

## CÁC PHƯƠNG PHÁP QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ VỐN VÀO CÁC DOANH NGHIỆP KHÁC VÀ KHUYẾN NGHỊ ÁP DỤNG ĐỐI VỚI TẬP ĐOÀN DẦU KHÍ VIỆT NAM

**Phan Thị Mỹ Hạnh**

Viện Dầu khí Việt Nam

Email: hanhptm@vpi.pvn.vn

<https://doi.org/10.47800/PVJ.2021.05-05>

### Tóm tắt

Quản lý danh mục đầu tư có vai trò quan trọng để đảm bảo duy trì và phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong dài hạn. Bài báo giới thiệu tổng quan về phương pháp quản lý danh mục đầu tư được các tập đoàn kinh tế trên thế giới áp dụng, bao gồm các logic định hướng cho quyết định đầu tư và các công cụ sử dụng để phân tích danh mục đầu tư; từ đó đưa ra khuyến nghị áp dụng cho công tác quản lý danh mục đầu tư của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN).

**Từ khóa:** Quản lý danh mục đầu tư, ma trận McKinsey, ma trận Ashridge.

### 1. Giới thiệu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) hoạt động theo mô hình công ty mẹ - con với số lượng lớn các đơn vị thành viên, tổ chức hoạt động kinh doanh theo chuỗi giá trị dầu khí tương đối hoàn chỉnh, từ khâu tìm kiếm thăm dò khai thác dầu khí đến phát triển công nghiệp khí - điện - chế biến và dịch vụ dầu khí.

Quản lý danh mục đầu tư là trách nhiệm của PVN được quy định tại Điều 68 của Nghị định số 07/2018/NĐ-CP ngày 10/1/2018 [1]. Tuy nhiên đến nay, việc triển khai thực hiện Nghị định này tại PVN vẫn đang ở giai đoạn đầu. Trong thời gian tới, PVN chủ trương sẽ tổ chức công tác quản trị danh mục đầu tư đồng bộ, có hệ thống từ Công ty mẹ xuống các đơn vị thành viên.

Việc xác định các đơn vị/mảng kinh doanh tốt, có tiềm năng để đầu tư và các đơn vị/mảng kinh doanh đang và sẽ gặp khó khăn trong tương lai để hạn chế đầu tư hay thoái vốn cần có công cụ hỗ trợ phân tích, đánh giá danh mục đầu tư, là cơ sở khoa học cho các quyết định mang tính chất chiến lược. Do đó, việc tham khảo các phương pháp quản lý danh mục đầu tư trên thế giới là cần thiết để PVN lựa chọn, áp dụng phương pháp phù hợp nhất.

### 2. Phương pháp quản lý danh mục đầu tư

#### 2.1. Các logic định hướng quản lý danh mục đầu tư

Trong quản lý danh mục đầu tư, các nhà quản lý thường xuyên phải đối mặt với các quyết định nên hay không nên đầu tư vào đơn vị/linh vực kinh doanh? Có 3 logic định hướng cho những quyết định này [1]:

- Logic kinh doanh liên quan đến vị thế cạnh tranh của từng đơn vị kinh doanh và lĩnh vực hoặc thị trường/ngành, nghề mà đơn vị kinh doanh đó đang hoạt động. Hoạt động của đơn vị đó có lợi thế cạnh tranh và thị trường/ngành, nghề kinh doanh đó có hấp dẫn hay không?

- Logic giá trị gia tăng liên quan đến năng lực của nhà quản lý trong việc tạo ra giá trị gia tăng cho đơn vị kinh doanh. Nhà quản lý bằng năng lực của mình (về quản trị kinh doanh, quản lý tài chính...) có thể mua một doanh nghiệp hoạt động dưới tiềm năng mà cảm thấy có thể giúp cải thiện làm cho tốt lên; hoặc có thể tạo ra giá trị cộng hưởng từ sự kết hợp giữa hoạt động của doanh nghiệp mới với những doanh nghiệp sẵn có trong mạng lưới kinh doanh.

- Logic thị trường vốn liên quan đến việc tìm mua những doanh nghiệp giá rẻ và bán đi khi thị trường định giá quá cao. Thị trường vốn không phải lúc nào cũng định giá các doanh nghiệp sát với giá trị thực, tạo ra cơ hội kinh



Ngày nhận bài: 4/3/2021. Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 4 - 20/3/2021.

