



# KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN QUỸ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN Ở MỘT SỐ NƯỚC VÀ BÀI HỌC ĐỐI VỚI VIỆT NAM

✍ TS. Nguyễn Thu Thủy \*

**Ở** Việt Nam, sự lớn mạnh của thị trường chứng khoán (TTCK) hơn 10 năm qua là cơ sở và nền tảng cho sự hình thành và phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên ngành quỹ của Việt Nam cũng chỉ bắt đầu hình thành từ khoảng 5 năm trở lại đây. Tính đến thời điểm hiện tại, trên TTCK Việt Nam mới chỉ có 24 quỹ đầu tư chứng khoán đang hoạt động, quy mô cũng như tính đa dạng các sản phẩm quỹ còn hạn chế so với tiềm năng của thị trường. Đồng thời, bản thân các quỹ đầu tư chứng khoán trong quá trình tồn tại vẫn chưa phát huy được vai trò trong thu hút vốn đầu tư, dẫn dắt các nhà đầu tư cá nhân, và đóng góp vào sự ổn định trong hoạt động của TTCK. Bài viết phân tích kinh nghiệm phát triển quỹ đầu tư chứng khoán ở một số nước, từ đó đưa ra bài học có thể vận dụng trong phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán của Việt Nam trong thời gian tới.

\* Đại học Thương mại

## 1. Đặt vấn đề

Về bản chất, quỹ đầu tư chứng khoán là một quỹ tiền tệ do tổ chức và cá nhân góp lại để được quản lý nhằm tăng cường tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư chứng khoán. Nhờ những ảnh hưởng tích cực của quỹ đối với TTCK và nền kinh tế mà quỹ đầu tư chứng khoán đã nhận được sự quan tâm không chỉ đối với nhà đầu tư mà có cả các cơ quan quản lý. Trên thực tế, các quỹ đầu tư chứng khoán đã được sử dụng như một công cụ cải thiện chất lượng cũng như tăng quy mô cung, cầu chứng khoán. Với chức năng của mình, quỹ đầu tư chứng khoán có thể huy động vốn từ các nhà đầu tư nhỏ lẻ và cung cấp vốn cho các doanh nghiệp thông qua việc đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu công ty. Đồng thời với tư cách là người nắm giữ cổ phần, quỹ luôn theo dõi giám sát hoạt động của các công ty này, tạo áp lực buộc các công ty phải nâng cao chất lượng quản trị điều hành, góp phần tạo ra "hàng hóa" có chất lượng cho TTCK. Trong quá trình hoạt động, quỹ đầu tư chứng khoán phát hành chứng chỉ quỹ/cổ phiếu để huy động vốn làm tăng thêm hàng hóa cho TTCK, vừa tạo ra nhu cầu đồng thời cũng thúc đẩy hoạt động giao dịch chứng khoán trên thị trường, góp phần bình ổn thị trường và nâng cao chất

lượng hoạt động đầu tư cá nhân. Bởi vậy, quỹ đầu tư chứng khoán là một tổ chức đầu tư không thể thiếu trên TTCK của các nước. Đặc biệt ở các nước phát triển, quỹ đầu tư chứng khoán đã trở thành một ngành công nghiệp phát triển lâu đời, bài bản và có nhiều đóng góp cho sự phát triển chung của nền kinh tế - xã hội.

## 2. Kinh nghiệm phát triển quỹ đầu tư chứng khoán từ một số nước

Ở các nước có ngành quỹ phát triển như Mỹ, Nhật Bản, Thái Lan, Singapore,... các quỹ đầu tư chứng khoán đều trải qua những giai đoạn phát triển mang tính chọn lọc, từ tự phát đến hỗ trợ phát triển, từ nâng cao nhận thức của công chúng đầu tư, các cơ quan quản lý đến xây dựng cơ sở hạ tầng và môi trường pháp lý cần thiết cho các quỹ hoạt động.

Tại Mỹ, các quỹ đầu tư chứng khoán đã có được một lịch sử hoạt động khá lâu đời. Hình thức tín thác đầu tư (đơn vị tín thác đầu tư UITs) là hình thức ban đầu của các quỹ đầu tư chứng khoán tại Mỹ. Sau sự kiện TTCK sụp đổ vào năm 1929, quỹ công ty xuất hiện và được biết đến với tên gọi là các công ty quản lý (Management Company). Đây thực chất là một loại quỹ đầu tư chứng khoán được tổ chức dưới dạng một công ty đầu tư

**Bảng 1: QUY MÔ QUỸ MỞ THEO LOẠI HÌNH ĐẦU TƯ Ở MỸ**

Đơn vị tính: Tỷ USD

Năm	Quỹ cổ phiếu	Quỹ trái phiếu	Quỹ hỗn hợp	Quỹ thị trường tiền tệ	Tổng
2000	3.962	811	346	1.845	6.965
2001	3.418	925	346	2.285	6.975
2002	2.663	1.125	330	2.272	6.390
2003	3.685	1.241	437	2.052	7.414
2004	4.382	1.289	519	1.911	8.101
2007	N/a	N/a	N/a	N/a	12.356
2008	3.707	1.567	494	3.832	9.601

