn diễn ra bất thường (vượt xa ngoài mức biến động bình quân thường có trong quá khứ) thì người ta dự đoán nó sẽ đổi chiều vào một thời điểm nào đó trong tương lai, từ đó có chiến lược đầu tư thích hợp.

Tuy nhiên, một điểm cần lưu ý trong chiến lược này là nếu chỉ tập trung khai thác yếu tố chênh lệch lãi suất không thôi thì vẫn chưa đủ. Nếu dự đoán của nhà đầu tư chưa đề phòng trường hợp rủi ro biến động lãi suất. Do vậy cần kết hợp cả phương pháp trung hòa rủi ro lãi suất.

Nguyên tắc chung của chiến lược này: khi dự đoán mức chênh lệch sẽ giảm thì mua trái phiếu dài hạn và bán trái phiếu ngắn hạn và ngược lại. Cần lựa chọn số lượng trái phiếu sao cho khớp giá trị \$D của hai loại trái phiếu mua và bán để tránh rủi ro lãi suất (khung lãi suất thay đổi).

Ví dụ về phương án xây dựng danh mục:

Giả sử trái phiếu chính phủ không coupon 1 năm và 10 năm ngày hôm nay giá 94,16 và 51,50, tương đương với mức lãi suất 6,2% và 6,9%. Vậy mức chênh lệch lãi suất ngày hôm nay là 0,7%. Nhà quản lý dự đoán mức chênh lệch này sẽ giảm trong thời gian tới. Nhà quản lý này đang quản lý danh mục đầu tư có một loại trái phiếu 1 năm trị giá 100 triệu đồng. Vậy anh ta phải cơ cấu lại danh mục trái phiếu của mình thế nào để thu được lợi thế từ thay đổi trên?

d. Chiến lược dự đoán mức biến động lãi suất (interest rate volatility anticipation) hay còn gọi chiến lược đường cong lãi suất (yield curve strategy)

Nếu như trong chiến lược dự đoán sự thay đổi lãi suất trên đây nhà quản lý danh mục phải dự đoán xu hướng lãi suất (tăng hay giảm) thì ở phương pháp này không cần dự đoán về xu hướng lãi suất mà chỉ cần dự đoán về mức biến động của lãi suất, tức lãi suất sẽ biến động nhiều hay ít (nhưng là

biến động song song). Chẳng hạn, một nhà quản lý dự đoán rằng trong thời gian tới lãi suất sẽ biến động mạnh do nền kinh tế không ổn định. Sự biến động mạnh như vậy có thể dẫn đến lãi suất tăng rất cao hoặc giảm xuống rất thấp. Trong trường hợp này, anh ta phải lựa chọn danh mục đầu tư sao cho khai thác được lợi thế của tình hình này.

Chẳng hạn, một nhà đầu tư dự kiến kỳ đầu tư 9 năm, vậy trước hết để phòng ngừa rủi ro lãi suất, anh ta phải chọn danh mục có TGĐHBQ = 9 theo một trong các cách sau:

- Có thể rải đều tiền vào tất cả các loại trái phiếu kỳ hạn khác nhau. Chiến lược này là chiến lược “cái thang” (ladder). Tuy nhiên, phương án này ít khả thi đối với những khoản đầu tư nhỏ và gây tốn kém do phải mua nhiều loại trái phiếu, do vậy ít được sử dụng.

- Có thể đầu tư toàn bộ vào loại trái phiếu không coupon, kỳ hạn 9 năm. Chiến lược này gọi là “hình viên đạn” (Bullet). Bullet là chiến lược đầu tư vào các loại trái phiếu có kỳ hạn gần sát với kỳ đầu tư.

- Có thể đầu tư một nửa vào loại 2 năm và 1 nửa vào loại 16 năm để được $D = 9$ như mong muốn. Chiến lược này là “hình cử tạ” (Barbell). Barbell là phương án đầu tư vào các loại trái phiếu có kỳ hạn phân tán rộng về hai phía của kỳ đầu tư.

Một đặc điểm cần lưu ý là tất cả các phương án trên đều phải đảm bảo đạt TGĐHBQ của danh mục bằng kỳ đầu tư. Tuy nhiên, ở đây có một vấn đề mà nhà quản lý cần khai thác để hy vọng thu được lợi nhuận cao hơn nhà máy, đó là danh mục Barbell có độ lồi (C) lớn hơn danh mục Bullet. Vì có đặc tính này nên danh mục tăng, do vậy khi dự đoán lãi suất biến động mạnh thì cần đầu tư vào Barbell. Nếu dự đoán lãi suất sẽ ổn định thì tốt hơn là đầu tư vào Bullet vì giá trái phiếu có độ lồi thấp sẽ rẻ hơn và chi phí giao dịch thấp hơn, do vậy lợi suất đầu tư cao hơn trong điều kiện lãi suất thị trường ổn định. Điều này thể hiện sự đánh đổi giữa lợi suất và độ lồi: chấp nhận lợi suất thấp để có độ lồi cao.

Nguyên tắc chung của phương án này như sau: Nếu nhà quản lý dự đoán lãi suất sẽ biến động mạnh thì chọn đầu tư vào danh mục có độ lồi cao hơn (Barbell), nếu dự đoán lãi suất ổn định thì chọn danh mục có độ lồi thấp (bullet).

Ví dụ: Hiện tại có 3 loại trái phiếu không coupon với các kỳ hạn sau đây:

Kỳ hạn	Giá	Lãi suất
2	88,34	6,39
9	55,34	6,80
16	33,13	7,15

Giả sử vốn đầu tư là 100 triệu đồng, kỳ đầu tư 9 năm. Hãy xác định chiến lược đầu tư Bullet và Barbell. Ước tính các biến động lãi suất có thể xảy ra sau 1 năm và xây dựng bảng kết quả đầu tư có thể đạt được sau năm đó dựa trên các ước tính này. Giả sử đường cong lãi suất dịch chuyển song song.

10.2.2. Quản lý danh mục đầu tư rủi ro (cổ phần)

Danh mục đầu tư rủi ro là danh mục chứa đựng tất cả các loại chứng khoán rủi ro (kể cả cổ phiếu và trái phiếu). Tuy nhiên, để đơn giản hóa về mặt lý thuyết, khi đề cập đến danh mục rủi ro người ta thường nói đến danh mục cổ phiếu. Không giống như quản lý danh mục trái phiếu đơn thuần, ở đây chỉ có hai chiến lược quản lý chủ động và thụ động mà không có chiến lược kết hợp giữa thụ động và chủ động. Tuy rằng trên thực tế tồn tại một dạng kết hợp như vậy, song thực chất nó vẫn mang nội dung của quản lý chủ động vì mục đích của chiến lược này là tìm ra những lĩnh vực hoặc chứng khoán bị đánh giá thấp.

a. Quản lý thụ động

Cũng giống như đối với danh mục trái phiếu, đây là chiến lược mua cổ phiếu dựa theo một chỉ số chuẩn nào đó và nắm giữ lâu dài khoản đầu tư...Tuy nhiên, điều này không có ý nghĩa chỉ đơn thuần mua và nắm giữ cổ phiếu lâu dài mà đôi khi danh mục cũng cần được cơ cấu lại khi phải tái đầu tư các khoản cổ tức nhận về và do có một số cổ phiếu bị hợp nhất hoặc trượt khỏi danh sách trong chỉ số chuẩn. Song nhìn chung, mục đích của chiến lược này không phải để tạo ra danh mục “vượt trội” chỉ số chuẩn (chỉ số mục tiêu), mà tạo ra danh mục cổ phiếu có số lượng và chủng loại cổ phiếu gần giống với chỉ số chuẩn nhằm thu được mức lợi suất đầu tư tương đương với lợi suất của chỉ số đó. Hiệu quả của danh mục này được đánh giá dựa trên khả năng của người quản lý danh mục trong việc tuân theo chỉ số chuẩn, tức là khả năng giảm thiểu những sai lệch so với chỉ số chuẩn. Ví dụ một số loại

chỉ số phổ biến nhất được áp dụng ở thị trường Mỹ là S&P 500, 400 và 200; Wilshire 5000; Russell 2000.

