

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**

NGUYỄN ANH VŨ

**PHÁT TRIỂN NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ
DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ
CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2009

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**

NGUYỄN ANH VŨ

**PHÁT TRIỂN NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ
DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ
CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành : KINH TẾ TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG
Mã số : 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**Người hướng dẫn khoa học:
TS. THÂN THỊ THU THỦY**

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2009

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan luận văn “*Giải pháp phát triển nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư cho nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam*” là công trình nghiên cứu riêng của tôi được thực hiện dưới sự hướng dẫn khoa học của TS. Thân Thị Thu Thủy. Luận văn là kết quả của việc nghiên cứu độc lập, không sao chép trái phép toàn bộ hay một phần công trình của bất cứ ai khác. Các số liệu trong luận văn được sử dụng trung thực, từ các nguồn hợp pháp và đáng tin cậy.

TP HCM, ngày 17 tháng 07 năm 2009

Tác giả luận văn

Nguyễn Anh Vũ

NHỮNG ĐIỂM CẦN LƯU Ý

- ❖ Luận văn đã được chỉnh sửa theo yêu cầu của Hội đồng chấm luận văn.
- ❖ Những kết quả đạt được khi nghiên cứu đề tài luận văn :
 - Nghiên cứu phương pháp lập kế hoạch tài chính, lập kế hoạch đầu tư và quy trình xây dựng DMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân.
 - Tập trung nghiên cứu lý thuyết về QLDMĐT của Markowitz và một số lý thuyết đầu tư hiện đại sau Markowitz nhằm tìm ra phương pháp ứng dụng các công cụ này vào nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam. Đánh giá về nguồn dữ liệu và khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào hoạt động QLDMĐT tại TTCK Việt Nam. Đưa ra phương pháp và tiêu chí lựa chọn các cổ phiếu đủ điều kiện áp dụng mô hình Markowitz và các thuyết đầu tư hiện đại.
 - Đánh giá điểm mạnh, điểm yếu thời cơ và thách thức khi triển khai nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.
 - Tập trung đề ra các nhóm giải pháp nhằm xây dựng và hoàn thiện quy trình nghiệp vụ QLDMĐT của CTQLQ trong đó đặc biệt là phương pháp ứng dụng mô hình Markowitz và mô hình chỉ số đơn trong điều kiện cụ thể tại TTCK Việt Nam.
 - Luận văn còn đề xuất giải pháp khác đối với công ty QLQ và kiến nghị đối với các cơ quan chức năng về việc phát triển thêm các công cụ đầu tư quan trọng trên thị trường tài chính.

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT.....	
DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ, ĐỒ THỊ, BIỂU ĐỒ, BẢNG BIỂU.....	
PHẦN MỞ ĐẦU	

CHƯƠNG 1 : NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VÀ CÁC LÝ THUYẾT QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ

.....	1
-------	---

1.1. DANH MỤC ĐẦU TƯ VÀ NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

.....	1
-------	---

1.1.1. Danh mục đầu tư	1
------------------------------	---

1.1.1.1. Khái niệm danh mục đầu tư	1
--	---

1.1.1.2. Các loại tài sản trong danh mục đầu tư.....	1
--	---

1.1.2. Nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư.....	2
---	---

1.1.3. Những vấn đề cần lưu ý khi lập kế hoạch đầu tư đối với nhà đầu tư cá nhân	3
--	---

1.1.3.1. Chuẩn bị bước đầu	3
----------------------------------	---

1.1.3.2. Giá trị tài sản theo vòng đời và các chiến lược đầu tư.....	4
--	---

1.1.4. Quy trình xây dựng và quản lý danh mục đầu tư	6
--	---

1.1.4.1. Mục tiêu đầu tư (Investment Objectives).....	7
--	---

1.1.4.2. Phân bổ tài sản (Asset Allocation).....	9
--	---

1.1.4.3. Lựa chọn chiến lược đầu tư (Investment Strategies)	10
---	----

1.1.4.4. Lựa chọn chứng khoán (Security Selection).....	11
---	----

1.1.4.5. Đánh giá hiệu quả hoạt động của danh mục đầu tư (Portfolio Performance Measurement)	12
---	----

1.2. LÝ THUYẾT MARKOWITZ

1.2.1. Phương pháp đo lường lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của DMĐT ...	13
--	----

1.2.1.1. Lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của chứng khoán riêng lẻ	13
---	----

1.2.1.2. Đo lường mối quan hệ giữa các chứng khoán	13
--	----

1.2.1.3. Lợi suất kỳ vọng của danh mục đầu tư	14
1.2.1.4. Phương pháp tính phương sai của danh mục đầu tư	14
1.2.2. Lựa chọn danh mục đầu tư theo lý thuyết Markowitz	19
1.2.2.1. Các giả thiết của mô hình Markowitz	15
1.2.2.2. Mức ngại rủi ro	16
1.2.2.3. Mức hữu dụng và hàm hiệu dụng	16
1.2.2.4. Danh mục đầu tư hiệu quả và đường biên hiệu quả.....	16
1.2.2.5. Truy tìm danh mục đầu tư hiệu quả	17
1.2.2.6. Truy tìm danh mục đầu tư tối ưu	19
1.3. PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ ĐA DẠNG HÓA DMĐT VÀ GIỚI THIỆU VỀ	
CÁC LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ SAU MARKOWITZ.....	20
1.3.1. Phân tích hiệu quả đa dạng hóa DMĐT	20
1.3.1.1. Vai trò của đa dạng hóa danh mục tư và yếu tố ảnh hưởng đến	
hiệu quả của việc đa dạng hóa danh mục đầu tư.....	20
1.3.1.3. Phân tích rủi ro tổng thể và mức đa dạng hóa hợp lý	20
1.3.2. Giới thiệu các lý thuyết đầu tư hiện đại sau Markowitz.....	22
1.3.2.1. Mô hình chỉ số đơn (Single Index Model).....	22
1.3.2.2. Mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model -	
CAPM)	22
1.3.2.4. Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage Pricing	
Theory – APT)	23
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	24
CHƯƠNG 2 : THỰC TRẠNG VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN CỦA NGHIỆP	
VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TẠI	
TTCK VIỆT NAM.....	25
2.1. CÁC HÌNH THỨC ĐẦU TƯ TẠI TTCK VIỆT NAM	25
2.1.1. Đầu tư cổ phiếu và chứng chỉ quỹ	25
2.1.1.1. Thị trường niêm yết.....	25
2.1.1.2. Thị trường đấu giá phát hành cổ phiếu ra công chúng	27
2.1.1.3 Thị trường cổ phiếu chưa niêm yết	28

2.1.2. Đầu tư trái phiếu	30
2.1.2.1. Thị trường phát hành trái phiếu.....	30
2.1.2.2. Thị trường giao dịch trái phiếu.....	32
2.2. NHẬN DIỆN HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN TTCK VIỆT NAM.....	33
2.2.1. Quy mô nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.....	33
2.2.2. Tình hình hoạt động của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.....	35
2.3. THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG QUẢN LÝ DMĐT TẠI TTCK VIỆT NAM	38
2.3.1. Thực trạng và kinh nghiệm triển khai nghiệp vụ quản lý DMĐT giai đoạn trước khi Luật chứng khoán có hiệu lực thi hành	38
2.3.2. Thực trạng nghiệp vụ quản lý DMĐT giai đoạn sau khi luật chứng khoán có hiệu lực thi hành	40
2.3.2.1. Cơ sở pháp lý	40
2.3.2.2. Hoạt động của các công ty quản lý quỹ.....	40
2.3.2.3. Đánh giá những thuận lợi và khó khăn trong việc triển khai nghiệp vụ QLDMĐT của các công ty QLQ	41
2.4. THỰC TRẠNG VÀ KHẢ NĂNG ỨNG DỤNG MÔ HÌNH MARKOWITZ VÀ CÁC LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ HIỆN ĐẠI TẠI TTCK VIỆT NAM	43
2.4.1. Tình hình ứng dụng các phương pháp đầu tư tại TTCK Việt Nam	43
2.4.2. Nguồn dữ liệu và khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào hoạt động QLDMĐT tại TTCK Việt Nam... ..	44
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....	46
 CHƯƠNG III: GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ DÀNH CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	 47

3.1. CÁC GIẢI PHÁP XÂY DỰNG VÀ HOÀN THIỆN QUY TRÌNH TRIỂN KHAI NGHIỆP VỤ QLDMĐT	47
3.1.1. Xây dựng quy trình triển khai nghiệp vụ QLDMĐT thống nhất.....	47
3.1.2. Phương pháp thu thập thông tin và xác định mức ngại rủi ro của nhà đầu tư	49
3.1.3. Xây dựng mục tiêu đầu tư – chính sách phân bổ tài sản – hạn chế đầu tư	51
3.1.3.1. Xây dựng mục tiêu đầu tư	51
3.1.3.2. Chính sách phân bổ tài sản	52
3.1.3.3. Hạn chế đầu tư	53
3.1.4. Lựa chọn chiến lược đầu tư	53
3.1.4.1. Lựa chọn chiến lược thụ động – chủ động – hỗn hợp	53
3.1.4.2. Lựa chọn chiến lược theo quy mô công ty, chiến lược theo mức độ tăng trưởng và sự kết hợp của 2 chiến lược	55
3.1.4.3. Chiến lược đầu tư theo mô hình chỉ số đơn và hệ số Beta	57
3.1.4.4. Chiến lược đầu tư theo chỉ số	59
3.1.4.5. Đề xuất chiến lược đầu tư cho các sản phẩm QLDMĐT	62
3.1.5. Lựa chọn chứng khoán	62
3.1.5.1. Quy trình phân tích và lựa chọn cổ phiếu	62
3.1.5.2. Quy trình phân tích và lựa chọn trái phiếu	63
3.1.6. Xác định tỷ lệ phân bổ chứng khoán trong DMĐT	64
3.1.6.1. Thu thập dữ liệu	64
3.1.6.2. Tính toán tỷ suất sinh lời quá khứ của các cổ phiếu	64
3.1.6.3. Tính toán lợi nhuận kỳ vọng, rủi ro của các cổ phiếu và tỷ suất sinh lời của DMĐT	65
3.1.6.4. Tính ma trận hệ số hiệp phương sai và ma trận hệ số tương quan	65
3.1.6.5. Tính phương sai và độ lệch chuẩn của DMĐT	66
3.1.6.6. Lập mô hình toán truy tìm tỷ trọng phân bổ cổ phiếu trong DMĐT	66
3.1.6.7. Giải bài toán tìm tỷ trọng phân bổ tối ưu trong DMĐT	68
3.2. CÁC GIẢI PHÁP ĐỐI VỚI CÔNG TY QUẢN LÝ QŨY	70

3.2.1. Các giải pháp Marketing và phát triển thị trường	70
3.2.1.1. Xác định thị trường mục tiêu và phân loại khách hàng	70
3.2.1.2. Tăng cường hình thức quảng bá dịch vụ	71
3.2.1.3. Liên kết với công ty chứng khoán nhằm tạo ra chuỗi giá trị cung ứng.	72
3.2.1.4. Xây dựng đội ngũ phát triển kinh doanh chuyên nghiệp	73
3.2.2. Hoàn thiện nội dung hợp đồng QLDMĐT – Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng – Phương pháp xác định các loại phí liên quan	74
3.2.2.1. Hoàn thiện nội dung hợp đồng QLDMĐT.....	74
3.2.2.2. Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng	74
3.2.2.3. Xác định các khoản phí phải trả.....	75
3.2.3. Xây dựng bộ đạo đức nghề nghiệp dành cho Ban giám đốc, người quản lý và nhân viên công ty QLQ	76
3.3. CÁC GIẢI PHÁP HỖ TRỢ	77
3.3.1. Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp	77
3.3.2. Phát triển thị trường chứng khoán hóa các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản	78
3.3.3. Phát triển quỹ đầu tư trái phiếu và quỹ thị trường tiền tệ đại chúng ...	79
KẾT LUẬN CHƯƠNG III	81
KẾT LUẬN	82
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ	
PHỤ LỤC	

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

APT	: Arbitrage Pricing Theory – Lý thuyết kinh doanh chênh lệch giá.
BHNT	: Bảo hiểm nhân thọ
BDS	: Bất động sản
CK	: Chứng khoán
CAPM	: Capital Asset Pricing Model – Mô hình định giá tài sản vốn.
CTCP	: Công ty cổ phần.
CTCK	: Công ty chứng khoán
CTQLQ	: Công ty quản lý quỹ
DMĐT	: Danh mục đầu tư.
IPO	: Initial Public Offering – Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng
GDP	: Tổng thu nhập quốc nội
HOSE	: Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM
LNKV	: Lợi nhuận kỳ vọng
IMF	: Quỹ tiền tệ quốc tế
NHNN	: Ngân hàng Nhà nước
OTC	: Over the Counter – Thị trường chứng khoán phi tập trung.
PTKT	: Phân tích kỹ thuật
QLDMĐT	: Quản lý danh mục đầu tư
QLQ	: Quản lý quỹ
SCIC	: Tổng công ty Đầu tư Kinh doanh vốn Nhà nước.
SGDCK	: Sở giao dịch chứng khoán.
TPHCM	: Thành phố Hồ Chí Minh.
TSSL	: Tỷ suất sinh lợi.
TTCK	: Thị trường chứng khoán.
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán.
TPCP	: Trái phiếu chính phủ
UBCKNN	: Ủy ban chứng khoán nhà nước.
VND	: Đồng Việt Nam.
VN-Index	: Chỉ số trung bình giá chứng khoán trên thị trường Việt Nam bao gồm các cổ phiếu niêm yết tại SGDCK TP.HCM
HaSTC Index	: Chỉ số trung bình giá chứng bao gồm các cổ phiếu niêm yết tại TTGDCKHN
Mã chứng khoán	: Được viết tắt theo quy ước tại HOSE và HaSTC

DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ, BIỂU ĐỒ, BẢNG BIỂU, ĐỒ THỊ

❖ DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ

- Sơ đồ 3.1: Quy trình triển khai nghiệp vụ QLDMĐT
Sơ đồ 3.2 : Minh họa chiến lược hỗn hợp vệ tinh hạt nhân
Sơ đồ 3.3 : Quy trình phân tích và lựa chọn cổ phiếu
Sơ đồ 3.4 : Chuỗi giá trị trong ngành dịch vụ quản ký quỹ

❖ DANH MỤC CÁC ĐỒ THỊ

- Đồ thị 1.1: Đường cong hiệu quả
Đồ thị 1.2 : Phân tích rủi ro tổng thể

❖ DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ

- Biểu đồ 2.1 : Diễn biến chỉ số VN- Index
Biểu đồ 2.1 : Diễn biến chỉ số HaSTC - Index
Biểu đồ 2.3 : Biến động lợi tức trái phiếu năm 2008
Biểu đồ 3.1 : Diễn biến chỉ số VN-Index và các tín hiệu mua bán theo MA (26)

