

KINH NGHIỆM QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ THỤ ĐỘNG TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

(Tiếp theo kỳ số 10)

**ThS. Phạm Nhật Kiều
Nguyễn Anh Vũ***

Thòu hai, Phaân nhòum cò phiếu theo mòiuc ñoà taêng tròiùng vàø caùc chiếán lòiic lieân quan ñeán hieäu quaù mòiut DMNT:

Theo cách này chúng ta có thể chia các cổ phiếu thành hai nhóm: nhóm tăng trưởng (growth) và nhóm không tăng trưởng (non – growth) hay còn gọi là nhóm giá trị (value stock). Cổ phiếu tăng trưởng là cổ phiếu của các công ty được kỳ vọng là có tiềm năng tăng trưởng cao hơn nhiều so với mức độ tăng trưởng của toàn thị trường hay của các đối thủ khác trong cùng ngành. Ngược lại cổ phiếu không tăng trưởng (non – growth stock) hay cổ phiếu giá trị (value – stocks) là cổ phiếu của các công ty có mức độ tăng trưởng tương ứng với tốc độ tăng trưởng trung bình của các công ty khác trong nền kinh tế.

Cổ phiếu tăng trưởng thường được phân biệt bởi những đặc trưng sau:

● Tốc độ tăng trưởng (Sustainable growth) cao cả trong quá khứ và dự báo. Ta có thể xem xét tốc độ tăng trưởng của công ty trong các năm gần nhất rồi so sánh với tốc độ tăng trưởng bình quân của các công ty khác trên thị trường. Chúng ta đều biết, tốc độ tăng trưởng:

$g = \text{lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)} \times \text{tỷ lệ giữ lại lợi nhuận (retention rate)}$. Do vậy

các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thường là các công ty có tỷ suất lợi nhuận sau thuế (ROE) cao và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại cao đồng thời có tỷ lệ chia cổ tức thấp.

● Cổ phiếu của các công ty tăng trưởng luôn được thị trường kỳ vọng và đánh giá cao, do vậy nó thường có chỉ số P/E cao hơn so với chỉ số P/E trung bình của toàn thị trường. Thị trường sẵn sàng trả giá cao hơn cho thu nhập hiện tại của cổ phiếu đó, với kỳ vọng rằng EPS sẽ tăng cao trong tương lai. Tương tự như vậy chỉ số P/B của các cổ phiếu tăng trưởng cũng cao hơn chỉ số P/B trung bình của thị trường, thể hiện thị trường đang kỳ vọng rất cao, giá thị trường của cổ phiếu vượt xa so với giá trị sổ sách của nó.

● Cổ phiếu tăng trưởng thường là thuộc các ngành mới, đang ở trong giai đoạn triển khai (Pioneer stage) hoặc giai đoạn phát triển (Expansion), thị phần còn rộng và chưa có nhiều đối thủ gia nhập thị trường. Từng thị trường và từng giai đoạn kinh tế sẽ có những ngành tăng trưởng khác nhau. Ví dụ ngành đường sắt ở Anh vào những năm 1840. Tại Mỹ đó là ngành Radio và điện vào những năm 1920, ngành sản xuất ô tô vào những năm 40 -50, hàng không và phần cứng máy tính vào những năm 1960, Internet vào những năm 1990. Hiện nay những ngành đang

được xếp vào ngành tăng trưởng gồm: Điện tử và kỹ thuật số, công nghệ phần mềm, dược phẩm, thiết bị y tế, dịch vụ chăm sóc sức khỏe, giải trí, du lịch, báo chí, truyền thông,

Ngược lại với nhóm tăng trưởng nhóm Value có tốc độ tăng trưởng trung bình, có chỉ số P/E, P/B tương đương với mức trung bình của thị trường và thường thuộc các ngành truyền thống, đang ở trong giai đoạn ổn định (Stablzation Stage) trong chu kỳ sống của ngành.

Nhiều cuộc khảo sát khác nhau đã được các nhà nghiên cứu tiến hành, và người ta không tìm thấy sự khác biệt rõ ràng về khả năng sinh lợi của nhóm cổ phiếu tăng trưởng và nhóm không tăng trưởng. Các số liệu thống kê cho thấy có những giai đoạn nhóm cổ phiếu tăng trưởng mang lại hiệu quả cao hơn và ngược lại có những giai đoạn nhóm cổ phiếu không tăng trưởng mang lại hiệu quả cao hơn. Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng không tìm ra quy luật hay đặc tính của các giai đoạn đó. Ta có thể nói rằng, nhóm cổ phiếu tăng trưởng không phụ thuộc nhiều vào yếu tố chu kỳ kinh doanh. Nó phụ thuộc vào các phát minh mới, các công nghệ mới, các sản phẩm dịch vụ mới cùng với xu thế phát triển của một hay một nhóm ngành mới. Tuy nhiên nhóm cổ

Đại học Ngân hàng Tp.HCM ()*

phiếu tăng trưởng thường gặp tổn thất nặng nề khi giá của cổ phiếu được thị trường xác định quá cao so với giá trị thực của nó đến một mức độ nhất định nó sẽ bị sụt giảm thảm hại, hiện tượng này người ta gọi là “Bubble burst - quả bong bóng bị vỡ.”