Về mặt kỹ thuật, có 3 phương pháp chính xây dựng danh mục cổ phiếu thụ động như sau:

- **Lập lại hoàn toàn một chỉ số nào đó:** theo phương pháp này, tất cả các loại cổ phần nằm trong chỉ số được mua vào theo một tỷ lệ bằng tỷ trọng vốn mà cổ phiếu đó chiếm giữ trong chỉ số này. Phương pháp này giúp nhà quản lý chắc chắn thu được kết quả đầu tư gần giống với kết quả của chỉ số, nhưng nó cũng tồn tại hai vấn đề:

- Vì phải mua nhiều cổ phiếu nên phải chi nhiều phí giao dịch (trong trường hợp phí giao dịch tính theo món), dẫn đến lợi suất đầu tư có thể giảm vì chi phí quá nhiều;

- Trong quá trình nắm giữ danh mục đầu tư đó, nhà quản lý sẽ được nhận cổ tức từ việc sở hữu cổ phiếu. Tuy nhiên, mỗi công ty có một chiến lược chi trả cổ tức vào các thời điểm khác nhau nên luồng cổ tức nhận về rải rác dẫn đến việc tái đầu tư cổ tức bị phân tán, do vậy có thể bị lỗ những cơ hội đầu tư tốt và phát sinh nhiều phí giao dịch.

- **Phương pháp chọn nhóm mẫu:** với phương pháp này, nhà quản lý chỉ cần chọn một nhóm các chứng khoán đại diện cho chỉ số chuẩn theo tỷ lệ tương ứng với tỷ trọng vốn của từng cổ phiếu đó trong chỉ số chuẩn. Phương pháp này có ưu điểm hạn chế chi phí giao dịch vì số lượng chứng khoán mua vào ít, nhưng không bảo đảm chắc chắn rằng lợi suất đầu tư đạt được sẽ tương đương với kim lợi suất thu nhập của chỉ số chuẩn.

- **Phương pháp lập trình bậc 2:** phương pháp này khá phức tạp, thường chỉ có các nhà đầu tư chuyên nghiệp áp dụng. Trong phương pháp này, các thông tin quá khứ về tình hình biến động giá cổ phiếu và mối tương quan giữa các loại giá cổ phiếu khác nhau được đưa vào chương trình máy tính để chọn lọc và xác định thành phần của danh mục sao cho giảm thiểu chênh lệch lợi suất của danh mục so với chỉ số chuẩn. Tuy nhiên, phương pháp này cũng nảy sinh vấn đề là khi các dữ liệu đầu vào (thông tin quá khứ về giá cả và mối tương quan giữa chúng) có sự thay đổi thường xuyên thì lợi suất danh mục sẽ có chênh lệch lớn so với chỉ số.

Trên thực tế, có một số lý do khiến nhiều Quỹ không đầu tư theo phương pháp lập lại hoàn toàn chỉ số. Thứ nhất, khối lượng tiền đầu tư không

lớn lắm nên không đủ để mua rải theo các chỉ số. Thứ hai, vì mua nhiều nên chi phí giao dịch cao. Còn phương pháp lập trình bậc hai lại rất phức tạp, cho nên phương án chọn mẫu thường được áp dụng nhiều.

b. Chiến lược quản lý chủ động

Mục tiêu của chiến lược này là nhằm thu được lợi suất đầu tư cao hơn lợi suất của danh mục thụ động chuẩn hoặc thu được mức lợi nhuận trên trung bình ứng với một mức rủi ro nhất định.

Quy trình quản lý danh mục đầu tư chủ động có thể tóm lược như sau:

Xác định mục tiêu của khách hàng đặt ra: khách hàng đầu tư có thể đưa ra các yêu cầu cụ thể cho khoản đầu tư của mình, chẳng hạn đặt ra mục tiêu chỉ đầu tư vào loại cổ phiếu công ty nhỏ; với hệ số P/E thấp và ứng với một mức rủi ro nào đó, chẳng hạn cao hơn, bằng hoặc thấp hơn mức rủi ro của danh mục thị trường..

Lập ra một danh mục chuẩn (hay còn gọi danh mục “thông thường”

Để làm căn cứ so sánh cho danh mục chủ động trên đây. Chẳng hạn, ứng với các yêu cầu trên đây thì danh mục chuẩn bao gồm tất cả các loại cổ phiếu của công ty nhỏ (như trên thị trường Mỹ thì đó là những công ty có vốn tính theo giá thị trường dưới \$500 triệu), với hệ số P/E thấp (dưới 80% hệ số P/E của các công ty thuộc chỉ số S&P), với tỷ trọng vốn đều nhau.

Xây dựng một chiến lược và kết cấu danh mục đầu tư tối ưu thỏa mãn nhu cầu người đầu tư theo quy trình sau:

a. Thực hiện phân tích những ngành và công ty riêng lẻ thỏa mãn, mục tiêu đặt ra, (ví dụ những công ty nhỏ thuộc ngành viễn thông), để tìm ra những cơ hội đầu tư tốt nhất.

Về mặt kỹ thuật, để thực hiện việc lựa chọn cổ phiếu, người ta có thể áp dụng một số biện pháp như lập danh sách chỉ tiêu hoặc đánh giá theo định lượng.

Phương pháp lập danh sách đơn thuần là việc liệt kê tất cả các chỉ tiêu cần được thỏa mãn (kể cả chỉ tiêu do người đầu tư đặt ra và chỉ tiêu phân tích) và đưa vào máy tính để lập nên danh sách những cổ phiếu thỏa mãn các chỉ tiêu đó. Các chỉ tiêu đặt ra có thể là chỉ tiêu về vốn; hệ số P/E; ngành

nghe; hệ số thu nhập trên vốn cổ đông (ROE); tỷ lệ chia cổ tức, cổ tức ổn định hay tăng trưởng...

Phương pháp định lượng được thực hiện theo một số cách. Thứ nhất, nhà quản lý xác định độ nhạy cảm của giá (hay thu nhập) của cổ phiếu tới các yếu tố kinh tế như tỷ giá ngoại hối, lạm phát, lãi suất hoặc mức độ tiêu dùng của công chúng để làm căn cứ đầu tư. Nhà quản lý danh mục có thể dựa trên các thông tin đó cùng với sự phân tích và nhận định về diễn biến tình hình kinh tế để đưa ra các quyết định phù hợp. Chẳng hạn, trong điều kiện kinh tế suy thoái, anh ta có thể mua những cổ phiếu có độ nhạy cảm ít nhất tới các điều kiện thuận lợi của nền kinh tế, hay nói cách khác đó là những cổ phiếu của công ty có thu nhập thay đổi ngược chiều với xu hướng chung của nền kinh tế. Cách thứ hai được gọi là “phương pháp mua vào-bán khống”, theo đó cổ phiếu được phân chia theo nhóm. Những cổ phiếu ở nhóm trên cùng thì được mua vào, ở những nhóm cuối thì được bán khống (sold short). Danh mục lập theo phương pháp này có thể sẽ không bị tác động của thị trường nói chung vì giá trị chứng khoán mua vào tương đương với giá trị chứng khoán bán khống. Với phương pháp này, người ta hy vọng các cổ phiếu thuộc nhóm “mua vào” sẽ tăng giá và các cổ phiếu thuộc nhóm “mua vào” sẽ tăng giá và các cổ phiếu thuộc nhóm “bán khống” sẽ bị giảm giá hoặc khả năng xấu hơn là cả hai nhóm cùng tăng hoặc giảm giá nhưng nhóm “mua vào” cho kết quả tốt hơn nhóm “bán khống”, vì vậy giữ cho kết quả ròng của danh mục vẫn tốt.

b. Tính toán xác định số lượng cổ phiếu trong danh mục sao cho đạt mức đa dạng hóa cao nhất trong phạm vi giới hạn của khoản tiền đầu tư.

c. Sau khi xác định số lượng và chủng loại cổ phiếu cần mua, bước tiếp theo là phân bổ khoản đầu tư. Số tiền đầu tư được phân bổ theo nguyên tắc: những ngành nghề có xu hướng phát triển tốt thì được phân bổ theo nguyên tắc: những ngành nghề có xu hướng phát triển tốt thì được phân bổ một tỷ trọng lớn hơn, trong đó cần tập trung vào những cổ phiếu có tiềm năng hoặc cổ phần phiếu tạm thời bị định giá thấp.