❖ DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU

- Bảng 1. 1 : Phương pháp ma trận.
Bảng 1.2 : So sánh mối quan hệ giữa quy mô của danh mục đầu tư với tỷ suất sinh lợi và rủi ro của DMĐT.
Bảng 2.1 : Thống kê quy mô niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại HOSE 2005 – 2008
Bảng 2.2 : Thống kê quy mô niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại HaSTC 2005 – 2008
Bảng 2.3 : 20 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất tại HOSE và HaSTC (06/3/2009)
Bảng 2.4 : Một số đợt IPO tiêu biểu
Bảng 2.5 :Đấu thầu phát hành trái phiếu chính phủ tại HaSTC giai đoạn 2006 - 2008
Bảng 2.6 : Tình hình bội chi ngân sách nhà nước
Bảng 2.7 : Quy mô niêm yết và giao dịch trái phiếu tại HaSTC 2005 -2008
Biểu đồ 2.8: Số lượng tài khoản của các nhà đầu tư chứng khoán qua các năm
Bảng 3.1 : Các sản phẩm QLDMĐT cơ bản
Bảng 3.2 : Chính sách phân bổ tài sản của các sản phẩm QLDMĐT cơ bản
Bảng 3.3 : Kết hợp các chiến lược đầu tư theo quy mô và mức độ tăng trưởng
Bảng 3.4 : Hệ số Beta của một số loại cổ phiếu

Bảng 3.5 : Danh mục đầu tư theo chỉ số

Bảng 3.6 : Đề xuất chiến lược đầu tư đối với các sản phẩm QLDMĐT

Bảng 3.7 : Tỷ suất sinh lời quá khứ của 10 cổ phiếu :

Bảng 3.8 : Lợi nhuận kỳ vọng, phương sai độ lệch chuẩn của các cổ phiếu

Bảng 3.10 : Ma trận hệ số hiệp phương sai

Bảng 3.11 : Ma trận hệ số tương quan

Bảng 3.12 : Ma trận trung gian

Bảng 3.13 : Danh mục đầu tư theo mô hình 1

Bảng 3.14 : Danh mục đầu tư theo mô hình 2

Bảng 3.15 : Danh mục đầu tư theo mô hình 3

DANH MỤC PHỤ LỤC

- PHỤ LỤC 1 : PHƯƠNG PHÁP VÀ CÔNG THỨC TÍNH LỢI NHUẬN KỶ VỌNG VÀ RỦI RO
- PHỤ LỤC 2: NGHIÊN CỨU CỦA FISHER VÀ LAWRENCE
- PHỤ LỤC 3: MÔ HÌNH CHỈ SỐ ĐƠN VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN
- PHỤ LỤC 4 : CÁC BẢNG SỐ LIỆU VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM
- PHỤ LỤC 5 : TỔNG HỢP KẾT QUẢ KHẢO SÁT NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.
- PHỤ LỤC 6 : NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CỦA CTCK NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VÀ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN CÔNG THƯƠNG
- PHỤ LỤC 7 : NHỮNG QUY ĐỊNH PHÁP LÝ CHỦ YẾU ĐỐI VỚI NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ
- PHỤ LỤC 8 : DANH SÁCH VÀ SƠ LƯỢC HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ
- PHỤ LỤC 9 : TÌNH HÌNH ÁP DỤNG CÁC PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH TẠI MỘT SỐ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VÀ CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ.
- PHỤ LỤC 10 : DANH SÁCH CÁC CỔ PHIẾU CÓ THỂ ÁP DỤNG CÁC LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ HIỆN ĐẠI
- PHỤ LỤC 11 : BẢNG CÂU HỎI ĐÁNH GIÁ MỨC ĐỘ CHẤP NHẬN RỦI RO CỦA NHÀ ĐẦU TƯ
- PHỤ LỤC 12 : CÁC SẢN PHẨM QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CƠ BẢN
- PHỤ LỤC 13 : VÍ DỤ HẠN CHẾ ĐẦU TƯ ĐỐI VỚI DANH MỤC ĐẦU TƯ ỦY THÁC
- PHỤ LỤC 14 : QUY TRÌNH PHÂN TÍCH VÀ LỰA CHỌN CHỨNG KHOÁN
- PHỤ LỤC 15 : DANH MỤC CỔ PHIẾU CÓ GIÁ TRỊ VỐN HÓA LỚN
- PHỤ LỤC 16 : MỘT SỐ BẢNG SỐ LIỆU TRONG MÔ HÌNH XÁC ĐỊNH TỶ LỆ PHÂN BỐ DMĐT.
- PHỤ LỤC 17 : NỘI DUNG HỢP ĐỒNG QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ
- PHỤ LỤC 18: NGUYÊN TẮC XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG CỦA DMĐT ỦY THÁC
- PHỤ LỤC 19 : NỘI DUNG BỘ CHUẨN MỰC ĐẠO ĐỨC NGHỀ NGHIỆP
- PHỤ LỤC 20 : MÃ CHỨNG KHOÁN VÀ TÊN ĐẦY ĐỦ CỦA MỘT CỔ PHIẾU ĐƯỢC ĐỀ CẬP

LỜI MỞ ĐẦU

1. SỰ CẦN THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Định kỳ hàng năm Capgemini và Merrill Lynch công bố Báo Cáo Thịnh Vượng (Wealth Report) nhằm thống kê đánh giá về số lượng và quy mô giá trị tài sản của các cá nhân có giá trị tài sản ròng cao (High Net Worth Individuals –HNWIs) - các cá nhân có giá trị tài sản tài chính lớn hơn 1 triệu USD của các khu vực và trên toàn thế giới. Tại Báo Cáo Thịnh Vượng Châu Á Thái Bình Dương năm 2008 (Asia Pacific Wealth Report 2008) lần đầu tiên Việt Nam xuất hiện một cách riêng rẽ trong báo cáo này bên cạnh các quốc gia như : Nhật Bản, Ấn Độ, Trung Quốc, Hàn Quốc, Australia, Singapore, Đài Loan, Hồng Kong...với tư cách là quốc gia có tốc độ tăng dân số HNWIs nhanh nhất trong khu vực. Không bàn đến mức độ chính xác trong số liệu thống kê của báo cáo hay mặc dù quy mô tài sản HNWIs của Việt Nam còn rất thấp so với các quốc gia khác, nhưng đây vẫn là sự kiện đáng lưu ý, đánh dấu kết quả của quá trình phát triển, hội nhập kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng. Gần 10 năm qua, sự phát triển vượt bậc của TTCK Việt Nam đã tạo cơ hội lớn cho các nhà đầu tư cá nhân của Việt Nam. Thị trường đã thu hút sự tham gia của đông đảo nhà đầu tư cá nhân, những năm gần đây TTCK không chỉ là một sự kiện được chú ý mà đã thực sự trở thành một phần không thể thiếu trong đời sống kinh tế xã hội.

Trên thị trường chứng khoán, lợi nhuận và rủi ro luôn là hai mặt của tấm huy chương, luôn tồn tại song song không thể tách rời. Nhiều nhà đầu tư cá nhân đã nếm trải mặt trái của tấm huy chương với những khoản thua lỗ nặng nề . Người ta nói nhiều “hiệu ứng tâm lý đám đông” hay “hiệu ứng bầy đàn” của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường trên TTCK. Nhưng có thể nói các nhà đầu tư cá nhân đang gặp nhiều khó khăn trên một thị trường ngày càng khắc nghiệt và đòi hỏi tính chuyên nghiệp cao. Nhà đầu tư cá nhân rất cần sự hỗ trợ về : kiến thức, kinh nghiệm, kỹ năng phân tích đánh giá, kỹ năng giao dịch, kỹ năng quản lý đầu tư hay tổng quát hơn nữa là xây dựng kế hoạch đầu tư, kế hoạch tài chính cá nhân. Điều này có thể thực hiện được thông qua các dịch vụ tài chính chuyên nghiệp đặc biệt là dịch vụ quản lý danh mục đầu tư.

Luật Chứng khoán có hiệu lực từ ngày 01/01/2007 đã thay thế nghị định 144/2003/NĐ-CP, Luật đã tạo ra một số thay đổi căn bản đối với nghiệp vụ quản lý danh

mục đầu tư. Theo đó CTCK không còn được thực hiện nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư, nghiệp vụ này được chuyển sang cho công ty quản quỹ thực hiện. Hiện tại, đa phần công ty quản lý quỹ đều là các công ty mới thành lập, gặp nhiều khó khăn trong việc triển khai các nghiệp vụ trong đó có nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư. Sau khi Việt Nam gia nhập WTO, thời hạn mở cửa thị trường dịch vụ tài chính đang đến rất gần, khi đó các tổ chức cung ứng dịch vụ trong nước sẽ còn gặp nhiều khó khăn hơn khi phải cạnh tranh với các tổ chức cung ứng dịch vụ nước ngoài.

Tác giả chọn nghiên cứu đề tài “ **PHÁT TRIỂN NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ DÀNH CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM** ” nhằm tìm ra các giải pháp phát triển nghiệp vụ QLDMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân, ứng dụng các phương pháp và lý thuyết đầu tư hiện đại vào nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư tại TTCK Việt Nam. Thông qua đó, giúp cho các nhà đầu tư cá nhân có thể được cung cấp một dịch vụ đầu tư hiệu quả, làm gia tăng lợi nhuận và hạn chế được rủi ro; đồng thời góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường dịch vụ tài chính, nâng cao năng lực cạnh tranh của các tổ chức cung ứng dịch vụ tài chính Việt Nam.

2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU :

- Nghiên cứu phương pháp lập kế hoạch tài chính, lập kế hoạch đầu tư và quy trình xây dựng DMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân.
- Nghiên cứu lý thuyết Markowitz và một số lý thuyết QLDMĐT sau Markowitz
- Nghiên cứu, phân tích bối cảnh và điều kiện phát triển nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam. Đánh giá về nguồn dữ liệu và khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào hoạt động QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.
- Đề xuất các giải pháp phát triển nghiệp vụ QLDMĐT.
- Ứng dụng mô hình Markowitz trong điều kiện cụ thể tại TTCK Việt Nam để tìm danh mục đầu tư tối ưu.

3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

- **Đối tượng nghiên cứu:** Thị trường chứng khoán và các kênh đầu tư tại Việt Nam. Hoạt động nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư của các công ty quản lý quỹ, công ty

chứng khoán. Giá, tỷ suất sinh lời, các yếu tố liên quan của VN-Index và các cổ phiếu niêm yết tại SGDK TP.HCM, TTGDCK Hà Nội.

- **Phạm vi nghiên cứu:** Giá các cổ phiếu, chỉ số giá chứng khoán được thu thập từ phiên đầu tiên (ngày 28/07/2000) đến ngày 06/03/2009. Các thông tin về cổ phiếu được cập nhật đến ngày 06/03/2009.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Phương pháp nghiên cứu kết hợp phương pháp định tính và phương pháp định lượng. Đề tài được nghiên cứu theo phương pháp thu thập các số liệu lịch sử được công bố trên các phương tiện đại chúng, số liệu từ các cơ quan chuyên môn, các báo cáo chuyên môn, kết hợp với các phương pháp thống kê, so sánh phân tích dùng đồ thị minh họa. Đề tài có sử dụng các công cụ thống kê mô tả, phân tích tương quan, phân tích hồi quy, giải bài toán tối ưu (Solver)... dựa trên bảng tính Excel.

5. BỐ CỤC CỦA ĐỀ TÀI :

Nội dung của đề tài được trình bày trong 3 chương cụ thể như sau :

Chương 1: Nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư dành cho nhà đầu tư cá nhân và các lý thuyết quản lý danh mục đầu tư.

Chương 2 : Bối cảnh và điều kiện phát triển nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư dành cho nhà đầu tư cá nhân tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chương 3 : Giải pháp phát triển nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư dành cho nhà đầu tư cá nhân tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ngoài ra luận văn còn có 20 phụ lục bao gồm những nội dung cần thiết nhằm chi tiết hóa, minh họa và bổ trợ cho nội dung luận văn. Phụ lục được xem như một phần không thể tách rời của luận văn.

CHƯƠNG 1: NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VÀ CÁC LÝ THUYẾT QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ.

1.1. DANH MỤC ĐẦU TƯ VÀ NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN.

1.1.1 Danh mục đầu tư

1.1.1.1. Khái niệm danh mục đầu tư:

“ Danh mục đầu tư (Investment Portfolio) là sự kết hợp nắm giữ các loại chứng khoán, hàng hóa, bất động sản, các công cụ tương đương tiền mặt hay các tài sản khác bởi một cá nhân hay một nhà đầu tư thuộc tổ chức. Mục đích của danh mục đầu tư là làm giảm rủi ro bằng cách đa dạng hoá đầu tư”.

Như vậy một danh mục đầu tư (DMĐT) đơn giản là tập hợp bao gồm một hoặc nhiều loại tài sản đầu tư khác nhau. Tài sản đầu tư (Investment Asset) là các tài sản được các nhà đầu tư nắm giữ chủ yếu với mục đích đầu tư. Ngược lại, tài sản tiêu dùng (Consumption Assets) là các tài sản được nắm giữ chủ yếu với mục đích tiêu dùng như xe cộ, quần áo, nhà ở, thiết bị gia đình, trang sức, thực phẩm...

Sự phát triển của thị trường tài chính đã tạo ra nhiều loại tài sản tài chính và công cụ đầu tư phong phú đa dạng. Đồng thời, các lý thuyết đầu tư hiện đại và nhiều bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy hiệu ứng rõ ràng của việc giảm thiểu rủi ro thông qua quá trình đa dạng hoá danh mục đầu tư. Do vậy, các nhà tổ chức và cá nhân thường không chỉ đầu tư vào một loại tài sản đầu tư đơn lẻ mà kết hợp sở hữu nhiều loại tài sản đầu tư khác trong một danh mục. Đây chính là quan điểm đầu tư theo danh mục.

1.1.1.2 Các loại tài sản trong danh mục đầu tư :

Theo cách phân loại của CFA Institute, các loại tài sản đầu tư chủ yếu thường được nắm giữ bởi các nhà đầu tư tổ chức và cá nhân bao gồm :

❖ **Cổ phiếu (Equity Investment)**

- Cổ phiếu nội địa (Domestic equities)
 - CP các công ty lớn (Large - Capitalization)
 - CP các công ty nhỏ (Small – Capitalization)
- Cổ phiếu quốc tế (International equities)
 - CP trên thị trường các nước phát triển (Major country market)
 - CP trên thị trường các nước mới nổi (Emerging market)

❖ **Các công cụ đầu tư có lợi suất cố định (Fix – Income Investment)**

- **Cổ phiếu ưu đãi (Preferred Stock)**
- **Trái phiếu (Bonds)**
 - Trái phiếu chính phủ (Governments and Agencies Bond)

Trái phiếu công ty (Corporates) : Bao gồm trái phiếu có các mức xếp hạng tín nhiệm khác nhau.

- **Các công cụ có nguồn gốc từ các tài sản được chứng khoán hóa (Asset – Backed Securities):** Phổ biến nhất là chứng khoán có nguồn gốc từ các khoản vay bất động sản (Mortgage – backed securities) và các nghĩa vụ nợ có đảm bảo (Collateralized Debt Obligations - CDO)
- **Các công cụ thị trường tiền tệ (Money market instruments):** Tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, hợp đồng Repo...
- ❖ **Các công cụ tài chính phái sinh(Derivatives) :** Hợp đồng kỳ hạn (Forward Contracts), Hợp đồng tương lai (Futures Contracts), Hợp đồng quyền chọn (Option Contracts) , Hợp đồng hoán đổi (Swap Contracts)
- ❖ **Các hình thức đầu tư khác (Alternative Investments) .** Bao gồm các hình thức đầu tư như : Bất động sản (Real estate), vốn cổ phần riêng lẻ (Private equity), vốn đầu tư mạo hiểm (Venture capital), quỹ phòng hộ (Hedge Funds), các loại hàng hoá (Commodities), ngoại tệ (Foreign Currency)...

