Tìm kiếm cơ hội từ các cổ phiếu có mức biến động thấp

"Low volatility anomaly" hay còn gọi là "hiệu ứng biến động thấp" đang dần bắt đầu được quan tâm từ năm 2013 trở lại đây. Hiệu ứng này nhằm nói đến việc những cổ phiếu có biến động lợi nhuận thấp thường cho mức lợi nhuận cao hơn các nhóm cổ phiếu có mức biến động cao hơn. Điều này đi ngược lại với lập luận thường được nhắc trong đầu tư "high risk high return" (rủi ro cao, lợi nhuận cao). Bài viết này sẽ tìm hiểu thử hiện tượng này có tồn tại tại Việt Nam hay không và nếu có, bài viết sẽ đưa ra danh sách những cổ phiếu có mức biến động thấp, xem như thêm một tiêu chí khi lựa chọn cổ phiếu cho nhà đầu tư. Bài viết sẽ bao gồm 2 nội dung chính:

I. Giới thiệu về "hiệu ứng biến động thấp" trong đó sẽ nêu định nghĩa biến động là gì cùng một số tóm tắt về vài nghiên cứu đối với hiệu quả đầu tư của nhóm cổ phiếu biến động thấp và cao.

II. Thực tế ở Việt Nam với những tính toán RongViet Research thực hiện cho dữ liệu từ năm 2010 – 2015 để kiểm chứng hiệu ứng này tại thị trường Việt Nam từ đó có những kết luận đối với tính khả thi của cách lựa chọn cổ phiếu biến động thấp để đầu tư.

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ RỒNG VIỆT

BAN THỊ TRƯỜNG

Nguyễn Thị Phương Lam

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 86299 2006 | Ext: 1313

Huỳnh Minh Tuấn

tuan.hm@vdsc.com.vn

+ 84 86299 2006 | Ext: 1318

Bùi Vĩnh Thiện

thien.bv@vdsc.com.vn

+ 84 86299 2006 | Ext: 1321

GIỚI THIỆU VỀ "HIỆU ỨNG BIẾN ĐỘNG THẤP"

- Biến động là gì?
- Sự phát triển của các nghiên cứu về "hiệu ứng biến động thấp"
- Tài sao tồn tại "hiệu ứng biến động thấp

Biến động là gì?

Biến động trong tài chính là một biến có khả năng để mô tả sự biến đổi của lợi nhuận theo thời gian. Độ biến động được tính toán như là độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời của các loại tài sản qua đơn vị thời gian trong đó tỷ suất sinh lời được thể hiện dưới dạng ghép lãi liên tục. Khi độ biến động sử dụng trong quản trị rủi ro, đơn vị của thời gian thường là một ngày nên độ biến động chính là độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời ghép lãi liên tục theo ngày.

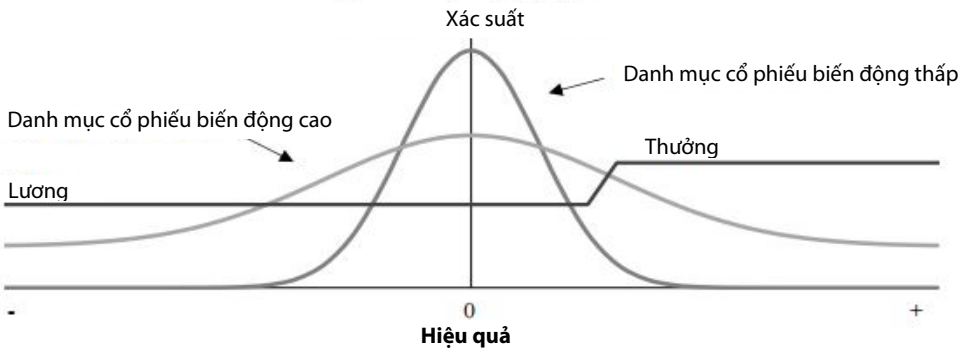
Sự phát triển của các nghiên cứu về "hiệu ứng biến động thấp"

