

Quản trị rủi ro trong đầu tư tài chính - lý thuyết và thực tiễn

ThS. NGUYỄN THỊ PHƯƠNG LUYẾN & NHÓM SINH VIÊN CKA- K13

Học viện Ngân hàng

Đầu tư tài chính là một lĩnh vực kinh doanh thường được những người tham gia kỳ vọng về một tỷ suất sinh lợi cao nhưng rủi ro cũng rất lớn. Do vậy, nếu không đạt được mức lợi tức kỳ vọng thì vấn đề bảo toàn vốn trong khoảng thời gian đầu tư luôn là mối quan tâm của các nhà đầu tư (NĐT) cá nhân và NĐT tổ chức. Trong khuôn khổ bài viết, nhóm tác giả tổng hợp quan điểm về rủi ro, phương pháp quản trị rủi ro theo lý thuyết đầu tư tài chính hiện đại và kinh nghiệm thực tiễn của một số NĐT sử dụng phân tích cơ bản có tầm ảnh hưởng lớn trong lĩnh vực này như Benjamin Graham, Philip Arthur Fisher và Warren Buffett. Qua đó, nhóm tác giả đưa ra những khuyến nghị về quản trị rủi ro trong đầu tư tài chính cho các NĐT nói chung và đặc biệt là các NĐT cá nhân tại Việt Nam.

1. Rủi ro và quản trị rủi ro trong đầu tư tài chính

Rủi ro trong đầu tư là sự không chắc chắn của lợi nhuận thu về trong tương lai, dưới góc độ thống kê rủi ro, chính là sai khác giữa tỷ suất sinh lợi thực tế so với tỷ suất sinh lợi kỳ vọng và được đo bằng phương sai hay độ lệch chuẩn.

Rủi ro được chia thành hai loại là rủi ro hệ thống và rủi ro cá biệt, trong đó rủi ro hệ thống là rủi ro tác động đến danh mục

thị trường và bao gồm: Rủi ro lạm phát, rủi ro lãi suất... Rủi ro cá biệt là rủi ro tác động đến một (hay một nhóm) chứng khoán riêng biệt. Các NĐT có thể giảm thiểu rủi ro cá biệt bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư và với một danh mục đầu tư được đa dạng hóa hợp lý, NĐT có thu nhập cao nhất ứng với mỗi mức rủi ro nhất định hay rủi ro là thấp nhất ứng với mỗi mức lợi nhuận kỳ vọng nhất định (Markowitz). Những danh mục đầu tư đó

nằm trên đường biên hiệu quả (Biểu đồ 1).

Để thấy được sự khác nhau trong quan điểm về rủi ro cũng như phương thức quản trị rủi ro, có thể chia rủi ro thành rủi ro toàn phần và rủi ro bán phần. Rủi ro toàn phần là rủi ro khi thu nhập thực tế sai khác so với thu nhập kỳ vọng (bao gồm cả phần cao hơn và phần thấp hơn); Rủi ro bán phần là rủi ro khi lợi nhuận thực tế thấp hơn lợi nhuận kỳ vọng (phần cao hơn không được coi là rủi ro).

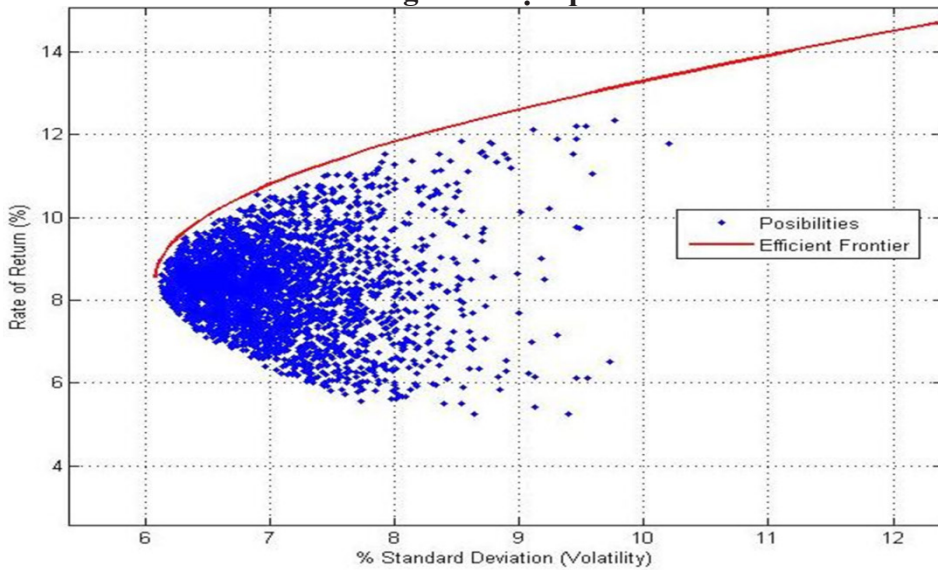
Lý thuyết đầu tư tài chính hiện đại quan tâm đến rủi ro toàn phần trong khi thực tế các NĐT theo phân tích cơ bản quan tâm nhiều đến rủi ro bán phần tức là rủi ro thua lỗ, sự khác biệt này đã tác động lớn đến phương thức quản trị rủi ro.

2. Phương thức quản trị rủi ro của các nhà đầu tư sử dụng phân tích cơ bản

Ba NĐT huyền thoại: Benjamin Graham, Phillip Arthur Fisher và Warren Buffet có điểm chung đáng chú ý nhất là quan điểm về rủi ro trong đầu tư, họ chỉ quan tâm đến rủi ro bán phần tức là khả năng bị thua lỗ nên công việc mà họ làm để quản trị rủi ro là hạn



Biểu đồ 1. Đường biên hiệu quả Markowitz



Nguồn: Reilly, F.K. and Brown, K.C, *Investment Analysis and Portfolio Management* 10th Edition, Thomson Southwestern

ché thua lỗ đến mức thấp nhất có thể, tuy nhiên, giữa họ lại có nhiều khác biệt trong việc nhận diện và quản trị rủi ro.

