

# Kỹ thuật quản lý quỹ Kinh nghiệm và ứng dụng vào thực

## Chỉ số chứng khoán và Quỹ đầu tư chỉ số (QĐTCS):

Một chỉ số là một tập hợp danh mục cổ phiếu, trái phiếu hoặc khoản đầu tư khác được chọn lọc để đại diện một danh mục thị trường.

QĐTCS là một cách đa dạng hóa rủi ro trong đầu tư tài chính bằng cách đầu tư vào nhiều chứng khoán khác nhau để loại trừ rủi ro cá biệt. Khi đó, rủi ro và mức sinh lợi của quỹ đầu tư chỉ số sẽ tương đương với mức sinh lợi và rủi ro của danh mục toàn thị trường theo tiêu chuẩn mà chỉ số chứng khoán đưa ra. Harry Markowitz giải thích tại sao đa da-

ng hóa làm giảm rủi ro và nâng cao mức sinh lợi bằng toán học trong “Portfolio Selection: efficient diversification of investment” (danh mục đầu tư: đa dạng hóa đầu tư hiệu quả) - Lý thuyết đầu tư hiện đại (Modern Portfolio Theory) đạt giải Nobel kinh tế năm 1990.

### Các tiêu chuẩn kỹ thuật đối với quỹ đầu tư chỉ số:

#### Tính thích hợp và khả năng hiện thực hóa:

Để QĐTCS hiện thực hóa những cơ hội đầu tư với mức sinh lợi tương đương với một tiêu chuẩn chỉ số thì thông tin về thành phần của chỉ số và mức sinh lợi quá khứ phải có sẵn.

trực tiếp, do các doanh nghiệp có tính dẫn dắt thị trường này không bị ảnh hưởng. BVSC cho rằng, việc tăng giá xăng dầu không tác động quá lớn đến chỉ số VN-Index và HASTC-Index. Dợt sụt giảm sẽ có dấu hiệu dừng lại, theo BVSC, khi tình hình tâm lý được cải thiện cùng với các thông tin hỗ trợ như tháng 7, chỉ số giá tiêu dùng tăng thấp, thâm hụt thương mại ở mức tương đối thấp và nếu việc giảm lãi suất cho vay của các ngân hàng lớn gây sức ép các ngân hàng nhỏ buộc phải giảm lãi suất trong giai đoạn tới... Ths. Đinh Thế Hiển cũng cho rằng nếu theo đầu tư giá trị, chúng ta chỉ có thể thu lợi cao sau năm 2009. Ông đưa ra dự đoán VN-Index cuối năm 2008 chỉ ở mức 500-550 điểm. Nếu thị trường xuống dưới 450 điểm thì đó là cơ hội cho đầu tư giá trị. Nhà đầu tư nên chọn cổ phiếu thỏa mãn được 3 tiêu chuẩn gồm P/E theo EPS 2008 dưới 12, thị giá/giá trị sổ sách nhỏ hơn 2; doanh thu và lợi nhuận không tính phần đầu tư tài chính thấp hơn 10% so với năm 2007 và có cơ hội đầu tư phát triển mạnh. Riêng các nhà đầu tư ngắn hạn theo dạng “lướt sóng” thì chưa thể sử dụng phương pháp phân tích kỹ thuật trong giai đoạn này mà phải phân tích xu thế tâm lý kết hợp thông tin vĩ mô về lãi suất, lạm phát, đầu tư nước ngoài...

### Hãy chỉ mua cái gì mà bạn hiểu rõ

“Nhà đầu tư hiện nay phải có chính sách linh hoạt. Đó là đầu tư lướt sóng để thu lợi trong ngắn hạn nhưng khi thị trường xuống sâu thì nghiên cứu tiếp tục mua vào và chuyển thành đầu tư giá trị để