"Tiền thân" của hiệu ứng này là một nghiên cứu của Fischer Black năm 1972. Nghiên cứu chỉ ra rằng nếu nhà đầu tư chấp nhận rủi ro cao hơn rủi ro của thị trường, họ có thể dùng "đòn bẩy" cho danh mục thị trường (market portfolio). Trong trường hợp không thể dùng đòn bẩy hoặc chi phí vay quá cao, nhà đầu tư có lựa chọn thay thế là mua vào những cổ phiếu có mức biến động lớn và do đó bỏ qua nhiều cổ phiếu biến động thấp, dẫn đến các cổ phiếu này bị định giá thấp. Sau đó, vào năm 1993, Robert Haugen cũng công bố một nghiên cứu chỉ ra những cổ phiếu có beta thấp mang lại hiệu quả đầu tư cũng tương tự hoặc thậm chí những cao hơn những cổ phiếu có beta cao. Và tiếp theo đó là một loạt các công trình nghiên cứu khác cũng chỉ ra vấn đề tương tự: cổ phiếu có mức biến động cao thường cho lợi nhuận bình quân thấp hơn cổ phiếu có mức biến động thấp.

Tại sao tồn tại "hiệu ứng biến động thấp"

Có rất nhiều lý do giải thích cho hiệu ứng này. Trong một bài viết của mình, Blitz, Fallkenstein và Van Vliet (2013) đã tóm tắt hàng loạt các giải thích đã được các nhà nghiên cứu khác chỉ ra bao gồm: hạn chế về khả năng sử dụng đòn bẩy, hạn chế về hoạt động bán khống, sử dụng các chỉ số định trước để làm tham chiếu cho hiệu quả danh mục, vấn đề về quản lý danh mục, xu hướng khuyến nghị của các nhà phân tích tài chính… Trong các lý do trên, 3 lý do thường được chấp nhận một cách rộng rãi là (1) hạn chế về việc sử dụng đòn bẩy (đã trình bày ở phần trên), (2) xu hướng khuyến nghị của các nhà phân tích tài chính: Hsu, Kudoh và Yamada (2012) chỉ ra rằng các chuyên viên phân tích thường có xu hướng dự phóng mức tăng trưởng cao cho các mã cổ phiếu có mức biến động lớn dẫn đến giá dễ bị thổi phồng và (3) sử dụng chỉ số định trước để làm tham chiếu cho hiệu quả đầu tư. Với nguyên nhân thứ 3 này, Baker và Haugen (2012) chứng minh được rằng phần lớn các nhà quản lý quỹ thường lấy một chỉ số chứng khoán để làm chuẩn cho hiệu quả quản lý danh mục của mình. Họ thường không chọn các cổ phiếu biến động thấp bởi những cổ phiếu này có thể làm tăng mức sai lệch (tracking error) so với diễn biến của chỉ số được lựa chọn, ảnh hưởng đến những khoản lương, thưởng của họ.

Hình 1: Các nhà quản lý quỹ có xu hướng lựa chọn cổ phiếu biến động cao



Nguồn: Baker & Haugen (2012), Internet

THỰC TẾ Ở VIỆT NAM

- Khảo sát sự tồn tại của hiệu ứng dựa trên dữ liệu lịch sử 2010 – 2015
- Kết luận

Khảo sát sự tồn tại của hiệu ứng dựa trên dữ liệu lịch sử 2010 – 2015

Tiến hành khảo sát tại Việt Nam với dữ liệu giá cổ phiếu trên 2 sàn HSX va HNX từ năm 2010 – 2015 và tính toán các biến động dựa trên suất sinh lợi ghép lãi theo ngày trong 3 tháng và phân thành 5 nhóm từ thấp đến cao. Chúng tôi nhận thấy hiệu ứng này tồn tại trên thị trường Việt Nam.

Có thể nhận thấy **[Hình 8]** trong khi nhóm cổ phiếu biến động cao cho lợi suất trung bình -0,9% thì nhóm cổ phiếu có biến động thấp nhất lại cho mức lợi suất dương khá chênh lệch 4,1%. Hệ số biến thiên (để đo mức độ biến động tương đối của những tập hợp hợp dữ liệu) của nhóm biến động thấp cũng tốt nhất với mức thấp 4,25.

Xem xét theo từng năm, chúng tôi nhận thấy các đặc điểm sau **[Xem phụ lục]**:

(1) Trong giai đoạn giảm điểm các năm từ 2010 – 2012, tất cả các nhóm đều bị âm nhưng mức âm với nhóm cổ phiếu này thấp hơn đáng kể so với mức âm của nhóm biến động cao.