2.1. Benjamin Graham (8/5/1894- 21/9/1976)

Benjamin Graham là người Mỹ gốc Do Thái, từ những năm

1930, ông vừa đầu tư, tư vấn đầu tư và tham gia giảng dạy về đầu tư tại Đại học Columbia New York. Graham được mệnh danh là cha đẻ của Lý thuyết đầu tư giá trị, hai tác phẩm đề đời của ông là hai cuốn sách Phân tích chứng khoán và Nhà

đầu tư thông minh cho đến nay vẫn được đông đảo các NĐT trên thế giới tìm đọc và học hỏi.

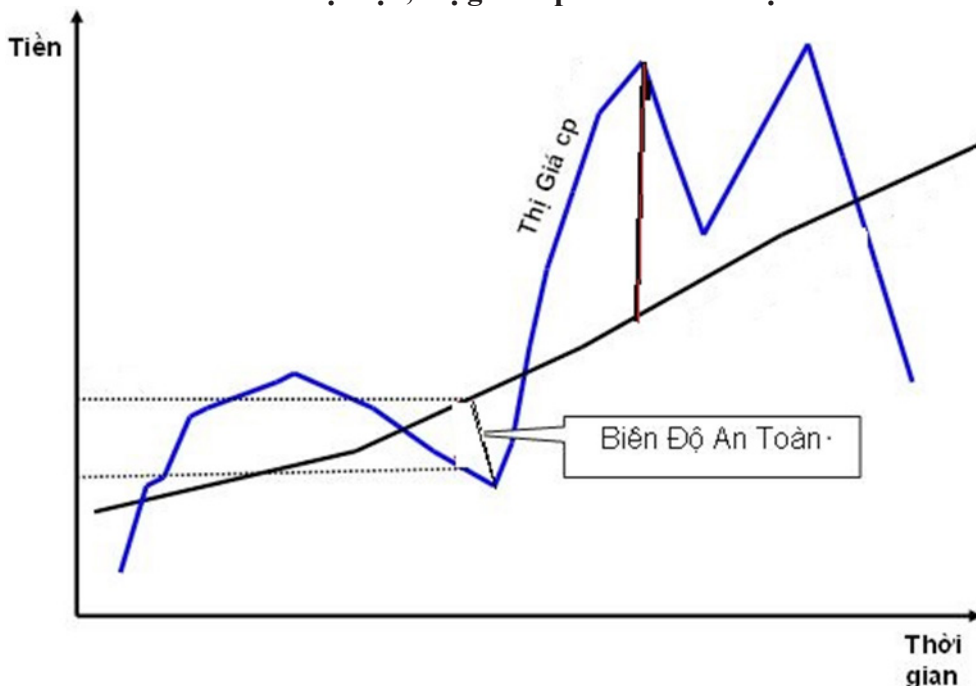
Quan điểm về thị trường chứng khoán (TTCK) và triết lý đầu tư của Graham có tầm ảnh hưởng rất lớn trong cộng đồng các NĐT giá trị. Graham cho rằng TTCK thường không hiệu quả. Thị trường có lúc quá hưng phấn khi định giá một cổ phiếu quá cao so với

giá trị thực của nó, nhưng cũng có thời điểm thị trường ảm đạm và cổ phiếu lại bị định giá quá thấp. Và Graham đưa ra khuyến nghị đối với các NĐT là “NĐT phải luôn giữ được cái đầu lạnh để kiếm lời từ các trạng thái của thị trường mà không

để cho thị trường điều khiển”. Cụ thể, NĐT cần tập trung vào xác định giá trị nội tại của cổ phiếu sau đó so sánh với giá thị trường, NĐT chỉ mua vào khi thị giá thấp hơn giá trị nội tại một biên độ an toàn nào đó và bán ra khi thị giá quá cao so với giá trị nội tại. Có thể minh họa triết lý đầu tư của Graham bằng Biểu đồ 2.

Cũng như nhiều NĐT khác trên thị

Biểu đồ 2. Giá trị thực, thị giá cổ phiếu và biên độ an toàn





trường, trong đầu tư, Graham chỉ quan tâm đến rủi ro bán phần, do đó trong chiến lược quản trị rủi ro của ông (đồng nhất với chiến lược đầu tư) chỉ tìm cách giảm thiểu rủi ro dẫn đến thua lỗ. Chiến lược quản trị rủi ro của Graham dựa vào 3 phương pháp là: Lựa chọn cổ phiếu, lựa chọn thời điểm mua vào bán ra và đa dạng hóa danh mục đầu tư.

- *Lựa chọn cổ phiếu:* Về phương pháp lựa chọn cổ phiếu, Graham đưa ra 10 tiêu chí lựa chọn cổ phiếu như Bảng 1.

Từ 10 tiêu chí lựa chọn cổ phiếu cho thấy, trong phân tích lựa chọn cổ phiếu, Graham mới chỉ chú trọng đến các yếu tố tài chính và ông hướng tới cổ phiếu bị thị trường định giá thấp và tổ chức phát hành có lịch sử hoạt động ổn định lâu dài. Tuy nhiên, chỉ tập trung vào các yếu tố tài chính là không bao giờ đủ trong hoạt động đầu tư, vì rất có thể một doanh nghiệp bị thị trường đánh giá thấp như doanh nghiệp trong lĩnh vực ngành nghề đã hết thời hoặc đội ngũ quản lý có vấn đề. Không những vậy, việc chỉ sử dụng

các thông tin trong quá khứ để kỳ vọng về lợi nhuận trong tương lai cũng không thực sự hợp lý... Mặt khác, việc công bố thông tin trên các TTCK ngày càng minh bạch hơn, nên các NĐT thu thập và phân tích thông tin tài chính là không khó khăn, nên chiến lược của Graham bị sao chép nhiều làm cho việc tìm kiếm các cổ phiếu bị định giá thấp là khó khăn hơn nhiều so với khi nó mới ra đời và hiệu quả đầu tư của áp dụng máy móc chiến lược này cũng giảm dần.