thu lợi trong dài hạn. Thế nhưng, khi tính toán đầu tư theo giá trị dài hạn nhưng thị trường đi lên thì nghiên cứu bán ra để thu lợi”-Ths Đinh Thế Hiển nói. Sự khác biệt ở việc chọn kênh đầu tư lúc này chính là nhà đầu tư sẽ biết chấp nhận mất vốn nhưng khả năng sinh lời sẽ cao hơn nguồn vốn bị mất đó. Còn những người không có khả năng chịu đựng rủi ro cao thì sẽ tính đến các kênh đầu tư với mức bảo toàn vốn cao nhất. Tại một hội thảo đầu tư tại Tp.HCM vừa qua, ông Spencer White, trưởng bộ phận đầu tư chiến lược của Công ty Chứng khoán Thiên Việt đã đưa ra một lời khuyên chung cho các nhà đầu tư: “Hãy chỉ mua cái gì mà bạn hiểu rõ”. Thị trường chứng khoán thường có xu hướng hồi phục trước khi nền kinh tế được cải thiện. Tuy nhiên, theo ông White, nền kinh tế còn nhiều khó khăn trong vòng 18 tháng tới, với việc lạm phát tiếp tục cao, thâm hụt mậu dịch lớn và hệ thống ngân hàng đang đối mặt với nhiều rủi ro. Trong khi lạm phát là thách thức chung của cả thế giới thì sự non yếu của hệ thống ngân hàng là vấn đề nội địa lớn nhất của Việt Nam hiện nay. Những điều kiện này khiến cho VN-Index khó có thể duy trì được chỉ số hiện nay. Vì vậy, theo ông White, nhà đầu tư khi lập kế hoạch tài chính phải nhìn theo hướng đó và tính đến những tình huống xấu nhất. Mọi dự đoán hay phân tích đều chỉ là một cơ sở cho nhà đầu tư có thêm thông tin cần thiết. Các quyết định đầu tư đều phải do mình quyết định và điều đó gắn bó mật thiết với sự quyết đoán, sự chấp nhận rủi ro như thế nào?

# đầu tư chỉ số thế giới tế Việt Nam

Th.S DƯƠNG HÙNG SƠN

## Tính ổn định:

Chỉ số không thay đổi thành phần quá thường xuyên và mọi thay đổi đều được thông tin kịp thời, chính xác, dựa trên nguyên tắc định trước. Tuy nhiên, thành phần của chỉ số thỉnh thoảng cũng thay đổi để đảm bảo phản ánh chính xác cấu trúc của thị trường. Tính ổn định này giúp quỹ đầu tư chỉ số giảm chi phí giao dịch, gia tăng hiệu quả đầu tư.

## Chi phí:

Chi phí liên quan như thuế hoãn lại, lưu trữ sổ sách, giao dịch phải thấp để mang lại hiệu quả cao trong đầu tư.

## Năng lực tài chính của công ty có mặt trong chỉ số:

Năng lực tài chính đánh giá vào mức lợi nhuận, các hệ số tài chính với báo cáo tài chính được trình bày đúng chuẩn mực kế toán.

## Kỹ thuật bổ sung, sửa đổi, điều chỉnh danh mục đầu tư của quỹ:

Kỹ thuật điều chỉnh định kỳ: Hàng tháng, hàng quý, nửa năm hoặc hàng năm các quỹ có sự điều chỉnh cho sự thay đổi của quỹ chỉ số.

Kỹ thuật điều chỉnh bất thường: Các cổ phiếu không còn giao dịch, công ty mới niêm yết, công ty mới phát hành ra công chúng lần đầu được đưa vào hay đưa ra khỏi chỉ số.

Kỹ thuật vùng đệm: kỹ thuật này làm giảm tổng giá trị giao dịch và dẫn đến giảm thiệt hại do giao dịch liên tục gây ra. Đôi khi có một vài cổ phiếu trong thời điểm nào đó không thỏa điều kiện mà quỹ đầu tư chỉ số đưa ra (chẳng hạn do giá cả

chứng khoán dao động bất thường) nhưng QĐTCS tạm thời chưa loại nó ra khỏi danh mục đầu tư của quỹ vì chỉ sau khoảng thời gian ngắn, cổ phiếu này lại đáp ứng những tiêu chuẩn của quỹ chỉ số.

## Kinh nghiệm thực tế của việc quản lý chỉ số S&P:

S&P là tiêu chuẩn mà đa số QĐTCS lựa chọn. Tính đến cuối năm 2006, trong số 1.200 tỉ USD của 550 QĐTCS (chiếm 25% tổng giá trị các quỹ tương hỗ trên thị trường Hoa Kỳ). Trong đó, 42 QĐTCS (như Vanguard, SPDR, iShare...) lấy tiêu chuẩn S&P chiếm hơn 800 tỉ USD.

## Tiêu chuẩn của chỉ số S&P:

- Công ty Hoa Kỳ: nước mà công ty hoạt động, cấu trúc của doanh nghiệp, tiêu chuẩn kế toán, sản phẩm.

- Giá trị thị trường vượt 4 tỉ USD. Giá trị tối thiểu này sẽ thay đổi theo thời gian để phù hợp với điều kiện thị trường.