Ngày bài báo được duyệt đăng: 25/5/2021.

doanh chênh lệch giá. Do đó, cần có chiến lược mua và bán doanh nghiệp linh hoạt nhằm tận dụng được lợi thế về thời điểm/cơ hội.

Ba logic này đều quan trọng trong việc tạo cơ sở cho việc xem xét, ra quyết định nhằm tối ưu hóa danh mục đầu tư và cần được sử dụng kết hợp, đặc biệt là logic kinh doanh và logic giá trị gia tăng, để đảm bảo phân tích trên nhiều khía cạnh. Một doanh nghiệp tốt cho tỷ suất sinh lời cao, tạo dòng tiền mạnh hơn, có nhiều cơ hội cho tăng trưởng và có khả năng chịu đựng tốt hơn khi thị trường suy thoái (logic kinh doanh). Tuy nhiên, việc sở hữu danh mục đầu tư tốt đòi hỏi nhiều hơn so với việc sở hữu doanh nghiệp tốt. Các doanh nghiệp chỉ nên đầu tư vào những nơi có thể giúp phát huy tối đa tiềm năng bằng việc dựa vào chính thể mạnh của doanh nghiệp mình và/hoặc có được sức mạnh từ việc hợp lực với các đơn vị kinh doanh khác trong cùng tổ hợp doanh nghiệp (logic giá trị gia tăng) [1].

Trong 3 logic này, logic thị trường vốn ít được các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh sử dụng hơn do các đơn vị kinh doanh thường có sự ràng buộc với nhau về mặt chiến lược và hoạt động mua/bán doanh nghiệp không thường xuyên như các định chế tài chính (ngân hàng đầu tư, quỹ đầu tư...). Ngoài ra, việc định giá các doanh nghiệp này phức tạp và thường không có chuyên gia tài chính để thực hiện công việc này [1].

**2.2. Các công cụ sử dụng cho phân tích danh mục đầu tư**

Để giúp các nhà quản lý có cơ sở cho việc ra quyết định về quản lý danh mục đầu tư, các nhà nghiên cứu và tư vấn đã thiết

Sức hấp dẫn của thị trường	Cao	Đầu tư có chọn lọc dựa trên những thể mạnh	Đầu tư có chọn lọc và tạo dựng	Đầu tư tối đa để thúc đẩy tăng trưởng	
		Duy trì và tìm cơ hội để bán	Đầu tư có chọn lọc để tạo nguồn thu nhập	Đầu tư có chọn lọc cho tăng trưởng	
	Thấp	Thoái vốn	Chỉ tài trợ tối thiểu hoặc thoái vốn	Phòng thủ để duy trì thể mạnh, đảm bảo nguồn thu nhập	
		Thấp	Năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp		Cao

Hình 1. Ma trận McKinsey.

kế các công cụ phục vụ đánh giá, phân tích danh mục đầu tư theo 3 logic trên.

a. Ma trận McKinsey: Tim doanh nghiệp tốt để đầu tư theo logic kinh doanh

Ma trận McKinsey đánh giá doanh nghiệp trên cơ sở xem xét, phân tích 2 khía cạnh là năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp và mức độ hấp dẫn của thị trường/ngành, nghề kinh doanh của doanh nghiệp đó.

Mức độ hấp dẫn của ngành cho biết mức độ khó khăn (hay dễ dàng) đối với một doanh nghiệp trong việc cạnh tranh trên thị trường và khả năng kiếm lợi nhuận khi kinh doanh trên thị trường đó.

Mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp cho thấy khả năng cạnh tranh so với đối thủ.

Để đánh giá đầy đủ 2 khía cạnh này cần xem xét nhiều yếu tố. Đánh giá sức hấp dẫn ngành sẽ dựa trên một số yếu tố chủ yếu như quy mô tốc độ tăng trưởng của thị trường, lợi nhuận của ngành, cường độ cạnh tranh... Năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp được đánh giá căn cứ vào những yếu tố chủ yếu như: thị phần, tốc độ tăng trưởng thị phần, tỷ suất lợi nhuận, mạng lưới kinh doanh... Dựa trên kết quả đánh giá, các doanh nghiệp sẽ được phân loại, xếp thứ tự ưu tiên đầu tư và có chính sách phù hợp đối với từng trường hợp [2].