Các hình thức đầu tư khác này thường có các đặc điểm chủ yếu như: tính thanh khoản thấp, thời hạn đầu tư tương đối dài, khó xác định giá thị trường, thiếu các dữ liệu quá khứ về lợi nhuận và rủi ro, cần những yêu cầu phức tạp hơn trong quá trình phân tích...

Việc lựa chọn nắm giữ các loại tài sản đầu tư khác nhau, với tỷ trọng khác nhau tùy thuộc vào mục tiêu đầu tư cụ thể của từng nhà đầu tư.

1.1.2 .Ngh nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư :

Ngày nay, hoạt động QLDMĐT không còn đơn thuần là nghiệp vụ nội bộ trong các tổ chức tài chính mà nó đã trở thành một dịch vụ được chuyên nghiệp hóa. Dịch vụ QLDMĐT (Portfolio Management Services) là một trong những dịch vụ cơ bản và quan trọng trên thị trường tài chính. Có rất nhiều tổ chức như: công ty quản lý quỹ, ngân hàng đầu tư, công ty chứng khoán... chuyên cung cấp dịch vụ này cho các khách hàng là cá nhân, các doanh nghiệp, công ty đầu tư, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm, ngân hàng ... Dịch vụ này có thể được biết đến dưới nhiều tên gọi khác nhau như: dịch vụ quản lý tài sản (Asset Management), dịch vụ quản lý tài sản cá nhân (Private Wealth Management), dịch vụ quản lý đầu tư (Investment Management), dịch vụ ủy thác đầu tư (Investment trust), dịch vụ ngân hàng cá nhân (Private Banking)...

Theo nghị định 144/2003/NĐ-CP “ Quản lý danh mục đầu tư chứng khoán là hoạt động quản lý vốn của khách hàng thông qua việc mua, bán và nắm giữ các chứng khoán vì quyền lợi của khách hàng.”. Theo luật Chứng khoán ngày 29/06/2007: “ Quản lý danh mục đầu tư chứng khoán là việc công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán thực hiện quản lý theo uỷ thác của từng nhà đầu tư trong mua, bán, nắm giữ chứng khoán.”

Như vậy, hoạt động quản lý danh mục đầu tư về bản chất chính là nghiệp vụ ủy thác đầu tư được thực hiện thông qua cơ chế hợp đồng ủy thác QLDMĐT (còn được gọi là hợp đồng quản lý đầu tư). Hợp đồng quản lý đầu tư là hợp đồng ký kết giữa khách hàng là tổ chức hoặc cá nhân trong nước và ngoài nước với CTQLQ, ủy thác cho CTQLQ quản lý đầu tư tài sản của mình. Hoạt động này có sự tham gia của hai bên. Nhà đầu tư ủy thác là cá nhân hoặc tổ chức ủy thác cho CTQLQ đầu tư tài sản của mình. Bên nhận ủy thác chính là CTQLQ/ hoặc các tổ chức tài chính khác. Trong đó, bên nhận ủy thác sẽ thay mặt khách hàng nắm giữ tài sản và thực hiện các quyết định đầu tư thay cho khách hàng. Toàn bộ các tài sản ủy thác vẫn hoàn toàn thuộc quyền sở hữu của khách hàng ủy thác, nhà đầu tư ủy thác được hưởng toàn bộ lợi nhuận và gánh chịu mọi rủi ro từ hoạt động đầu tư do bên nhận ủy thác thực hiện. Để thực hiện nghiệp vụ này, nhà đầu tư ủy thác sẽ phải trả phí cho bên nhận ủy thác thường bao gồm phí quản lý và phí thưởng hoạt động .

Phân biệt nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư và quản lý quỹ đầu tư. Trong nghiệp vụ QLDMĐT, tài sản của các nhà đầu tư ủy thác phải được quản lý một cách độc lập, tách biệt khỏi tài sản của CTQLQ và tài sản của các nhà đầu tư khác. Kết quả đầu tư của các nhà đầu tư được hạch toán một cách độc lập, kết quả đầu tư của các nhà đầu tư do cùng một tổ chức nhận ủy thác quản lý có thể rất khác nhau. Điều này khác biệt với nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư, tài sản của các nhà đầu tư cùng góp vốn vào một quỹ đầu tư được công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát quản lý thống nhất trong một quỹ đầu tư chung. Mỗi nhà đầu tư sở hữu một phần danh mục đầu tư của quỹ và được phân chia lợi nhuận hoặc gánh chịu rủi ro tương ứng với tỷ lệ góp vốn vào quỹ.

1.1.3. Những vấn đề cần lưu ý khi lập kế hoạch đầu tư đối với nhà đầu tư cá nhân

Kế hoạch tài chính và nhu cầu đầu tư của mỗi cá nhân là khác nhau. Nhu cầu đầu tư cũng thay đổi theo từng giai đoạn trong cuộc đời. Kế hoạch tài chính của mỗi nhà đầu tư tùy thuộc vào tuổi tác, tình trạng tài chính, kế hoạch tương lai, mức ngại rủi ro và các nhu cầu khác của họ. Các nhà quản lý đầu tư và tư vấn đầu tư cần nắm rõ các thông tin về khách hàng cá nhân trước khi bắt đầu tư vấn hoặc xây dựng danh mục đầu tư.

1.1.3.1. Chuẩn bị bước đầu:

Trước khi bắt đầu chương trình đầu tư, chúng ta cần phải đảm bảo rằng các nhu cầu khác đã được đáp ứng. Không một kế hoạch đầu tư nghiêm túc nào có thể được bắt đầu cho đến khi nhà đầu tư tiềm năng đã có đủ thu nhập để trang trải cho chi phí sinh hoạt và dự phòng cho các tình huống bất ngờ có thể xảy ra trong cuộc sống.

Bảo hiểm (Insurance)

Bảo hiểm nhân thọ (BHNT) nên là một phần quan trọng của bất cứ kế hoạch tài chính cá nhân nào. BHNT bảo vệ những người thân yêu khỏi những khó khăn về tài chính khi rủi ro tử vong xảy ra trước khi các mục tiêu về tài chính được hoàn tất. Tiền bồi thường do

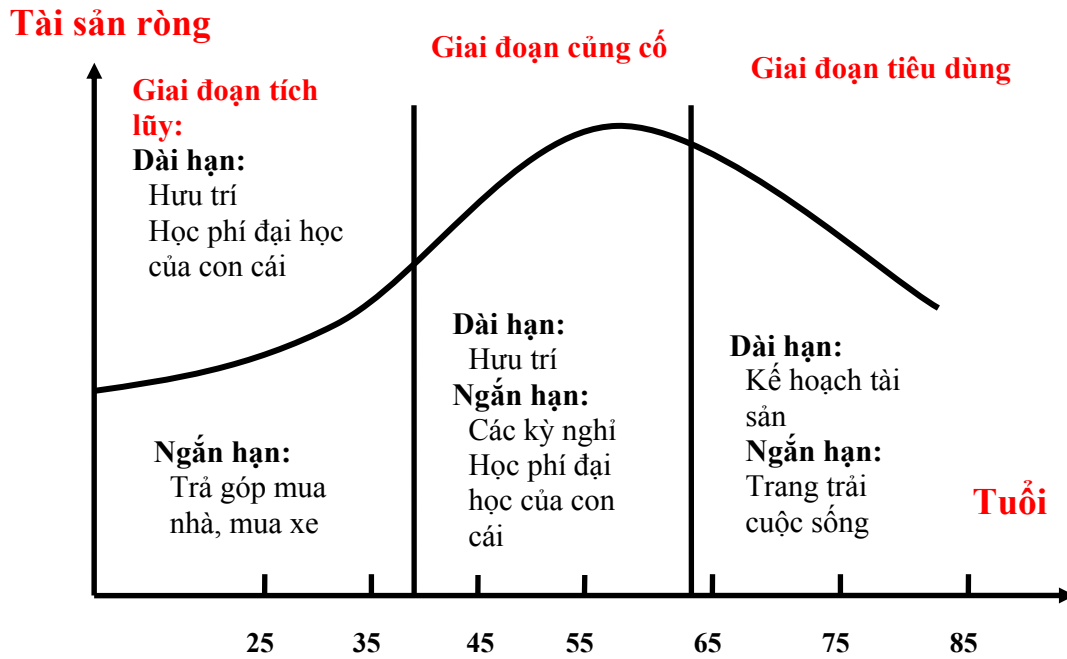
công ty BHNT chi trả có thể giúp trang trải các chi phí y tế, chi phí mai táng và cung cấp một lượng tiền mặt giúp cho các thành viên còn lại trong gia đình duy trì cuộc sống, trả nợ và chuẩn bị cho các nhu cầu trong tương lai (như chi phí giáo dục cho con cái). Ngoài ra BHNT còn có một mục đích quan trọng khác, nó chính là một công cụ để tiết kiệm cho những mục tiêu dài hạn. Do vậy một trong những bước đầu tiên để phát triển một kế hoạch tài chính đó là mua đủ bảo hiểm nhân thọ. Ngoài BHNT ta còn cần các loại bảo hiểm khác như : bảo hiểm y tế, bảo hiểm tai nạn và các loại bảo hiểm khác liên quan đến tài sản (bảo hiểm nhà, bảo hiểm xe...). Thiếu sự bảo vệ của bảo hiểm có thể phá hỏng những kế hoạch đầu tư tốt nhất.

Dự trữ tiền mặt (Cash Reserve)

Các sự cố khẩn cấp, mất việc làm, các khoản chi bất ngờ hay xuất hiện cơ hội đầu tư hấp dẫn... là những tình huống có thể xảy ra. Việc duy trì một lượng tiền mặt dự trữ để ứng phó với các tình huống này là rất quan trọng. Ngoài việc tạo ra một cảm giác an toàn, dự trữ tiền mặt giúp ta giảm thiểu khả năng bị bắt buộc phải bán các khoản đầu tư ở những thời điểm không phù hợp để đáp ứng các khoản chi tiêu khẩn cấp. Phần lớn các chuyên gia đều khuyên các cá nhân nên duy trì lượng dự trữ tiền mặt bằng 6 tháng chi phí sinh hoạt. Những khoản dự trữ này có thể không nhất thiết phải bằng tiền mặt mà có thể là các tài sản đầu tư có khả năng thanh khoản cao, có khả năng chuyển thành tiền mặt nhanh chóng mà không bị giảm giá trị như: quỹ đầu tư thị trường tiền tệ (money market fund) hoặc các khoản tiền gửi ngân hàng...

1.1.3.2. Giá trị tài sản theo vòng đời và các chiến lược đầu tư

Giả định các nhu cầu cơ bản về bảo hiểm và dự trữ tiền mặt đã được đáp ứng, nhà đầu tư cá nhân có thể bắt đầu chương trình đầu tư một cách nghiêm túc với khoản tiền tiết kiệm của mình. Bởi vì sự thay đổi của tài sản ròng và mức độ chấp nhận rủi ro, chiến lược đầu tư của nhà đầu tư cá nhân cũng thường thay đổi tùy theo từng giai đoạn trong cuộc đời. Mặc dù mỗi nhà đầu tư có thể có những nhu cầu và ưu tiên khác nhau, nhưng thông thường các nhà đầu tư đều trải qua các giai đoạn cơ bản như sau :



Sơ đồ 1.1 : Sự tăng giảm trong tài sản cá nhân qua các giai đoạn trong cuộc đời.

Giai đoạn tích lũy (Accumulation Phase)

Giai đoạn này tương ứng với nửa đầu tiên trong quãng thời gian làm việc, kéo dài từ lúc một người bắt đầu đi làm cho đến thời điểm giữa của sự nghiệp của họ (thông thường từ ngoài 20 tuổi đến ngoài 40 tuổi). Trong giai đoạn này, các cá nhân đều phải cố gắng tích lũy để đáp ứng các nhu cầu cần thiết trước mắt (như trả góp tiền mua nhà, mua xe...) hay mục tiêu dài hạn hơn là tích lũy chuẩn bị cho chi phí giáo dục đại học của con cái, chuẩn bị cho cuộc sống hưu trí...

Thông thường trong giai đoạn này, giá trị tài sản ròng của các cá nhân còn tương đối nhỏ, các khoản nợ trả góp mua nhà, mua xe hay trả nợ học phí đại học của chính họ vẫn đang là gánh nặng. Đặc điểm nổi bật của giai đoạn này là : thời gian đầu tư của mỗi người còn rất dài đồng thời họ còn có khả năng tạo ra nhiều thu nhập trong tương lai. Các nhà đầu tư cá nhân trong giai đoạn tích lũy này thông thường sẵn sàng chấp nhận rủi ro tương đối lớn để hy vọng có thể kiếm được mức lợi nhuận cao hơn tỷ suất sinh lời trung bình. Trong giai đoạn này các nhà đầu tư cần lưu ý đầu tư càng sớm và càng thường xuyên là càng khôn ngoan.

Giai đoạn củng cố (Consolidation Phase)

Giai đoạn củng cố là giai đoạn tương ứng với nửa sau trong quãng thời gian làm việc của một người (kéo dài từ thời điểm ngoài 40 tuổi cho đến lúc người đó về hưu ở tuổi ngoài 60). Trong giai đoạn này, một số mục tiêu ở giai đoạn trước đã được hoàn tất. Các khoản vay trả góp nhà và xe hơi có thể đã thanh toán xong, chi phí học đại học của con cái cũng đã được thanh toán hoặc đã chuẩn bị sẵn sàng nguồn để thanh toán. Thu nhập thường cao

hơn so với chi phí và phần vượt này có thể được dùng để đầu tư nhằm chuẩn bị cho kế hoạch hưu trí và các kế hoạch tài sản khác trong tương lai. Thời hạn đầu tư thông thường của giai đoạn này tương đối dài (20 năm đến 30 năm), các khoản đầu tư có mức độ rủi ro vừa phải thường hấp dẫn nhà đầu tư trong giai đoạn này. Nhà đầu tư quan tâm nhiều đến mục tiêu bảo toàn vốn, họ không muốn chấp nhận những khoản đầu tư có mức độ rủi ro lớn có thể đặt tài sản mà họ đã tích lũy được vào tình trạng nguy hiểm.