Như vậy nhà đầu tư theo chiến lược tăng trưởng không nên đa dạng hóa tràn lan theo nhóm mà cần phải chú ý trong việc phân tích ngành và định giá chứng khoán.

Trên thực tế nhiều nhà đầu tư thường theo đuổi chiến lược tập trung vào cổ phiếu tăng trưởng, cổ phiếu giá trị hoặc kết hợp hai chiến lược này.

Cũng theo tiêu chuẩn phân loại của Lord Abbert Fund:

● Quỹ đầu tư tăng trưởng (growth fund) là quỹ đầu tư tập trung đầu tư vào các cổ phiếu xuất hiện tiềm năng tăng trưởng lớn hơn so với toàn bộ nền kinh tế và so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

● Quỹ giá trị (value fund) là quỹ đầu tư tập trung vào các công ty đã thiết lập được vị trí ổn định (established companies), các công ty này được giao dịch với giá tương đối hợp lý so với giá trị thực của nó.

● Quỹ kết hợp (blend fund) là quỹ đầu tư cả vào hai loại cổ phiếu tăng trưởng và giá trị, tìm kiếm những cổ phiếu có giá hấp dẫn và tiềm năng tăng trưởng cao.

Thứ ba, kết hợp các chiến lược theo quy mô và chiến lược theo mức độ tăng trưởng nhằm tăng hiệu quả của DMĐT:

Nhiều tổ chức đầu tư nổi tiếng như: Fidelity Fund, Lord Abbert Fund, JP Morgan Fund đều kết hợp hai chiến lược này để thiết kế các quỹ đầu tư có các chiến lược đầu tư chuyên biệt, ta có ma trận sau:

STYLE			SIZE
VALUE	BLEND	GROWTH	
Large Value	Large Blend	Large Growth	LARGE
Medium Value	Medium Blend	Medium Growth	MED
Small Value	Small Blend	Small Growth	SMALL

Hàng ngang thể hiện các chiến lược: tăng trưởng (growth), giá trị (value) và kết hợp (blend), hàng dọc thể hiện các chiến lược về quy mô: lớn (large) nhỏ, (small) và vừa (medium). Kết hợp lại ta có quỹ đầu tư khác nhau theo đuổi các chiến lược khác nhau như:

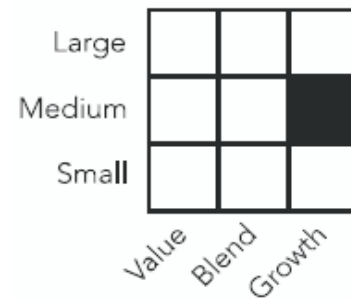
- Large Value Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu lớn – giá trị.
- Large Growth Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu lớn – tăng trưởng.
- Large Blend Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu lớn – kết hợp.
- Medium Value Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu vừa – giá trị.
- Medium Growth Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu vừa – tăng trưởng.
- Medium Blend Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu vừa – kết hợp.

- Small Value Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu nhỏ – giá trị

- Small Growth Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu nhỏ – tăng trưởng.

- Small Blend Fund: Quỹ theo đuổi chiến lược cổ phiếu nhỏ – kết hợp.

Các nhà đầu tư có thể định vị chiến lược của mình tại một trong các vị trí trên. Ví dụ ta thấy định vị chiến lược của American Growth Fund do Fidelity Fund quản lý:



Nguồn: Fidelity Fund – American Growth Fund

Như vậy quỹ này theo đuổi chiến lược: Medium – Growth.

Thứ tư, phân loại theo nhóm ngành có cùng xu hướng biến động giá và các chiến lược liên quan nhằm tăng hiệu quả của DMĐT:

Như ta đã phân tích ở trên nhóm cổ phiếu tăng trưởng không phụ thuộc nhiều vào chu kỳ kinh doanh. Tuy nhiên trong nhóm Value chúng ta có thể chia thành 3 nhóm nhỏ khác theo xu hướng biến động giá của nó tùy thuộc vào chu kỳ kinh doanh và các biến số kinh tế khác.

● **Nhóm cổ phiếu chu kỳ (Cyclical Stocks):**

Là nhóm cổ phiếu chịu ảnh hưởng rất mạnh của yếu tố chu kỳ kinh tế. Lợi nhuận của nhóm cổ phiếu này có xu hướng tăng cao hơn mức bình quân trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng và có xu hướng giảm mạnh hơn mức bình quân trong trường hợp nền kinh tế suy thoái.