Nguồn: Mạc Quang Huy (2009),

"Cẩm nang ngân hàng đầu tư", NXB Thống kê, Hà Nội

dạng mở (quỹ tương hỗ) và công ty đầu tư dạng đóng. Theo quy định của Mỹ, tất cả các quỹ đầu tư chứng khoán cho dù là một công ty quản lý hay là một quỹ tín thác đều phải lập Hội đồng quản trị và ít nhất 40% thành viên trong hội đồng phải là các thành viên độc lập không liên quan tới công ty quản lý quỹ.

Trong giai đoạn đầu phát triển của ngành quỹ, các quỹ đóng phát triển mạnh mẽ. Nhưng sau đó, quỹ mở lại trở nên phổ biến hơn và chiếm tới 4/5 tổng tài sản trong ngành quỹ đầu tư chứng khoán tại Mỹ, được biết đến nhiều nhất với tên gọi là các quỹ tương hỗ. Nếu như năm 1960, tại Mỹ chỉ có 160 quỹ mở với tổng tài sản quản lý là 17 tỷ USD, thì năm 1980, đã có 564 quỹ với tổng số tài sản quản lý lên tới 134 tỷ USD. Năm 1990, số quỹ tăng lên 3.105 quỹ và tổng số tài sản lên tới trên 1.000 tỷ USD, và đến cuối năm 2007, có 8.015 quỹ với tổng số tài sản quản lý là 12.345 tỷ USD và đến nay, trên TTCK Mỹ có trên 9.000 quỹ đầu tư chứng khoán. Hầu hết các quỹ mở thường thuộc một trong bốn các loại hình: quỹ đầu tư vào thị trường tiền tệ, quỹ đầu tư vào trái phiếu,

quỹ đầu tư vào cổ phiếu và quỹ hỗn hợp (Bảng 1).

Để hỗ trợ cho ngành quỹ phát triển, Chính phủ Mỹ đã thực hiện các chính sách ưu đãi như đặt ra một bộ quy định kế toán, nguyên tắc thuế đặc biệt cho phép các quỹ sẽ không bị đánh thuế trên thu nhập nếu quỹ phân bổ 90% thu nhập cho cổ đông và đáp ứng được yêu cầu đa dạng hoá danh mục đầu tư theo Bộ luật thuế thu nhập trong nước. Tiếp đến là sự thay đổi trong bộ Quy tắc doanh thu nội bộ năm 1975, cho phép các cá nhân được mở tài khoản lương hưu cá nhân (IRAs) và người dân khi đã là thành viên của tổ chức hưu trí vẫn có thể đóng góp một khoản tiền giới hạn vào quỹ.

Hiện tại, các quỹ đầu tư chứng khoán tại Mỹ có những văn bản pháp lý riêng, hoàn chỉnh điều chỉnh các hoạt động và bảo vệ quyền lợi chính đáng của các nhà đầu tư, đó là Luật Công ty Đầu tư 1940; Luật các nhà tư vấn đầu tư 1940 điều chỉnh tổ chức và hoạt động của quỹ đầu tư; Luật chứng khoán 1933 và Luật Giao dịch và Chứng khoán 1934 về công bố thông tin và các chế độ báo cáo; quy định về thẩm quyền thanh tra, giám

sát hoạt động của các công ty đầu tư cũng như của các tổ chức quản lý đầu tư của Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán Mỹ.

Tại Nhật Bản, bản thân các quỹ đầu tư chứng khoán ở Nhật Bản không hình thành một cách tự phát như ở các nước Châu Âu mà là một sản phẩm do Chính phủ tạo ra để khuyến khích công chúng góp vốn vào đầu tư. Hiện tại, các quỹ đầu tư chứng khoán được áp dụng thuế suất thấp nhất và nhà đầu tư vào quỹ đầu tư chứng khoán không phải nộp thuế thu nhập từ tài sản đầu tư. Chính phủ luôn có chính sách khuyến khích phát triển quỹ đầu tư chứng khoán và tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động chuyên biệt vào từng loại công cụ chứng khoán, đồng thời cũng khuyến khích việc thành lập các quỹ mở.

Hiện nay, Nhật Bản có khoảng 2.617 quỹ đầu tư chứng khoán, tồn tại dưới dạng là Quỹ tín thác kiểu hợp đồng (Securities Investment Trust) gọi là các quỹ tín thác đầu tư chứng khoán và quỹ tín thác kiểu công ty (Securities Investment Corporation) được gọi là công ty đầu tư chứng khoán.