Lợi suất ước tính và độ lệch chuẩn của danh mục này là 24,6% và $(854)^{1/2} = 29,22\%$. Danh mục này được ký hiệu C_1 (xem hình 1).

Hình 1: tìm danh mục gốc ???

Tiếp theo, máy tính xác định danh mục góc thứ hai nằm trên đường cong hiệu quả (phía dưới danh mục góc thứ nhất). Giả sử danh mục này có thành phần như sau:

$$X(2) = \begin{vmatrix} 0 \\ 0,22 \\ 0,78 \end{vmatrix}$$

Điều này có nghĩa danh mục trên đầu tư 22% vào cổ phiếu B và 78% vào cổ phiếu C. Áp dụng công thức tính lợi suất và rủi ro của toàn danh mục sẽ xác định được lợi suất ước tính và độ lệch chuẩn của danh mục này tương ứng là 23,2% và 15,9%. Trên hình vẽ, danh mục này ký hiệu là C_2 .

Như vậy, danh mục C_1 và C_2 là hai danh mục góc hiệu quả nằm cạnh nhau. Theo định nghĩa trên đây thì bất kỳ danh mục hiệu quả nào nằm giữa hai danh mục trên đều là danh mục có thành phần được kết hợp từ chính 2 danh mục trên. Ví dụ, một danh mục nằm trên đường cong hiệu quả, ở đoạn giữa 2 danh mục C_1 và C_2 có thành phần 50% của C_1 và 50% của C_2 thì cho ra kết quả như sau:

$$50\%.X(1) + 50\%.X(2) = 0,5 \cdot \begin{vmatrix} 0 \\ 1 \\ 0 \end{vmatrix} + 0,5 \cdot \begin{vmatrix} 0 \\ 0,22 \\ 0,78 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0 \\ 0,61 \\ 0,39 \end{vmatrix}$$

Danh mục trên cho ra lợi suất ước tính 23,9% và độ lệch chuẩn 20,28%.

Tiếp theo, máy tính sẽ nhận dạng danh mục góc thứ ba. Giả sử thành phần của danh mục này gồm:

$$X(3) = \begin{vmatrix} 0,84 \\ 0 \\ 0,16 \end{vmatrix}$$

Danh mục trên tương ứng với mức lợi suất ước tính 17,26% và độ lệch chuẩn 12,22%. Danh mục này là danh mục hiệu quả như 2 danh mục trước và được ký hiệu C_3 .

Vì C_2 và C_3 là hai danh mục cạnh nhau nên những danh mục nào được tạo thành từ việc kết hợp danh mục C_2 và C_3 đều là danh mục hiệu quả (nằm

ở đường cong hiệu quả, đoạn giữa C_2 và C_3). Ví dụ, nếu người đầu tư phân bổ 33% tiền vào C_2 và 67% vào C_3 thì danh mục mới có thành phần như sau:

$$33\%.X(2) + 67\%.X(3) = 0,33. \begin{vmatrix} 0 \\ 0,22 \\ 0,78 \end{vmatrix} + 0,67. \begin{vmatrix} 0,48 \\ 0 \\ 0,16 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0,56 \\ 0,7 \\ 0,36 \end{vmatrix}$$

Danh mục trên cho lợi suất ước tính 19,1% và độ lệch chuẩn 12,88%.

Như đã nêu trên, chỉ có những danh mục là kết hợp của danh mục gốc nằm cạnh nhau mới là danh mục hiệu quả. Những danh mục là kết hợp của hai danh mục hiệu quả. Ví dụ C_1 và C_3 là hai danh mục không cạnh tranh nhau, điều này có nghĩa bất kỳ danh mục nào có thành phần là hỗn hợp của C_1 và C_3 thì không phải là danh mục hiệu quả. Ví dụ, nếu người đầu tư phân bổ 50% tiền vào mỗi danh mục C_1 và C_3 thì danh mục mới có thành phần như sau:

$$50\%.X(1) + 50\%.X(3) = 0,5. \begin{vmatrix} 0 \\ 1 \\ 0 \end{vmatrix} + 0,5. \begin{vmatrix} 0,84 \\ 0 \\ 0,16 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0,42 \\ 0,5 \\ 0,08 \end{vmatrix}$$

Với thành phần như trên, danh mục này có lợi suất ước tính 20,93% và độ lệch chuẩn 18,38%. Tuy nhiên, danh mục này không hiệu quả vì lợi suất của nó (20,93%) nằm giữa lợi suất ước tính của danh mục C_2 (23,2%) và C_3 (17,26%), nếu kết hợp C_2 với C_3 (2 danh mục cạnh nhau) thì sẽ tạo được danh mục cùng lợi suất với danh mục trên nhưng có độ lệch chuẩn thấp hơn. Đây là danh mục hiệu quả.

Tiếp tục, máy tính sẽ nhận dạng thành phần của danh mục gốc thứ 4 như sau:

$$X(4) = \begin{vmatrix} 0,99 \\ 0 \\ 0,01 \end{vmatrix}$$

Lợi suất ước tính và độ lệch chuẩn của danh mục trên tương ứng 16,27% và 12,08%. Sau khi nhận biết được danh mục này (C_4) là danh mục có độ lệch chuẩn thấp nhất trong số tất cả các danh mục thực tồn tại thì máy tính ngừng tìm kiếm.

Từ 4 danh mục trên đây, máy tính sẽ mô tả được toàn bộ tập hợp các danh mục hiệu quả. Công việc tiếp theo hoàn toàn đơn giản với máy tính là việc vẽ đường cong hiệu quả. Chẳng hạn, máy tính xác định thành phần của 20 danh mục hiệu quả nằm giữa C_1 và C_2 , từ đó xác định lợi suất ước tính và độ lệch chuẩn của các danh mục này để xác định vị trí của chúng trên hình vẽ. Sau đó máy sẽ nối các điểm cạnh nhau bằng những đoạn thẳng rất nhỏ vì 2 danh mục ở rất gần nhau. Các danh mục được nối với nhau và cho ra hình dạng một đường cong (đoạn cong hiệu quả giữa C_1 và C_2). Tương tự như vậy với C_2 và C_3 rồi C_3 và C_4 , máy tính sẽ vẽ được một đường cong hiệu quả hoàn chỉnh.

Một khi đã xác định được đường cong hiệu quả công việc tiếp theo là xác định danh mục tối ưu ứng với mục tiêu đặt ra của từng người đầu tư. Các mục tiêu dùng làm căn cứ có thể là mục tiêu về lợi suất, rủi ro... Trên cơ sở đó, máy tính có thể xác định đường bàng quan của người đầu tư đó (xem hình 2). Điểm tiếp xúc giữa đường bàng quan I_2 với đường cong hiệu quả chính là định vị của danh mục tối ưu của người đầu tư đó (ký hiệu là O).

Hình: lựa chọn danh mục cổ phiếu tối ưu thỏa mãn nhu cầu người đầu tư???

Sau khi xác định nhược điểm O, căn cứ theo đồ thị có thể xác định lợi suất tương ứng với điểm O, chẳng hạn bằng 20%.