Giai đoạn tiêu dùng (Spending Phase)

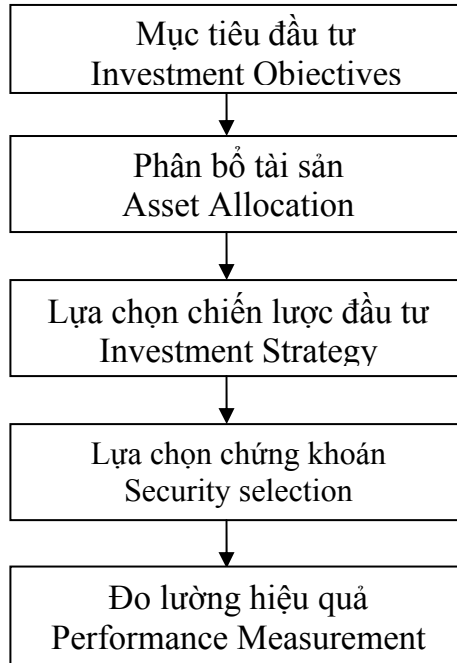
Giai đoạn tiêu dùng bắt đầu sau khi nghỉ hưu. Bước vào giai đoạn này mỗi người mất đi nguồn thu nhập quan trọng nhất từ lao động do không còn tiếp tục làm việc. Tuy nhiên chi phí sinh hoạt vẫn có thể được đảm bảo bởi thu nhập từ an sinh xã hội, thu nhập từ các khoản đầu tư trước đó kể cả từ các kế hoạch hưu bổng, ngoài ra họ còn có thể có thêm các khoản thu nhập khác từ các công việc bán thời gian hay tư vấn... Giai đoạn này nhà đầu tư chủ yếu theo đuổi mục tiêu bảo toàn vốn. Họ mong muốn bảo vệ tài sản của mình khỏi sự sụt giảm giá trị thực của tài sản do tác động của lạm phát. Đồng thời, nhà đầu tư cá nhân cũng mong muốn có thu nhập thường xuyên nhằm trang trải cho các khoản chi phí tăng thêm và phục vụ cho các nhu cầu khác (nghỉ ngơi, du lịch...), thậm chí trong giai đoạn này các cá nhân có thể tiêu dùng một phần tài sản tích lũy của mình (mức hợp lý có thể vào khoảng 4% - 6% / năm). Đời sống trung bình của một người sau thời điểm nghỉ hưu thường kéo dài trong thời gian từ 15 – 20 năm. Danh mục đầu tư tổng thể của họ phải có mức độ rủi ro thấp hơn so với giai đoạn củng cố, tuy nhiên nhà đầu tư vẫn cần một số khoản đầu tư rủi ro và có khả năng tăng trưởng cao như cổ phiếu thường để bảo vệ giá trị của danh mục đầu tư trước tác động của lạm phát.

Giai đoạn cho tặng (Gift Phase):

Giai đoạn cho tặng cũng tương tự và có thể cùng tồn tại với giai đoạn tiêu dùng. Trong giai đoạn này, người ta tin tưởng rằng mình đã có đủ thu nhập và tài sản để đảm bảo cho các khoản chi phí của hiện tại và tương lai cũng như duy trì dự trữ cho những tình huống bất trắc. Phần tài sản dôi ra có thể được dùng để hỗ trợ tài chính cho con cái, họ hàng, bạn bè hoặc đóng góp cho các quỹ từ thiện.

1.1.4. Quy trình xây dựng và quản lý danh mục đầu tư :

Quy trình xây dựng và quản lý DMĐT thường trải qua các công đoạn cơ bản như sau :



Mỗi nhà đầu tư có thể có những cách thức và quy trình đầu tư khác nhau, mỗi nhà đầu tư tùy theo quan điểm hay thế mạnh của mình có thể có những chú trọng hay ưu tiên khác nhau đối với từng công đoạn nêu trên. Nhưng nhìn chung đối với những nhà đầu tư chuyên nghiệp, những công đoạn cơ bản trên luôn được tuân thủ.

1.1.4.1. Mục tiêu đầu tư (Investment Objectives) :

Xây dựng mục tiêu bao giờ cũng là khâu đầu tiên của một quá trình quản trị. Quy trình xây dựng danh mục đầu tư cũng bắt đầu bằng việc xây dựng mục tiêu đầu tư . Việc xây dựng mục tiêu đầu tư đóng vai trò rất quan trọng bởi vì mục tiêu là cơ sở để xây dựng danh mục đầu tư, là cơ sở để điều chỉnh danh mục đầu tư và là căn cứ để đánh giá hiệu quả hoạt động của danh mục đầu tư. Mục tiêu đầu tư thường phải đề cập đến 3 yếu tố cơ bản như : Lợi nhuận mục tiêu (Performance Target), mức độ chấp nhận rủi ro (Risk Tolerance) và thời hạn thu hồi vốn (Time horizon). Ngoài ra mục tiêu đầu tư còn có thể đề cập đến những hạn chế hay những ưu tiên trong hoạt động đầu tư. Mỗi nhà đầu tư dù là tổ chức hay cá nhân tùy theo những đặc thù , điều kiện hoàn cảnh cụ thể của mình có thể có những mục tiêu đầu tư rất khác nhau.

❖ Lợi nhuận mục tiêu:

Yếu tố quan trọng nhất trong mục tiêu đầu tư đó là mục tiêu về lợi nhuận. Lợi nhuận mục tiêu cần được xác định một cách cụ thể và có căn cứ rõ ràng. Việc xác định lợi nhuận mục tiêu của DMĐT phải căn cứ trên tình trạng hiện tại của môi trường đầu tư và những dự báo về xu hướng thay đổi của môi trường đầu tư trong tương lai. Môi trường

đầu tư thuận lợi cho phép các nhà quản trị đặt mục tiêu lợi nhuận cao và ngược lại. Nhà đầu tư cá nhân thường theo đuổi các mục tiêu đầu tư cơ bản thường bao gồm :

Mục tiêu tăng trưởng vốn (Capital Appreciation): Là mục tiêu phù hợp khi nhà đầu tư mong muốn danh mục đầu tư gia tăng giá trị thực trong một khoảng thời gian nhất định nhằm đáp ứng các nhu cầu trong tương lai. Trong chiến lược này sự tăng trưởng thường có được chủ yếu từ sự tăng giá của các tài sản đầu tư trong danh mục. Lúc này thu nhập thường xuyên trở thành mục tiêu thứ yếu.

Mục tiêu thu nhập thường xuyên (Current Income): Nhà đầu tư mong muốn danh mục đầu tư phải tạo ra những khoản thu nhập đều đặn định kỳ (hàng tháng, hàng quý, hàng năm). Sự tăng trưởng vốn trong tương lai là mục tiêu thứ yếu. Mục tiêu này thường phù hợp với các nhà đầu tư mong muốn có thêm các khoản thu nhập từ DMĐT nhằm đáp ứng cho các chi phí sinh hoạt của mình.

Mục tiêu bảo toàn vốn (Capital preservation): nhà đầu tư muốn tối thiểu hóa rủi ro. Nhà đầu tư muốn duy trì giá trị thực của khoản đầu tư, nói cách khác thu nhập của khoản đầu tư yêu cầu phải lớn hơn so với lạm phát. Mục tiêu này phù hợp với những nhà đầu tư rất ngại rủi ro hoặc những nhà đầu tư có thời hạn đầu tư ngắn.

❖ **Mức độ chấp nhận rủi ro (Risk Tolerance)**

Đối với nhà đầu tư cá nhân mức độ chấp nhận rủi ro phụ thuộc vào nhiều yếu tố như : độ tuổi, giới tính, thu nhập, học vấn, kinh nghiệm, cá tính, tổ chức tâm lý.... Nhiệm vụ của các nhà đầu tư cá nhân là phải xác định được mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng để xây dựng danh mục đầu tư phù hợp với khách hàng. Nhưng đây lại là một khái niệm trừu tượng phức tạp và khó xác định. Căn cứ trên mức độ chấp nhận rủi ro, thông thường các nhà đầu tư được chia thành 3 nhóm chính :

Nhà đầu tư liều lĩnh (Aggressive investors) : là nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận khả năng rủi ro thua lỗ một phần vốn đầu tư để đổi lấy cơ hội tìm kiếm mức lợi nhuận tiềm năng cao hơn. Đối với các nhà đầu tư liều lĩnh, các nhà quản lý DMĐT có thể đặt lợi nhuận mục tiêu cao, ưu tiên đầu tư vào cổ phiếu nhất là các cổ phiếu tăng trưởng.

Nhà đầu tư bảo thủ (Conservative investors) đây là nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro thấp nhất. Bảo toàn vốn là ưu tiên hàng đầu của nhóm nhà đầu tư này. Với nhà đầu tư bảo thủ, các nhà quản lý DMĐT sẽ phải đặt mục tiêu an toàn lên cao và đặt mục tiêu lợi nhuận thấp hơn, ưu tiên đầu tư danh mục vào các tài sản an toàn nhưng đem lại lợi nhuận thấp như các công cụ của thị trường tiền tệ, trái phiếu chính phủ

Nhà đầu tư trung dung (Moderate Investors) : Là nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận một mức độ rủi ro nhất định để đổi lấy cơ hội nhận được mức lợi nhuận cao hơn. Nhà đầu tư trung dung đứng ở giữa cân bằng giữa nhà đầu tư liều lĩnh và nhà đầu tư bảo thủ

❖ ***Thời hạn thu hồi vốn (Time Horizon)***

Thời hạn thu hồi vốn của một nhà đầu tư là quãng thời gian đầu tư mà nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận để đạt được mục tiêu đầu tư. Mỗi tài sản đầu tư có tính thanh khoản và thời hạn thu hồi khác nhau, mỗi nhà đầu tư cũng có yêu cầu về thời hạn đầu tư khác nhau. Đối với nhà đầu tư cá nhân thời hạn đầu tư tùy thuộc vào lứa tuổi, sở thích, những dự định kế hoạch trong cuộc sống... Việc xác định thời hạn yêu cầu của nhà đầu tư để lựa chọn những tài sản đầu tư có tính thanh khoản và thời hạn thu hồi phù hợp đóng vai trò quan trọng bởi vì: Thứ nhất, đáp ứng nhu cầu tiền mặt của nhà đầu tư cá nhân và khả năng thanh khoản của các tổ chức tài chính là một trong những nhiệm vụ hàng đầu của hoạt động đầu tư; Thứ hai, vấn đề thanh khoản và thời hạn thu hồi vốn còn có liên quan mật thiết tới vấn đề rủi ro và lợi nhuận của danh mục đầu tư. Có sự đánh đổi giữa khả năng thanh khoản và khả năng sinh lợi.

1.1.4.2 Chính sách phân bổ tài sản (Asset Allocation):

Chính sách phân bổ tài sản là quyết định tỉ lệ phân bổ tài sản của nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân vào các loại tài sản đầu tư để đạt được mục tiêu đầu tư đã đặt ra.

Ví dụ chính sách phân bổ tài sản của quỹ đầu tư tăng trưởng Manulife (MAFPF1) do công ty quản lý quỹ Manulife quản lý

- Đầu tư từ 65% đến 95% vốn điều lệ của quỹ vào cổ phiếu niêm yết
- Đầu tư từ 0 đến 25% vốn điều lệ của quỹ vào cổ phiếu trên thị trường OTC.
- Đầu tư từ 0 đến 10% vào các công cụ nợ
- Không đầu tư trực tiếp vào bất động sản.

(Nguồn : Điều lệ quỹ đầu tư tăng trưởng Manulife tháng 4 năm 2008)

Loại tài sản là tập hợp của các tài sản đầu tư có các đặc tính và mối quan hệ lợi nhuận – rủi ro tương tự nhau. Loại tài sản như trái phiếu, cổ phiếu... có thể được tiếp tục chia thành các nhóm nhỏ hơn như trái phiếu có thể bao gồm: trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp. Trái phiếu doanh nghiệp có thể được chia thành nhiều nhóm nhỏ khác nhau tùy theo mức độ xếp hạng tín nhiệm. Cổ phiếu có thể được chia thành : Cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu trên thị trường OTC hay nhóm các cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn, nhóm các cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ... Quyết định phân bổ tài sản không phải là quyết định đơn lẻ nó là một bộ phận quan trọng trong quy trình đầu tư. Quyết định phân bổ tài sản phụ thuộc rất nhiều vào mục tiêu đầu tư được xác định ở bước trước đó và nó ảnh hưởng rất nhiều đến việc thực hiện các công đoạn phía sau. Quyết định phân bổ tài sản là đặc biệt quan trọng, vì nó chi phối việc thực hiện của hầu hết toàn bộ danh mục đầu tư. Thậm chí có nhiều quan điểm cho rằng việc phân bổ tài sản quyết định đến hơn 50 % sự thành công hay thất bại của DMĐT.

1.1.4.3. Lựa chọn chiến lược quản lý danh mục đầu tư (Portfolio Management Strategy – Investment Strategy) :

Lựa chọn chiến lược đầu tư là một khâu quan trọng, nó là cầu nối truyền dẫn mục tiêu đầu tư và chính sách phân bổ tài sản đến công đoạn thực hiện cụ thể là lựa chọn chứng khoán. Nó là kim chỉ nam hướng dẫn quan trọng khi tiến hành xây dựng danh mục đầu tư và toàn bộ quá trình điều chỉnh danh mục đầu tư sau đó. Hai chiến lược được nhắc tới phổ biến nhất là chiến lược quản lý DMĐT chủ động và chiến lược quản lý DMĐT bị động hay sự phối hợp giữa hai chiến lược này .

❖ Chiến lược quản lý danh mục đầu tư thụ động (passive strategy) :

Chiến lược này được hiểu một cách đơn giản nhất là chiến lược mua và nắm giữ, nhà đầu tư sẽ mua và nắm giữ chứng khoán trong một thời gian dài, trong suốt thời gian đó họ hầu như không điều chỉnh hoặc chỉ điều chỉnh một cách tối thiểu danh mục đầu tư. Chiến lược thụ động được cổ vũ bởi lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis), họ cho rằng thị trường là hiệu quả, giá cả thị trường của các cổ phiếu luôn hợp lý, nó phản ánh một cách nhanh chóng tất cả thông tin liên quan đến cổ phiếu đó, thị trường là một cơ chế định giá hiệu quả và do đó không tồn tại các chứng khoán bị định giá sai. Do vậy, không cần phải bỏ công tìm kiếm các chứng khoán bị định giá sai và mua bán chứng khoán một cách chủ động. Chiến lược đầu tư thụ động tiêu biểu nhất chính là chiến lược khớp chỉ số (Match - Index - Strategy).

❖ Chiến lược quản lý DMĐT chủ động (Active Strategy):

Ngược lại với chiến lược thụ động, chiến lược chủ động luôn chú trọng sử dụng các chỉ số kinh tế, tài chính, cùng các công cụ khác nhau để đưa ra các dự báo về thị trường và định giá chứng khoán từ đó mua bán chứng khoán một cách chủ động để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn so với việc chỉ mua và nắm giữ chứng khoán.

Trên đây là cách hiểu cơ bản về hai chiến lược quản lý danh mục đầu tư chủ động và thụ động. Tuy nhiên để hiểu một cách có hệ thống về các chiến lược quản lý đầu tư khác nhau cũng như hai chiến lược chủ động và thụ động, ta cần xem xét các nhân tố tác động đến thu nhập và rủi ro của cổ phiếu. Thu nhập hay rủi ro của một chứng khoán có thể chịu tác động của 3 nhóm nhân tố : 1. Tác động của toàn bộ thị trường, 2. Yếu tố nhóm cổ phiếu/ yếu tố ngành, 3. Yếu tố đặc thù của cổ phiếu .Nhà đầu tư có thể theo đuổi các chiến lược khác nhau đối với ba nhân tố này. Đối với hai chiến lược chủ động và thụ động, nhà đầu tư có thể theo đuổi chiến lược chủ động hoặc thụ động đối với từng yếu tố một hay kết hợp tất cả những yếu tố này.

Nhà đầu tư có thể sử dụng các chiến lược đầu tư theo nhóm cổ phiếu phổ biến bao gồm : Chiến lược theo quy mô (Chiến lược tập trung vào nhóm cổ phiếu có quy mô lớn –

Large Cap, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô nhỏ - Small Cap), chiến lược đầu tư theo mức độ tăng trưởng (Chiến lược tăng trưởng – Growth, chiến lược giá trị - Value)...