b. Ma trận Ashridge: Làm cho doanh nghiệp tốt hơn theo logic giá trị gia tăng

Đánh giá mức độ hấp dẫn của doanh nghiệp là chưa đủ để đi đến quyết định sở hữu doanh nghiệp đó. Một doanh nghiệp có thể rất tốt không có nghĩa là có thể dễ dàng quản lý doanh nghiệp này. Một nhà quản lý có kinh nghiệm quản lý vẫn có thể gặp khó khăn khi quản lý doanh nghiệp thuộc lĩnh vực kinh doanh mới. Nhiều vấn đề khó khăn nảy sinh khi doanh nghiệp sở hữu danh mục các công ty với các đặc điểm chiến lược, nhiệm vụ khác nhau. Cùng một hệ thống và phương pháp quản lý áp dụng cho tất cả các doanh nghiệp có thể giúp doanh nghiệp tốt lên nhưng cũng có thể làm cho doanh nghiệp khác kém hiệu quả [1, 3].

Ngược lại với cách tiếp cận của ma trận McKinsey, ma trận Ashridge coi sự phù hợp về mặt chiến lược là tiêu chí quan trọng để đưa các doanh nghiệp vào danh mục đầu tư. Ma trận này không trả lời câu hỏi liệu doanh nghiệp được xem xét có đem lại giá trị gì

hay không, mà ngược lại, liệu công ty mẹ có thể giúp doanh nghiệp này phát huy tiềm năng hay không? Nói cách khác, công ty mẹ có giúp tạo ra được giá trị gia tăng cho doanh nghiệp hay không? Một doanh nghiệp có thể hấp dẫn theo kết quả phân tích của ma trận McKinsey, nhưng nếu công ty mẹ không thể làm cho doanh nghiệp đó tốt hơn lên hay tạo giá trị gia tăng, thì nên thận trọng trong việc mua hoặc giữ lại doanh nghiệp đó trong danh mục. Ngược lại, một doanh nghiệp có thể đang hoạt động dưới tiềm năng, nhưng nếu công ty mẹ am hiểu về hoạt động của doanh nghiệp đó và có cơ hội tạo điều kiện cho doanh nghiệp hoạt động tốt lên thì vẫn nên mua hoặc giữ lại trong danh mục [1, 3]. Ma trận Ashridge phân tích danh mục đầu tư theo 2 khía cạnh:

- Khả năng tạo giá trị gia tăng (Ability to add value): Xem xét mức độ phù hợp giữa các yếu tố thành công quan trọng (critical success factors - CSF) cần có đối với một doanh nghiệp/đơn vị kinh doanh với các kỹ năng và nguồn lực mà công ty mẹ có thể mang lại cho doanh nghiệp đó.

- Cơ hội tạo giá trị gia tăng (Opportunity to add value): Xem xét sự phù hợp giữa các cơ hội nuôi dưỡng doanh nghiệp với các kỹ năng và nguồn lực của công ty mẹ. Công ty mẹ có thể có nhiều kỹ năng và nguồn lực, nhưng chỉ những kỹ năng và nguồn lực cần thiết cho sự tăng trưởng, phát triển của doanh nghiệp mới giúp tạo giá trị gia tăng.

Sự kết hợp giữa khả năng tạo giá trị gia tăng và cơ hội tạo giá trị gia tăng cho kết quả phân loại như sau [1, 3]:

Vùng trung tâm (Heartland) là doanh nghiệp mà công ty mẹ hiểu rất rõ và có thể tiếp tục giúp gia tăng giá trị. Những doanh nghiệp này phải là cốt lõi của chiến lược tương lai.

Vùng ven (Edge of Heartland) là doanh nghiệp mà công ty mẹ có thể giúp tạo ra giá trị ở một số lĩnh vực nhưng lại phá hủy giá trị ở lĩnh vực khác mà sự đóng góp chưa rõ ràng. Tuy nhiên, nếu công ty mẹ nỗ lực trong việc tạo ra giá trị gia tăng và tránh/hạn chế những