Tiếp theo, để xác định thành phần của danh mục tối ưu trên (danh mục O) thì trước tiên cần xác định danh mục góc nằm gần danh mục O nhất, một danh mục phía trên có lợi suất cao hơn và 1 danh mục phía dưới có lợi suất thấp hơn danh mục O. Ký hiệu lợi suất của danh mục cần tìm (danh mục O) là r và của hai danh mục góc là r_a và r_b , thì các danh mục trên phải thỏa mãn điều kiện sau:

$r = r_a \cdot y + r_b \cdot (1-y)$, trong đó y là tỷ trọng đầu tư vào danh mục góc nằm trên danh mục O (tức danh mục a) và $(1-y)$ là tỷ trọng danh mục góc phía dưới (danh mục b).

Trong ví dụ này, vì $r = 20\%$ nên ta dễ dàng nhận thấy danh mục O nằm giữa hai danh mục góc C_2 và C_3 , do đó:

$$20 = 23,2\% \cdot y + 17,26\% (1-y)$$

Giải phương trình trên tìm ra $y = 0,46$, có nghĩa thành phần của danh mục tối ưu tìm ra gồm có 46% danh mục C_2 và 54% danh mục C_3 , tương đương như sau:

$$46\%.X(2) + 54\%.X(3) = 0,46. \begin{vmatrix} 0 \\ 0,22 \\ 0,78 \end{vmatrix} + 0,54. \begin{vmatrix} 0,84 \\ 0 \\ 0,16 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0,45 \\ 0,1 \\ 0,45 \end{vmatrix}$$

Vậy có thể kết luận thành phần của danh mục tối ưu là 45% cổ phiếu A; 10% cổ phiếu B và 45% cổ phiếu C.

Theo dõi, đánh giá các biến động của cổ phiếu trong danh mục và tái cấu trúc danh mục khi cần thiết

Có 3 lý do chính để tái cấu trúc danh mục đầu tư. Thứ nhất, các nhà quản lý dựa vào dự đoán tình hình kinh tế vĩ mô cũng như các thay đổi trong tình hình hoạt động doanh nghiệp để đánh giá sự biến động giá tương quan giữa các loại cổ phiếu thuộc các lĩnh vực ngành nghề khác nhau hoặc cùng một lĩnh vực để rút bớt vốn từ loại cổ phiếu có nguy cơ sụt giá chuyển sang cổ phiếu khác có tiềm năng hơn. Thứ hai, các nhà quản lý thấy cần thiết phải chuyển cổ phiếu từ lĩnh vực này sang lĩnh vực khác nhằm đa dạng hóa và phòng ngừa rủi ro vì loại cổ phiếu đang nắm giữ ban đầu đang có nguy cơ tăng mức rủi ro. Thứ ba, trong quá trình đầu tư, nhà quản lý phát hiện ra một hoặc một số chứng khoán khác đang tạm thời bị định giá thấp hơn giá trị thực của nó, do vậy phải mua các cổ phiếu này để thay thế cho 1 số cổ phiếu tương đương (cùng lĩnh vực, cùng độ rủi ro v.v...) hiện có trong danh mục, hoặc ngược lại nếu thấy cổ phiếu trong danh mục bị định giá cao thì có thể bán đi thay thế bằng loại tương đương khác không bị định giá cao.

10.2.3. Quản lý danh mục đầu tư hỗn hợp

Danh mục đầu tư tổng hợp được xây dựng trên cơ sở kết hợp danh mục chứng khoán rủi ro với danh mục phi rủi ro (tín phiếu kho bạc). Nguyên lý của danh mục đầu tư được xây dựng trên nguyên lý mô hình CAPM. Về cơ bản, phương pháp quản lý danh mục tổng thể được dựa trên nguyên tắc quản lý danh mục cổ phiếu, do vậy chúng được làm hai phương pháp như quản lý danh mục cổ phiếu, đó là thụ động và chủ động.

10.2.3.1. Phương pháp thụ động

Như đã nêu ở phần quản lý danh mục cổ phiếu, phương pháp thụ động có thể đơn giản là việc lặp lại một số chỉ số nào đó trên thị trường. Song trên thực tế thì phương pháp này có những vấn đề khó khăn, nhất là khi khối lượng đầu tư không đủ lớn để mua tất cả các cổ phiếu trong chỉ số. Do vậy người ta có thể lập các danh mục khá tương đồng với chỉ số chuẩn trên thị trường. Có thể áp dụng các phương pháp như đã nêu trong phần quản lý danh mục cổ phiếu thụ động. Ngoài ra, để bảo đảm độ chính xác cao người ta thường lập danh mục có mức đa dạng hóa tối đa và độ rủi ro tương đương rủi ro danh mục thị trường.

Phương pháp này có thể thực hiện theo quy trình chung sau đây:

- Trước hết, cần thiết lập danh mục cổ phiếu thụ động theo nguyên tắc:
 - + Rủi ro của danh mục này tương đương với rủi ro danh mục thị trường, tức là $\beta_s = 1$.
 - + Đa dạng hóa tối đa danh mục này: xác định số lượng cổ phiếu cần mua (dựa trên khối lượng đầu tư, chi phí giao dịch và yêu cầu của khách hàng). Đa dạng hóa được tiến hành theo cách đơn giản là lựa chọn cổ phiếu của các ngành nghề, lĩnh vực khác nhau chứ không cần phân tích cổ phiếu.
 - Xác định mục tiêu rủi ro của toàn bộ danh mục để có chiến lược đầu tư: nếu mục tiêu rủi ro khách hàng yêu cầu là $\beta_p < 1$ thì đầu tư một phần tiền vào danh mục cổ phiếu, một phần vào tín phiếu; nếu mục tiêu $\beta_p > 1$ thì vay thêm tiền để đầu tư toàn bộ vào danh mục cổ phiếu.

Ví dụ: Một Quỹ đầu tư có vốn 1 tỷ đồng yêu cầu nhà quản lý danh mục lập ra một danh mục thụ động với mục tiêu rủi ro $= 0,5$. Giả sử danh mục thụ động này được cấu thành từ danh mục cổ phiếu thụ động xây dựng theo phương pháp chọn mẫu theo phiên bản của chỉ số thị trường cho dưới đây và tín phiếu kho bạc. Vậy nhà quản lý cần phải lựa chọn thành phần của danh mục như thế nào để đáp ứng yêu cầu trên? Giả định rằng danh mục chọn mẫu chỉ cần 2 loại cổ phiếu là đủ để đa dạng hóa.

Giả định rằng: chỉ số thị trường bao gồm 10 chứng khoán sau:

Số TT	Giá 10 loại cổ phiếu	Hệ số β	Tỷ trọng vốn (W)
1	$P_1 = \$20$	-2	10%
2	$P_2 = \$21$	-1,5	10%
3	$P_3 = \$22$	-1	10%
4	$P_4 = \$23$	-0,5	10%
5	$P_5 = \$24$	0,5	10%
6	$P_6 = \$25$	0,5	10%
7	$P_7 = \$26$	0,5	10%
8	$P_8 = \$27$	1	10%
9	$P_9 = \$28$	1,5	10%
10	$P_{10} = \$29$	2,5	10%

10.2.3.2. Quản lý chủ động

Quy trình chung của chiến lược quản lý danh mục hỗn hợp chủ động cũng lặp lại những bước như trong quy trình quản lý danh mục rủi ro (cổ phiếu) chủ động. Tuy nhiên, trong các thao tác cụ thể cũng có một số điểm khác về mặt kỹ thuật. Cụ thể như sau:

Đối với bước “Xây dựng một chiến lược và kết cấu danh mục đầu tư tối ưu thỏa mãn nhu cầu người đầu tư”

