

18.2 Phân tích chủng loại

Phân tích chủng loại (style analysis) được trình bày bởi người đoạt giải Nobel William Sharpe (1992). Khái niệm này càng phổ cập thông qua một nghiên cứu thường được trích dẫn rộng rãi (Brinson và những người khác, 1991) với kết luận rằng 91,5 phần trăm biến thiên lợi nhuận của 82 quỹ hỗ tương có thể được giải thích bởi sự phân bổ đầu tư vào các chủng loại khác nhau như tín phiếu, trái phiếu và cổ phiếu. Những nghiên cứu sau đó xem xét việc phân bổ đầu tư giữa nhiều chủng loại tài sản hơn nhận thấy rằng có đến 97 phần trăm của lợi nhuận của quỹ có thể được giải thích bởi việc phân bổ tài sản mà thôi.

Sharpe xem xét 12 danh mục chủng loại tài sản. Ý tưởng của ông là chạy hồi qui lợi nhuận của quỹ theo các chỉ số đại diện cho nhiều chủng loại tài sản. Khi đó, các hệ số hồi qui của từng chỉ số sẽ đo lường sự phân bổ ngầm ẩn cho chủng loại đó. Vì các quỹ bị cấm không được bán khống (vị thế đoán) nên điều kiện ràng buộc đối với các hệ số hồi qui là hoặc bằng zero hoặc có giá trị dương và có tổng bằng 100 phần trăm, để tiêu biểu cho sự phân bổ tài sản hoàn toàn. Khi đó, R bình phương của phép hồi qui sẽ đo lường tỷ lệ biến thiên lợi nhuận do chọn lựa chủng loại chứ không phải do tuyển chọn chứng khoán.

Để minh họa cách tiếp cận này, ta hãy xem nghiên cứu của Sharpe về lợi nhuận hàng tháng của Quỹ Magellan của Fidelity trong giai đoạn từ tháng 1-1985 đến tháng 12-1989, được trình bày trong Bảng 18.2. Trong khi có 12 chủng loại tài sản, mỗi loại được thể hiện bằng một chỉ số cổ phiếu, các hệ số hồi qui chỉ có giá trị dương ứng với bốn chủng loại. Ta có thể kết luận rằng lợi nhuận quỹ chỉ được giải thích bởi bốn danh mục chủng loại. Hơn nữa, chỉ riêng bốn danh mục chủng loại này đã giải thích đến 97,3 phần trăm phương sai của lợi nhuận.

Bảng 18.2 Các danh mục chủng loại của Sharpe đối với quỹ Magellan

	Hệ số hồi qui*
Tín phiếu	0
Trái phiếu trung hạn	0
Trái phiếu dài hạn	0
Trái phiếu công ty	0
Hợp đồng thế chấp	0
Cổ phiếu giá trị	0
Cổ phiếu tăng trưởng	47
Cổ phiếu công ty có giá trị vốn hóa trung bình	31
Cổ phiếu nhỏ	18
Cổ phiếu nước ngoài	0
Cổ phiếu châu Âu	4
Cổ phiếu Nhật Bản	0
Tổng	100
R bình phương	97,3%

* Hồi qui với điều kiện ràng buộc là không có hệ số âm và các hệ số có tổng bằng 100%.

Nguồn: William F. Sharpe, 'Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation,' *Journal of Portfolio Management*, mùa đông 1992, trang 7-19. Tài liệu có bản quyền được in lại với sự cho phép của Institutional Investor.

Phân biến thiên lợi nhuận *không* được giải thích bởi sự phân bổ tài sản có thể qui cho việc tuyển chọn chứng khoán trong phạm vi từng chủng loại tài sản. Đối với quỹ Magellan, phân biến thiên này là $100 - 97,3 = 2,7\%$. Để đánh giá đóng góp bình quân của việc tuyển chọn cổ phiếu đối với kết quả hoạt động của quỹ, ta theo dõi số dư từ phép hồi qui, như trình bày trong Hình 18.3. Hình này biểu thị ảnh hưởng lũy kế của các số dư này; xu hướng tăng đều xác nhận thành công của

Magellan trong việc tuyển chọn cổ phiếu trong giai đoạn này. Lưu ý rằng đường biểu thị trong Hình 18.3 trơn tru hơn nhiều so với đường biểu thị trong Hình 18.4, trình bày kết quả hoạt động của quỹ Magellan so với danh mục tiêu chuẩn S&P 500. Điều này phản ánh sự kiện là danh mục chỉ số theo trọng số hồi qui theo dõi chủng loại chung của Magellan tốt hơn nhiều so với S&P 500. Chênh lệch kết quả hoạt động bị nhiễu nhiễu hơn thông qua sử dụng S&P 500 làm mốc so sánh.