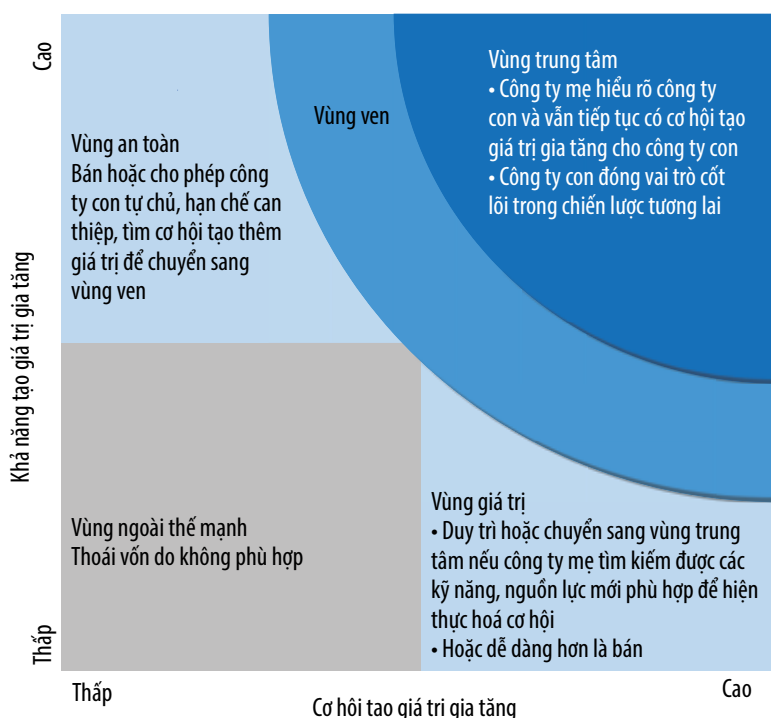
hoạt động phá hủy giá trị thì doanh nghiệp này có thể sẽ trở thành một phần của vùng trung tâm.

Vùng an toàn (ballast) là những trường hợp mà công ty mẹ hiểu rõ về doanh nghiệp nhưng có ít cơ hội giúp đỡ. Điều này có thể giải thích do công ty mẹ đã sở hữu doanh nghiệp trong nhiều năm và doanh nghiệp này đã hoạt động ổn định vì vậy ít có nhu cầu hỗ trợ. Các doanh nghiệp loại này cũng có thể là lực cản bởi vì tiêu tốn thời gian quản lý của công ty mẹ mà không giúp mang lại giá trị gia tăng. Các doanh nghiệp loại này sẽ hoạt động tốt hơn nếu được tăng quyền tự chủ hoặc có thể bán nếu có mức giá tốt để tập trung nguồn lực đầu tư mạnh cho vùng trung tâm và đưa các doanh nghiệp vùng ven vào vùng trung tâm.

Vùng ngoài thế mạnh (alien) là doanh nghiệp hoàn toàn không phù hợp với công ty mẹ và cần thoái vốn càng sớm càng tốt.

Bẫy giá trị (value trap): Đây là doanh nghiệp nằm ngoài ngành, nghề kinh doanh của công ty mẹ, tuy nhiên vẫn có cơ hội cho công ty mẹ gia tăng giá trị cho doanh nghiệp này. Các doanh nghiệp này có vẻ hấp dẫn bởi vì có các cơ hội để gia tăng giá trị. Tuy nhiên, trên thực tế do không phù hợp với chiến lược nên khả năng cao doanh nghiệp bị hủy hoại giá trị. Các nhà quản lý của công ty mẹ thường mắc sai lầm lớn nhất với các doanh nghiệp này.

Ma trận Ashridge được sử dụng kết hợp với ma trận McKinsey để đánh giá doanh nghiệp trên 2 góc độ: sức hấp dẫn (logic kinh doanh) và sự phù hợp, gắn kết về mặt chiến lược (logic giá trị gia tăng). Các doanh nghiệp có thể sử dụng ma trận McKinsey để đánh giá danh mục đầu tư trước, sau đó sử dụng tiếp ma trận Ashridge hoặc ngược lại [1].



Hình 2. Ma trận Ashridge.

c. Ma trận giá trị hợp lý Fair Value: Mua và bán được giá tốt theo logic thị trường vốn

Ma trận Fair Value (ma trận giá trị hợp lý) được sử dụng để xem xét thời điểm mua hoặc bán doanh nghiệp. Tại từng thời điểm nhất định, doanh nghiệp có thể bị thị trường định giá thấp hơn hoặc cao hơn so với giá trị thực tế của doanh nghiệp đó khi có sự chênh lệch lớn giữa cung và cầu. Nếu giá trị thị trường cao hơn đáng kể giá trị hiện tại thuần của doanh nghiệp (net present value - NPV), không nên mua và cân nhắc việc bán. Ngược lại, nếu giá trị thị trường thấp hơn đáng kể NPV của doanh nghiệp, nên cân nhắc mua và không nên bán [1].