Nguyên tắc xây dựng danh mục hỗn hợp chủ động được dựa trên nguyên lý mô hình CAPM nhưng có thể tiến hành một số cách, tùy theo khả năng chuyên nghiệp và trình độ ứng dụng kỹ thuật công nghệ của các nhà quản lý danh mục. Có hai cách cơ bản như sau:

a. Phương pháp thủ công: Trên cơ sở hệ số β đặt ra cho danh mục tổng thể, tính toán xác định số lượng đầu tư (hoặc vay thêm để đầu tư) vào từng danh mục cổ phiếu và tín phiếu. Tại đây, nguyên tắc thiết lập danh mục cổ phiếu chủ động cũng gần giống như danh mục cổ phiếu thụ động, đó là:

$$- \beta_s = 1$$

- Lựa chọn cổ phiếu và đa dạng hóa tối đa. Tuy nhiên, xây dựng danh mục cổ phiếu chủ động có vấn đề cơ bản khác với chiến lược thụ động ở chỗ tuy vẫn phải đảm bảo đa dạng hóa tối đa nhưng ở đây có việc phân tích đánh giá để tìm ra các loại cổ phiếu phù hợp với yêu cầu và có tiềm năng tăng trưởng cao. Mục đích của việc đa dạng hóa là phòng ngừa rủi ro, nếu trường hợp diễn biến tình hình không đúng với dự đoán thì danh mục vẫn được đa dạng như danh mục thụ động. Phương pháp này có thể mô tả bằng ví dụ cụ thể sau đây:

Số TT	Giá 10 loại cổ phiếu	Độ lệch chuẩn δ	Tỷ trọng vốn (W)
1	$P_1 = \$20$	200%	10%
2	$P_2 = \$21$	180%	10%
3	$P_3 = \$22$	150%	10%
4	$P_4 = \$23$	150%	10%
5	$P_5 = \$24$	100%	10%
6	$P_6 = \$25$	100%	10%
7	$P_7 = \$26$	120%	10%
8	$P_8 = \$27$	60%	10%
9	$P_9 = \$28$	50%	10%
10	$P_{10} = \$29$	20%	10%

Các loại trên được chia làm hai nhóm, nhóm 1 gồm các cổ phiếu từ số 1 đến 4 là nhóm biến động cùng chiều với danh mục thị trường, nhóm hai gồm các cổ phiếu còn lại biến động ngược chiều. Các cặp cổ phiếu trong cùng nhóm và khác nhóm có hệ số tương quan bằng 1 và -1 tương ứng. Giả sử danh mục cổ phiếu chỉ cần 2 cổ phiếu khác nhóm là đủ đa dạng, với hệ số tương quan của từng cổ phiếu trong danh mục so với cả danh mục như sau:

- Cổ phiếu biến động cùng chiều thị trường: 1/2
- Cổ phiếu khác chiều: -1/4

Yêu cầu: ứng với các điều kiện nêu trên thì nhà quản lý phải thiết lập danh mục đầu tư thế nào để thỏa mãn yêu cầu khách hàng?

b. Phương pháp ứng dụng công nghệ tin học:

- Ứng dụng công nghệ phần mềm để xây dựng đường cong hiệu quả cho danh mục cổ phiếu theo mô hình Markowitz: như đã trình bày tại phần xây dựng danh mục cổ phiếu chủ động.

- Xác định danh mục tối ưu: Việc xác định danh mục tối ưu trong trường hợp này khác với trường hợp danh mục cổ phiếu đơn thuần ở chỗ: danh mục cổ phiếu tối ưu là điểm tiếp xúc giữa đường cong hiệu quả Markowitz với đường bàng quan của người đầu tư. Còn danh mục tổng thể là sự kết hợp giữa danh mục cổ phiếu và tín phiếu, do đó danh mục tối ưu sẽ nằm trên đường thẳng tập hợp danh mục hiệu quả xuất phát từ r_f và tiếp xúc với đường cong hiệu quả Markowitz.

Nếu như đối với chiến lược quản lý danh mục cổ phiếu thì đây đã là điểm dừng cuối cùng, song đối với danh mục tổng thể thì còn phải tiến hành 2 bước nữa, đó là việc xác định đường thẳng tập hợp danh mục hiệu quả và điểm xác định địa điểm của danh mục tối ưu. Giả sử điểm tiếp xúc giữa đường cong hiệu quả với đường CALL là T thì T là danh mục cổ phiếu tối ưu để đưa vào danh mục tổng hợp tối ưu. Việc xác định thành phần của T hoàn toàn tương tự như xác định thành phần danh mục cổ phiếu tối ưu trong chiến lược quản lý danh mục cổ phiếu chủ động. Giả sử thành phần của T được xác định như sau:

$$T = \begin{vmatrix} 0,12 \\ 0,19 \\ 0,69 \end{vmatrix}$$

Đối với máy tính thì việc xác định T hoàn toàn đơn giản. Sau khi xác định được đường cong Markowitz, máy tính sẽ tìm điểm r_f trên trục đứng của đồ thị (giả sử $r_f = 4\%$), từ đó vẽ đường thẳng tiếp xúc với đường cong hiệu quả Markowitz để xác định điểm T. Tiếp theo, máy tính xác định các đường cong bàng quan của người đầu tư, tìm điểm tiếp xúc giữa một trong số các đường bàng quan với đường thẳng CALL, đó chính là danh mục hiệu quả O. Đến đây, việc xác định thành phần danh mục tối ưu khá đơn giản:

Gọi r , r_f là lợi suất ước tính của danh mục tổng thể và danh mục cổ phiếu tối ưu; y là tỷ trọng của danh mục cổ phiếu và $(1-y)$ là tỷ trọng của tín phiếu. Các thông số này cần phải thỏa mãn phương trình:

$$r = r_f \cdot y + r_f \cdot (1-y)$$

Giả sử máy tính xác định được trên đồ thị $r = 14\%$ và $r_i = 22,4\%$ thì phương trình trên trở thành: $14\% = 22,4\%.y + 4\%.(1-y)$, do vậy $y = 54\%$

Điều này có nghĩa đầu tư 54% vào danh mục cổ phiếu, hay:

$$0,54 T = 0,54. \begin{vmatrix} 0,12 \\ 0,19 \\ 0,69 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0,07 \\ 0,1 \\ 0,37 \end{vmatrix}$$

Như vậy, tỷ trọng cuối cùng của danh mục tối ưu như sau:

46% vào tín phiếu

7% vào cổ phiếu A

10% vào cổ phiếu B

37% vào cổ phiếu C

Đối với bước: Theo dõi, đánh giá các biến động của cổ phiếu trong danh mục và tái cấu trúc danh mục khi cần thiết

Về cơ bản, phần này giống như phần quản lý danh mục cổ phiếu. Tuy nhiên ở đây phạm vi hoán đổi rộng hơn, người quản lý có thể hoán chuyển từ chứng khoán rủi ro sang chứng khoán phi rủi ro hoặc ngược lại, tùy theo diễn biến cụ thể (chẳng hạn chuyển từ cổ phiếu sang tín phiếu khi thấy tình hình lạm phát cao).

10.3. ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ

10.3.1. Những yêu cầu đặt ra đối với nhà quản lý danh mục đầu tư

Trong chiến lược quản lý danh mục thụ động, yêu cầu đặt ra cho nhà quản lý danh mục là phải thiết lập danh mục tuân theo một chỉ số chuẩn nào đó trên thị trường với mục đích đạt được kết quả giống như chỉ số chuẩn. Do vậy việc đánh giá kết quả hoạt động của danh mục thụ động đơn thuần chỉ là việc đánh giá khả năng của nhà quản lý trong việc bám sát mục tiêu (chỉ số chuẩn). Nhà quản lý được đánh giá cao nếu kết quả danh mục đầu tư đạt được luôn tương đồng với chỉ số chuẩn.

Đối với chiến lược quản lý chủ động, có hai yêu cầu chính đặt ra cho các nhà quản lý danh mục, đó là:

- Khả năng đem lại lợi nhuận trên mức trung bình ứng với mỗi mức độ rủi ro.