- *Lựa chọn thời điểm mua và bán cổ phiếu*

Graham chỉ mua cổ phiếu khi cổ phiếu đó thỏa mãn đồng thời 10 tiêu chí trên. Do không đi sâu phân tích ngành nghề kinh doanh cũng như đạo đức năng lực của đội ngũ quản lý doanh nghiệp nên ông không thể dự đoán về triển vọng dài hạn của doanh nghiệp, điều này dẫn đến tình huống sau khi ông mua, giá cổ phiếu tiếp tục giảm và ông mua thêm để bình quân chi phí mua và trong một số trường hợp những công ty này thuộc những ngành nghề

đã chuyển sang giai đoạn suy thoái hoặc đội ngũ quản lý có vấn đề về năng lực quản lý thì giá cổ phiếu không bao giờ tăng được và kết quả là ông và các NĐT bị thua lỗ. Đây cũng là một trong những nhược điểm trong Lý thuyết đầu tư giá trị của Graham.

Graham sẽ bán cổ phiếu khi cổ phiếu không còn thỏa mãn đồng thời 10 tiêu chí trên hoặc giá cổ phiếu tăng vượt quá 30% giá trị nội tại của cổ phiếu theo cách xác định của ông, vì ông cho rằng giá cổ phiếu tăng quá cao sẽ tạo ra bong bóng giá và không sớm thì muộn thị trường sẽ điều chỉnh về với giá trị thực nên để chắc chắn thu được lợi nhuận ông quyết định bán sớm. Đây cũng là một nhược điểm trong lý thuyết của Graham vì ông không đánh giá đúng các yếu tố định tính (ngành nghề, sản phẩm dịch vụ, năng lực quản lý...) ảnh hưởng đến triển vọng của doanh nghiệp, nên ông thường chốt lời sớm cổ phiếu của các doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng, được thị trường đánh giá cao, kết quả là ông bỏ lỡ những cơ hội thu lợi

Bảng 1. 10 tiêu chí lựa chọn cổ phiếu của Graham

TT	Tiêu chí	Yêu cầu
1	Tỷ suất lợi nhuận trên thị giá (E/P)	Cao gấp đôi lãi suất trái phiếu xếp hạng AAA
2	P/E	Thấp hơn hoặc bằng 40% so với P/E của toàn thị trường.
3	Tỉ suất cổ tức trên giá của cổ phiếu	Lớn hơn 2/3 của trái phiếu xếp hạng AAA
4	Giá trị vốn hóa của công ty	Nhỏ hơn 2/3 giá trị vốn lưu động ròng
5	Giá trị vốn hóa của công ty	Nhỏ hơn 2/3 giá trị sổ sách của tài sản cố định
6	Chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu theo sổ sách	Nhỏ hơn 1
7	Tài sản ngắn hạn	Lớn hơn nợ ngắn hạn ít nhất 2 lần
8	Tổng nợ	Nhỏ hơn 2 lần tài sản lưu động ròng
9	Tỉ suất lợi nhuận trên cổ phiếu	Tăng trưởng 7% /năm trở lên trong 10 năm qua
10	Tăng lợi nhuận hàng năm	Ít nhất 7 lần trong vòng 10 năm qua



nhuận lớn.

- Đa dạng hóa danh mục đầu tư

Vì không thể chắc chắn cổ phiếu nào sẽ tăng giá, cổ phiếu nào sẽ giảm giá nên Graham đa dạng hóa rộng rãi danh mục đầu tư kiểu các công ty bảo hiểm vẫn làm để giảm thiểu rủi ro. Bên cạnh việc đa dạng hóa trong một lớp tài sản, Graham khuyến nghị các NĐT đa dạng hóa trên nhiều lớp tài sản như cổ phiếu, trái phiếu và các tài sản khác. Đa dạng hóa đúng là một biện pháp quản trị rủi ro tốt, nhưng nếu đa dạng hóa quá mức thì NĐT chỉ có thể kỳ vọng lợi nhuận bằng với thị trường và lợi nhuận sẽ bị ăn mòn bởi chi phí giám sát và chi phí giao dịch. Như vậy, Benjamin Graham, cha đẻ của lý thuyết đầu tư giá trị, tư tưởng và phương

pháp của ông có tác động rất lớn trong cộng đồng đầu tư kể từ sau năm 1934, nó giúp các NĐT định hướng chiến lược đầu tư và đưa ra một phương pháp khả thi để phân tích cổ phiếu cũng như quản trị danh mục đầu tư... Nhưng lý thuyết của ông cũng còn nhiều hạn chế, những hạn chế này dần được khắc phục bởi các NĐT giá trị thế hệ sau, đặc biệt là Warren Buffett, học trò xuất sắc của ông.