Các quỹ tín thác đầu tư hoạt động dưới dạng là quỹ mở và quỹ đóng. Tuy nhiên, hầu hết các quỹ tín thác đầu tư kiểu hợp đồng hiện có ở Nhật Bản là quỹ mở. Hoạt động của các quỹ mở trên TTCK Nhật Bản cho thấy, các quỹ mở hoạt động rất linh hoạt, tránh được sự thao túng của các công ty quản lý quỹ thường xảy ra với các quỹ đóng, đồng thời giá chứng chỉ đầu tư của các quỹ mở cũng ổn định



Ở các nước phát triển, các quỹ đầu tư chứng khoán đều trải qua những giai đoạn phát triển mang tính chọn lọc.

hơn nhiều so với chúng chỉ đầu tư của các quỹ đóng mỗi khi có các sự kiện tác động đến từng loại chứng khoán liên quan.

Tại Thái Lan, tuy áp dụng khá phổ biến mô hình quỹ tín thác đầu tư, nhưng không có Luật tín thác, các quan hệ ủy thác đầu tư đều dựa trên cơ sở hợp đồng tín thác. Hầu hết các quỹ đầu tư chứng khoán tại Thái Lan được lập theo dạng “hợp đồng tín thác” hay còn gọi là quỹ đầu tư chứng khoán dạng hợp đồng, được chia thành hai loại cơ bản theo cơ chế vận động của vốn là quỹ đóng và quỹ mở như một số nước ở Châu Á, đó là Hàn Quốc, Nhật Bản, Malaysia ...

Các quỹ mở được thành lập tại Thái Lan vào đầu những năm 90, nhưng phát triển rất nhanh và trở thành loại hình phổ biến của ngành quỹ đầu tư tại TTCK Thái Lan hiện nay.

Sở dĩ ngành quỹ đầu tư chứng khoán của Thái Lan phát triển là do các quỹ đầu tư chứng khoán tại Thái Lan đã xây dựng được các kênh phân phối rất mạnh thông qua các NHTM, ngân hàng tiết kiệm chính phủ, công ty tài chính... Thái Lan cũng khuyến khích việc liên doanh với nước ngoài để thành lập quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ nhằm tranh thủ vốn và kỹ năng của đối tác nước ngoài. Ngay trong giai đoạn đầu, Thái Lan đã cho phép sự tham gia của phía nước ngoài không những dưới hình thức công ty quản lý quỹ liên doanh, mà còn cho phép lập các quỹ huy động vốn từ các nguồn trong và ngoài nước. Cùng với sự hoạt động của các tổ chức tín thác đầu tư, Thái Lan cũng có sự quan tâm đúng mức đến việc đào tạo nguồn nhân lực cho ngành công

nghiệp tín thác đầu tư.

Tại Singapore, Chính phủ đã thực hiện hàng loạt các chính sách nhằm hỗ trợ cho ngành quỹ phát triển như: Tăng cường sự ủy quyền cấp phép thành lập công ty quản lý quỹ cho Công ty đầu tư của Chính phủ Singapore và Cơ quan quản lý tiền tệ cho phép thành lập các quỹ để thu hút các nhà đầu tư vốn riêng lẻ; cải thiện chính sách thuế, xem xét lại cấu trúc của các quỹ tiết kiệm trung ương; tạo điều kiện phát triển các định chế tài chính trung gian và cho phép các định chế này tham gia vào việc phân phối, chào bán chứng chỉ quỹ cho các khách hàng. Các chính sách ưu đãi về thuế thu nhập và hỗ trợ đào tạo nguồn nhân lực cho ngành quỹ cũng được Chính phủ quan tâm và thực hiện (Ví như miễn thuế 2 năm đối với các công ty quản lý quỹ mới



được thành lập ở Singapore; trợ cấp 50% lương nhân viên và trợ cấp 70% khoản đào tạo ở nước ngoài cho nhân viên các công ty quản lý quỹ).

Bên cạnh đó, Cơ quan quản lý tiền tệ Singapore đưa ra hệ thống giám sát và khung pháp lý chặt chẽ đối với các hoạt động thành lập các quỹ, đặc biệt là hoạt động của các quỹ mở. Cụ thể, để thành lập quỹ mở ở Singapore, công ty quản lý quỹ phải là công ty đại chúng hoạt động ở Singapore và phải có yêu cầu về mức vốn điều lệ tối thiểu. Để được hưởng những ưu đãi về thuế, công ty quản lý quỹ mở phải có trụ sở ở Singapore và phải được Cơ quan quản lý tiền tệ Singapore cho phép quản lý quỹ mở. Ngoài ra, để được ưu đãi thuế, Luật Chứng khoán quy

định danh sách các khoản mục đầu tư mà quỹ mở bị hạn chế đầu tư.