(2) Các nhóm cổ phiếu có mức độ biến động bé hơn 26% thường có xu hướng cho tỷ suất sinh lời cũng nhưng "phòng thủ" cho danh mục tốt hơn nhóm có độ biến động cao hơn 26%.

(3) Xu hướng đầu tư có vẻ dịch chuyển dần về nhóm có độ biến động thấp trong từ năm 2013. Cụ thể trong năm 2013, 2014, nhóm có độ biến động tại mức ranh giới 26% cho lợi nhuận cao nhất so với nhóm biến động thấp nhất nhưng khoảng cách lợi nhuận được thu hẹp dần và đến năm 2015 vừa qua thì nhóm cổ phiếu biến động thấp nhất đã cho lợi nhuận cao nhất.

Kết luận

Dựa trên những kết quả này, chúng tôi cho rằng hiệu ứng biến động thấp cũng tồn tại ở Việt Nam và xu hướng này có lẽ bắt đầu được nhận ra. Những biến động của thị trường trong năm qua, cụ thể giai đoạn cuối năm đã tiếp tục diễn biến trong Q1/2016 vừa rồi. Trong Báo cáo chiến lược tháng Tư vừa qua, chúng tôi cũng có nhận định xu hướng thị trường trong nước và thế giới sẽ tiếp tục biến động mạnh. Do vậy, chúng tôi cho rằng đây là một chiến lược lựa chọn cổ phiếu để đầu tư khá hợp lý.

Chúng tôi đề xuất một danh sách các cổ phiếu cho chiến lược đầu tư này để nhà đầu tư xem xét lựa chọn. Bộ lọc này chỉ thuần dựa trên yếu tố định lượng và giao dịch **[Xem phụ lục]**. Trong danh sách này cũng có khá nhiều cổ phiếu đã được RongViet Research trình bày trong các báo cáo doanh nghiệp cũng như ước tính và đánh giá chi tiết trong Báo cáo thị trường chứng khoán năm 2016.

THAM KHẢO

1. Barberis, Nicholas and Ming Huan (2008), "Stocks as Lotteries"

2. Baker và Haugen (2012, "Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World"

3. Black, Jensen, và Scholes (1972), "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests"

4. Blitz, Falkenstein và Van Vliet (2013), "Explanations for the Volatility Effect: An Overview Based on the CAPM Assumptions"

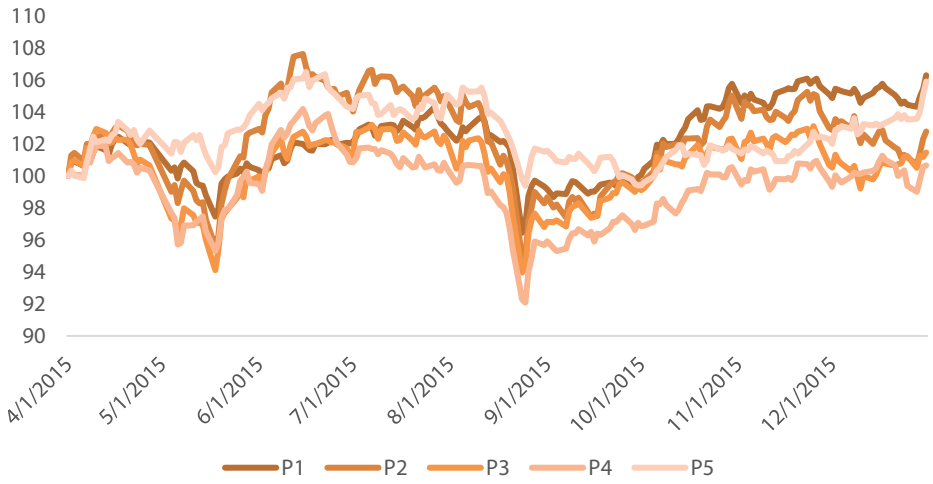
5. Ernesto Ramos và Jason C. Hans (2013), Finding opportunies through the low-volatility anomaly