2.2. Phillip Arthur Fisher (1907- 2004)

Phillip Arthur Fisher được mệnh danh là cha đẻ của Lý thuyết đầu tư tăng trưởng. Tác phẩm nổi tiếng nhất của ông là “Cổ phiếu thường lợi nhuận phi thường”. Trong cuốn sách này, ông đã trình bày rất hệ thống chiến lược đầu

tư, phương pháp lựa chọn cổ phiếu, lựa chọn thời điểm mua và bán mà sau này được gọi là “Lý thuyết đầu tư tăng trưởng”. Triết lý đầu tư của Fisher có nhiều sự khác biệt so với Graham. Nếu Graham chỉ đầu tư vào các doanh nghiệp bị thị trường định giá thấp thì Fisher lại chỉ đầu tư vào cổ phiếu của các công ty có triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong dài hạn. Ngoài ra còn nhiều điểm khác biệt như sau: Fisher cho rằng TTCK chỉ hiệu quả ở dạng yếu và trung bình và không hiệu quả ở dạng mạnh. Tức là, giá cổ phiếu đã phản ánh tất cả các thông tin hiện có về cổ phiếu nhưng giá cổ phiếu ở thời điểm hiện tại lại chưa phản ánh đầy đủ những thông tin tương lai về cổ phiếu đó. Điểm khác nhau cơ bản giữa

Bảng 2. 15 tiêu chí lựa chọn cổ phiếu của Fisher

	Tiêu chí	Yêu cầu
1	Sản phẩm, dịch vụ của công ty	Phải có sức hút lớn đối với thị trường để tăng doanh thu ít nhất vài năm tới
2	Bộ máy quản lý	Phải quyết tâm phát triển sản phẩm dịch vụ nhằm tăng doanh thu khi những sản phẩm dịch vụ hiện tại bị lỗi thời
3	Tỷ trọng chi phí nghiên cứu phát triển sản phẩm dịch vụ mới trên doanh thu	Phải hợp lý so với các đối thủ trong ngành
4	Tổ chức bán hàng	Hiệu quả
5	Tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu	Phải dẫn đầu trong ngành
6	Tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu	Được công ty nỗ lực cải thiện
7	Quan hệ giữa lãnh đạo và người lao động	Tốt
8	Đội ngũ lãnh đạo	Phải đoàn kết đồng thuận
9	Đội ngũ quản lý	Có chiều sâu
10	Hệ thống kế toán kiểm soát chi phí hiệu quả	Được kiểm soát tốt
11	Sản phẩm của công ty	Khác biệt với các sản phẩm của các công ty trong ngành
12	Ban lãnh đạo	Phải biết hy sinh lợi nhuận ngắn hạn để nâng cao lợi nhuận dài hạn
13	Lợi ích của các cổ đông hiện tại	Phải được đảm bảo khi công ty tăng vốn
14	Bộ máy quản lý	Phải minh bạch thông tin bao gồm cả tin tốt và tin xấu
15	Đội ngũ quản lý	Phải liêm khiết không tư lợi



Fisher với Graham là Graham cho rằng, TTCK thường không hiệu quả, trong khi Fisher cho rằng, thị trường hiệu quả dạng yếu và trung bình, điều này đã lý giải cho sự khác nhau trong quan điểm đầu tư giữa họ. Graham chỉ quan tâm đến vấn đề cổ phiếu được thị trường định giá đắt hay rẻ, không quan tâm đến thời hạn đầu tư, trong khi đó, Fisher lại quan tâm đến triển vọng dài hạn của doanh nghiệp nên ông cho rằng xác suất để một NĐT chiến thắng thị trường trong ngắn hạn là thấp, nhưng NĐT có thể cải thiện kết quả đầu tư bằng cách đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp triển vọng.

Quan điểm về rủi ro trong đầu tư của Fisher cũng tương đồng như Graham. Ông chỉ quan tâm đến rủi ro bán phần. Theo Fisher, một NĐT có thể gặp rủi ro từ hai nguyên nhân: *Thứ nhất*, rủi ro do anh ta chọn sai cổ phiếu hoặc sai thời điểm đầu tư; *Thứ hai*, doanh nghiệp mà anh ta đầu tư không còn đáp ứng được những tiêu chí mà anh ta quyết định đầu tư. Về chiến lược quản trị rủi ro, nếu xét về hình thức cũng giống Graham, nhưng cách làm của Fisher lại hoàn toàn khác. Chiến lược này cũng dựa trên ba phương pháp: Lựa chọn cổ phiếu, chọn thời điểm mua bán, đầu tư tập trung.

- *Lựa chọn cổ phiếu*: Fisher lựa chọn cổ phiếu thỏa mãn 15 tiêu chí (Bảng 2).

Từ 15 tiêu chí lựa chọn cổ phiếu cho thấy, các tiêu chí mang tính chất định tính chiếm

đa số, các chỉ tiêu định lượng (các chỉ tiêu về tài chính) chỉ chiếm phần nhỏ, chứng tỏ mối quan tâm hàng đầu của Fisher không phải là các thông tin quá khứ mà ông đi tìm những thông tin mà qua đó cho phép ông dự báo về triển vọng dài hạn của doanh nghiệp. Điều này cho thấy, giữa Fisher và Graham có một sự khác biệt lớn. Việc đánh giá các chỉ tiêu định tính muốn chính xác đòi hỏi nhà phân tích phải am hiểu sâu rộng cả về nền kinh tế, đặc điểm ngành nghề kinh doanh, môi trường quản trị doanh nghiệp, tâm lý con người... Những kỹ năng đánh giá này là rất khó khăn, nhưng đổi lại là khó bị sao chép và những NĐT tiên phong thường có ưu thế lớn trong dài hạn.