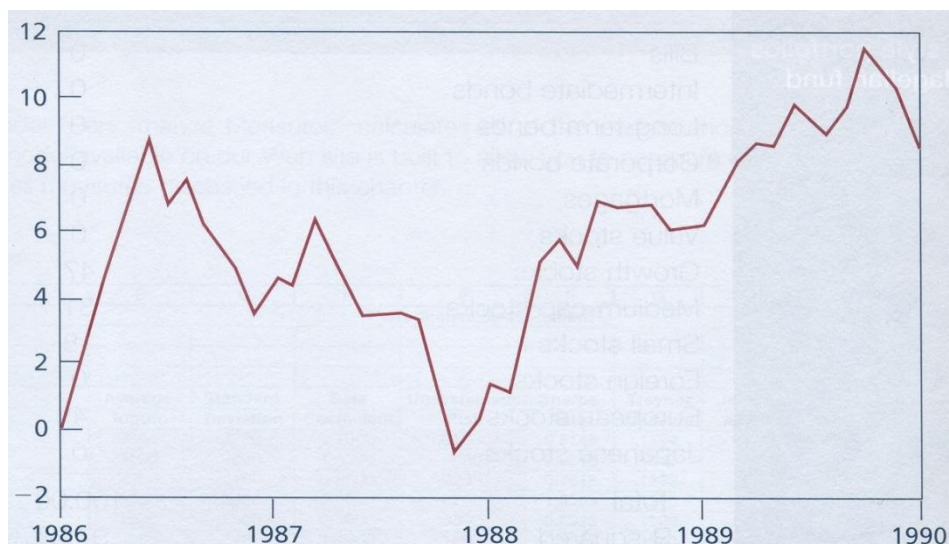
Hình 18.3 Chênh lệch lợi nhuận lũy kế của Quỹ Fidelity Magellan: Quỹ so với mốc so sánh chủng loại

Nguồn: William F. Sharpe, 'Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation,' *Journal of Portfolio Management*, mùa đông 1992, trang 7-19. Tài liệu có bản quyền được in lại với sự cho phép của Institutional Investor.



Hình 18.4 Chênh lệch lợi nhuận lũy kế của Quỹ Fidelity Magellan: Quỹ so với mốc so sánh S&P 500

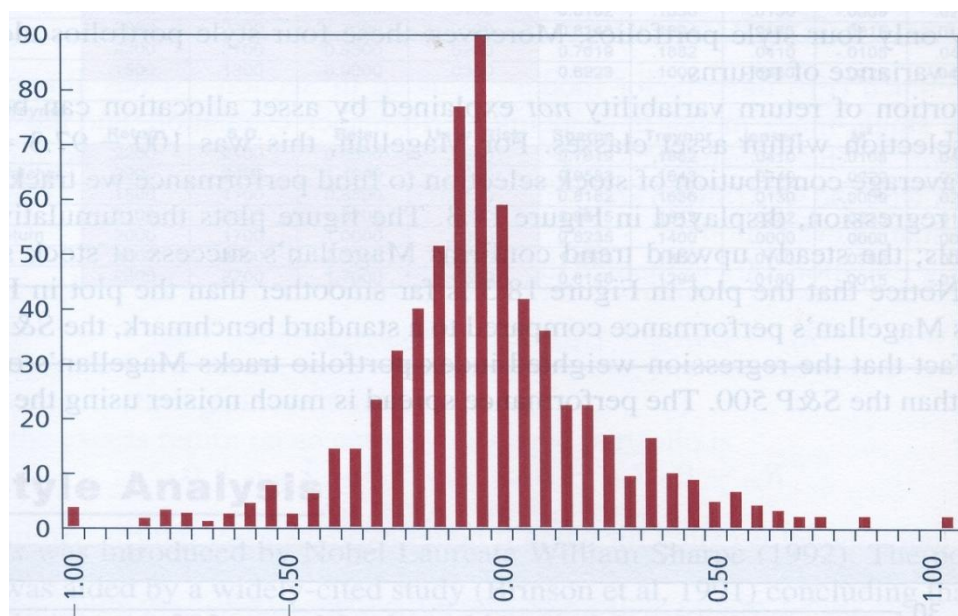
Nguồn: William F. Sharpe, 'Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation,' *Journal of Portfolio Management*, mùa đông 1992, trang 7-19. Tài liệu có bản quyền được in lại với sự cho phép của Institutional Investor.