6. Fischer Black (1972), "Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing"

7. Li-Lan Kuo và Feifei Li (2013), "An Investor's Low Volatility Strategy"

PHỤ LỤC

Hình 2: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2015



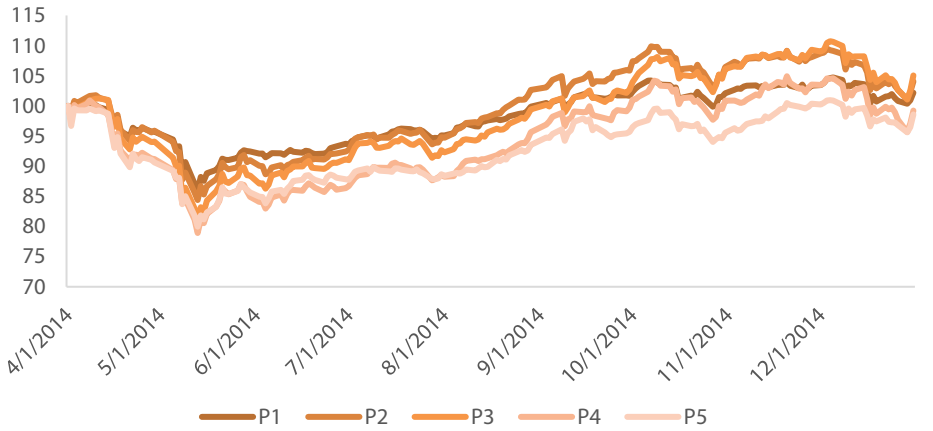
Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2015

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	12%	6,7%	8,6%	1,28
P2	16%	2,4%	12,0%	5,10
P3	20%	0,1%	11,5%	80,42
P4	26%	0,1%	10,0%	113,00
P5	47%	0,8%	7,5%	9,49

Nguồn: RongViet Research

Hình 3: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2014



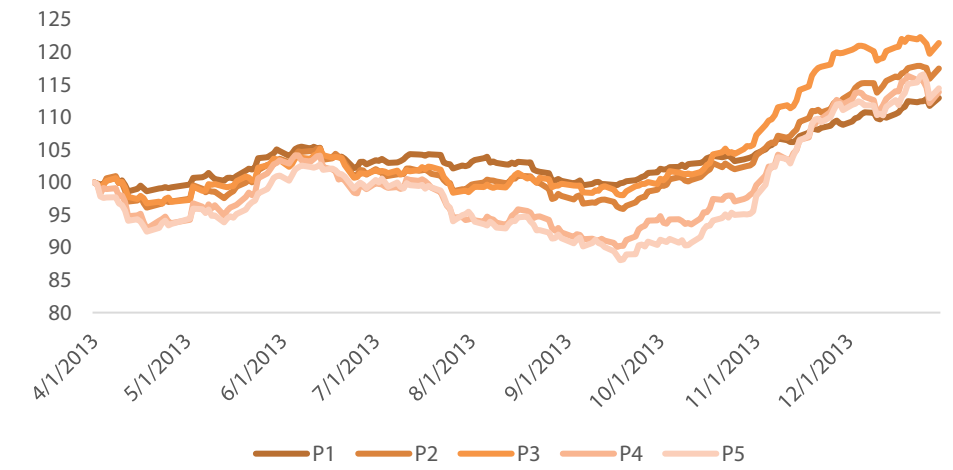
Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2014

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	18%	1,7%	12,9%	7,70
P2	22%	3,6%	16,7%	4,61
P3	26%	4,9%	18,2%	3,67
P4	31%	-3,4%	18,1%	-5,34
P5	48%	-5,4%	18,1%	-3,35

Nguồn: RongViet Research

Hình 4: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2013



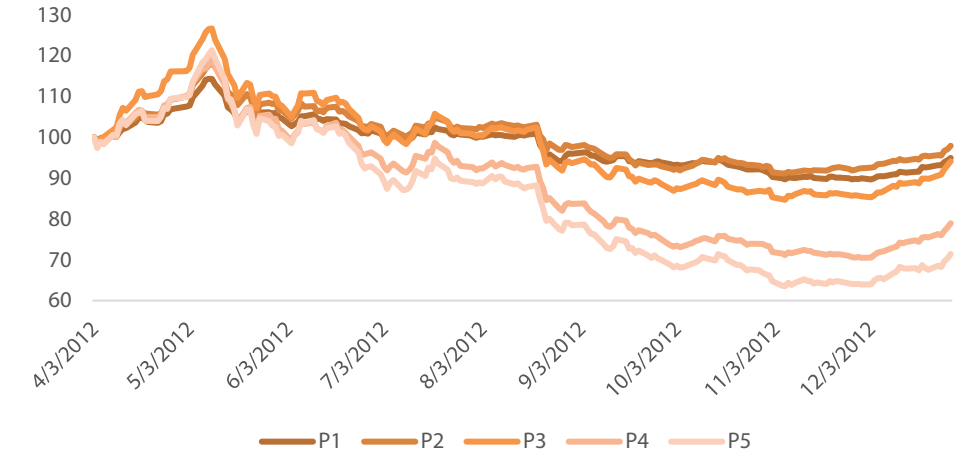
Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2013