- *Lựa chọn thời điểm mua và bán*: Fisher sẽ mua một cổ phiếu khi cổ phiếu thỏa mãn 15 tiêu chí lựa chọn cổ phiếu trên và công ty có lợi nhuận được cải thiện nhưng tác động lên giá cổ phiếu. Cụ thể, mua cổ phiếu khi công ty mục tiêu đưa vào vận hành thương mại dây chuyền sản xuất mới, hoặc tung ra thị trường dịch vụ mới, hoặc công ty mục tiêu gặp khó khăn tạm thời và có thể khắc phục trong thời gian ngắn (Warren Buffett đã áp dụng thành rất công phương pháp này khi đầu tư vào American Express khi Công ty này gặp khó khăn tạm thời làm giá cổ phiếu sụt giảm). Là một NĐT siêu dài hạn, nhưng đôi khi Fisher cũng phải bán ra các cổ phiếu mà mình nắm giữ. Ông bán ra cổ phiếu khi: Thừa nhận bản thân

đã phạm sai lầm, doanh nghiệp mà ông đầu tư không còn thỏa mãn 15 tiêu chí lựa chọn và khi phát hiện ra một thương vụ có triển vọng lớn mà không có cách nào khác để huy động vốn tốt hơn việc bán đi một lượng cổ phiếu đang nắm giữ.

- *Đầu tư tập trung*: Fisher khuyên các NĐT chỉ nên đầu tư vào vào những ngành, công ty mà mình hiểu cặn kẽ nhất, khi một NĐT muốn đầu tư sang ngành nghề khác, công ty khác phải dành công sức tìm hiểu thật cặn kẽ. Trong sự nghiệp đầu tư của Fisher, không khi nào ông sở hữu nhiều hơn 9 cổ phiếu. Đây lại là một điểm khác biệt nữa giữa Fisher và Graham cũng như giữa Fisher với Lý thuyết tài chính hiện đại. Như vậy, nếu NĐT có kỹ năng lựa chọn cổ phiếu cũng như lựa chọn thời điểm mua bán tốt hoàn toàn có thể đầu tư tập trung mà vẫn giảm thiểu được rủi ro bán phần (giảm thiểu thua lỗ).

2.3. Warren Edward Buffett

Warren Buffett sinh ngày 30/8/1930 tại Omaha, tiểu bang Nebraska, Hoa Kỳ, là một NĐT, doanh nhân và nhà từ thiện lớn. Ông là NĐT thành công nhất thế giới, cổ đông lớn nhất kiêm giám đốc Công ty Berkshire Hathaway. Ông được gọi là “Huyền thoại đến từ Omaha” hay “Hiền tài xứ Omaha”. Luôn nằm trong top những người giàu nhất thế giới, giá trị tài sản hiện tại của Warren Buffett khoảng gần 63 tỷ USD và phần lớn tài sản đều dành cho hoạt động từ thiện.



Quan điểm của Buffett cũng tương đồng với Fisher khi ông cho rằng, TTCK thường chỉ hiệu quả ở mức yếu và trung bình. Ông cho rằng, nỗ lực của các nhà đầu cơ để chiến thắng thị trường trong ngắn hạn chứa đựng rủi ro rất cao. Ông khuyên các NĐT nên tập trung vào phân tích cơ bản để lựa chọn cổ phiếu tốt có triển vọng phát triển trong dài hạn nhưng đang bị TTCK định giá thấp. Về quan điểm đầu tư, Buffet chịu ảnh hưởng lớn của cả Graham và Fisher. Ông thừa nhận trong triết lý đầu tư của mình chứa đựng 85% triết lý của Graham và 15% triết lý của Fisher. Buffet đã phát biểu rằng, trong đầu tư, việc phân biệt đầu tư tăng trưởng hay đầu tư giá trị là không quan trọng vì bản thân sự tăng trưởng cũng tạo ra giá trị rồi. Buffet là một người ghét rủi ro, ông có hai câu châm ngôn nổi tiếng: (1) “Không bao giờ được để số tiền của bạn bị hao hụt”; (2) “Đừng bao giờ quên điều số 1”.

Tương đồng với Graham và Fisher, Buffet chỉ quan tâm đến rủi ro bán phần. Về nguồn gốc rủi ro, Buffett cho rằng, rủi ro có thể đến từ hai nguyên nhân: NĐT phạm sai lầm khi lựa chọn doanh nghiệp cũng như lựa chọn thời điểm đầu tư và công ty mà bạn đầu tư đã vi phạm các tiêu chí đầu tư ban đầu. Vì vậy, để phòng ngừa rủi ro, Buffet chỉ đầu tư vào các ngành nghề, doanh nghiệp mà ông hiểu biết nhất (ông thường gọi là vòng tròn năng lực); và ông luôn chủ động theo dõi, giám sát hay kiểm soát doanh nghiệp mà mình đã đầu tư. Dưới đây, chúng ta sẽ nghiên cứu sâu hơn về chiến lược quản trị rủi ro của Warren Buffet.

Thông thường trong đầu tư, các NĐT sẽ lựa chọn các chiến lược sau để quản trị rủi ro: (i) Không đầu tư nếu không phù hợp; (ii) chủ động giảm thiểu rủi ro; (iii) tích cực quản lý rủi ro; (iv) đa dạng hóa theo cách của các công ty bảo hiểm; (v) đa dạng hóa danh mục đầu tư

theo Lý thuyết Markowitz.