1.1.4.4.Lựa chọn chứng khoán (Security Selection) :

Đây là công đoạn trong đó nhà quản trị đầu tư phải sử dụng nhiều kỹ thuật, phương pháp và chiến lược khác nhau để lựa chọn các chứng khoán cụ thể vào DMĐT. Đây là một công việc mang tính chất liên tục, nhà đầu tư không chỉ thực hiện lựa chọn chứng khoán một lần duy nhất trong toàn bộ quá trình đầu tư mà còn phải thường xuyên điều chỉnh DMĐT khi thị trường có những biến động hay đưa ra quyết định mua bán kịp thời khi phát hiện có những chứng khoán bị định giá sai.

❖ Các phương pháp lựa chọn cổ phiếu

• Phân tích cơ bản (Fundamental Analysis)

Là phương pháp phân tích trong đó nhà phân tích sẽ sử dụng quy trình phân tích từ trên xuống (top – down) hoặc quy trình phân tích từ dưới lên (bottom – up) để phân tích và đánh giá các yếu tố nền kinh tế, ngành và điều kiện cụ thể của công ty để từ đó xác định giá trị nội tại của cổ phiếu. Các nhà phân tích tin rằng trong ngắn hạn giá thị trường có thể biến động cao hơn hoặc thấp hơn giá trị nội tại, nhưng trong dài hạn thị trường sẽ điều chỉnh, giá thị trường của cổ phiếu sẽ có khuynh hướng tiệm cận với phản ánh gần đúng giá trị lý thuyết của nó. Nhà đầu tư sẽ so sánh giá trị nội tại với giá thị trường của cổ phiếu để đưa ra quyết định mua bán hay nắm giữ cổ phiếu.

• Phân tích kỹ thuật (Technical Analysis)

Phân tích kỹ thuật là khoa học ghi chép biểu đồ dưới dạng đồ thị các giao dịch cổ phiếu hoặc các nhóm cổ phiếu trong quá khứ và từ đó vẽ ra được bức tranh về xu thế trong tương lai. PTKT tập trung xem xét giá và khối lượng giao dịch quá khứ để dự báo xu hướng giá trong tương lai. PTKT sử dụng các công cụ như đồ thị, các chỉ số thống kê để nắm bắt các xu hướng giá của cổ phiếu để đưa ra quyết định giao dịch. Phương pháp PTKT dựa trên giả định cơ bản là hầu hết các thông tin được phản ánh qua giá, không tồn tại các chứng khoán bị định giá sai.

Trong phân tích đầu tư, nhà đầu tư có thể theo trường phái phân tích cơ bản, có thể theo trường phái phân tích kỹ thuật hoặc kết hợp cả hai phương pháp này. Phân tích cơ bản trả lời câu hỏi mua cổ phiếu nào ? PTKT trả lời câu hỏi mua vào lúc nào ?

❖ Các phương pháp lựa chọn trái phiếu :

Về nguyên tắc cũng như các loại tài sản tài chính khác, việc phân tích đầu tư trái phiếu cũng có thể dựa vào phương pháp phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật. Tuy nhiên việc phân tích đầu tư trái phiếu có những đặc điểm riêng. Trái phiếu có các rủi ro đặc thù như rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất, rủi ro tái đầu tư, rủi ro đường cong lãi suất... Nhà đầu tư phải phân tích và đánh giá được các rủi ro này nhằm tìm ra cơ hội đầu tư vào các trái

phiếu có cùng mức độ rủi ro nhưng có lợi suất cao hơn. Để dự đoán xu hướng biến động giá của trái phiếu nhằm đưa ra các chiến lược kinh doanh phù hợp, nhà đầu tư trái phiếu phải phân tích các yếu tố như phân tích dự báo xu hướng biến động của lãi suất, phân tích tín dụng nhằm đánh giá và dự báo sự thay đổi trong xếp hạng tín nhiệm của công ty, dự báo sự thay đổi của đường cong lãi suất...

❖ **Lựa chọn các tài sản khác:**

Ngoài trái phiếu và cổ phiếu là những tài sản đầu tư quan trọng, trong DMĐT của các nhà đầu tư tổ chức và cá nhân còn có các loại tài sản khác như các công cụ trên thị trường tiền tệ, vốn đầu tư mạo hiểm, vốn chủ sở hữu riêng lẻ, bất động sản, các chứng khoán phái sinh... Mỗi loại hình thức đầu tư này đều có những phương pháp phân tích đầu tư đặc thù, thông thường các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp đều có các chuyên gia phân tích được chuyên môn hóa cho mỗi loại hàng hóa hay mỗi hình thức đầu tư.

1.1.4.5.Đánh giá hiệu quả hoạt động của danh mục đầu tư (Portfolio Performance Measurement)

Theo nguyên tắc, hiệu quả của hoạt động quản lý DMĐT được đánh giá dựa trên sự tương quan giữa lợi nhuận và rủi ro của danh mục đầu tư. Danh mục đầu tư có tỷ suất sinh lợi càng cao chứng tỏ hiệu quả hoạt động càng tốt. Tuy nhiên, nếu rủi ro của danh mục đầu tư càng lớn chứng tỏ danh mục hoạt động càng kém hiệu quả. Kết quả hoạt động của DMĐT cũng cần phải được so sánh với mặt bằng lãi suất và tỷ suất sinh lời bình quân của thị trường. Tỷ suất sinh lời thực tế không phải là yếu tố duy nhất để đánh giá về hiệu quả của hoạt động quản lý DMĐT. Các yếu tố dùng để đánh giá hiệu quả thường bao gồm tỷ suất sinh lợi thực tế của DMĐT, các hệ số đo lường rủi ro của danh mục đầu tư, tỷ suất sinh lời bình quân của thị trường, lãi suất phi rủi ro...

Các phương pháp thường được sử dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động của danh mục đầu tư bao gồm : phương pháp Sharpe, phương pháp Treynor và phương pháp Jensen. Các phương pháp này có hướng tiếp cận và công thức khác nhau nhưng đều dựa trên nguyên tắc đã nêu trên.

1.2. LÝ THUYẾT MARKOWIT

Mô hình Markowitz được xem là nền tảng của Lý thuyết danh mục đầu tư còn được gọi là Lý Thuyết Đầu Tư Hiện Đại (Modern Portfolio Theory). Harry Markowitz giới thiệu mô hình này lần đầu tiên trong bài tham luận “Lựa chọn danh mục đầu tư” (Portfolio selection) trên tạp chí Journal of Finance vào năm 1952. Đến năm 1959 ông xuất bản cuốn sách cùng tên chính thức công bố một cách hệ thống lý thuyết của mình . Khác với các phương pháp đầu tư truyền thống chủ yếu tập trung vào việc dự đoán xu hướng biến

động về giá một chứng khoán dựa vào việc sử dụng các phương pháp phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật. Markowitz đã phát triển một phương pháp tập trung vào việc xây dựng một danh mục đầu tư gồm nhiều loại tài sản dựa trên việc kết hợp yếu tố rủi ro và lợi nhuận. Lý thuyết danh mục đầu tư tìm hiểu phương pháp để một nhà đầu tư ngại rủi ro xây dựng danh mục đầu tư nhằm tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng và tối thiểu hóa rủi ro. Và chúng minh được rằng một danh mục đầu tư được đa dạng hóa tối ưu có thể giảm thiểu được rất nhiều rủi ro mà không phải hy sinh hoặc hy sinh rất ít lợi nhuận. Với những đóng góp của mình những người khởi xướng và phát triển lý thuyết đầu tư hiện đại gồm : Harry Markowitz, William Sharpe, Merton Miller đã được trao giải Nobel kinh tế năm 1990.

1.2.1. Phương pháp đo lường lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của DMĐT

1.2.1.1. Lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của chứng khoán riêng lẻ:

Lợi nhuận và rủi ro là hai phạm trù căn bản nền tảng trong đầu tư chứng khoán. Mô hình Markowitz đã phát triển phương pháp lựa chọn danh mục đầu tư dựa trên hai yếu tố lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro. Tuy nhiên, việc tính toán và định lượng hai yếu tố này lại không phải là vấn đề đơn giản. Markowitz là một trong những người đầu tiên khởi xướng việc ứng dụng các phương pháp toán học – xác suất – thống kê vào việc tính toán lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro, trước hết là lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của một chứng khoán riêng lẻ. (Phương pháp và công thức tính Lợi nhuận kỳ vọng - Expected Return và Rủi ro của chứng khoán riêng lẻ - Risk được trình bày trong Phụ lục 1 – Mục 1)

1.2.1.2. Đo lường mối quan hệ giữa các chứng khoán.

Trong lĩnh vực đầu tư cũng như nhiều lĩnh vực khác, người ta thường có nhu cầu khảo sát mối quan hệ của hai biến ngẫu nhiên. Để lượng hóa mối quan hệ này người ta dùng hai đại lượng hệ số hiệp phương sai (Covariance) và hệ số tương quan (Correlation).

❖ Hệ số hiệp phương sai (Covariance Coefficient)

Hiệp phương sai (Covariance) là một đại lượng thống kê dùng để đo lường mức độ phụ thuộc tương quan của hai biến ngẫu nhiên. Trong ngành tài chính khái niệm hiệp phương sai được dùng để đo lường mức độ cùng biến động (co-vary) của tỉ suất lợi nhuận hay giá cả của hai loại tài sản đầu tư.

Ý nghĩa của hệ số hiệp phương sai được diễn giải như sau :

Hiệp phương sai dương (Positive Covariance) : Nếu trung bình hay kỳ vọng của biến thứ nhất tăng lên thì trung bình hay kỳ vọng của biến thứ hai cũng có xu hướng tăng lên. *Hiệp*

phương sai âm (Negative Covariance) : Nếu trung bình hay kỳ vọng của biến thứ nhất tăng lên thì trung bình hay kỳ vọng của biến thứ hai lại có xu hướng giảm xuống. *Hiệp*

phương sai zero (Zero Covariance) : Đây là trường hợp của hai biến ngẫu nhiên độc lập.

❖ **Hệ số tương quan (Correlation Coefficient) :**

Do độ lớn của hệ số hiệp phương sai phụ thuộc vào đơn vị đo lường của các biến ngẫu nhiên, do vậy rất khó để sử dụng hệ số này trong việc so sánh mức độ tương quan của các biến số khi chúng áp dụng các đơn vị đo lường khác nhau. Để lượng hóa và giúp cho người phân tích dễ hình dung hơn về mức độ mạnh yếu trong mối quan hệ của hai đại lượng ngẫu nhiên người ta đưa ra công thức tính hệ số tương quan để giới hạn hệ số hiệp phương sai trong khoảng từ -1 (mối tương quan âm tuyệt đối) đến +1 (mối tương quan dương tuyệt đối). Theo toán học chúng ta có hệ số tương quan giữa 2 biến số bằng Covariance chia cho tích số của các độ lệch chuẩn.

Bên cạnh phương pháp tính hệ số hiệp phương sai, hệ số tương quan từ các kịch bản và tính huống ước tính trong tương lai trên thực tế người ta thường tính các hệ số này từ các số liệu trong quá khứ. (Các công thức tính hệ số hiệp phương sai, hệ số tương quan được trình bày tại Phụ lục 1 – Mục 2).

1.2.1.3. Tỷ suất lợi nhuận kì vọng của DMĐT :

Tỷ suất lợi nhuận của một danh mục đầu tư là bình quân gia quyền theo trọng số (với trọng số w là tỉ lệ của mỗi tài sản trong danh mục) của tỷ suất thu nhập của mỗi tài sản trong danh mục đầu tư đó. Điều này đồng nghĩa với tỉ lệ lợi nhuận mong đợi của một danh mục đầu tư cũng bằng bình quân gia quyền có trọng số của tỷ lệ lợi nhuận mong đợi của từng tài sản trong danh mục đầu tư đó.

$$E(rp) = \sum_{i=1}^n W_i E(ri)$$

- Với :
- $E(ri)$ là tỉ lệ lợi nhuận mong đợi của chứng khoán i
 - W_i là tỉ trọng của chứng khoán i trong danh mục đầu tư

1.2.1.4. Phương pháp tính phương sai của danh mục đầu tư :

❖ **Phương sai của DMĐT gồm 2 chứng khoán :**

Ta có công thức tính phương sai của danh mục đầu tư gồm có 2 CK như sau :

$$\delta p^2 = w_1^2 \cdot \delta_1^2 + w_2^2 \cdot \delta_2^2 + 2 w_1 w_2 \text{CoV}(r_1, r_2)$$

- Với :
- δp^2 : Phương sai của danh mục đầu tư
 - δ_1^2, δ_2^2 : phương sai của CK1, CK2.
 - w_1, w_2 : Tỉ trọng của CK1, CK2.
 - $\text{Cov}(r_1, r_2)$ hệ số hiệp phương sai của 2 chứng khoán .

❖ **Phương sai của DMĐT gồm n chứng khoán .**

• **Công thức:**

Danh mục đầu tư có 2 loại chứng khoán là một trường hợp đơn giản và cơ bản nhất. Trên thực tế có thể sẽ có những danh mục đầu tư mà ta lựa chọn với nhiều chứng khoán khác nhau. Công thức tính phương sai của DMĐT gồm n chứng khoán được trình bày như sau:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n w_i w_k \text{Cov}(r_i, r_k) \quad \text{Với : } i \neq k$$

Với : w_i : là tỉ trọng của chứng khoán i

w_k : là tỉ trọng của chứng khoán k

$\text{Cov}(r_i, r_k)$ là hiệp phương sai của chứng khoán i và chứng khoán k

• **Phương pháp ma trận**

Trong trường hợp có nhiều chứng khoán trong một danh mục đầu tư, việc tính toán phương sai của danh mục đầu tư tương đối phức tạp, đòi hỏi phải có rất nhiều cặp hệ số hiệp phương sai giữa các chứng khoán và dễ dẫn đến nhầm lẫn. Để khắc phục vấn đề này, thông thường người ta sẽ sử dụng phương pháp ma trận để tính toán phương sai của DMĐT. (Ứng dụng phương pháp ma trận trong tính phương sai của DMĐT được trình bày tại Phụ lục 1 – Mục 3).

1.2.2.1. Các giả thiết của mô hình Markowitz

Mô hình Markowitz dựa trên những giả định cơ sở như sau:

- Các nhà đầu tư đều là những nhà đầu tư ngại rủi ro. Với một mức rủi ro cho trước nhà đầu tư sẽ ưa thích phương án đầu tư nào có lợi nhuận kỳ vọng cao hơn. Tương tự, với một mức lợi nhuận kỳ vọng cho trước nhà đầu tư sẽ ưa thích những phương án đầu tư có rủi ro thấp hơn.
- Các nhà đầu tư không đơn thuần theo đuổi mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng mà là mục tiêu tối đa hóa mức hữu dụng của khoản đầu tư .
- Việc lựa chọn và quyết định các phương án đầu tư của nhà đầu tư chỉ dựa trên hai yếu tố là thu nhập kỳ vọng và mức rủi ro của thu nhập. Mức độ hữu dụng của nhà đầu tư chỉ phụ thuộc vào 2 yếu tố này.
- Các quyết định đầu tư được đưa ra và kết thúc trong một khoảng thời gian nhất định. Tất cả các nhà đầu tư đều có cùng thời hạn đầu tư như nhau.