Hình 18.5 Sai số theo dõi bình quân*, 636 quỹ hỗ tương, 1985-1989

Nguồn: William F. Sharpe, 'Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation,' *Journal of Portfolio Management*, mùa đông 1992, trang 7-19. Tài liệu có bản quyền được in lại với sự cho phép của Institutional Investor.

* Sai số theo dõi (tracking error) là độ lệch chuẩn của chênh lệch giữa kết quả hoạt động của danh mục tiêu chuẩn và danh mục tái tạo.



Average tracking error (%/month): Sai số theo dõi bình quân (%/tháng)

Lẽ dĩ nhiên, lợi nhuận số dư dương nhất quán của Magellan (phản ánh qua đường biểu thị lợi nhuận lũy kế tăng đều) hầu như không phổ biến. Hình 18.5 trình bày phân phối tần suất số dư bình quân của 636 quỹ hỗ tương. Phân phối này có dạng hình chuông quen thuộc với một trị trung bình có giá trị âm nhỏ, $-0,074$ phần trăm một tháng.

Phân tích chủng loại đã trở nên rất phổ biến trong ngành quản lý đầu tư và dẫn đến một vài biến thể từ phương pháp luận của Sharpe. Nhiều nhà quản lý danh mục triển khai những trang web giúp các nhà đầu tư xác định kết quả hoạt động từ chủng loại và tuyển chọn cổ phiếu. Hộp sau đây cho thấy rằng việc phân tích chủng loại là trọng tâm của các cuộc tranh luận gần đây về kết quả đầu tư của các quỹ phòng chống rủi ro.

Trên thương trường**Alpha thể hiện những gì?**

Quá nhiều nốt nhạc. Đó là nhận xét nổi tiếng của hoàng đế Joseph Đệ nhị với Mozart khi xem bản giao hưởng 'The Marriage of Figaro'. Nhưng chắc chắn việc suy nghĩ về một bản nhạc chỉ như một chuỗi nốt nhạc sẽ bỏ qua sự diệu kỳ của âm nhạc.

Liệu ta có thể nói hết như thế về việc quản lý quỹ? Trào lưu hiện nay là tách biệt giữa beta (lợi nhuận hệ thống mang lại bởi thị trường) và alpha (kỹ năng của nhà quản lý). Các nhà đầu tư vui vẻ chi trả những khoản phí cao cho kỹ năng, nhưng xem lợi nhuận thị trường như một hàng hóa. Tuy nhiên, nhiều khi thật khó mà phân biệt giữa hai yếu tố này.

Ví dụ, một nhà quản lý quỹ có thể chiến thắng thị trường nhờ vào vận may hay liều lĩnh, chứ không phải nhờ vào kỹ năng. Giả sử nhà quản lý đưa vào danh mục đầu tư các cổ phiếu dầu và hưởng lợi khi giá dầu thô tăng. Khái quát hơn, những người hoài nghi alpha thường giải thích lợi nhuận bất thường là do ‘sự thiên lệch chủng loại’, giống như nhà quản lý trên đây thiên về những cổ phiếu năng lượng. Sự thiên lệch chủng loại phổ biến thường dựa vào những yếu tố mà dường như đã dự đoán alpha quá khứ, như qui mô doanh nghiệp chẳng hạn. Nhưng phải chăng những người hoài nghi có thành kiến với sự thiên lệch chủng loại? Suy cho cùng, danh mục duy nhất không thiên lệch sẽ là danh mục bao gồm toàn bộ thị trường.

Giới học thuật bước vào cuộc tranh luận này, cố gắng tìm kiếm những yếu tố ảnh hưởng đến kết quả đầu tư của quỹ. Bill Fung và Narayan Naik ở trường Kinh doanh London đã đi đến một mô hình bảy yếu tố, mà họ nói là có thể giải thích phần lớn kết quả hoạt động của các quỹ phòng chống rủi ro. Sau khi cho phép các yếu tố này, nguồn vốn bình quân của các quỹ phòng chống rủi ro không tạo ra bất kỳ alpha nào trong thập niên vừa qua, ngoại trừ trong thời kỳ bong bóng dot-com. Cách tiếp cận này cho thấy toàn bộ ý tưởng về alpha có thể chỉ là ảo tưởng.