- Khả năng đa dạng hóa danh mục tối đa nhằm loại bỏ rủi ro không hệ thống.

a. Khả năng đem lại lợi nhuận mức trung bình ứng với mỗi mức độ rủi ro

Xét về khía cạnh lợi nhuận thì yêu cầu thứ nhất đã quá rõ ràng: ứng với mỗi rủi ro nhất định nào đó, lợi suất đầu tư càng cao thì càng tốt. Điều này được thể hiện hoặc nhờ khả năng dự đoán thời cơ thị trường hoặc nhờ khả năng lựa chọn chứng khoán.

Một nhà quản lý danh mục cổ phiếu nếu dự đoán tốt tình hình biến động thị trường thì người đó có thể điều chỉnh được thành phần chứng khoán trong danh mục để đón đầu xu hướng thị trường. Chẳng hạn, nếu nhà quản lý danh mục nắm giữ một danh mục đa dạng hóa hoàn hảo các loại cổ phiếu có hệ số rủi ro (bê-ta) cao khi dự đoán thị trường có xu hướng lên giá và ngược lại, đầu tư vào các loại cổ phiếu có hệ số rủi ro thấp hoặc đầu tư vào các công cụ thị trường tiền lệ ngắn hạn khi dự đoán thị trường có xu hướng xuống giá thì sẽ thu được mức lợi suất đầu tư trên trung bình với mức rủi ro đó.

Một nhà quản lý danh mục trái phiếu nếu dự đoán đúng thời cơ thì có thể thay đổi thời gian đáo hạn bình quân (TGĐHBQ) của danh mục để đón đầu các biến động của lãi suất. Chẳng hạn, nếu nhà đầu tư này tăng TGĐHBQ của danh mục khi dự đoán lãi suất thị trường giảm và làm ngược lại khi dự đoán lãi suất thị trường tăng thì nếu dự đoán đúng sẽ có khả năng thu được lợi suất đầu tư cao ứng với một rủi ro nào đó.

Một chiến lược khác thường được các nhà quản lý danh mục áp dụng là việc lựa chọn đầu tư vào các chứng khoán được định giá thấp ứng với một mức độ rủi ro nào đó. Thậm chí là không dự đoán đúng thời cơ thị trường nhưng lựa chọn đúng loại chứng khoán thì vẫn có thể đem lại mức lợi suất đầu tư trên trung bình ứng với một mức rủi ro nhất định.

b. Khả năng đa dạng hóa danh mục tối đa nhằm loại bỏ rủi ro không hệ thống

Đây là nhân tố thứ hai cần phải xét đến trong quá trình đánh giá hiệu quả quản lý danh mục. Như đã đề cập ở các phần trước, thị trường đem lại cho nhà đầu tư một “phần thưởng” để bù đắp cho mức rủi ro hệ thống (rủi ro thị trường) mà người đó phải gánh chịu. Rủi ro không hệ thống không phải là

yếu tố được sử dụng để xác định mức lợi suất kỳ vọng vì nó có thể được xóa bỏ nếu danh mục được đa dạng hóa hoàn hảo. Vì nhà đầu tư không nhận được sự bù đắp từ rủi ro không hệ thống nên họ thường mong muốn danh mục của mình được đa dạng hóa hoàn hảo. Điều này có nghĩa họ muốn nhà quản lý danh mục của mình xóa bỏ được càng nhiều độ rủi ro không hệ thống thì càng tốt. Có thể đánh giá mức độ đa dạng hóa trên cơ sở mối tương quan giữa lợi suất của danh mục đầu tư với lợi suất danh mục thị trường. Một danh mục được coi là đa dạng hóa hoàn hảo nếu lợi suất của nó biến động giống hết lợi suất danh mục thị trường, một danh mục được coi là đa dạng hóa hoàn hảo. Điều này có nghĩa hệ số tương quan của hai danh mục này bằng 1.

10.3.2. Đánh giá hoạt động quản lý danh mục trái phiếu

Việc đánh giá hiệu quả quản lý danh mục trái phiếu chủ động được đưa trên hai tiêu chí cơ bản như sau:

- Kết quả thu được của danh mục so với mặt bằng chung của thị trường.
- Khả năng tận dụng các cơ hội để thu được mức lợi suất trên trung bình ứng với một mức rủi ro nhất định.

a. Đường thị trường trái phiếu (bond market line)

Một số nhà quản lý tài chính đã ứng dụng kỹ thuật định giá tài sản để đánh giá hiệu quả quản lý danh mục trái phiếu. Một nhân tố quan trọng trong mô hình này là mức độ rủi ro của danh mục trái phiếu. Đối với danh mục cổ phiếu thì thước đo rủi ro cơ bản là hệ số bê-ta. Song đối với trái phiếu thì khó có thể đo được một cách chính xác hệ số này vì mỗi một loại trái phiếu có một thời hạn và lãi suất coupon khác nhau, mà hai yếu tố này lại gây ảnh hưởng rất lớn tới biến động giá trái phiếu. Như đã nêu ở chương phân tích và đầu tư trái phiếu, lãi suất thị trường thay đổi sẽ làm biến động giá trái phiếu theo một mức độ nào đó tùy thuộc vào thời gian đáo hạn bình quân (TGĐHBQ) của mỗi trái phiếu. Vì lý do này nên TGĐHBQ của trái phiếu được sử dụng như một thước đo rủi ro giống như hệ số bê-ta đo rủi ro cổ phiếu. Ở đây, TGĐHBQ được sử dụng để thay thế hệ số bê-ta. Bằng việc sử dụng thước đo này, các nhà tài chính đã đưa ra đường thị trường trái phiếu (BML) để đánh giá danh mục trái phiếu tương tự như đường thị trường chứng khoán (SML) dùng để đánh giá danh mục cổ phiếu. Đường thị trường trái phiếu thể hiện ở hình vẽ dưới đây nối từ điểm tọa độ của chứng khoán

phi rủi ro (tín phiếu kho bạc) với điểm tọa độ của một chỉ số trái phiếu tổng hợp nhất trên thị trường, chẳng hạn chỉ số Lehman Brothers Government Corporate bonds (LBGCB) trên thị trường Mỹ. Tại đây chỉ số LBGCB cũng được sử dụng tương tự như chỉ số S&P 500 như đối với cổ phiếu. Trong mỗi một thời kỳ nào đó, chỉ số LBGCB sẽ đưa ra mức lợi suất bình quân của thị trường và được dùng làm chuẩn so sánh.

b. Đánh giá hiệu quả quản lý danh mục trái phiếu chủ động

Đường thị trường trái phiếu như trên thể hiện mối quan hệ giữa rủi ro (tức TGĐHBQ) của danh mục với lợi suất danh mục. Lợi suất danh mục trái phiếu thu được khác với lợi suất chỉ số Lehman Brother (chỉ số thị trường) vì những yếu tố chủ quan của nhà quản lý danh mục. Các yếu tố cơ bản đó là: chính sách đầu tư; khả năng dự đoán tình hình biến động lãi suất; khả năng phân tích và khả năng lựa chọn chứng khoán.

Chính sách đầu tư sẽ đem lại mức lợi suất ước tính của danh mục khác với lợi suất của chỉ số thị trường vì chính sách này tạo ra TGĐHBQ của danh mục đầu tư khác với chỉ số thị trường, tùy theo mục tiêu rủi ro đặt ra. Như vậy sẽ có sự khác nhau với chỉ số thị trường, tùy theo mục tiêu rủi ro đặt ra. Như vậy sẽ có sự khác nhau về lợi suất ước tính tùy thuộc vào các quyết định về rủi ro. Ví dụ, giả sử TGĐHBQ và lợi suất của chỉ số thị trường tương ứng là 9 năm là 8,25% (xem hình 2). Như vậy, ở đây chính sách đầu tư sẽ đem lại sự chênh lệch 0,5 năm của TGĐHBQ và 0,35% lợi suất đầu tư. Khoản chênh lệch lợi suất này gọi là hiệu quả chính sách đầu tư. Tóm lại, nếu danh mục có TGĐHBQ cao hơn (rủi ro cao hơn) thì lợi suất bình quân cần phải cao hơn.