1.2.2.2. Mức ngại rủi ro (Risk - Aversion):

Ngại rủi ro (Risk – Averse) là ý tưởng được khởi xướng bởi nhà toán học người Áo Von Neumann dùng để chỉ khuynh hướng chọn những phương án đầu tư có rủi ro thấp hơn khi phải lựa chọn giữa những phương án đầu tư mang lại cùng mức thu nhập. Mức ngại rủi ro (Risk – Aversion) cùng với khái niệm ngược lại của nó là mức chấp nhận rủi ro (Risk – Tolerance) là những khái niệm dùng để chỉ mức độ e ngại hay sẵn sàng chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư trong quá trình đầu tư tìm kiếm lợi nhuận. Để phục vụ cho công tác tính toán định lượng nó thường được lượng hóa thành hệ số ngại rủi ro (Risk – Aversion Index). Về lý thuyết có thể có các dạng nhà đầu tư sau : Nhà đầu tư ngại rủi ro (Risk – Averse Investor), nhà đầu tư miễn dịch với rủi ro (Risk – Neutral Investor), nhà đầu tư yêu thích rủi ro (Risk Loving Investor). Theo giả định của mô hình Markowitz cũng như trên thực tế phần lớn các nhà đầu tư là nhà đầu tư ngại rủi ro, khi lựa chọn giữa hai phương án đầu tư có cùng lợi nhuận kỳ vọng nhà đầu tư sẽ luôn luôn chọn phương án đầu tư có ít rủi ro hơn.

1.2.2.3. Mức hữu dụng và hàm hiệu dụng :

Mức hữu dụng (Utility) của danh mục đầu tư là mức độ thỏa mãn và hài lòng mà DMĐT đó mang lại cho nhà đầu tư. Mức hữu dụng của một DMĐT được đánh giá theo tương quan giữa tỉ suất lợi nhuận kỳ vọng và độ rủi ro của danh mục. Mức hữu dụng được xác định bởi hàm hiệu dụng được trình bày như sau :

$$U = E(R) - \frac{1}{2} A \sigma^2$$

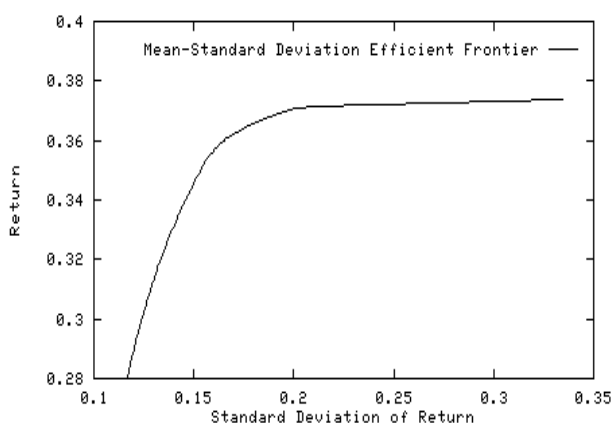
- Trong đó :
- U là mức hữu dụng của nhà đầu tư.
 - E(R) là tỉ suất lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư .
 - A là mức ngại rủi ro của nhà đầu tư.
 - σ^2 là phương sai hay mức rủi ro của DMĐT

Theo giả thuyết của mô hình Markowitz các nhà đầu tư theo đuổi mục tiêu tối đa hóa mức hữu dụng của khoản đầu tư. Khi lựa chọn giữa hai DMĐT nhà đầu tư sẽ không lựa chọn DMĐT mang lại tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cao hơn mà chọn DMĐT có mức hữu dụng cao hơn. Do mỗi nhà đầu tư có mức ngại rủi ro khác nhau nên mỗi nhà đầu tư có mức độ hữu dụng khác nhau với cùng một danh mục đầu tư.

1.2.2.4. Danh mục đầu tư hiệu quả và đường cong hiệu quả:

- Một danh mục đầu tư được gọi là hiệu quả, nếu không tồn tại một DMĐT nào khác có cùng độ lệch chuẩn nhưng lại có tỷ suất thu nhập cao hơn và không tồn tại DMĐT khác có cùng tỷ suất thu nhập nhưng có độ lệch chuẩn thấp hơn. Tập hợp những DMĐT này được gọi là tập hợp DMĐT hiệu quả.

- Đường cong nối tất cả những danh mục đầu tư hiệu quả trong hệ trục tọa độ với trục tung thể hiện tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng, trục hoành thể hiện độ lệch chuẩn được gọi là đường cong hiệu quả (Efficient Frontier). Như vậy, những DMĐT nằm trên đường cong hiệu quả là những DMĐT được đa dạng hóa một cách tối ưu tại đây không thể giảm tỉ lệ rủi ro xuống mà không phải hy sinh tỉ lệ lợi nhuận hay không thể có được một tỉ suất lợi nhuận cao hơn mà không chấp nhận mức độ rủi ro lớn hơn.
- Đường cong hiệu quả của DMĐT là tập hợp tất cả các DMĐT cho phép mang lại tỉ suất lợi nhuận cao hơn với cùng mức độ rủi ro; có rủi ro ít hơn ở cùng mức độ lợi nhuận. Đường hiệu quả có dạng cong lồi về phía tây bắc của đồ thị bởi vì với tất cả các DMĐT nằm trên đường cong này chúng đều có mức lợi nhuận kỳ vọng cao nhất với cùng mức rủi ro, và có mức rủi ro thấp nhất với cùng mức lợi nhuận kỳ vọng.



Đồ thị 1.1: Đường cong hiệu quả

Sẽ không tồn tại DMĐT nào nằm phía trên đường cong hiệu quả vì khi DMĐT đã đạt hiệu quả ta không thể tăng tỷ suất thu nhập mà không chấp nhận độ lệch chuẩn tăng theo và không thể giảm độ lệch chuẩn mà không phải hy sinh tỷ suất thu nhập. Những danh mục nằm phía dưới đường hiệu quả bị chi phối bởi những danh mục nằm trên đường hiệu quả, với cùng tỷ suất thu nhập chúng có độ lệch chuẩn cao hơn những DMĐT nằm trên đường hiệu quả, với cùng độ lệch chuẩn chúng có tỷ suất thu nhập thấp hơn hoặc chúng vừa có tỷ suất thu nhập thấp hơn lại vừa có độ lệch chuẩn cao hơn. Đây là những DMĐT không hiệu quả. Thông thường, nhà đầu tư chỉ lựa chọn các DMĐT nằm trên đường cong hiệu quả.

1.2.2.5. Truy tìm danh mục đầu tư hiệu quả

Cho DMĐT gồm n chứng khoán. Mỗi chứng khoán có một tỉ lệ lợi nhuận kỳ vọng và độ lệch chuẩn xác định, mỗi cặp chứng khoán có hệ số covariance xác định. Tìm tỉ trọng

phân bổ của từng chứng khoán $w_1, w_2, w_3, \dots, w_n$ trong DMĐT sao cho DMĐT mà chúng tạo thành :

- Có độ lệch chuẩn nhỏ nhất với mức LNKV là r^* cho trước.
- Hoặc có LNKV lớn nhất với độ lệch chuẩn là δ^* cho trước.

Mỗi cặp chứng khoán có hệ số tương quan xác định, tạo thành ma trận hệ số tương quan. Lợi nhuận kỳ vọng và phương sai của DMĐT được xác định như sau:

Chứng khoán	CK1	CK2	.....	CKn
LN kỳ vọng	R1	R2	.....	Rn
Phương sai	δ_1	δ_2	.....	δ_n
Tỷ trọng	W1	W2	.....	Wn

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n w_i w_k \text{Cov}(r_i, r_k) \quad \text{Erp} = \sum_{i=1}^n w_i \times Eri$$

Tìm các tỉ lệ phân bổ chứng khoán $w_1, w_2, w_3, \dots, w_n$ sao cho với mức LNKV $\text{Erp} = r^*$ cho trước DMĐT có độ lệch chuẩn δ_p nhỏ nhất. Hoặc với độ lệch chuẩn : $\delta_p = \delta^*$ cho trước danh mục đầu tư có lợi nhuận kỳ vọng Erp lớn nhất. Ta có 2 mô hình toán như sau:

Mô hình 1 : Mô hình tối thiểu hoá rủi ro dựa trên mức thu nhập cho trước :

Hàm mục tiêu phương sai :

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n w_i w_k \text{Cov}(r_i, r_k) \rightarrow \min \quad (\text{với } i \neq k)$$

Các ràng buộc :

$$\sum_{i=1}^n w_i \times r_i \geq r^* \quad \text{với } r^* \text{ là mức thu nhập cho trước}$$

$$\sum_{i=1}^n w_i = 1$$

$$w_i \geq 0$$

Các ràng buộc khác theo quy định của pháp luật và tổ chức

Mô hình 2 : Mô hình tối đa hóa thu nhập dựa trên mức rủi ro cho trước :

Hàm mục tiêu lợi nhuận :

$$\text{Erp} = \sum_{i=1}^n w_i \times r_i \rightarrow \max$$

Các ràng buộc :

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n w_i w_k \text{Cov}(r_i, r_R) \leq \delta_*^2$$

(Với $i \neq k$ và δ_* là mức rủi ro cho trước)

$$\sum_{i=1}^n w_i = 1$$

$$w_i \geq 0$$

Các ràng buộc khác theo quy định của pháp luật và tổ chức

Đây chính là bài toán phương án tối ưu của hàm bậc hai (Quadratic Optimization Program). Giải bài toán này ta sẽ tìm được DMĐT theo yêu cầu.

1.2.2.6. Truy tìm danh mục đầu tư tối ưu:

❖ Nguyên tắc xác định DMĐT tối ưu :

Theo nguyên tắc, việc xác định DMĐT tối ưu được thực hiện như sau :

- Xác định đường cong hiệu quả. DMĐT tối ưu là một trong những DMĐT nằm trên đường cong hiệu quả.
- Trong những DMĐT hiệu quả lựa chọn 1 DMĐT đáp ứng được yêu cầu của nhà đầu tư, phù hợp với mức ngại rủi ro của nhà đầu tư. Tức là mang lại cho nhà đầu tư mức hữu dụng cao nhất.

❖ Xác định DMĐT tối ưu bằng thuật toán:

Tương tự như bài toán truy tìm DMĐT hiệu quả nhưng hàm mục tiêu không còn là hàm lợi nhuận lớn nhất hay phương sai nhỏ nhất. Hàm mục tiêu là hàm hiệu dụng của nhà đầu tư. Tức là đi tìm các tỉ lệ phân bổ chứng khoán sao cho mức độ hữu dụng của DMĐT là tối đa. Mô hình toán được lập như sau :

Hàm mục tiêu mức hữu dụng của nhà đầu tư :

$$\sum_{i=1}^n w_i \times r_i - (A/2) \times \left\{ \sum_{i=1}^n w_i \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n 2w_i w_k \text{Cov}(r_i, r_R) \right\} \rightarrow \max$$

với A là mức ngại rủi ro của nhà đầu tư

Các ràng buộc :

$$\sum_{i=1}^n w_i = 1$$

$$w_i \geq 0$$

Các ràng buộc khác theo quy định của pháp luật và tổ chức

1.3. PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ ĐA DẠNG HÓA DMĐT VÀ SƠ LƯỢC VỀ CÁC LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ SAU MARKOWITZ.

1.3.1. Phân tích hiệu quả đa dạng hóa DMĐT

1.3.1.1. Vai trò của đa dạng hóa danh mục tư và yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả đa dạng hóa danh mục đầu tư :

Đa dạng hóa danh mục đầu tư (Portfolio Diversification) là một quá trình kết hợp các loại tài sản đầu tư, các chứng khoán vào một danh mục đầu tư với mục đích làm giảm tổng tỉ lệ rủi ro mà không phải hy sinh hoặc hy sinh ở mức độ tối thiểu, lợi nhuận của danh mục đầu tư. Đối với hầu hết các nhà đầu tư, “logic” đa dạng hóa được nhận thức một cách đơn giản là “Không bỏ hết trứng vào một rổ”. Đa dạng hóa giúp ta dàn trải rủi ro giữa các quốc gia khác nhau, các đơn vị tiền tệ khác nhau, các thị trường khác nhau, các loại tài sản đầu tư khác nhau, các ngành công nghệ khác nhau, các chứng khoán khác nhau. Có nhiều cuộc nghiên cứu về hiệu quả của đa dạng hóa đối với sự giảm thiểu rủi ro của DMĐT. Trong đó có nghiên cứu của Fisher và Lorie. (Nghiên cứu của Fisher và Lorie được trình bày tại Phụ lục số 2).

Nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng giống nhau của đa dạng hóa danh mục đầu tư là danh mục đầu tư có số lượng chứng khoán càng lớn thì độ lệch chuẩn càng có xu hướng giảm. Phần lớn rủi ro tổng thể của các chứng khoán thành phần đã bị loại bỏ do việc đa dạng hóa. Sự khác nhau về độ lệch chuẩn của từng cổ phiếu với độ lệch chuẩn của cả DMĐT là do hiệu quả của việc đa dạng hóa DMĐT. Đa dạng hóa danh mục đầu tư bao giờ cũng là nguyên tắc đầu tư quan trọng đặc biệt đối với các nhà đầu tư tổ chức như : Các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ hưu bổng, công ty chứng khoán Trong nhiều trường hợp, nguyên tắc này được pháp luật quy định, bắt buộc các tổ chức này phải tuân thủ nhằm đảm bảo an toàn và giảm thiểu rủi ro cho bản thân các tổ chức tài chính cũng như cho toàn hệ thống.

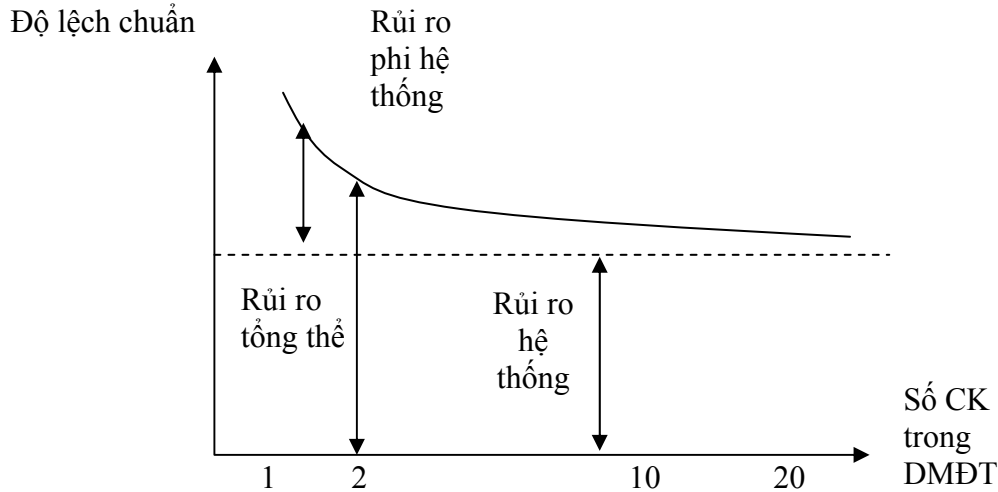
Nhìn vào công thức tính phương sai của DMĐT ta thấy yếu tố ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hóa DMĐT chính là mối quan hệ giữa các chứng khoán. Lựa chọn các cặp chứng khoán có các cặp hệ số tương quan càng nhỏ vào trong danh mục càng giúp tăng hiệu quả của việc đa dạng hóa và giảm thiểu rủi ro cho danh mục đầu tư. Ngược lại nếu lựa chọn các cặp chứng khoán có hệ số tương quan càng lớn vào DMĐT, hiệu quả của việc đa dạng hóa càng giảm.