Không giống như các ma trận trên, ít nhà nghiên cứu hoặc tư vấn coi ma trận giá trị hợp lý là cách tiếp cận phù hợp đối với chiến lược đầu tư của một doanh nghiệp sản xuất kinh doanh mà cho là nó phù hợp hơn đối với tính chất hoạt động của các tổ chức tài chính, nơi thường xuyên thực hiện hoạt động mua và bán doanh nghiệp [1]. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có thể sử dụng mô hình này trong việc lựa chọn thời điểm để mua những doanh nghiệp phù hợp với chiến lược và có thể khai thác giá trị gia tăng hoặc bán những doanh nghiệp không cần nắm giữ.

**3. Khuyến nghị đối với công tác quản lý danh mục đầu tư của PVN**

PVN đã ban hành quy định về quản trị danh mục đầu tư và đây là một bước tiến mới trong công tác quản lý đầu tư của PVN. Tại quy định này, đối với việc quản lý danh mục đầu tư vào

doanh nghiệp khác, PVN đã đưa ra được các tiêu chí đánh giá doanh nghiệp theo logic kinh doanh (chủ yếu tập trung vào xem xét khía cạnh tài chính với một số chỉ tiêu tài chính cơ bản). Các tiêu chí đánh giá theo logic giá trị gia tăng và logic thị trường vốn chưa được đề cập đến.

Để đảm bảo phân tích, đánh giá danh mục đầu tư của PVN đầy đủ, toàn diện cần bổ sung các tiêu chí đánh giá trên đây đủ các khía cạnh theo 3 logic: kinh doanh, giá trị gia tăng và thị trường vốn.

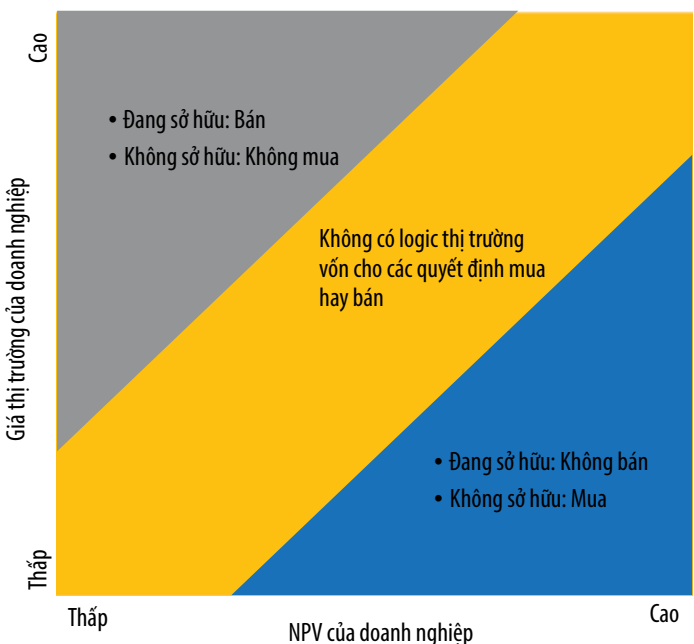
Đối với việc đánh giá sức hấp dẫn của doanh nghiệp (logic kinh doanh), ngoài các tiêu chí tài chính cơ bản, cần bổ sung các yếu tố khác để có phân tích đầy đủ hơn về năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp và triển vọng ngành nghề kinh doanh.

Nếu chỉ phân tích danh mục đầu tư trên khía cạnh logic kinh doanh thì chưa đầy đủ, toàn diện bởi vì các lĩnh vực kinh doanh của PVN có sự gắn kết về mặt chiến lược, có tác động tương hỗ và quan hệ ràng buộc lẫn nhau. Do đó, để việc phân tích được toàn diện hơn, cần bổ sung thêm các tiêu chí đánh giá về khả năng tạo ra giá trị gia tăng, cụ thể là liệu PVN có thể sử dụng thế mạnh của chính mình (kỹ năng, nguồn lực) để giúp phát triển doanh nghiệp? Hoặc bằng việc kiến tạo ra những mối liên kết giữa các doanh nghiệp trong Tập đoàn để tạo ra lợi ích cộng hưởng (logic giá trị gia tăng)?

Ngoài ra, trong quá trình hoạt động sẽ có thời điểm PVN cần mua hoặc bán doanh nghiệp, tuy không thường xuyên, do đó nên bổ sung thêm các tiêu chí đánh giá theo logic thị trường vốn để tạo cơ sở cho việc thực hiện.