Mối quan hệ giữa rủi ro và lợi suất trên đây là mối quan hệ cùng chiều, được thể hiện bằng đường thị trường trái phiếu. Tất cả mọi sự khác biệt giữa kết quả thực tế với danh mục đầu tư thiết lập ban đầu là do kết quả của các chính sách quản lý danh mục đem lại, bao gồm 3 yếu tố còn lại là: khả năng dự đoán tình hình biến động lãi suất; khả năng phân tích và khả năng lựa chọn chứng khoán.

Khả năng dự đoán tình hình biến động lãi suất sẽ quyết định hiệu quả của việc thay đổi TGĐHBQ cho danh mục để đón đầu trước các thay đổi về lãi suất. Nếu nhà quản lý dự đoán có sự biến động lãi suất và điều chỉnh TGĐHBQ của danh mục phù hợp với dự đoán đó thì lợi suất ước tính của danh mục điều chỉnh sẽ cao hơn mức ước tính ban đầu khi chưa có sự điều

chỉnh TGDHBQ của danh mục. Ví dụ, chính sách đầu tư đã thiết lập ra danh mục nêu trên đây với mục tiêu TGDHBQ là 9,5 năm và lợi suất ước tính (dựa trên đường thị trường trái phiếu) là 8,6%. Trong quá trình quản lý danh mục, nhà quản lý dự đoán lãi suất sẽ giảm, do vậy cơ cấu lại danh mục để đạt TGDHBQ 10 năm. Như vậy căn cứ theo đường thị trường trái phiếu thì điều này có nghĩa danh mục sau điều chỉnh có lợi suất ước tính 9,0%. Do vậy, hiệu quả của chính sách dự đoán lãi suất là 0,4% ($= 9,0 - 8,6$)

Sự khác biệt lợi suất thực tế đạt được với lợi suất ước tính ban đầu sẽ được quyết định bởi hai yếu tố: khả năng phân tích và khả năng lựa chọn trái phiếu.

Khả năng phân tích tốt sẽ cho phép nhà quản lý mua được những trái phiếu tạm thời bị đánh giá thấp hơn giá trị thực của nó, điều này sẽ đem lại mức lợi suất đầu tư thực tế cao hơn ước tính ban đầu. Ví dụ, nếu danh mục có TGDHBQ 10 năm thì lợi suất ước tính dựa trên đường thị trường trái phiếu là 9%. Nhưng nếu danh mục trên đạt mức lợi suất thực tế 9,4% thì có nghĩa nhà quản lý đã mua được một số trái phiếu theo giá trị thực của nó, tức là hiệu quả phân tích đạt 0,4%.

Cuối cùng, khả năng lựa chọn chứng khoán cũng là một nhân tố góp phần làm cho lợi suất thực tế khác với lợi suất ước tính. Nếu nhà quản lý có khả năng lựa chọn được những trái phiếu tiềm năng tốt thì sẽ đạt được kết quả tốt hơn so với mức bình quân thị trường. Khoản chênh lệch trên lợi suất này gọi là hiệu quả lựa chọn. Ví dụ, giả sử danh mục có TGDHBQ 10 năm nêu trên đạt mức lợi suất thực tế là 10,5%. Trong khi đó đường thị trường trái phiếu chỉ ra rằng danh mục với TGDHBQ 10 năm sẽ có mức lợi suất ước tính 9%. Do vậy, hiệu quả tổng hợp của khả năng phân tích và khả năng lựa chọn chứng khoán là 1,5% ($= 10,5 - 9$). Vì hiệu quả phân tích đạt 0,4% nên hiệu quả lựa chọn đạt 1,1%.

Tóm lại, đối với nhà quản lý danh mục này, mức lợi suất thực tế của danh mục đầu tư 10,5% so với lợi suất thực tế của danh mục Lehman 8,25% sẽ cao hơn 2,25%. Chênh lệch này được góp phần bởi 4 yếu tố:

- 0,35% hiệu quả chính sách đầu tư
- 0,4% hiệu quả dự đoán tình hình biến động lãi suất
- 0,4% hiệu quả phân tích
- 1,1% hiệu quả lựa chọn trái phiếu

Phương pháp đánh giá trên đây dựa trên thước đo rủi ro là TGDHBQ của trái phiếu. Tuy nhiên, điều cần lưu ý ở đây là phương pháp này không tính đến sự khác nhau trong rủi ro thanh toán của mỗi loại trái phiếu. Chẳng hạn, nó không phân biệt được trái phiếu Aaa có TGDHBQ 8 năm với trái phiếu Baa có cùng TGDHBQ. Điều này gây ảnh hưởng không nhỏ tới độ chính xác của kết quả đánh giá danh mục đầu tư. Cách duy nhất để tránh được tình trạng này là xây dựng các đường thị trường trái phiếu khác nhau cho mỗi loại định mức tín nhiệm hoặc xây dựng một đường chuẩn phù hợp với chất lượng của loại danh mục đang được đánh giá.

10.3.3. Đánh giá kết quả quản lý danh mục đầu tư hỗn hợp (đa hợp)

Sau đây chúng ta sẽ tìm hiểu tổng quát những phương pháp hiện đại chủ yếu đang được áp dụng để đánh giá kết quả quản lý danh mục hay động thái danh mục của một nhà quản lý danh mục đầu tư hỗn hợp. Khác với những phương pháp cổ điển trước thập niên 1960 chỉ đánh giá định lượng về khả năng lợi nhuận nhưng chỉ định tính về rủi ro, những phương pháp hiện đại này đã kết hợp đánh giá định lượng cả hai mặt lợi nhuận và rủi ro trong chỉ số chung. Chúng ta sẽ lần lượt mô tả mỗi phương pháp và những hàm ý của nó, cách thức tính toán và giải thích ý nghĩa của kết quả phân tích.

a. Phương pháp TREYNOR

Treynor là người đầu tiên đã thiết lập một phương pháp đánh giá động thái danh mục đầu tư đa hợp để định lượng cả yếu tố lợi nhuận lẫn rủi ro của danh mục.

Phương pháp Treynor áp dụng đối với tất cả các nhà đầu tư nói chung, không phân biệt những mức ngại rủi ro khác nhau của cá nhân từng loại nhà đầu tư. Căn cứ trên lý thuyết thị trường vốn, Treynor cho rằng nhà đầu tư hợp lý, ngại rủi ro (nói chung) sẽ luôn ưa thích những danh mục nào có mức bù đắp rủi ro cao trong mối tương quan với mức độ rủi ro mà họ phải gánh chịu. Từ lập luận này, Treynor triển khai thành một công thức đánh giá động thái của portfolio thông qua hệ số T như sau:

$$T = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i}$$

Trong đó:

$\overline{R}_i$: Tỷ suất lợi nhuận của danh mục i trong khoảng thời gian đánh giá.

$\overline{R}_f$: tỷ số lợi nhuận phi rủi ro bình quân (lợi nhuận tín phiếu kho bạc) trong cùng khoảng thời gian.

$\overline{\beta}_i$: hệ số rủi ro hệ thống của danh mục

Như vậy, đối với bất kỳ một nhà đầu tư nào (bất kể mức ngại rủi ro như thế nào của họ) T càng lớn thì càng tốt. Ở phần tử số của công thức trên chính là mức đền bù rủi ro và mẫu số là mức độ rủi ro (định lượng), do đó toàn bộ công thức trên diễn tả mức lợi nhuận bù đắp rủi ro trên một đơn vị rủi ro của một danh mục, và dĩ nhiên là tất cả những nhà đầu tư ngại rủi ro đều muốn tối đa hóa giá trị này. Ở đây hệ số β chỉ đo lường mức rủi ro hệ thống của danh mục mà không đề cập đến mức độ đa dạng hóa của danh mục. Điều này ngầm chỉ rằng danh mục đầu tư đã được đa dạng hóa hoàn toàn.