1.3.1.3. Phân tích rủi ro tổng thể và mức đa dạng hóa hợp lý

Đa dạng hóa là một biện pháp giảm thiểu rủi ro rất hiệu quả, tuy nhiên rủi ro đầu tư cổ phiếu thường không thể loại bỏ hoàn toàn bằng biện pháp đa dạng hóa. Bằng chứng ở đây là cho dù ta có đa dạng hóa một cách hoàn toàn bằng cách đầu tư vào Index Fund rủi ro vẫn không thể bị loại bỏ hoàn toàn, độ lệch chuẩn của Index Fund vẫn ở mức gần 22% - cao hơn rất nhiều so với độ lệch chuẩn của tín phiếu kho bạc Mỹ. Một DMĐT dù có được

đa dạng hóa hiệu quả nhất vẫn tồn tại những rủi ro không thể bị triệt tiêu do đa dạng hóa. Lợi nhuận và rủi ro của mỗi loại chứng khoán đều bị ảnh hưởng bởi hai nhóm yếu tố : Nhóm yếu tố cụ thể liên quan đến từng chứng khoán riêng lẻ và nhóm yếu tố chung liên quan đến toàn bộ nền kinh tế vĩ mô và toàn bộ thị trường. Ta có:

$$\text{Rủi ro tổng thể} = \text{Rủi ro hệ thống} + \text{Rủi ro phi hệ thống}$$



Đồ thị 1.2 : Phân tích rủi ro tổng thể

Trong hai loại rủi ro trên, chỉ có rủi ro phi hệ thống là có thể được loại bỏ thông qua việc đa dạng hóa, rủi ro hệ thống không được loại bỏ thông qua việc đa dạng hóa. Ta thấy khi số chứng khoán ở DMĐT chứng khoán được tăng lên, rủi ro tổng thể của DMĐT giảm. Trong đó rủi ro phi hệ thống giảm nhưng rủi ro hệ thống không thay đổi, vì vậy trong rủi ro tổng thể tỷ trọng của rủi ro phi hệ thống giảm xuống đồng thời tỷ trọng rủi ro hệ thống tăng lên. DMĐT càng được đa dạng hoá thì có mức tương quan với danh mục thị trường càng cao và có rủi ro không hệ thống càng nhỏ. Số lượng chứng khoán trong DMĐT càng lớn rủi ro phi hệ thống càng giảm, rủi ro tổng thể càng gần với rủi ro hệ thống. Khi số lượng chứng khoán trong danh mục là rất lớn, rủi ro phi hệ thống có khuynh hướng bị triệt tiêu hoàn toàn, rủi ro tổng thể tiệm cận với rủi ro hệ thống.

Ta hãy xem xét đưa bao nhiêu chứng khoán vào danh mục đầu tư sẽ đạt hiệu quả đa dạng hóa cao nhất. Ta thấy khi số chứng khoán ở DMĐT được tăng lên, rủi ro tổng thể của DMĐT giảm nhưng càng ngày càng giảm với 1 tỉ lệ nhỏ hơn. Khi DMĐT có 8 loại CK trở lên thì sự giảm tỉ lệ rủi ro là rất nhỏ và khi tiến đến gần 16 thì mức độ giảm càng nhỏ và có xu hướng tiệm cận với rủi ro hệ thống rủi ro không thể đa dạng hóa. Ta thấy hiệu quả đa dạng hóa ngày càng giảm khi ta tăng dần số lượng chứng khoán trong danh mục đầu tư lên. Ở 10 loại chứng khoán đầu tiên hiệu quả đa dạng hóa thường là cao nhất nhưng càng về sau càng giảm dần nếu ta tăng số loại chứng khoán trong danh mục lên quá nhiều. Hiệu quả giảm thiểu rủi ro nhờ việc đa dạng hóa không tăng, trong khi các chi

phí nghiên cứu, thậm chí giao dịch tăng đồng thời việc quản lý theo dõi cũng khó khăn hơn. Nhà đầu tư cần phải cân nhắc một mức độ đa dạng hóa hợp lý

1.3.2. Giới thiệu về các lý thuyết đầu tư hiện đại sau Markowitz :

Do lý thuyết danh mục đầu tư của Markowitz chỉ dừng lại ở tập hợp các DMĐT hiệu quả và truy tìm DMĐT hiệu quả dựa trên mức hữu dụng của nhà đầu tư. Nó không hướng tới việc giải thích động thái của thị trường. Hơn nữa trong mô hình Markowitz việc tính toán một số lượng lớn các hệ số tương quan là rất bất tiện. Các nhà kinh tế học tiếp tục dựa trên nền tảng của lý thuyết Markowitz để phát triển các mô hình mới, trong đó có các mô hình đáng chú ý nhất đó là : Mô hình chỉ số đơn (Single Index Model), Mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM) và lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage Pricing Theory – APT).

1.3.2.1. Mô hình chỉ số đơn (Single Index Model)

Lợi nhuận và rủi ro của mỗi cổ phiếu riêng lẻ phụ thuộc vào lợi nhuận bình quân của thị trường. Dựa vào giả định trên, William Sharpe đã phát triển mô hình chỉ số đơn mô tả mối quan hệ giữa lợi nhuận của một chứng khoán cụ thể với lợi nhuận của toàn bộ thị trường và đo lường rủi ro hệ thống của chứng khoán riêng lẻ. Ta thấy, mô hình chỉ số đơn chính là mô hình hồi quy tuyến tính trong đó biến phụ thuộc là lợi nhuận của chứng khoán riêng lẻ, biến độc lập là lợi nhuận bình quân của thị trường. (Mô hình chỉ số đơn được trình bày tại Phụ lục 3 – Mục 1).

1.3.2.2. Mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model)

William Sharpe, John Lintner và J. Mossin đã phát triển lý thuyết thị trường vốn (Capital Market Theory – CMT) bằng cách kết hợp một chứng khoán không rủi ro với danh mục đầu tư được xây dựng theo mô hình Markowitz. Như vậy yếu tố chủ yếu nhất của lý thuyết thị trường vốn là sự hiện diện và tác động của chứng khoán không rủi ro đến các đặc tính của đường biên hiệu quả của các danh mục đầu tư. Trong đó, mô hình CAPM do William Sharpe phát triển từ những năm 1960 là mô hình đơn giản về mặt khái niệm và có khả năng ứng dụng sát với thực tiễn. Trong khi mô hình chỉ số đơn là mô hình hồi quy sử dụng các dữ liệu quá khứ, nó cung cấp cơ sở khoa học vững chắc về mối quan hệ giữa lợi nhuận của chứng khoán riêng lẻ và lợi nhuận của thị trường, thì mô hình CAPM cũng do William Sharpe phát triển lại được dùng để ước lượng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của các chứng khoán. (Mô hình CAPM được trình bày tại Phụ lục 3 – Mục 2).

1.3.2.4. Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage Pricing Theory – APT)

APT được phát triển bởi Stephen A Ross vào giữa những năm 1970s. APT là mô hình định giá tài sản được xem là “sự thay thế” cho mô hình CAPM, APT dựa trên ít giả định hơn nhưng cũng phức tạp và khó sử dụng hơn so với CAPM. Lý thuyết này dựa trên ý tưởng trong thị trường tài chính cạnh tranh kinh doanh chênh lệch giá đảm bảo việc định giá cân bằng đối với lợi nhuận và rủi ro. Cơ chế kinh doanh chênh lệch giá sẽ làm cho các chứng khoán có đặc tính giống nhau sẽ có xu hướng đạt đến mức giá cân bằng giống nhau. Khác với CAPM cho rằng tỷ suất sinh lời của chứng khoán chỉ phụ thuộc vào một nhân tố ngoài công ty (non – company factor) do vậy chỉ có một hệ số Beta. APT cho rằng tỷ suất sinh lời của chứng khoán phụ thuộc vào nhiều nhân tố khác nhau, do vậy sẽ có nhiều hệ số Beta khác nhau. phản ánh mức độ nhạy cảm giữa tỷ suất sinh lời của chứng khoán với từng nhân tố. Thông thường các nhân tố quan trọng quyết định lợi nhuận của cổ phiếu bao gồm : sự thay đổi tốc độ tăng trưởng GDP, sự thay đổi trong tỷ lệ lạm phát, sự thay đổi chênh lệch lợi tức giữa trái phiếu ngắn hạn và trái phiếu dài hạn, sự thay đổi chênh lệch lợi tức giữa các trái phiếu có rủi ro tín dụng khác nhau...

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Nghiệp vụ QLDMĐT cũng như các lý thuyết đầu tư hiện đại không phải là vấn đề mới về học thuật trên thế giới, nhưng nó vẫn là vấn đề tương đối mới tại Việt Nam đặc biệt là khi áp dụng và triển khai vào thực tế TTCK. Chương 1 đã trình bày những nội dung cơ bản liên quan đến nghiệp vụ QLDMĐT, mô hình Markowitz và giới thiệu về các lý thuyết đầu tư hiện đại. Các nội dung chính của chương 1 bao gồm :

- Giới thiệu về DMĐT cùng với những công cụ và các loại tài sản đầu tư mà nhà đầu tư có thể nắm giữ trong DMĐT của mình từ đó ta có thể thấy được một cách đầy đủ hơn về các công cụ đầu tư trong thị trường tài chính hiện đại.
- Đặc điểm nghiệp vụ QLDMĐT và phân biệt nghiệp vụ QLDMĐT với các nghiệp vụ tương tự khác.
- Những vấn đề cần lưu ý khi xây dựng DMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân. Ảnh hưởng của lứa tuổi và các giai đoạn trong cuộc đời đối với việc lập kế hoạch tài chính nói chung và kế hoạch đầu tư nói riêng.
- Quy trình xây dựng và QLDMĐT truyền thống bao gồm các bước: Xác định mục tiêu đầu tư – Chính sách phân bổ tài sản – Chiến lược đầu tư – Lựa chọn tài sản đầu tư – Đo lường hiệu quả hoạt động QLDMĐT.
- Trình bày những nội dung cơ bản của lý thuyết Markowitz bao gồm: Phương pháp đo lường lợi nhuận, rủi ro của chứng khoán riêng lẻ dựa trên phương pháp dự báo tình huống và dữ liệu quá khứ ; Hệ số đo lường mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời của các chứng khoán (hệ số hiệp phương sai, hệ số tương quan); Phương pháp đo lường lợi nhuận và rủi ro của DMĐT. Khái niệm mức ngại rủi ro, hệ số ngại rủi ro của nhà đầu tư và giả định nền tảng về việc lựa chọn DMĐT trên cơ sở tối đa hóa mức hữu dụng; Phương pháp lập mô hình toán nhằm truy tìm DMĐT tối ưu, DMĐT hiệu quả.
- Bàn về hiệu quả đa dạng hóa DMĐT, các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả của việc đa dạng hóa và mức độ đa dạng hóa hợp lý.
- Sơ lược một số lý thuyết danh mục đầu tư sau Markowitz như mô hình CAPM, mô hình chỉ số đơn...

Đây chính là nền tảng lý luận quan trọng có tính ứng dụng cao trong việc phát triển nghiệp vụ QLDMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 2 : THỰC TRẠNG VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1. CÁC HÌNH THỨC ĐẦU TƯ TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM:

2.1.1. Đầu tư cổ phiếu và chứng chỉ quỹ:

2.1.1.1. Thị trường niêm yết :

❖ Quy mô thị trường niêm yết :

Năm 2007 là năm đánh dấu những bước tiến vượt bậc của TTCK Việt Nam. Có thể nói, TTCK Việt Nam đã thực sự thay đổi về chất và đạt đến một tầm vóc mới. Những con số thống kê cho thấy đã thị trường tăng trưởng vượt bậc về cả quy mô niêm yết, giá trị vốn hoá và giá trị giao dịch.

Bảng 2.1 : Thống kê quy mô niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại HOSE 2005 – 2008.

Bảng 2.2 : Thống kê quy mô niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại HaSTC 2005 – 2008

(Phụ lục 4 – Các bảng biểu số liệu về thị trường chứng khoán Việt Nam)

Tính đến ngày 31/12/2007, tại Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.Hồ Chí Minh (HOSE) và Trung Tâm Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội (HaSTC) tổng cộng đã có 257 cổ phiếu và 3 chứng chỉ quỹ được niêm yết và giao dịch. Tổng giá trị vốn hoá tại HOSE và HaSTC đã đạt khoảng 31 tỷ USD – tăng 126% so với năm 2006, tăng 12 lần so với năm 2005, tương đương 45% GDP năm 2007. Tổng giá trị giao dịch của hai thị trường đạt khoảng gần 280.000 tỷ đồng (tương đương 17.4 tỷ USD), giá trị giao dịch bình quân hàng ngày đạt gần 1000 tỷ đồng (tương đương 62 tr USD).

Năm 2008, cả HOSE và HaSTC tiếp tục tăng trưởng mạnh về số lượng cổ phiếu và giá trị niêm yết. Tính đến 31/12/2008, tại HOSE có 172 cổ phiếu và 4 chứng chỉ quỹ niêm yết với giá trị niêm yết đạt khoảng 60.000 tỷ đồng (tương đương 3,7 tỷ USD). Như vậy, có gần 35 cổ phiếu mới được niêm yết tại HOSE trong năm 2008, giá trị niêm yết tăng gần 50% so với năm 2008. Tại HaSTC, tổng số doanh nghiệp niêm yết đã tăng lên 168 công ty, với tổng giá trị niêm yết đạt hơn 21,715 tỷ đồng (tương đương 1.4 tỷ USD) . Đây là một năm có khối lượng niêm yết mới cao nhất trong lịch sử, 76 bộ hồ sơ từ doanh nghiệp xin niêm yết và hơn 50 cổ phiếu được chấp thuận và đưa vào giao dịch, giá trị niêm yết tăng 56% so với năm 2007.

Mặc dù số lượng cổ phiếu và giá trị niêm yết tăng rất nhanh, nhưng thị trường năm 2008 lại chứng kiến sự sụt giảm nghiêm trọng về quy mô giá trị vốn hóa và giá trị giao dịch. Tại HOSE, vào thời điểm cuối năm 2008, tổng giá trị vốn hóa chỉ còn 9.3 tỷ USD so với 23 tỷ USD vào cuối năm 2007 (giảm gần 60%). Tổng giá trị giao dịch năm 2008 và giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài cũng giảm gần 50% so với năm 2007. Tại HaSTC,

giá trị vốn hóa thị trường vào thời điểm cuối năm 2008 chỉ còn khoảng 55.000 tỷ đồng (3.4 tỷ USD), giảm 57% so với thời điểm cuối năm 2007. Như vậy vào thời điểm cuối năm 2008, tổng giá trị vốn hóa thị trường của cả HOSE và HaSTC chỉ còn xấp xỉ 12.7 tỷ USD (giảm gần 60% so với cuối năm 2007). Tỷ trọng quy mô thị trường niêm yết trên GDP năm 2008 chỉ còn khoảng 19%. Nguyên nhân của sự sụt giảm nghiêm trọng của giá trị vốn hóa và giá trị giao dịch chủ yếu do giá của hầu hết các chứng khoán đã giảm đáng kể trong giai đoạn này.