Trong đó, Warrant Buffet thường áp dụng ba chiến lược gốc đầu. Ông đưa ra các tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp để lựa chọn các thương vụ phù hợp cũng như chủ động để giảm thiểu rủi ro. Để giảm thiểu rủi ro và quản lý rủi ro, ông xác định thời điểm mua bán, tham gia vào hoạt động quản trị doanh nghiệp và đầu tư tập trung. Những chiến lược đó được cụ thể hóa như sau:

- *Lựa chọn cổ phiếu*: Cũng như Graham và Fisher, Warren Buffett luôn chủ động xây dựng các tiêu chí lựa chọn cổ phiếu (chính xác là lựa chọn doanh nghiệp) cho riêng mình để tìm ra các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững hay không. Theo Buffett, doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững là doanh nghiệp luôn chiếm được thị phần lớn trong ngành do sản phẩm- dịch vụ mà công ty cung cấp luôn được khách hàng tín nhiệm cao nhất. Có thể phân chia các tiêu chí

Bảng 3. Tiêu chí lựa chọn cổ phiếu của Warren Buffett

Nhóm	Tiêu chí	Yêu cầu
1	Đặc tính sản phẩm	<ul style="list-style-type: none"> - Sản phẩm- dịch vụ mà doanh nghiệp cung cấp phải tạo ra sự khác biệt so với các đối thủ. - Chất lượng sản phẩm phải dẫn đầu so với các sản phẩm cùng loại. - Giá thành sản phẩm phải thấp nhất trong ngành. - Sản phẩm luôn được người tiêu dùng ưa chuộng. - Chăm sóc khách hàng tốt, chính sách bán hàng ưu việt. - Không phải cải tiến nhiều theo thời gian.
2	Các chỉ tiêu về nhân sự	Các tiêu chí yêu cầu tương tự như của Fisher
3	Các chỉ tiêu về tài chính	<ul style="list-style-type: none"> - ROE cao nhất trong ngành. - Tỷ lệ vay nợ thấp. - Chi phí nghiên cứu phát triển thấp. - Chi phí cố định thấp. - Tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản thấp. - Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, ổn định ít nhất trong 5 năm. - Hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần ít nhất 10 năm.



này thành ba nhóm (Bảng 3).

Buffett thường xuyên xem xét các chỉ tiêu để lựa chọn doanh nghiệp trong khoảng thời gian rất dài từ 5-10 năm, điều này đòi hỏi phải mất khoảng thời gian nhất định để tổng hợp thông tin, cân nhắc lựa chọn các phương án để lựa chọn cổ phiếu tối ưu nhất, trong một năm, Buffett thường chỉ đầu tư vào duy nhất vào một doanh nghiệp. Việc xem xét và nghiên cứu về doanh nghiệp trong khoảng thời gian dài khiến Buffett thường rất ít gặp rủi ro trong các doanh nghiệp mà ông đầu tư. Ở đây Buffett đã vận dụng sáng tạo phương pháp phân tích định tính của Fisher và phát triển lên một tầm cao hơn phương pháp phân tích định lượng của Graham. Nhưng giữa Buffet và Fisher có một sự khác biệt, đó là, Fisher luôn ưu tiên đầu tư vào các công ty sáng tạo trong các lĩnh vực công nghệ mới với chi phí nghiên cứu phát triển cao (Texas Instrument, Motorola vào những năm 1950), trong khi đó Buffett lại ưu tiên các công ty cung cấp sản phẩm-dịch vụ truyền thống có chi phí nghiên cứu- phát triển thấp như ngân hàng, bảo hiểm, hàng tiêu dùng... và ông luôn tránh xa các công ty công nghệ cao với chi phí nghiên cứu phát triển quá lớn, các công ty hàng không với chi phí cố định lớn, vì vậy mà ông đã giúp Công ty Berkshire của ông không bị thua lỗ bởi sự đổ vỡ của bong bóng Dotcom năm 2000.

- *Lựa chọn thời điểm mua*

bán và khoảng thời gian nắm giữ: Về lựa chọn thời điểm mua vào, cho đến nay, Buffett vẫn sử dụng quy tắc mua vào của Graham. Cụ thể, ông thường tiến hành những thương vụ đầu tư lớn khi TTCK sụp đổ như mua Washington Post năm 1974; mua GE và Gold Sachs vào các năm 2008, 2009... Tuy nhiên, từ những năm 1960, tiếp thu Lý thuyết đầu tư tăng trưởng của Fisher, Buffett cũng mua vào những công ty có triển vọng tăng trưởng dài hạn với mức giá hợp lý. Ví dụ: Vụ đầu tư vào American Express năm 1966 và Coca-Cola năm 1987, tại thời điểm mua vào P/B (Price/Book value) của 2 công ty này vẫn lớn hơn 1. Nếu chỉ áp dụng máy móc phương pháp của Graham, Buffett đã không mua vào, nhưng do nhìn thấy những triển vọng dài hạn từ các công ty này, nên Buffett vẫn mua và cho đến nay đây là 2 thương vụ thành công điển hình của Berkshire.

Về lựa chọn khoảng thời gian nắm giữ và thời điểm bán ra, Buffet cũng hành động gần như Fisher, chỉ khác một điểm là Buffett từ quan điểm của một NĐT lớn, tức là ông chỉ đầu tư khi ông có được tiếng nói quan trọng trong các quyết định của hội đồng quản trị nên ông sẽ thoái vốn khi Berkshire không có tiếng nói đó. Đây là lý do mà Berkshire thoái vốn khỏi Petro China sau một thời gian ngắn đầu tư. Tương đồng với Fisher, Buffett luôn ủng hộ quan điểm đầu tư tập trung. Ông cho rằng, nếu đầu tư tập trung vào doanh

nh nghiệp mà ông thực sự hiểu biết sẽ giúp ông kiểm soát các thương vụ tốt hơn, qua đó giúp ông giảm thiểu được rủi ro.

Điểm khác biệt nhất giữa Buffett với hai người thầy lỗi lạc của ông là quản trị rủi ro bằng kiểm soát doanh nghiệp. Mỗi khi đầu tư, Berkshire thường mua số lượng lớn cổ phiếu để có chân trong hội đồng quản trị của các doanh nghiệp, qua đó tác động lên các quyết định quản trị doanh nghiệp để giảm thiểu rủi ro cho Berkshire.