Nhóm này thường gồm các ngành sản xuất các mặt hàng lâu bền có giá trị lớn, hoặc tư liệu phục vụ sản xuất: Kim loại, máy móc thiết bị, xe hơi, máy bay, vật liệu, xây dựng và vật liệu xây dựng, hóa học....

● **Nhóm cổ phiếu ổn định (Stable Stocks):**

Là nhóm cổ phiếu có luồng tiền tương lai ổn định ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế. Lợi nhuận của nhóm cổ phiếu này có xu hướng tăng ít hơn mức tăng bình quân trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng và có xu hướng giảm nhẹ hơn mức giảm bình quân trong trường hợp nền kinh tế suy thoái.

Nhóm này thường gồm những mặt hàng liên quan đến nhu cầu thiết yếu hàng ngày và có giá trị không lớn, thời gian tiêu dùng nhanh như: Các ngành tiện ích công cộng (điện, nước, gas, phương tiện công cộng...), thực phẩm, hàng tiêu dùng thông thường, phân phối bán lẻ, bảo hiểm, ngân hàng....

Trong kinh tế học vĩ mô, vẫn chưa có sự thống nhất giữa các trường phái về cách lý giải nguyên nhân của chu kỳ kinh doanh. Nhưng tất cả đều thống nhất chu kỳ kinh doanh gắn với hai biến số vĩ mô cơ bản là: tốc

độ tăng trưởng GDP thấp và tỷ lệ thất nghiệp. Giai đoạn mở rộng (Expansion) của chu kỳ kinh doanh được đặc trưng bởi tốc độ tăng trưởng cao và tỷ lệ thất nghiệp thấp. Giai đoạn thu hẹp (contraction) được đặc trưng bởi tốc độ tăng trưởng thấp, thậm chí là âm và tỷ lệ thất nghiệp cao. Như đã nêu ở trên, nhóm cổ phiếu ổn định là nhóm cổ phiếu của các công ty thuộc các ngành: sản xuất các hàng hóa tiêu dùng thiết yếu hàng ngày, có giá trị thấp và thời gian tiêu dùng nhanh có thể nói đây là nhóm hàng hóa có độ co giãn của cầu theo thu nhập rất thấp, cho dù thu nhập cao hay thấp, nền kinh tế tăng trưởng hay suy thoái thì người tiêu dùng vẫn phải duy trì việc tiêu dùng các sản phẩm này để phục vụ cho nhu cầu thiết yếu hàng ngày của mình, vì vậy các công ty này thường hoạt động ổn định và ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh doanh. Nhóm cổ phiếu Cyclical là nhóm cổ phiếu của các công ty thuộc các ngành: sản

xuất hàng hóa tiêu dùng lâu bền có giá trị lớn và máy móc thiết bị, các tư liệu phục vụ sản xuất chứ không phải là sản phẩm tiêu dùng cuối cùng. Các hàng hóa tiêu dùng lâu bền có giá trị lớn là những hàng hóa có mức độ co giãn của cầu theo thu nhập rất lớn. Trong giai đoạn mở rộng, tỷ lệ thất nghiệp thấp, thu nhập của người tiêu dùng thường cao hơn và họ cũng lạc quan hơn chính vì vậy mà họ sẵn sàng mua hoặc vay tiền để mua hàng hóa tiêu dùng lâu bền, có giá trị lớn như: mua xe, mua nhà, xây dựng, sửa chữa nhà, mua sắm thiết bị vật dụng gia đình, hay thực hiện các kỳ nghỉ xa xỉ... Ngược lại trong giai đoạn suy thoái, tỷ lệ thất nghiệp cao, thu nhập của người tiêu dùng có khuynh hướng giảm cùng với cái nhìn bi quan hơn về nền kinh tế khiến cho các quyết định mua sắm hàng hóa lâu bền thường không có khả năng thực hiện hoặc bị trì hoãn, cầu của những loại hàng hóa này bị giảm đi rất nhiều. Trong thời kỳ mở



Theo dõi thông tin chứng khoán tại công ty chứng khoán Bảo Việt

rộng các doanh nghiệp thường mở rộng sản xuất kinh doanh, đầu tư các dự án mới chính vì vậy mà những ngành này thường phát đạt hơn trong giai đoạn mở rộng. Nhưng cầu hàng hóa của những nhóm ngành này cũng sẽ giảm mạnh trong giai đoạn suy thoái khi các doanh nghiệp thu hẹp sản xuất hoặc hạn chế triển khai các dự án đầu tư mới.