Tuy nhiên, khi đánh giá kết quả hoạt động của danh mục cần phải có một hệ số chuẩn để so sánh. Treynor đã chọn hệ số T_m của danh mục thị trường làm chuẩn. Nếu hệ số T của danh mục đang được đánh giá lớn hơn T_m thì danh mục đó đạt hiệu quả cao hơn mức bình quân của thị trường và ngược lại.

b. Phương pháp SHARPE

Tương tự như Treynor, Sharpe cũng đưa ra một phương pháp định lượng để đánh giá hiệu quả của danh mục đầu tư. Phương pháp đánh giá này khai triển từ mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) cũng do chính ông ta lập nên, về mặt lý luận tập trung xoay quanh đường tuyến tính biểu diễn thị trường vốn (CML).

Phương pháp Sharpe đánh giá hiệu quả của một danh mục thông qua một hệ số, ký hiệu là S được tính bằng công thức:

$$S = \frac{\overline{R}_i - \overline{R}_f}{\sigma_i}$$

Trong đó:

$\overline{R}_i$: Tỷ suất lợi nhuận của danh mục i trong khoảng thời gian đánh giá.

$\overline{R_f}$: tỷ số lợi nhuận phi rủi ro bình quân trong cùng khoảng thời gian.

σ_i : độ chênh lệch chuẩn của tỉ suất lợi nhuận (thực tế) của danh mục đó trong cùng khoảng thời gian.

Phương pháp đánh giá hiệu quả danh mục này gần tương tự như phương pháp Treynor, tuy nhiên, có khác biệt là nó sử dụng mức rủi ro tổng thể của danh mục thông qua độ lệch chuẩn (σ_i) thay vì chỉ sử dụng rủi ro hệ thống (β_i). Phần tử số của công thức Sharpe cũng là mức đền bù rủi ro của danh mục, cách thức định lượng này có ý nghĩa là đo lường mức đền bù rủi ro đạt được trên một đơn vị rủi ro tổng thể của một danh mục. Do vậy nếu S càng lớn thì danh mục càng hiệu quả. Vì thước đo rủi ro ở đây là độ lệch chuẩn nên phương pháp này đánh giá kết quả quản lý danh mục trên cơ sở cả lợi suất đầu tư lẫn mức độ đa dạng hóa.

So sánh hai phương pháp Treynor và Sharpe: đối với những danh mục đa dạng hóa hoàn hảo (chỉ tồn tại rủi ro hệ thống) thì cả hai phương pháp Treynor và Sharpe đều mang lại kết quả đánh giá tương tự vì rủi ro tổng thể của danh mục đa dạng hóa hoàn hảo bằng chính rủi ro hệ thống của nó. Đối với những danh mục có độ đa dạng hóa không hoàn hảo thì phương pháp Treynor sẽ cho ra kết quả đánh giá xếp hạng cao hơn so với phương pháp Sharpe. Mọi sự khác biệt trong kết quả xếp hạng đều do sự khác nhau về mức độ đa dạng hóa của danh mục. Như vậy, hai thước đo cung cấp các thông tin khác nhau nhưng bổ trợ cho nhau và vì vậy nên sử dụng cả hai. Riêng trường hợp danh mục có độ đa dạng hóa hoàn hảo (như các quỹ đầu tư tương hỗ chẳng hạn) thì hai phương pháp đều đem lại một kết quả xếp hạng tương tự. Tuy nhiên, điểm bất lợi của cả hai phương pháp trên là ở chỗ chúng ta đưa ra một kết quả xếp hạng tương đối chứ không phải là tuyệt đối.

c. Phương pháp JENSEN

Phương pháp đánh giá hiệu quả danh mục đầu tư của Jensen cũng được khai triển căn cứ trên mô hình định giá tài sản vốn (CAPM). Mô hình CAPM cho ta công thức:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_M) - R_f] \quad (1)$$

Trong đó:

$E(R_i)$: tỷ suất lợi nhuận ước tính của danh mục i

R_f : lãi suất phi rủi ro trong 1 giai đoạn

β_j : mức độ rủi ro hệ thống của chứng khoán hay một danh mục i

$E(R_M)$: lợi nhuận ước tính của danh mục thị trường

Phương trình trên mô tả mối quan hệ cân bằng giữa mức lợi suất ước tính của danh mục thị trường, $E(R_M)$ với mức lợi suất ước tính của danh mục i , $E(R_i)$. Như vậy, nếu kết quả lợi nhuận thực tế của danh mục thị trường, R_M và của danh mục i , R_i cũng thỏa mãn phương trình trên, tức là:

Nếu $R_j = R_f + \beta_j [R_M - R_f]$ (2) thì có nghĩa nhà quản lý danh mục i đạt được kết quả trung bình, xếp hạng ngang với danh mục thị trường. Tuy nhiên, ở đây có vấn đề cần lưu ý là khi nói danh mục i có kết quả xếp hạng ngang với danh mục thị trường không có nghĩa lợi suất của hai danh mục này bằng nhau mà chỉ có nghĩa là hai danh mục được đánh giá ngang nhau. Hai mức lợi suất này có thể rất khác nhau do độ chấp nhận rủi ro của hai danh mục khác nhau. Rõ ràng, nếu danh mục i có độ rủi ro lớn hơn danh mục thị trường ($\beta_i > 1$) thì yêu cầu lợi suất đạt được cũng phải lớn hơn lợi suất thị trường theo một tỷ lệ tương ứng thỏa mãn phương trình (1) nêu trên và ngược lại. Chỉ khi $\beta_i = 1$ thì hai danh mục có cùng rủi ro và vì vậy cùng yêu cầu một lợi suất bằng nhau.

Trường hợp lợi suất thực tế của danh mục i và danh mục thị trường có mối quan hệ không theo đẳng thức (2) thì có nghĩa hai danh mục này có thứ tự xếp hạng khác nhau, cụ thể như sau:

- Nếu: $R_j > R_f + \beta_j [R_M - R_f]$ (3) thì chứng tỏ danh mục i hoạt động tốt hơn danh mục thị trường, hay là tốt hơn mức trung bình của thị trường.

- Nếu: $R_j < R_f + \beta_j [R_M - R_f]$ (4) thì chứng tỏ danh mục i hoạt động kém hơn danh mục thị trường, hay là kém hơn mức trung bình của thị trường.

Tóm lại, nếu dùng danh mục thị trường làm chuẩn so sánh thì có thể đánh giá năng lực hoạt động của nhà quản lý danh mục theo 3 khả năng:

- Nếu kết quả danh mục đạt được thỏa mãn đẳng thức (2) thì năng lực nhà quản lý ở mức trung bình (tương đương với danh mục thị trường).

- Nếu kết quả danh mục đạt được có quan hệ với danh mục thị trường theo bất đẳng thức (3) thì chứng tỏ nhà quản lý có năng lực tốt hoặc trong việc dự báo nắm bắt thời cơ thị trường, hoặc trong việc chọn lựa được những chứng khoán hời về giá, hoặc cả hai.

- Nếu kết quả danh mục đạt được có quan hệ với danh mục thị trường theo bất đẳng thức (4) thì chứng tỏ nhà quản lý có năng lực dưới trung bình.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng các đánh giá trên đây chỉ mới so sánh được kết quả của một danh mục nào đó với danh mục thị trường chứ chưa thể so sánh các danh mục với nhau. Để thực hiện được vấn đề này cần phải tiến hành thêm bước so sánh như sau:

Mối quan hệ giữa danh mục đánh giá với danh mục thị trường được thể hiện lại bằng đẳng thức: $R_j - R_f = A_j + \beta_j [R_M - R_f]$ (5)

Trong đó A_j được gọi là thước đo Jensen. Nếu A_j càng cao thì càng tốt, song vì các danh mục có độ rủi ro khác nhau nên cần phải đo A_j trong mối tương quan với hệ số rủi ro của chính danh mục j . Như vậy, hệ số A_j/β_j chính là thước đo so sánh của mỗi danh mục. Nếu hệ số này càng tăng cao thì danh mục càng hiệu quả.