Cùng với những điểm tương đồng về mô hình và chính sách phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán như Singapore, Thái Lan còn có các quốc gia khác như: Hongkong, Đài Loan, Malaysia... các nước này cũng đã rất thành công trong phát huy vai trò của các quỹ đầu tư chứng khoán đối với nền kinh tế.

### 3. Thực trạng và những vấn đề đặt ra trong phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán ở Việt Nam hiện nay

#### Đánh giá sự phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán của Việt Nam trong thời gian qua

Qua hơn 7 năm hoạt động, các quỹ đầu tư chứng khoán của Việt Nam đã dần khẳng định được vị

trí của mình trên TTCK. Những đóng góp của các quỹ đầu tư chứng khoán cho sự phát triển của nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng là không thể phủ nhận. Trong quá trình phát triển, các quỹ đầu tư chứng khoán đã đạt được những kết quả và có những đóng góp nhất định, đó là:

*Thứ nhất*, giá trị giao dịch chứng chỉ quỹ tuy chiếm tỷ trọng rất nhỏ so với tổng giá trị chứng khoán toàn thị trường, nhưng sự tăng lên liên tục của giá trị giao dịch các chứng chỉ quỹ và tốc độ luân chuyển qua các năm đã phần nào cho thấy sự thành công của các quỹ đầu tư chứng khoán trong việc gây dựng niềm tin của quỹ đối với công chúng đầu tư (xem bảng 2).

**Bảng 2. QUY MÔ GIAO DỊCH CHỨNG CHỈ QUỸ ĐẦU TƯ (2005 - 2011)**

Stt	Chỉ tiêu	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
1	Số loại CCQ niêm yết	1	2	3	4	4	5	5
2	Số lượng CCQ niêm yết	30.000.000	30.000.000	171.409.500	252.055.530	252.055.530	276.099.290	276.099.290
3	Giá trị CCQ niêm yết (tỷ đồng)	300	300	1.714,09	2.525,50	2.520,55	2.760,99	2.760,99
4	Tổng số lượng CCQ giao dịch	26.113.610	104.744.380	194.257.630	161.624.770	655.145.971	177.365.070	61.325.520
5	Số lượng giao dịch bình quân	104.038,28	418.977,52	783.296,89	651.712,78	2.610.143,31	723.939,061	250.308,245
6	Tổng giá trị CCQ giao dịch (tỷ đồng)	256,08	2.702,68	5.299,42	1.594,26	7.207,44	1.789,532	425,032
7	Giá trị giao dịch bình quân/phiên (tỷ đồng)	1,02	10,81	20,22	6,51	28,71	7,16	1,7
8	Tổng giá trị giao dịch CK toàn thị trường (tỷ đồng)	27.224,61	98.332,62	385.323,09	397.504,86	721.143,35	712.235,00	1.454,559
9	Tỷ trọng giá trị giao dịch CCQ/ Tổng giá trị giao dịch CK toàn thị trường	0,0094	0,02748	0,01375	0,004	0,0099	0,002	0,292
10	Tốc độ luân chuyển	0,87	3,49	1,13	0,64	2,59	0,64	0,22

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả từ nguồn UBCKNN - [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn)

*Thứ hai*, số lượng quỹ và quy mô giao dịch của các quỹ đầu tư chứng khoán đã có nhiều thay đổi so với giai đoạn đầu khi TTCK mới đi vào hoạt động (xem bảng 3). Một số quỹ đầu tư chứng khoán đầu tư có hiệu quả cao, khẳng định được vị trí, tên tuổi và tạo được uy tín đối với nhà đầu tư như Quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam (VF1), Quỹ Y tế Bản Việt của Công ty quản lý Quỹ Bản Việt, Quỹ VIEF của Công ty Quản lý quỹ Công nghiệp và Năng lượng Việt Nam, Quỹ FPT của Công ty Quản lý quỹ FPT, Quỹ MBC1 của Công ty cổ phần quản lý quỹ MB và quỹ SSIIMF của Công ty Quản lý quỹ SSI...



Bảng 3. TỔNG HỢP TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA QUỸ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN GIAI ĐOẠN 2004 - 2010

Stt	Chỉ tiêu	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010
1	Số lượng	1	2	9	16	21	20	23
2	Vốn huy động ban đầu (tỷ đồng)	300	500	3.443,45	10.205	12.577	12.409	13.426
3	NAV (tỷ đồng)	304,7	581	5.462	14.897	10.427	12.941	12.333
4	Thu nhập của quỹ*(tỷ đồng)	4,7	91,5	658	1.515	663	617	544,6
5	Chi phí (tỷ đồng)	4,5	13,9	232	428	309	416	319,2
6	Tỷ lệ tăng trưởng NAV/Quy mô vốn (%)	1,54	13,94	36,95	31,49	-20,62	4,11	-8,86

(\*): Thu nhập của các quỹ đã bao gồm các khoản cổ tức lũy kế chi trả cho nhà đầu tư, cụ thể: năm 2005: 7,5 tỷ; 2006: 52.5 tỷ; 2007: 387 tỷ; 2008: 931 tỷ; 6 tháng 2009: 931 tỷ.