- Năng lực tài chính: lợi nhuận dương liên tục trong 4 quý liên tiếp theo chuẩn mực kế toán được chấp nhận chung (Generally accepted accounting principles) sau khi loại trừ khoản thu nhập bất thường.

- Giá và tính thanh khoản thích hợp: tỉ lệ giá trị giao dịch so với giá trị thị trường nên lớn hơn 0,3%. Giá cổ phiếu quá rẻ có thể ảnh hưởng tới tính thanh khoản.

- Giá trị cổ phiếu nắm giữ bởi công chúng (public float) ít nhất 50%.

- Tính đại diện: S&P cố gắng duy trì sự cân bằng của tất cả các ngành nghề kinh doanh.

- Phải là một công ty cổ phần hoạt động kinh doanh: các quỹ đầu tư, quỹ ủy thác đầu tư, công ty mẹ, công ty hợp danh không có mặt trong chỉ số.

## Chứng khoán không đạt tiêu chuẩn trong chỉ số S&P:

- Cổ phiếu giao dịch mỗi tháng ít hơn 0,3% giá trị cổ phiếu được lưu hành trên SGDCK New York (NYSE) và SGDCK Mỹ (American Stock Exchange), giao dịch ít hơn 0,6% tại NASDAQ.

- Cổ phiếu không phải Hoa Kỳ, cổ phiếu nước ngoài, chứng nhận ADR – American Depository Receipt (chứng nhận do ngân hàng phát hành ghi nhận quyền tương ứng với cổ phần tại công ty nước ngoài)

- Chứng chỉ ETF, quỹ đóng, chứng khoán phái sinh

- Không có công ty mới phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) trong vòng 6 tháng đối với chỉ số S&P 400, S&P 600, trong vòng 1 năm đối với S&P 500.

- S&P sẽ nỗ lực phân tích giá cổ phiếu trong quá khứ để hạn chế cổ phiếu rẻ tiền trong chỉ số.

- Không có một pháp nhân nắm giữ hơn 50% cổ phiếu của công ty và các pháp nhân không sở hữu trên 60%, ngoại trừ các quỹ đại chúng.



### **Các tiêu chuẩn đưa ra khỏi chỉ số S&P:**

- Công ty không đáp ứng một trong những tiêu chuẩn đòi hỏi của chỉ số.

- Công ty liên quan đến sáp nhập, hợp nhất, tái cấu trúc dẫn đến sự không đáp ứng các tiêu chuẩn của chỉ số.

### **Cách thức tiến hành điều chỉnh:**

- Chỉ số S&P rất năng động. Cổ phiếu thêm vào chỉ số diễn ra thường xuyên nhưng chỉ bổ sung những thay đổi hàng tháng.

- Công ty tách ra từ công ty là thành viên của chỉ số sẽ được cho vào chỉ số ngay khi mà những tiêu chuẩn của chỉ số được đáp ứng.

- Chứng khoán sẽ loại bỏ khỏi chỉ số vào ngày mà nó ngừng giao dịch nhưng sẽ thêm vào chỉ số khi được giao dịch lại.

- Cổ phiếu đang lưu hành sẽ được điều chỉnh để phản ánh đúng hoạt động, không đợi đến việc điều chỉnh hàng tháng.

- Mặc dù hội đồng có khung định hướng về giá trị vốn hóa thị trường cho mỗi chỉ số, thay đổi trong giá trị vốn hóa thị trường không là một tiêu chuẩn máy móc để loại trừ công ty khỏi chỉ số. Thông thường luôn có hơn 100 cổ phiếu trong mỗi chỉ số giao dịch tại mức cao hơn hoặc thấp hơn khung tiêu chuẩn.

Khác với các nhà cung cấp chỉ số khác là đơn thuần dựa vào chương trình máy tính với các tiêu chuẩn cứng nhắc, Hội đồng tuyển chọn S&P có tiêu chuẩn kháT khe để chọn lựa cổ phiếu trên từng trường hợp cụ thể với tiêu chuẩn định hướng cho sự lựa chọn (phân tích khối lượng giao dịch, tính thanh khoản, sở hữu, phân tích cơ bản, giá trị vốn hóa thị trường và đại diện ngành).

### **Thực trạng quỹ đầu tư tại Việt Nam:**

Việt Nam có 34 công ty quản lý quỹ được cấp phép, 4 quỹ đầu tư được niêm yết trên SGDCK TPHCM, 16 quỹ thành viên và hàng trăm khách hàng ủy thác quản lý tài sản theo hợp đồng quản lý danh mục đầu tư. Tính đến tháng 5/2008, hệ thống các công ty quản lý quỹ huy động và quản lý 51.400 tỉ đồng.