Như vậy, trong quá trình đầu tư, Warren Buffett đã vận dụng sáng tạo các chiến lược quản trị rủi ro của hai NĐT thành công thuộc hai trường phái đầu tư khác nhau và ông cũng tự xây dựng những phương pháp của riêng mình dựa trên quan điểm của một NĐT lớn. Sự sáng tạo, linh hoạt của Buffett làm cho chiến lược, phương pháp của ông rất khó bị sao chép, do vậy ông luôn đạt lợi nhuận cao trong suốt sự nghiệp đầu tư của mình.

3. Khuyến nghị đối với các nhà đầu tư

Theo chiến lược và phương pháp quản trị rủi ro của Lý thuyết đầu tư tài chính hiện đại và các NĐT theo trường phái phân tích cơ bản, nhóm nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị đối với các NĐT. Tuy nhiên, mức độ ứng dụng hiệu quả trong quá trình đầu tư còn chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố, đặc biệt là điều kiện về vốn, về kỹ năng phân tích và đặc điểm TTCK mà NĐT tham gia.



Lựa chọn cổ phiếu là kỹ năng quan trọng nhất đối với các NĐT sử dụng phân tích cơ bản. Bằng việc các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, NĐT có thể hạn chế rủi ro cho danh mục của mình do những cổ phiếu này thường là điểm đến của dòng tiền trong các đợt thị trường sụt giảm mạnh. Hơn nữa, với các công ty có tiềm lực tài chính mạnh, đội ngũ nhân sự giỏi thì khủng hoảng kinh tế sẽ là cơ hội để họ thu tóm các đối thủ, các nhà cung cấp, hệ thống phân phối để bành trướng trong tương lai.

Thứ nhất, lựa chọn cổ phiếu

Lựa chọn cổ phiếu là kỹ năng quan trọng nhất đối với các NĐT sử dụng phân tích cơ bản. Bằng việc các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, NĐT có thể hạn chế rủi ro cho danh mục của mình do những cổ phiếu này thường là điểm đến của dòng tiền trong các đợt thị trường sụt giảm mạnh. Hơn nữa, với các công ty có tiềm lực tài chính mạnh, đội ngũ nhân sự giỏi thì khủng hoảng kinh tế sẽ là cơ hội để họ thu tóm các đối thủ, các nhà cung cấp, hệ thống phân phối để bành trướng trong tương lai. Trong một số trường hợp, kỹ năng lựa chọn cổ phiếu tốt kết hợp với phân bổ vốn một cách hợp lý có thể giúp NĐT giảm thiểu rủi ro hệ thống. Chẳng hạn Berkshire Hathaway đầu tư vào P&G- Công ty sản xuất hàng tiêu dùng lớn nhất thế giới. Do P&G kinh doanh các mặt hàng thiết yếu đối với người tiêu dùng chất lượng tốt, giá cả hợp lý và sở hữu các thương hiệu hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng, tỷ trọng chỉ tiêu cho các sản phẩm này so với thu nhập của người tiêu dùng thấp, vòng đời của sản phẩm ngắn nên tiêu thụ ổn định, khi nền kinh tế khủng hoảng hoặc suy thoái (rủi ro hệ thống) doanh thu và dòng

tiền của P&G vẫn ổn định. Mặt khác, P&G cũng ít vay nợ nên khi lãi suất thị trường tăng (rủi ro hệ thống), chi phí tài chính của công ty vẫn thấp; do có vị thế cạnh tranh lớn khi lạm phát cao (rủi ro hệ thống), P&G có thể tăng giá sản phẩm để bù đắp sự gia tăng của chi phí sản xuất. Ngoài ra, do được hưởng lợi ích kinh tế dựa trên quy mô nên chi phí sản xuất của P&G thường thấp hơn các công ty cùng ngành... Từ những lợi thế đó, kết quả kinh doanh luôn ổn định và P&G được giới đầu tư cho là cổ phiếu phòng thủ hàng đầu trên TTCK Mỹ.

Thứ hai, phân bổ tài sản

Tùy thuộc vào năng lực về vốn, về con người và kỹ năng phân tích, NĐT có thể đầu tư tập trung hay đa dạng hóa danh mục đầu tư. Nếu NĐT có kiến thức kinh nghiệm và kỹ năng lựa chọn cổ phiếu, lựa chọn thời điểm và đủ nguồn lực để kiểm soát doanh nghiệp thì có thể đầu tư tập trung. Trường hợp các NĐT không hội đủ các điều kiện trên nên lựa chọn cách tiếp cận đa dạng hóa danh mục đầu tư. Theo lý thuyết tài chính hiện đại, một danh mục đầu tư được đa dạng hóa ở mức độ hợp lý sẽ mang lại mức thu nhập kỳ vọng cao nhất ở bất cứ mức độ rủi ro nào đó, hoặc

mức rủi ro thấp nhất dành cho bất cứ thu nhập kỳ vọng nào. Vậy một danh mục đầu tư như thế nào được cho là hợp lý?

Danh mục đầu tư được đa dạng hóa ở mức độ hợp lý có thể hiểu là danh mục nên bao gồm những chứng khoán nào. Lựa chọn cổ phiếu có thể sử dụng các hệ số tương quan giữa các chứng khoán theo quan điểm của Lý thuyết quản trị danh mục đầu tư hiện đại hoặc theo suy luận hợp lý như các NĐT sử dụng phân tích cơ bản thường áp dụng. Theo nhóm nghiên cứu, đối với đa số các NĐT sử dụng suy luận hợp lý dựa trên phân tích cơ bản thuyết phục hơn vì: *Thứ nhất*, dữ liệu để xác định các hệ số tương quan là những dữ liệu được thu thập trong quá khứ, hai cổ phiếu có tương quan nghịch trong quá khứ chưa chắc đã có tương quan nghịch trong tương lai và hệ số tương quan không phải là con số ổn định mà có thể biến động theo thời gian. Trong khi đó, sử dụng phân tích cơ bản như các phân tích định tính của Fisher và Buffett sẽ phù hợp hơn vì từ những phân tích này, NĐT có thể dự báo về triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp qua đó có quyết định đầu tư hay không; *Thứ hai*, biến động giá cổ phiếu



trên TTCK Việt Nam nhiều khi không phản ánh đúng tình hình hoạt động của doanh nghiệp; Thứ ba, nhiều NĐT không có điều kiện trang bị kiến thức để xây dựng mô hình ước lượng hệ số tương quan.