Nguồn: Vụ Quản lý quỹ - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Thứ ba, các quỹ đầu tư chứng khoán đã đóng góp tích cực cho việc tạo ra sức “cầu” trong các chương trình cổ phần hóa DNNN, các hoạt động phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp. Thông qua sự vận động và hành vi giao dịch của các quỹ đầu tư chứng khoán, góp phần kiến tạo một văn hóa đầu tư mới cho các nhà đầu tư trên TTCK còn thiếu kinh nghiệm. Mặt khác, sự gia tăng hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán bao gồm cả các quỹ đầu tư chứng khoán nước ngoài đã góp phần nâng cao năng lực, hiệu quả quản lý Nhà nước theo yêu cầu của nền kinh tế thị trường. Đặt ra yêu cầu mới

cũng như tạo ra các công cụ, khả năng mới cho quản lý Nhà nước nói chung và quản trị doanh nghiệp nói riêng. Công tác quản trị doanh nghiệp đã được thực hiện nghiêm túc, hiệu quả hơn do yêu cầu về báo cáo tài chính doanh nghiệp và minh bạch hóa thông tin liên quan đến các chứng khoán mà doanh nghiệp đã và sẽ phát hành. Các dịch vụ tư vấn, hỗ trợ tư pháp, xác định hệ số tín nhiệm, bảo hiểm, kế toán và thông tin thị trường phải nỗ lực vận động, phát triển trên cơ sở chuẩn mực quốc tế... Từ đó đã góp phần phát triển mạnh mẽ hơn các bộ phận và tổng thể thị trường tài chính Việt Nam.

**Những hạn chế**

Thứ nhất, số lượng và loại hình hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán.

Số lượng các quỹ đầu tư chứng khoán cũng như sự đa dạng của các loại hình quỹ chưa tương xứng với quy mô và xu hướng phát triển của thị trường. Đặc biệt là thiếu bóng dáng của các quỹ mở, các quỹ đầu tư chuyên doanh như quỹ bất động sản, quỹ chỉ số - đây được coi là những sản phẩm “chủ chốt” được ưa chuộng và có nhiều lợi thế ở các nước có ngành quỹ phát triển.

Thứ hai, khả năng thu hút các nhà đầu tư của các quỹ đại chúng thấp.

Giá giao dịch của chứng chỉ

Bảng 4. GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG/CHỨNG CHỈ QUỸ VÀ THỊ GIÁ CỦA CHỨNG CHỈ QUỸ GIAI ĐOẠN 2006 - 2011

Đơn vị tính: Đồng

Tên quỹ	Chỉ tiêu	Năm 2006	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
VF1	NAV/CCQ	31.281	38.370	16.960	24.767	21.262	12.868
	Thị giá *	35.800	27.500	7.700	14.000	11.400	6.900
BF1	NAV/CCQ	-	13.348	7.918	9.073	8.742	7.937
	Thị giá *	-	10.500	3.900	6.000	6.000	4.800
MPF1	NAV/CCQ	-	9.419	4.414	6.937	6.945	5.490
	Thị giá *	-	10.200	3.650	5.800	4.500	3.000
VF4	NAV/CCQ	-	-	8.527	11.699	9.170	5.439
	Thị giá *	-	-	4.050	9.150	6.050	3.000
VFMFA	NAV/CCQ	-	-	-	-	9.208	7.149
	Thị giá *	-	-	-	-	9.500	5.100

\*: Thị giá và NAV được tính vào ngày 31/12 hàng năm

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ <http://www.hsx.vn>

quỹ đại chúng luôn thấp hơn giá trị tài sản ròng của quỹ, mức chiết khấu trung bình dao động trong khoảng từ 20 đến 30% (xem bảng 4); tính thanh khoản của các chứng chỉ quỹ luôn thấp hơn so với các cổ phiếu niêm yết... Điều này đã ảnh hưởng rất lớn tới tâm lý của các nhà đầu tư vào các quỹ cũng như khả năng huy động vốn lập quỹ mới của các công ty quản lý quỹ.

*Thứ ba*, năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ.