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	18%	17,7%	6,8%	0,38
P2	22%	22,6%	9,4%	0,42
P3	25%	26,6%	9,6%	0,36
P4	30%	19,9%	12,6%	0,63
P5	52%	20,8%	12,5%	0,60

Nguồn: RongViet Research

Hình 5: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2012



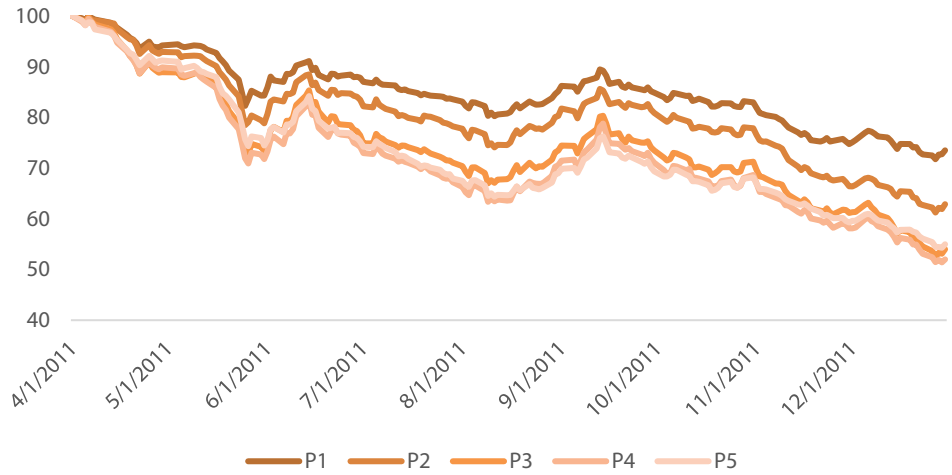
Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2012

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	19,1%	-5,9%	12,6%	-2,14
P2	22,3%	-0,7%	14,1%	-19,71
P3	25,0%	-3,9%	20,3%	-5,25
P4	28,5%	-26,9%	20,7%	-0,77
P5	37,5%	-38,4%	24,8%	-0,65

Nguồn: RongViet Research

Hình 6: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2011



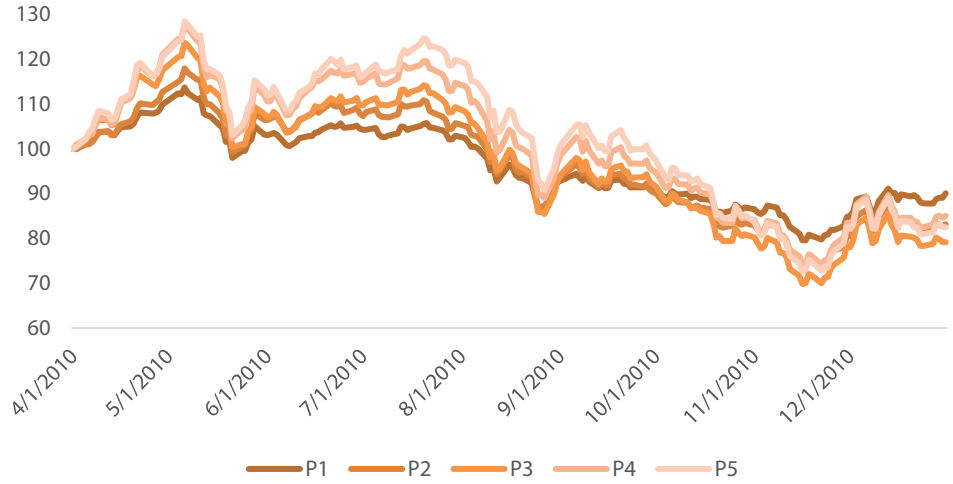
Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2011