Bằng lý do trên ta có thể lý giải sự phản ứng khác nhau của hai nhóm ngành này trước tác động của môi trường kinh doanh. Ngoài ra ta có thể thấy hai nhóm ngành này có mức độ nhạy cảm khác nhau đối với lãi suất (Interest Sensitivity). Khi các doanh nghiệp mở rộng đầu tư họ cần phải huy động vốn, do vậy lãi suất là một yếu tố cấu thành chi phí, nên nó là một yếu

tố quan trọng cần cân nhắc khi quyết định đầu tư. Khi các cá nhân, gia đình mua nhà, mua xe hay các vật dụng có giá trị lớn họ thường cần phải vay tiền, lãi suất là một yếu tố cần cân nhắc khi đưa ra quyết định tiêu dùng. Chính vì vậy các công ty thuộc nhóm ngành Cyclical tương đối nhạy cảm với lãi suất. Nó thường hoạt động tốt hơn trong những giai đoạn lãi suất thấp và gặp nhiều khó khăn trong những giai đoạn lãi suất cao. Ngược lại các công ty thuộc nhóm Stable ít nhạy cảm hơn với lãi suất vì chắc ít ai phải vay tiền ngân hàng để mua: Coca-cola, dầu gội đầu hay dao cạo râu...■

CHÚ THÍCH

1. David Blake - Phân tích thị trường tài chính - NXB Thống kê - năm 2000.

2. Khoa Tài Chính doanh và kinh doanh Tiền tệ trường ĐH Kinh tế Tp.HCM - Đầu tư Tài chính - NXB Thống kê năm 2000.

3. UBCK Nhà nước - Trung tâm Nghiên cứu khoa học và bồi dưỡng nghiệp vụ về Chứng khoán và thị trường chứng khoán - Giáo trình Đào tạo “Phân tích và đầu tư chứng khoán” năm 1999.

4. Gordon K. Williamson - Building and Managing an Investment Portfolio - Macmillan Spectrum Newyork .

5. Frank J.Fabozzi, FrancoMogliani, Michael G. Ferri - Foundation of Financial Market and Institutions - Prentice Hall.

6. James L. Farrell, Jr - Portfolio Management Theory and Application - Mc Graw- Hill International Editions .

7. Harriet E.Jones - Loma 004 - Principles of Insurance Life, Health and Annuities.



KIỂM SOÁT RỦI RO CUỖA NHAỖ XUẤT KHẨU...

(tiếp theo trang 41)

Một số ngân hàng tại Mỹ, Pháp, Anh và Ý thường yêu cầu ngân hàng chuyển giao đồng ý cho họ giao bộ chứng từ cho nhà nhập khẩu trên cơ sở chấp nhận thanh toán nếu như trong chỉ thị nhờ thu thể hiện là nhờ thu trả ngay có thời hạn. Các ngân hàng này sẽ thông báo cho ngân hàng chuyển giao, yêu cầu ngân hàng cho phép họ giao chứng từ trên cơ sở chấp nhận, và nếu sau một khoảng thời gian xác định do các ngân hàng này đưa ra nếu ngân hàng chuyển giao không có phản hồi thì các ngân hàng thu hộ tự động thực hiện nhờ thu trên cơ sở chấp nhận. Rõ ràng, hành

động nghiệp vụ không hề phù hợp theo quy định của URC522 như vậy có thể gây rủi ro cho phía xuất khẩu. Tuy nhiên, URC522 chỉ là thông lệ quốc tế nên nếu như có sự quy định trong luật quốc gia mà trái với điều 7b,c đã nêu trên thì rõ ràng nhà xuất khẩu rất khó để kiểm soát được hàng hóa cũng như việc thanh toán từ nhà nhập khẩu và tất nhiên khó có thể bảo vệ quyền lợi của chính mình.

Tóm lại, nhà xuất khẩu không nên sử dụng phương thức thanh toán nhờ thu theo điều kiện trả ngay có thời hạn. Khi hai bên xuất và nhập khẩu áp dụng

phương thức thanh toán nhờ thu thì rõ ràng là các bên đã có sự tin cậy lẫn nhau nhất định. Nhà nhập khẩu tin tưởng vào việc giao hàng đúng chất lượng như đã được thỏa thuận trên hợp đồng và nhà xuất khẩu tin tưởng vào việc thanh toán đúng như thỏa thuận của nhà nhập khẩu. Do đó, vấn đề then chốt là hai bên cần xác định rõ về thời hạn thanh toán, hoặc trả ngay hoặc trả sau trên cơ sở thiện chí giữa hai bên. Và tùy điều kiện D/P hoặc D/A mà các biện pháp nhằm giảm thiểu rủi ro nêu trên cần được xem xét nghiêm túc để áp dụng có hiệu quả ■