Đây vừa là hạn chế đồng thời cũng là nguyên nhân ảnh hưởng trực tiếp tới sự phát triển của các quỹ đầu tư chứng khoán. Theo kết quả khảo sát, điều tra về tình hình hoạt động của 47 công ty quản lý quỹ, thì năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ của Việt Nam được đánh giá là chưa đồng đều, và vẫn còn tồn tại một số hạn chế trong phần lớn các công ty quản lý quỹ. Trong quá trình hoạt động phần lớn công ty quản lý quỹ vẫn còn tồn tại các bất cập trong việc thực hiện quy trình quản trị rủi ro, công tác nghiên cứu dự báo thị trường cũng như việc thực hiện tác nghiệp giữa các bộ phận. Ngoài ra, khả năng huy động tạo lập quỹ của các công ty quản lý quỹ chưa cao. Tính tới cuối năm 2009, mới chỉ có 14/46 công ty quản lý quỹ huy động được quỹ và năm 2010 là 13/47 công ty, hầu hết các quỹ được huy động trước thời điểm TTCK sụt giảm mạnh. Một số quỹ đầu tư chứng khoán đã sắp tới hạn giải thể trong tương lai gần. Việc tiếp tục huy động tạo lập quỹ đang trở nên khó khăn và là thách thức rất lớn cho

ngành quỹ Việt Nam trong thời gian tới.

### **Những vấn đề đặt ra trong phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán ở Việt Nam**

Từ những vấn đề nghiên cứu ở trên, tác giả đề xuất một số gợi ý nhằm phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán của Việt Nam trong thời gian tới như sau:

#### **Thứ nhất, về mô hình tổ chức hoạt động**

Có thể nhận thấy rõ một điểm nổi bật qua tham khảo mô hình quỹ đầu tư chứng khoán của các nước là: (i) Đối với các nước có TTCK lâu đời như Mỹ, Nhật, do hệ thống các văn bản pháp luật đồng bộ nên cả hai mô hình quỹ là quỹ dạng hợp đồng và quỹ dạng công ty đều hình thành từ ban đầu. Việc áp dụng cả hai mô hình này đã góp phần tạo ra cơ chế hình thành và phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán một cách linh hoạt, nâng cao tính cạnh tranh giữa các định chế tài chính trung gian trong việc cung cấp cho nhà đầu tư các sản phẩm đầu tư đa dạng, tạo ra sự thích ứng với sự biến động không ngừng của thị trường tài chính; (ii) Đối với các nước có TTCK mới nổi, như Thái Lan, Singapore, Hongkong, Đài Loan, do hệ thống luật pháp chưa hoàn thiện, các quỹ đầu tư chứng khoán hầu hết hình thành theo mô hình quỹ dạng hợp đồng và chỉ chuyển sang kết hợp phát triển đồng thời mô hình công ty khi thị trường đã phát triển tới một mức độ nhất định.

Một đặc điểm về hình thái ban đầu của quỹ đầu tư chứng khoán mà tất cả các TTCK trong

tiến trình phát triển của ngành quỹ đều có nét chung đó là, các quỹ đóng được hình thành và phát triển trước các quỹ mở. Điều này có thể lý giải do cơ cấu vốn của quỹ đóng ổn định, giúp cho các công ty quản lý quỹ chủ động trong thực hiện các dự án đầu tư mang tính dài hạn trong giai đoạn đầu khi kinh nghiệm đầu tư của các công ty quản lý quỹ còn hạn chế.

Qua nghiên cứu thị trường Nhật Bản, Singapore, Thái Lan cho thấy, hoạt động của các quỹ mở rất linh hoạt, tránh được sự thao túng của các công ty quản lý quỹ thường xảy ra với các quỹ đóng. Đồng thời khi thị trường có các thông tin liên quan đến chứng khoán thì giá chứng chỉ đầu tư của các quỹ mở cũng ổn định hơn nhiều so với quỹ đóng. Việc thành lập và phát triển quỹ mở ở Việt Nam sẽ tạo nhiều thuận lợi trong việc nâng cao tính thanh khoản cho các nhà đầu tư vào quỹ. Bên cạnh đó, quỹ mở cũng sẽ là công cụ để Chính phủ bảo vệ thị trường trước những thao túng của một số tổ chức đầu tư hoặc những "biến động" bất lợi trên thị trường. Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ mở đã được ban hành (Thông tư 183/2011/TT-BTC ngày 16/12/2011), tuy nhiên theo kinh nghiệm về mô hình tổ chức và hoạt động của quỹ mở của các nước cho thấy mô hình quỹ mở áp dụng ở Việt Nam phải có các đặc điểm sau:

- Quỹ mở là quỹ đại chúng và không phải là một pháp nhân. Quỹ chỉ được đầu tư vào các tài sản có tính thanh khoản cao



và quỹ có thể có hoặc không có thời hạn hoạt động cụ thể.

- Việc thành lập và vận hành hoạt động của quỹ mở do công ty quản lý quỹ thực hiện.

- Ngân hàng giám sát, ngoài việc bảo quản và giám sát các giao dịch, các tài sản của quỹ, còn có nhiệm vụ giám sát hoạt động đầu tư của công ty quản lý quỹ nhằm đảm bảo tuân thủ các mục tiêu, chính sách đầu tư đã đề ra. Ngân hàng giám sát còn phối hợp với công ty quản lý quỹ theo dõi việc chuyển nhượng chứng chỉ quỹ giữa các nhà đầu tư và việc mua lại chứng chỉ quỹ, phát hành thêm chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư đúng với các quy định trong điều lệ tổ chức và hoạt động của quỹ.