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	16,7%	-40,1%	14,48%	-0,36
P2	19,5%	-60,0%	18,03%	-0,30
P3	22,0%	-79,0%	22,56%	-0,29
P4	25,6%	-83,8%	23,01%	-0,27
P5	37,0%	-77,5%	19,23%	-0,25

Nguồn: RongViet Research

Hình 7: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2010



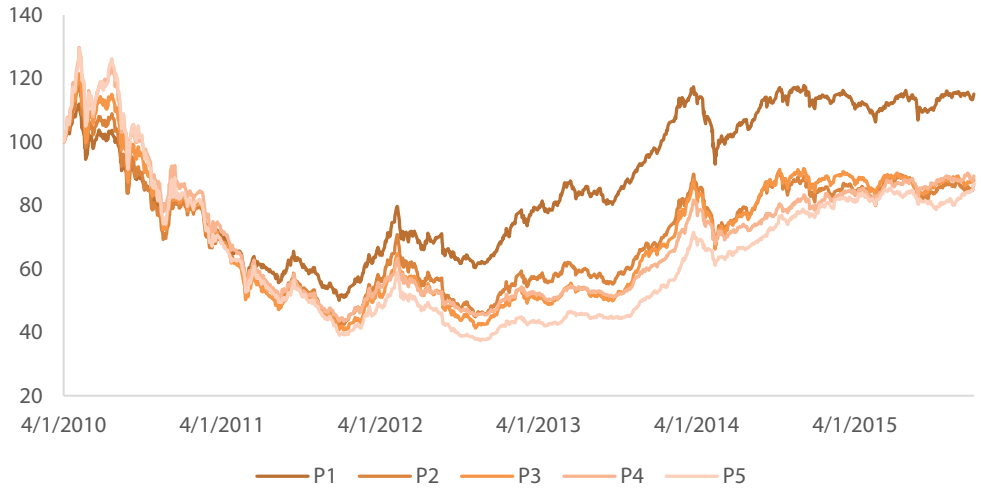
Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2010

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	18,4%	-10,0%	20,2%	-2,03
P2	21,2%	-19,5%	24,4%	-1,25
P3	24,9%	-25,1%	30,1%	-1,20
P4	28,1%	-15,7%	31,4%	-2,00
P5	36,5%	33,0%	33,0%	1,00

Nguồn: RongViet Research

Hình 8: Diễn biến các nhóm cổ phiếu 2010 – 2015



Nguồn: RongViet Research

Bảng: Lợi nhuận lũy kế của các nhóm cổ phiếu 2010

	Biến động	Lợi nhuận bình quân	Độ lệch chuẩn	Độ biến thiên
P1	11,6%	**4,1%**	17,6%	**4,25**
P2	15,2%	-0,3%	20,5%	-67,44
P3	19,0%	-0,1%	20,3%	-383,13
P4	25,3%	-0,3%	17,8%	-57,58
P5	47,0%	-0,9%	17,7%	-19,62

Nguồn: RongViet Research

Bảng: Danh mục cổ phiếu đầu tư theo "hiệu ứng biến động thấp"