Hơn nữa, ta cũng có thể chọn một đường lối ngược lại. Kiểu phân tích này không mang lại cho nhà quản lý công trạng gì trong việc chọn lựa những yếu tố hệ thống ảnh hưởng đến danh mục đầu tư – như các hệ số beta. Đúng vậy, các hệ số beta thường có thể được mua với mức phí rất thấp. Nhưng liệu nhà đầu tư có khả năng để bố trí chúng theo một cách kết hợp đúng đắn hay không?

Cứ như thể một thực khách trong nhà hàng Gordon Ramsay có đủ can đảm để nói với người đầu bếp cái tên rằng: ‘Bữa ăn này thật ngon. Nhưng phân tích hóa học cho thấy nó có 65 phần trăm gà, 20 phần trăm cà rốt, 10 phần trăm bột mì và 5 phần trăm sữa. Tôi có thể mua những thứ này với giá 1,50 bảng. Vậy tại sao tôi phải trả 20 bảng?’ Câu trả lời bị ngắt quãng bởi những tiếng cầu nhàu của người đầu bếp có thể là: ‘Bí quyết là ở chỗ phối hợp vào với nhau.’ Cuộc tranh luận này quan trọng vì bây giờ người ta đang ra sức tái tạo kết quả hoạt động của các quỹ phòng chống rủi ro bằng những danh mục nhân bản.

Có hai lập luận chỉ trích tiềm tàng đối với cách tiếp cận nhân bản. Thứ nhất là nó chỉ đơn thuần tái tạo toàn bộ những lợi nhuận hệ thống mà các quỹ phòng chống rủi ro tạo ra chứ không có sự diệu kỳ đặc thù nào cả. Tuy nhiên, thật khó mà xác định ‘sự diệu kỳ’ và thậm chí nếu nó có tồn tại, giá trị của nó cũng không nhiều hơn mức phí mà các quỹ phòng chống rủi ro thu của nhà đầu tư.

Lập luận chỉ trích thứ hai là việc nhân bản luôn luôn đi sau một bước so với đồng tiền khôn ngoan. Bạn không thể nhân bản một quỹ phòng chống rủi ro cho đến khi bạn biết quỹ đó đang ở đâu. Thế nhưng tới lúc ấy thì quỹ lại di chuyển rồi.

Mozart xem ra chắc sẽ đồng cảm. Bản giao hưởng của ông không chỉ là một chuỗi những nốt nhạc. Nhưng ngay cả nếu không có ai ngang sức ngang tài với nhà soạn nhạc vĩ đại, vẫn có vô khối những kẻ bắt chước ông.

Nguồn: *The Economist*, 22-3-2007.

18.3 Thứ hạng điều chỉnh rủi ro của Morningstar

Thành công thương mại của Morningstar Inc., nguồn thông tin đứng đầu về các quỹ hỗ tương, làm cho *Thứ hạng điều chỉnh rủi ro (Risk-Adjusted Rating, RAR)* của công ty nằm trong số những thước đo kết quả hoạt động được sử dụng phổ biến nhất. Thứ hạng năm sao của Morningstar được các nhà quản lý của hàng nghìn quỹ sử dụng dịch vụ thêm muốn.

Morningstar tính toán các thước đo kết quả hoạt động RAR tương tự như thước đo phương sai – trung bình tiêu chuẩn, cho dù không hoàn toàn đồng nhất (xem Chương 4 trình bày thảo luận chi tiết hơn). Thước đo nổi bật nhất, thứ hạng Ngôi sao Morningstar (Morningstar Star), dựa vào việc so sánh từng quỹ với một nhóm quỹ đồng cấp. Đối với mỗi quỹ, nhóm đồng cấp sẽ được chọn dựa vào các đặc điểm phổ cập của quỹ (ví dụ như quốc tế, tăng trưởng so với giá trị, thu nhập cố định, v.v...) cũng như các đặc điểm danh mục như tỷ số thị giá trên thu giá bình quân, tỷ số giá trên thu nhập, và giá trị vốn hóa thị trường.

Morningstar tính lợi nhuận của quỹ (điều chỉnh theo tải) cũng như một thước đo rủi ro dựa vào kết quả hoạt động của quỹ trong những năm tệ nhất. Kết quả hoạt động điều chỉnh rủi ro được xếp thứ tự giữa các quỹ trong một nhóm chủng loại và các ngôi sao được ban thưởng dựa vào bảng sau đây:

Nhóm phân vị	Số ngôi sao
0-10	1
10-32,5	2
32,5-67,5	3
67,5-90	4
90-100	5