- Trong quá trình hoạt động, quỹ mở phải duy trì một tỷ lệ tối thiểu tiền mặt trên tổng tài sản tùy theo quy định của điều lệ quỹ nhưng không được thấp hơn một tỷ lệ nhất định nhằm bảo đảm khả năng mua lại chứng chỉ quỹ khi nhà đầu tư yêu cầu.

*Thứ hai, về khung khổ pháp lý*

Có thể thấy rằng tại tất cả các TTCK có ngành công nghiệp quỹ phát triển, quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ đầu tư đều có hệ thống văn bản pháp lý ở cấp độ cao nhất điều chỉnh. Đó là các bộ luật hoặc tối thiểu cũng là các chương trong luật chứng khoán của mỗi nước. Do quỹ đầu tư chứng khoán là loại hình có cơ cấu tổ chức hoạt động tương đối phức tạp, bởi vậy pháp luật liên quan trong lĩnh vực hoạt động của quỹ phải hướng vào việc bảo vệ quyền lợi của những người đầu tư vào quỹ và giải quyết được các xung đột về lợi ích giữa nhà đầu tư

và công ty quản lý quỹ. Các quy định của pháp luật phải đưa ra các quy định cụ thể nhằm ngăn chặn những người không có trách nhiệm, không đủ các tiêu chí theo yêu cầu của pháp luật được tham gia quản lý quỹ đầu tư chứng khoán. Đồng thời phải phân định chức năng tiến hành đầu tư với chức năng giám sát hay quản lý hoạt động đầu tư tránh tình trạng móc ngoặc, vụ lợi của công ty quản lý quỹ.

Ở một số nước như Nhật Bản, quỹ đầu tư chứng khoán ra đời không phải tự phát hình thành mà xuất phát từ định hướng phát triển của Chính phủ nhằm hình thành các tổ chức đầu tư có tổ chức, góp phần bình ổn hoạt động của TTCK. Bài học kinh nghiệm từ phát triển quỹ đầu tư chứng khoán ở Mỹ và Nhật Bản cho thấy, để phát triển các loại hình quỹ đầu tư chứng khoán, đặc biệt tạo điều kiện cho quỹ mở và công ty đầu tư chứng khoán có thể ra đời và đi vào hoạt động có hiệu quả ở Việt Nam, Chính phủ cần phải tạo lập môi trường hoạt động và các cơ chế chính sách để đa dạng hóa các loại hình quỹ đầu tư chứng khoán như: Hệ thống pháp lý liên quan đến sự ra đời và hoạt động của các sản phẩm quỹ; chính sách phát triển thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán phái sinh và các định chế tài chính trung gian. Bên cạnh đó, Chính phủ cần duy trì các chính sách khuyến khích sự phát triển TTCK, mở rộng quy mô, tăng tính thanh khoản cho thị trường; các chính sách ưu đãi về thuế thu nhập để thu hút sự tham gia đông đảo của các tổ chức đầu tư và công chúng đầu

tư; các chính sách nhằm quản lý dòng vốn đầu tư gián tiếp một cách có hiệu quả...

Về quy mô của các quỹ, nhìn chung ở tất cả các TTCK đều hình thành các quỹ đầu tư chứng khoán từ quy mô nhỏ tới lớn. Tại các TTCK phát triển, các tổ chức quản lý quỹ chuyên nghiệp dưới hình thái là các nhà tư vấn đầu tư hoặc các công ty quản lý tài sản hình thành từ lâu đời. Đối với các nước có TTCK đang phát triển, đặc biệt là các nước đang áp dụng mô hình quỹ đầu tư chứng khoán dạng hợp đồng, các công ty quản lý quỹ đều hình thành trước. Sau đó các công ty quản lý quỹ sẽ hình thành một số lượng quỹ nhất định có sự định hướng và giám sát của Nhà nước. Các công ty quản lý quỹ đòi hỏi phải có mức vốn pháp định tương đối lớn và một cơ cấu sở hữu gồm các tổ chức tài chính lớn, hoặc là công ty con của một tổ chức tài chính lớn nhằm để thể hiện tiềm năng của công ty quản lý quỹ là tổ chức đứng ra huy động vốn lập quỹ cũng như tạo niềm tin cho công chúng khi đầu tư vào các quỹ do công ty quản lý.

*Thứ ba, về vai trò của Nhà nước đối với hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán*

Từ kinh nghiệm của Nhật Bản và Singapore, để phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán, cần phải có sự tham gia của Nhà nước trong việc:

- Giới thiệu và tổ chức đào tạo nâng cao về quỹ đầu tư chứng khoán cho các tổ chức tham gia thị trường.

- Xây dựng luật và các quy định pháp luật nhằm quy định, hướng dẫn việc thành lập và

hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán.