STT	Mã	Độ biến động	KLGDKL trung bình 3 tháng	ROIC/WACC	Ngành (ICB cấp 2)
1	CDO	3,16%	1.357.645	2,88	Xây dựng và Vật liệu
2	DPM	8,54%	485.691	3,44	Hóa chất
3	FPT	8,83%	779.573	3,99	Công nghệ Thông tin
4	VSH	9,35%	186.142	1,60	Điện, nước & xăng dầu khí đốt
5	NAF	9,92%	178.883	3,17	Thực phẩm và đồ uống
6	GMD	10,02%	305.229	1,99	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
7	MBB	10,65%	2.800.505	3,95	Ngân hàng
8	ACB	10,87%	145.098	1,76	Ngân hàng
9	NLG	10,96%	164.568	1,37	Bất động sản
10	VNM	11,34%	1.302.292	8,26	Thực phẩm và đồ uống
11	HDC	11,53%	119.013	1,41	Bất động sản
12	REE	11,57%	533.459	1,57	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
13	PGD	11,68%	416.985	3,20	Điện, nước & xăng dầu khí đốt
14	PLC	11,94%	105.910	3,91	Hóa chất
15	DRC	12,65%	431.039	5,36	Ô tô và phụ tùng
16	MSN	13,24%	1.301.844	1,72	Thực phẩm và đồ uống
17	HT1	13,26%	124.113	2,40	Xây dựng và Vật liệu
18	LAS	13,26%	137.367	4,72	Hóa chất
19	VCB	13,60%	930.456	1,83	Ngân hàng
20	PET	13,75%	206.921	3,39	Bán lẻ
21	MWG	13,81%	131.336	4,40	Bán lẻ
22	NT2	14,01%	792.296	3,58	Điện, nước & xăng dầu khí đốt
23	CTG	14,05%	765.671	1,79	Ngân hàng
24	DHC	14,16%	134.053	4,92	Tài nguyên Cơ bản
25	DBC	14,41%	233.558	3,60	Thực phẩm và đồ uống
26	SSI	14,42%	2.644.578	1,82	Dịch vụ tài chính
27	HUT	14,86%	648.573	1,09	Xây dựng và Vật liệu
28	BMP	14,89%	123.626	6,91	Xây dựng và Vật liệu
29	CVT	15,04%	187.564	3,08	Xây dựng và Vật liệu
30	BVS	15,04%	143.648	1,46	Dịch vụ tài chính
31	VTO	15,05%	141.361	2,03	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
32	SHB	15,08%	4.458.368	2,37	Ngân hàng
33	HTI	15,17%	153.280	1,87	Xây dựng và Vật liệu
34	HPG	15,32%	1.865.727	3,88	Tài nguyên Cơ bản
35	PVI	15,34%	410.609	1,54	Bảo hiểm
36	CSM	15,45%	421.359	3,12	Ô tô và phụ tùng
37	NTL	15,49%	391.792	2,46	Bất động sản
38	DXG	15,51%	1.019.950	3,28	Bất động sản
39	FCN	15,52%	309.615	2,41	Xây dựng và Vật liệu
40	HAH	15,89%	178.329	5,76	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
41	CEO	15,93%	285.592	2,14	Bất động sản
42	EIB	16,65%	848.584	1,66	Ngân hàng
43	PAN	16,67%	277.320	1,43	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
44	BVH	16,83%	498.098	2,31	Bảo hiểm
45	BCC	17,13%	206.136	2,38	Xây dựng và Vật liệu
46	SHS	17,39%	454.908	1,79	Dịch vụ tài chính

47	**ELC**	**17,44%**	**407.151**	**2,05**	**Công nghệ Thông tin**
48	MAC	17,48%	215.474	1,13	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
49	VIP	17,51%	189.911	1,78	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
50	PPC	17,60%	606.073	1,45	Điện, nước & xăng dầu khí đốt
51	STB	17,62%	787.925	2,71	Ngân hàng
52	VCG	17,83%	686.778	1,45	Xây dựng và Vật liệu
53	VSC	17,84%	162.787	3,63	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
54	HBC	17,85%	574.940	2,97	Xây dựng và Vật liệu
55	KSB	17,85%	602.960	6,89	Tài nguyên Cơ bản
56	VNE	17,88%	582.597	1,25	Xây dựng và Vật liệu
57	VNS	17,94%	207.149	2,39	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
58	NDN	17,97%	379.297	2,73	Bất động sản
59	TCM	18,05%	603.517	3,54	Hàng cá nhân & Gia dụng
60	VAT	18,06%	114.321	4,69	Công nghệ Thông tin
61	TNG	18,52%	235.235	5,82	Hàng cá nhân & Gia dụng
62	BII	18,65%	554.381	1,17	Bất động sản
63	HSG	18,68%	1.000.800	6,52	Tài nguyên Cơ bản
64	IDI	18,75%	711.241	2,13	Thực phẩm và đồ uống
65	CTI	18,79%	348.241	2,41	Xây dựng và Vật liệu
66	ITD	18,87%	138.244	1,75	Công nghệ Thông tin
67	GTN	18,90%	777.646	1,78	Xây dựng và Vật liệu
68	BHS	18,97%	2.861.515	1,87	Thực phẩm và đồ uống
69	VND	19,38%	888.591	1,55	Dịch vụ tài chính
70	CAV	19,83%	137.429	14,21	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp

Nguồn: RongViet Research, Bloomberg, Fiinpro

**Chú thích bộ lọc: (1) mức biến động =< 26%, (2) KLGD bình quân 3 tháng > 100.000 cổ phiếu/phiên, (3) ROIC/WACC > 1.*

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2016.

RONGVIET SECURITIES

CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4-5, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax : (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008