PVN có thể nghiên cứu, sử dụng kết hợp các công cụ phân tích danh mục đầu tư trên. Áp dụng ma trận McKinsey để đánh giá sức hấp dẫn của doanh nghiệp (logic kinh doanh) và ma trận Ashridge để đánh giá khả năng tạo giá trị gia tăng (logic giá trị gia tăng). Ngoài ra, PVN có thể sử dụng ma trận giá trị hợp lý trong trường hợp lựa chọn thời điểm mua/bán doanh nghiệp (logic thị trường vốn).

Đây là những mô hình phân tích phức tạp, đòi hỏi kinh nghiệm của chuyên gia tài chính, chuyên gia ngành và hệ thống thông tin dữ liệu về ngành nghề kinh doanh để tạo cơ sở cho việc xây dựng bộ tiêu chí đánh giá phù hợp với đặc thù của từng ngành nghề. Vai trò của PVN trong việc tổ chức công tác quản lý



Hình 3. Ma trận giá trị hợp lý

danh mục đầu tư và sự phối hợp của các đơn vị là yếu tố vô cùng quan trọng, mang tính chất quyết định để đảm bảo thực hiện quản lý danh mục đầu tư có hệ thống và hiệu quả trong toàn Tập đoàn. Các chuyên gia ngành, chuyên gia tài chính cần được huy động vào việc xây dựng các công cụ và các tiêu chí cho quản lý danh mục đầu tư. Số liệu và dữ liệu của các nhóm ngành kinh doanh chính của PVN cần được thu thập, tổng hợp và cập nhật thường xuyên, liên tục để tạo cơ sở cho việc xây dựng và điều chỉnh các tiêu chí đánh giá khi cần.

#### 4. Kết luận

Ba logic kinh doanh đề cập đến trong bài báo này có giá trị hướng dẫn các nhà quản lý trong việc xem xét, phân tích danh mục đầu tư và quyết định nên mở rộng hay thu hẹp hoạt động, nên mua hay bán doanh nghiệp nào trong danh mục và nếu mua hay bán thì nên thực hiện vào thời điểm nào, trong khoảng giá nào. Tương ứng với các logic này có các công cụ hỗ trợ phân tích là ma trận McKinsey, ma trận Ashridge và ma trận giá trị hợp lý. Sử dụng kết hợp các công cụ để phân tích danh mục đầu tư của doanh nghiệp sẽ giúp các nhà quản lý xem xét, đánh giá trên nhiều khía cạnh và tạo cơ sở khoa học cho các quyết định lựa chọn chiến lược đầu tư.

Trong môi trường kinh doanh đầy biến động, các doanh nghiệp thường xuyên phải đối mặt với những thay đổi nhanh chóng và khó lường, vì vậy, công tác quản lý danh mục đầu tư đòi hỏi thực hiện theo cách bài bản, chuyên nghiệp hơn. PVN có thể tham khảo áp dụng các logic kinh doanh cho công tác quản trị danh mục đầu tư trong toàn Tập đoàn.

#### Tài liệu tham khảo

[1] Andrew Campbell, Jo Whitehead, Michael Goold, and Marcus Alexander, *Strategy for the corporate level: Where to invest, what to cut back and how to grow organisations with multiple divisions*, USA, Jossey-Bass, 2014.

[2] BPP Learning Media, "ACCA approved study text, Paper P3 business analysis", UK, Ricoh UK Limited, 2015.

[3] Andrew Campbell, Michael Goold, and Marcus Alexander, "Corporate strategy: The quest for parenting advantage", 1995. [Online]. Available: <https://hbr.org/1995/03/corporate-strategy-the-quest-for-parenting-advantage>. [15/1/2021].

## CORPORATE PORTFOLIO MANAGEMENT APPROACHES AND RECOMMENDATIONS FOR VIETNAM OIL AND GAS GROUP

**Phan Thi My Hanh**

Vietnam Petroleum Institute

Email: hanhptm@vpi.pvn.vn

#### Summary

Corporate portfolio management plays an important role in ensuring the maintenance and development of production and business operations in the long term. The article gives an overview of corporate portfolio management approaches, including the logics that drive corporate strategic investment decisions and the tools to analyse the corporate portfolio commonly used by corporations around the world; from which recommendations are made for Petrovietnam's corporate portfolio management.

**Key words:** Corporate portfolio management, McKinsey matrix, Ashridge matrix.