Hiện nay, chưa có quỹ đầu tư chỉ số tại Việt Nam do chưa có hướng dẫn dưới luật chứng khoán, mới dừng ở việc định nghĩa quỹ mở tại Luật chứng khoán.

### **Thực trạng chỉ số chứng khoán tại Việt Nam:**

SGDCK TP HCM niêm yết 158 cổ phiếu và các cổ phiếu này là thành phần của chỉ số VNIndex. TTGDCK HN niêm yết 145 cổ phiếu và các cổ phiếu này là thành phần của chỉ số HascIndex. Tuy nhiên, do sự chênh lệch qui mô và giá trị giao dịch giữa các công ty trong thành phần chỉ số VNIndex và HascIndex khá lớn, số lượng các công ty niêm yết còn khiêm tốn, một vài ngành công nghiệp nền tảng chưa niêm yết, các công ty niêm yết chưa đóng vai trò đại diện cho nền kinh

tế nên việc dùng chỉ số VnIndex hoặc HascIndex làm chỉ số có một số khó khăn. Mặt khác, giá trị giao dịch các công ty nhỏ hầu như đóng băng vào thời kì chứng khoán giảm giá.

Báo đầu tư chứng khoán hiện đã tính và công bố chỉ số VIR 50 với thành phần là 50 công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường. Tuy vậy, VIR 50 vẫn chưa thêm vào các điều kiện về tài chính, tính đại diện nền kinh tế nên việc dùng VIR vẫn chưa đại diện cho danh mục toàn thị trường.

### **Giải pháp thành lập và nâng cao năng lực quản lý QĐTCS:**

So với quỹ đầu tư đại chúng khác, QĐTCS trên thế giới có tuổi đời còn rất trẻ. Vào năm 1975, QĐTCS thành công đầu tiên Vanguard được thành lập tại Hoa Kỳ nhưng tại Việt Nam hiện vẫn chưa có QĐTCS. Chỉ số VNIndex, HascIndex, VIR 50 có những ưu điểm và nhược điểm riêng.

Mục tiêu cơ bản của QĐTCS là (1) đảm bảo danh mục đầu tư có mức sinh lợi tương đương với diễn biến hoạt động của chỉ số, và (2) giữ chi phí của QĐTCS ở mức thấp. Muốn đạt được mục tiêu cơ bản này nhằm tạo lợi thế cạnh tranh của quỹ thì phải thuần thực và hoàn thiện kỹ thuật quản lý QĐTCS, nâng cao năng lực quản lý vận hành. Sau đây là những gợi ý về mặt kỹ thuật quản lý QĐTCS:

#### **Tiêu chuẩn là thành viên của QĐTCS:**

- Công ty cổ phần đại chúng được niêm yết tại TTGDCK/SGDCK tại Việt Nam, theo chuẩn mục kế toán Việt Nam, không bao gồm các công ty quản lý quỹ đầu tư, công ty đầu tư.

- Tỷ lệ giá trị giao dịch/giá trị vốn hóa thị trường trong 1 quý lớn hơn 0,1% (tỷ lệ này sẽ QĐTCS điều chỉnh cho phù hợp với thị trường).

- Giá trị cổ phần nắm giữ bởi công chúng lớn hơn 20%.

- Chỉ số bao gồm tất cả đại diện công ty thuộc các nhóm ngành nghề kinh doanh chính tại Việt Nam.

- Công ty có lợi nhuận dương trong 2 năm trước liền kề.

Điều chỉnh danh mục đầu tư chỉ số: hàng quý sẽ điều chỉnh, rà soát các công ty trong chỉ số. Điều chỉnh bất thường khi công ty sáp nhập, chia tách hoặc ngừng giao dịch.

#### **Kết luận:**

Việc xây dựng QĐTCS – một dạng quỹ đầu tư mới chưa có mặt tại Việt Nam - sẽ gặp không ít thử thách và cơ hội phát triển kinh doanh. Để QĐTCS khi được thành lập tại Việt Nam phát triển nhanh và bền vững, hoạt động có hiệu quả cao thì cần có quyết tâm cao, mục tiêu chiến lược rõ ràng, đúng đắn, kế hoạch kinh doanh chu đáo, thuần thực kỹ thuật quản lý quỹ, tạo tinh thần đoàn kết, tin tưởng, gắn bó giữa các nhân viên ■