Về mặt định lượng: Danh mục đầu tư hợp lý là số lượng cổ phiếu, tỷ trọng của mỗi chứng khoán trong danh mục là bao nhiêu. Theo nhóm nghiên cứu, việc xác định tỷ trọng của mỗi cổ phiếu trong danh mục cần phải dựa trên việc nhận diện, đánh giá những cơ hội và rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải trong mỗi thời kỳ. Cụ thể, NĐT cần kết hợp chặt chẽ giữa phân tích vĩ mô, phân tích ngành và phân tích doanh nghiệp để đưa ra quyết định về tỷ trọng của mỗi cổ phiếu trong danh mục. Ví dụ, trên TTCK Việt Nam, trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng ổn định thì các cổ phiếu ngành du lịch, bất động sản, vật liệu xây dựng nên chiếm tỷ trọng lớn; trong giai đoạn nền kinh tế khủng hoảng hoặc suy thoái nên ưu tiên các cổ phiếu dược phẩm, phân bón, hóa chất, hàng tiêu dùng thiết yếu. Về số lượng cổ phiếu trong danh mục, NĐT cần cân nhắc đến mức độ giảm rủi ro và chi phí phát sinh khi tăng thêm cổ phiếu vào danh mục (gồm chi phí giao dịch, chi phí giám sát). Vì vậy, đối với đa số NĐT cá nhân nhỏ lẻ, không tự tin vào khả năng lựa chọn cổ phiếu cũng như lựa chọn thời điểm mua bán, có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư để giảm thiểu rủi ro phi hệ thống bằng

cách đầu tư vào các quỹ đầu tư theo chỉ số (quỹ ETF) với chi phí quản lý thấp.

Thứ ba, lựa chọn thời điểm mua bán

Xác định đúng thời điểm mua bán cũng rất quan trọng trong đầu tư, nhưng tác dụng của nó đối với NĐT lớn và NĐT nhỏ là khác nhau. Với NĐT nhỏ, hành động mua bán của họ không ảnh hưởng nhiều đến giá cổ phiếu trừ khi tạo nên hiệu ứng đám đông. Với các NĐT lớn thì ngược lại, hành động mua vào bán ra của họ thường tác động lớn đến giá nên để giảm thiểu rủi ro, nên tính toán hợp lý trước mỗi quyết định mua vào hoặc bán ra. Tùy thuộc quy định về thuế, phí giao dịch và thanh khoản ở mỗi thị trường mà NĐT có thể lựa chọn chiến lược nắm giữ lâu dài hay giao dịch thường xuyên. Nếu thuế thu nhập từ mua bán chứng khoán cao, phí giao dịch cao, thanh khoản của cổ phiếu thấp, NĐT có thể lựa chọn chiến lược mua và nắm giữ cổ phiếu trong dài hạn. Nhưng nếu thuế và phí giao dịch thấp NĐT có thể giao dịch nhiều hơn để tái cân bằng danh mục và tận dụng cơ hội kiếm lời từ các giao động giá trên thị trường.

Thứ tư, kiểm soát doanh nghiệp

Theo phân tích về quản trị rủi ro của Buffett cho thấy, tác dụng của kiểm soát doanh nghiệp đến rủi ro của danh mục đầu tư là rất lớn nhưng phương pháp này chỉ phù hợp với các NĐT tổ chức với thời gian nắm giữ dài khi họ có đủ

nguồn lực về tài chính cũng như con người. ■

Tài liệu tham khảo

1. Benjamin Graham, *Phản bình luận của Jason Zweig, NĐT Thông Minh, Nhà xuất bản Dân Trí và Công ty truyền thông Nhã Nam xuất bản năm 2012.*
2. Philip Arthur Fisher, *Cổ Phiếu Thường Lợi Nhuận Phi Thường, Nhà xuất bản Văn Hóa Thông Tin và Alphabooks xuất bản năm 2009.*
3. Mark Tier, *Bí quyết đầu tư và kinh doanh chứng khoán của tỷ phú Warrant Buffett & George Soros, Nhà xuất bản Trẻ và Fist News Trí Việt năm 2009.*
4. Marry Buffett & David Clark, *Đạo của Warrant Buffett, Nhà xuất bản Trẻ và DTBOOKS dịch và xuất bản năm 2010.*
5. Marry Buffett & David Clark, *Báo cáo tài chính dưới góc nhìn của Warrant Buffett, Nhà xuất bản Trẻ và DTBOOKS dịch và ấn hành năm 2010.*
6. Vahan Janjigian, *Ngay cả Buffett cũng không hoàn hảo, Nhà xuất bản Trẻ và Fist News Trí Việt dịch và xuất bản năm 2011.*
7. Benjamin Graham, David Dodd, and Roger F Murray, *Security Analysis, Fifth Edition*
8. Reilly, F.K. and Brown, K.C.(2009). *Investment Analysis and Portfolio Management, 9th Edition., Thomson Southwestern.*
9. Bodie Z., Kane, A and Marcus, A.J. (2009), *Investments,* "New York, McGraw-Hill.
10. Maginn, J.L., Tuttle, D.L., Pinto, J.E. and McLeavey, D.W. (2007), *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process, 3rd Edition,* "New Jersey, Wiley.