- Triển khai thí điểm việc thành lập các quỹ mở, từ đó rút ra các bài học kinh nghiệm và từng bước hoàn thiện hệ thống pháp lý và cơ chế chính sách nhằm phát triển loại hình quỹ mở một cách có hiệu quả, tạo thêm sự lựa chọn cho nhà đầu tư và đóng góp tích cực vào sự phát triển của TTCK Việt Nam.

Ngoài ra, Chính phủ có thể cho phép sử dụng một phần nguồn vốn của các quỹ hưu trí để đầu tư vào các quỹ đầu tư chứng khoán nhằm sử dụng có hiệu quả hơn nguồn vốn của quỹ bảo hiểm xã hội. Chính phủ cũng cần quan tâm hơn đến việc đào tạo đội ngũ các nhà quản lý quỹ và có cơ chế thu hút các nhà quản lý quỹ nước ngoài đến làm việc tại Việt Nam để thông qua đó các nhà quản lý quỹ Việt Nam có thể học tập được kinh nghiệm trong nghiệp vụ quản lý quỹ.

*Thứ tư, phát triển các công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát*

Công ty quản lý quỹ là tổ chức có mối quan hệ đặc biệt với các quỹ đầu tư chứng khoán, là nhân tố chính thúc đẩy sự hình thành và phát triển của các quỹ đầu tư chứng khoán, bởi vậy muốn phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán, không thể không phát triển các công ty quản lý quỹ. Bài học kinh nghiệm của Thái Lan cho thấy, để khuyến khích các công ty quản lý quỹ phát triển, Thái Lan cho phép các công ty quản lý quỹ trong nước liên doanh với nước ngoài để thành lập quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ nhằm tranh thủ vốn và kỹ năng của đối tác nước ngoài. Tuy

nhiên, cần phải có một giới hạn nhất định để tạo điều kiện cho các quỹ đầu tư chứng khoán trong nước phát triển mạnh, tránh sự thao túng thị trường từ bên ngoài.

Sự thành công hay thất bại của việc kinh doanh quỹ đầu tư chứng khoán rõ ràng phụ thuộc rất nhiều vào khả năng phân phối và dịch vụ. Các quỹ đầu tư chứng khoán Thái Lan đã xây dựng được các kênh phân phối rất mạnh thông qua các NHTM, công ty tài chính. Tại Việt Nam, hệ thống NHTM hiện nay đang là những tổ chức tham gia lớn nhất trên thị trường tài chính Việt Nam, với hệ thống kênh phân phối rộng khắp đã được thiết lập từ lâu và không ngừng mở rộng. Vì vậy, việc phối hợp với hệ thống ngân hàng để có thể sử dụng được hệ thống kênh phân phối rộng lớn sẵn có hiện nay chắc chắn sẽ là một lợi thế không nhỏ cho các quỹ đầu tư chứng khoán tại Việt Nam.

### Kết luận

Phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán là một nội dung hết sức quan trọng và cần thiết khi mà trong chiến lược phát triển của TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 đã chỉ rõ cần phải tập trung phát triển bên cầu đầu tư, trong đó có các quỹ đầu tư chứng khoán. Tác giả bài viết hy vọng rằng, với những đề xuất ở trên sẽ là những gợi ý hữu ích giúp cho các cơ quan hữu quan trong việc hoàn thiện khung khổ pháp lý, thực thi các giải pháp cụ thể nhằm tạo ra môi trường thuận lợi giúp cho các quỹ đầu tư chứng khoán phát huy hơn nữa vai trò của mình, góp phần

thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển bền vững và hướng tới mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội. ■

### Tài liệu tham khảo

1. Vụ quản lý quỹ, UBCKNN, "Báo cáo tình hình hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ", năm 2008, 2009, 2010.
2. Global Financial Market Reseach (2002), "Quỹ đầu tư chứng khoán tại Việt Nam".
3. Mạc Quang Huy (2009), "Cẩm nang ngân hàng đầu tư", NXB Thống kê, Hà Nội.
4. Phương Hoàng Lan Hương (2001), "Hình thành và phát triển quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ tại Việt Nam", Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Hà Nội.
5. Nguyễn Thu Thủy (2010), "Năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ ở nước tạ hiện nay", Tạp chí khoa học Thương mại số 35, Hà Nội.
6. Ekaterina Alexeeva, Sally Buxton, Christopher Gilchrst, Mark St Giles "Managing collective investment fund", Cadogan Financial (2000).
7. Prepared by Cadogan Financial for IFC: "Review of Asset Management in Thailand for the SEC/IFC", Final report.
8. Japan Securities Reseach Institute (2002): "Securities Market in Japan 2001".
9. Tulbure, Narcis và Catarama (2009) "Mutual Funds Development", Bucharest Academy of Economic Students, Department of Finance.