❖ **Diễn biến chỉ số giá chứng khoán**

• **Diễn biến chỉ số VN-Index**

Chỉ số VN-Index được hình thành từ năm 2000 với giá trị ban đầu là 100 điểm vào ngày 28/07/2000. Sau một thời gian dài không có nhiều biến động đáng kể, từ quý 3 năm 2005, chỉ số VN-Index trải qua những diễn biến chính như sau:

(Biểu đồ 2.1 : Diễn biến VN-Index Phụ lục 4)

Giai đoạn 1 (1/9/2005 – 3/8/2006): Đây là giai đoạn chỉ số VN- Index bắt đầu có những biến động lớn sau một thời gian dài trầm lắng. Chỉ số đã tăng từ 255 điểm lên đến 594 điểm vào cuối tháng 4/2006 (tăng 132%). Tuy nhiên sau đó thị trường nhanh chóng bước vào giai đoạn điều chỉnh, VN- Index đã giảm từ 594 điểm xuống còn gần 400 điểm (giảm 32%) vào đầu tháng 8/2006. Trong giai đoạn này, số lượng cổ phiếu niêm yết và giá trị vốn hóa của thị trường còn tương đối nhỏ.

Giai đoạn 2 (3/8/2006 -12/3/2007): Đây là một giai đoạn đặc biệt trong lịch sử phát triển của TTCK Việt Nam, giai đoạn chứng kiến sự tăng trưởng ngoạn mục của thị trường cả về giá cổ phiếu, quy mô niêm yết, giá trị vốn hóa....VN - Index tăng từ 400 điểm lên đến 1171 điểm vào ngày 12/3/2007.

Giai đoạn 3 (12/3/2007 – 3/10/2007): Đây là giai đoạn thể hiện xu hướng biến động dằng co của thị trường. VN- Index đã giảm từ 1171 điểm vào giữa tháng 3/2007 xuống 905 điểm vào ngày 25/04/2007 (2 tháng - giảm 23%). Sau đó, VN- Index tiếp tục tăng lên 1113 điểm ngày 23/05/2007 (1 tháng – tăng 23%). VN- Index giảm xuống 883 điểm vào ngày 07/08/2007 (2.5 tháng - giảm 21%). VN- Index tăng lên 1106 điểm ngày 03/10/2007 (2 tháng – tăng 25%) nhưng thị trường không đột phá qua được điểm này và bắt đầu xu hướng giảm giá. Như vậy, ta thấy VN-Index đã hình thành mô hình đáy kép (900 điểm) và đỉnh kép (1100 điểm).

Giai đoạn 4 (3/10/2007 – 18/6/2007): Thị trường bắt đầu giảm khi Index chạm đến 1106 điểm vào ngày 03/10/07 nhưng không đột phá qua được điểm này. Mô hình đỉnh kép xuất hiện, thị trường bắt đầu chu kỳ giảm giá. VN – Index đã giảm xuống 370 điểm vào giữa tháng 6 năm 2008.

Giai đoạn 5 (18/6/2007 – 20/12/2008) : Lúc đầu, thị trường có xu hướng hồi phục, VN-Index đã đạt mức 575 điểm vào ngày 27/8/2008 (tăng 55%), tuy nhiên sau đó thị trường lại tiếp tục giảm và đóng cửa ở mức 316 điểm vào ngày 30/12/2008 (giảm 45%).

Ta thấy chỉ số VN-Index vào thời điểm cuối năm 2008, thậm chí còn thấp hơn thời điểm tháng 9/2005, nhưng trong giai đoạn đó thị trường đã trải qua những đợt sóng rất lớn. Nếu xét trong thời gian trên, trung bình của VN-Index là 621 điểm , độ lệch chuẩn 276.

- **Diễn biến chỉ số HaSTC – Index :**

Chỉ số HaSTC được bắt đầu vào ngày 14/7/2005 với giá trị ban đầu là 100. Sau đó, HaSTC Index cũng có những biến động tương tự như chỉ số VN – Index. HaSTC đạt đến đỉnh cao nhất khoảng 450 điểm vào giữa tháng 3 năm 2007. Ngày 30/12/2008 HaSTC đóng cửa ở mức 105 điểm giảm 76.6% so với thời điểm đỉnh cao.

(Biểu đồ 2.2 : Diễn biến HaSTC – Index Phụ lục 4)

Mức độ biến động quá lớn của các chỉ số chứng khoán của Việt Nam, phản ánh đặc điểm rõ nét của một thị trường mới nổi với những cơ hội và rủi ro rất lớn.

2.1.1.2. Thị trường đấu giá phát hành cổ phiếu ra công chúng.

Năm 2007, là năm đầu tiên diễn ra các đợt cổ phần hoá DNNN là các tổng công ty trong danh sách các doanh nghiệp được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt cổ phần hoá. Có thể nói đây là năm của những đợt IPO lớn. Trong đó nổi bật là các đợt IPO của Tổng Công ty Bảo Hiểm Việt Nam, Tài Chính Dầu Khí (PVFC), Công ty Phân đạm và hoá chất Dầu khí (DPM), Ngân hàng Ngoại Thương Việt Nam (VietComBank)....

(Bảng 2.3 : Một số đợt IPO tiêu biểu - Phụ lục 4).

Ngoài các đợt IPO nổi bật nêu trên, trong năm 2007 hoạt động đấu giá cổ phần tại HOSE và HaSTC cũng diễn ra rất sôi nổi. Riêng tại HaSTC đã tới 53 đợt đấu giá, tổng giá trị cổ phiếu trúng thầu lên đến hơn 14.600 tỷ đồng. Năm 2007, HOSE đã tổ chức 69 đợt phát hành cổ phiếu với tổng giá trị cổ phiếu trúng thầu xấp xỉ 26.000 tỷ đồng. Không chỉ có các đợt đấu giá phát hành lần đầu, các công ty niêm yết cũng nhận nhiệm vụ phát hành tăng vốn bằng các phương thức như phát hành ra công chúng thông qua đấu giá, phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu và phát hành cho các đối tác chiến lược, phát hành cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu.... Năm 2007, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã cấp giấy phép cho 179 doanh nghiệp phát hành 2,46 tỉ cổ phiếu ra công chúng, tương ứng với 48.000 tỉ đồng, nhiều gấp 25 lần so với năm 2006. Có thể nói, đây chính là “ thời điểm vàng ” để huy động vốn. Nhiều công ty đã tận dụng thời điểm này để phát hành cổ phiếu với giá cao, thu về thặng dư vốn lớn cho công ty. Tuy nhiên, việc

phát hành cổ phiếu quá nhiều cũng có những mặt trái. Thị trường bị khai thác quá mức, các đợt IPO dồn dập liên tục trong thời gian ngắn, các công ty liên tục phát hành cổ phiếu dưới nhiều hình thức khác nhau, đây cũng chính là một trong những nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm của thị trường.

Năm 2008 tiếp tục với các đợt IPO của một số công ty như : Tổng Công ty Bia-Rượu-Nước giải khát Hà Nội (HABECO), Tổng Công ty Bia-Rượu-Nước giải khát Sài Gòn (SABECO), Ngân hàng Công Thương Việt Nam (VietInBank)... Tuy nhiên có thể nói cùng với sự suy giảm của thị trường niêm yết, thị trường phát hành cũng rơi vào giai đoạn thoái trào. Theo thống kê của HaSTC, năm 2008 tại trung tâm chỉ có 29 phiên đấu giá được tổ chức, tổng số cổ phần bán được cũng chỉ là 42,94 triệu cổ phần, đạt khoảng 42,7% tổng số lượng chào bán, tổng giá trị cổ phần bán được đạt 1.038 tỷ đồng (bằng 7% so với năm 2007). Năm 2008, HOSE cũng chỉ tổ chức được 29 đợt đấu giá với tổng giá trị cổ phần chào bán là 6.000 tỷ (bằng 23% so với năm 2007).

Theo phương án đổi mới và sắp xếp DNNN mà Chính Phủ trình tại kỳ họp thứ 10 Quốc Hội Khoá XI, đến hết năm 2010, sẽ cổ phần hóa khoảng 1.500 doanh nghiệp và đến cuối năm 2010 cả nước sẽ chỉ còn lại 554 doanh nghiệp 100% vốn nhà nước, trong đó 26 tập đoàn, tổng công ty quy mô lớn; 178 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực an ninh, quốc phòng, sản xuất, cung ứng sản phẩm, dịch vụ thiết yếu; 200 nông, lâm trường; 150 doanh nghiệp thành viên các tập đoàn, tổng công ty nhà nước. Danh sách các doanh nghiệp tiếp tục thực hiện cổ phần hóa sẽ có các doanh nghiệp như: Công ty thông tin di động (Mobifone), Công ty dịch vụ viễn thông (Vinaphone), Công ty Viễn Thông Quân Đội (Viettel), Ngân hàng Đầu tư & Phát triển Việt Nam (BIDV), Ngân hàng Phát triển nhà ĐBSCL (MHB), Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (Agribank), Tổng công ty Dệt may (Vinatex).

Bên cạnh tiến trình cổ phần hoá các DNNN sẽ là một làn sóng thứ hai không kém phần mạnh mẽ đó là quá trình cổ phần hoá và đại chúng hoá các công ty có nguồn gốc tư nhân và các công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp 100% vốn nhà nước, quá trình thoái vốn tại các công ty đã hoàn thành cổ phần hóa; xu hướng cổ phần hóa và đại chúng hóa các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, các doanh nghiệp ngoài quốc doanh... sẽ tiếp tục tạo nguồn cung dồi dào trên thị trường phát hành.

2.1.1.3. Thị trường cổ phiếu chưa niêm yết

Thị trường giao dịch cổ phiếu của các công ty đại chúng chưa được niêm yết tại HOSE và HaSTC thông thường còn được các nhà đầu tư tại Việt Nam gọi chung là thị trường OTC. Hiện tại chưa có thống kê nào chính thức về quy mô của thị trường này. Tuy nhiên, có thể nói thị trường cổ phiếu chưa niêm yết hiện tại có quy mô lớn hơn so với thị trường niêm yết. Tính đến tháng 7/2008 số lượng công ty đủ điều kiện là công ty đại

chúng đăng ký với UBCKNN đã lên đến gần 1000 công ty. Theo thống kê từ các công ty chứng khoán có dịch vụ môi giới cổ phiếu chưa niêm yết khá phát triển như SSI, VN – Direct, ACBS.... tổng giá trị vốn hóa của khoảng 50 loại cổ phiếu thường xuyên giao dịch trên thị trường này đã lên đến gần 150.000 tỷ đồng xấp xỉ giá trị vốn hóa các cổ phiếu đang niêm yết tại HOSE. Thị trường cổ phiếu chưa niêm yết vẫn còn khá nhiều loại cổ phiếu đáng chú ý như: nhóm cổ phiếu ngân hàng (Vietcombank – giá trị vốn hóa 37.000 tỷ đồng, Vietinbank – 22.000 tỷ đồng, Đông Á, Techcombank, Quân Đội, Eximbank, Phương Nam, VIB, VP Bank....); Bảo Việt – giá trị vốn hóa 13.000 tỷ đồng; Sabeco – giá trị vốn hóa 19.000 tỷ đồng và nhiều cổ phiếu khác thuộc các nhóm ngành chứng khoán, dược, cao su, gỗ, xây dựng, dầu khí, thủy sản

Quy mô của thị trường này có xu hướng biến động liên tục, quy mô thị trường tăng khi có các công ty hoàn thành phát hành cổ phiếu ra công chúng trở thành công ty đại chúng và giảm khi có các công ty thực hiện việc niêm yết tại HOSE và HaSTC. Đã từng có những thời điểm thị trường cổ phiếu chưa niêm yết rất sôi động. Tuy nhiên, khi thị trường niêm yết sụt giảm kéo dài đã kéo theo thị trường chưa niêm yết cũng bị đóng băng. Giá các cổ phiếu và quy mô giao dịch của thị trường đều bị sụt giảm nghiêm trọng.

Thị trường cổ phiếu chưa niêm yết thường có nhiều rủi ro hơn cho các nhà đầu tư do tính thanh khoản kém, mức độ minh bạch thông tin thấp. Theo quy định mới của Luật chứng khoán về quản lý các công ty đại chúng, trong đó các công ty đại chúng có nghĩa vụ đăng ký và lưu ký chứng khoán, nghĩa vụ công bố thông tin. Đồng thời các công ty chứng khoán hiện cũng đang đẩy mạnh việc cung cấp dịch vụ quản lý sổ cổ đông và môi giới trên thị trường cổ phiếu chưa niêm yết. Đó là những yếu tố hứa hẹn làm cho thị trường cổ phiếu chưa niêm yết sẽ được quản lý chặt chẽ, minh bạch về thông tin, có tính thanh khoản cao hơn và giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư khi tham gia trên thị trường này.

Như vậy TTCK Việt Nam nói chung và thị trường niêm yết nói riêng đã trải qua những đợt sụt giảm nghiêm trọng. Tuy nhiên, có thể thấy mức độ giảm giá cổ phiếu nhiều hơn mức độ sụt giảm lợi nhuận của các công ty, thị trường đã phản ánh những khó khăn của nền kinh tế vĩ mô và của các công ty. Các hệ số bình quân của các công ty trên thị trường hiện ở mức khá thấp phù hợp với quan điểm đầu tư theo giá trị. Theo số liệu vào ngày 06/03/2009, hệ số P/E bình quân của 20 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường (ngoại trừ 2 cổ phiếu VIC và VPL) là 8.25, hệ số P/B bình quân là 1.64 thấp hơn rất nhiều so với thời điểm 1 năm trước đó.

(Bảng 2.4 : 20 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất tại HOSE và HaSTC (ngày cập nhật 06/3/2009) - Phụ lục 4.)

Nhìn chung, tỷ trọng giá trị vốn hoá thị trường trên GDP của Việt Nam còn khá thấp so với các nước trong khu vực. Đề án phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010 và

tầm nhìn đến năm 2020 được Thủ tướng chính phủ phê duyệt đã đặt mục tiêu: Phần đầu đến năm 2010 giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP. Mục tiêu này được thực hiện thông qua các chiến lược như: Đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá các doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước, tập đoàn kinh tế và các ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên thị trường chứng khoán; thực hiện việc niêm yết đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện; đồng thời tiến hành rà soát, thực hiện việc bán tiếp phần vốn của Nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán....

Với các mục tiêu và chiến lược của Chính phủ, sự phát triển mạnh mẽ của các công ty đại chúng từ khu vực kinh tế tư nhân cùng với sự hồi phục của thị trường khi nền kinh tế trong nước và thế giới vượt qua giai đoạn khó khăn chắc chắn thị trường sẽ còn tiếp tục có sự tăng trưởng mạnh mẽ và tạo nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn trong tương lai.

2.1.2. Đầu tư trái phiếu :

2.1.2.1. Thị trường phát hành trái phiếu :

❖ Trái phiếu chính phủ:

Theo nghị định số 141/2003/NĐ-CP, trái phiếu Chính phủ (TPCP) bao gồm các loại : tín phiếu Kho bạc, trái phiếu Kho bạc, trái phiếu công trình trung ương, trái phiếu đầu tư, trái phiếu ngoại tệ, công trái xây dựng Tổ quốc. Tháng 06/2006, Bộ tài chính ra quyết định 2276/QĐ-BTC quy định: toàn bộ hoạt động đấu thầu TPCP qua thị trường chứng khoán tập trung sẽ được thực hiện tại HaSTC và sau đó được niêm yết và giao dịch trên HaSTC.

(Bảng 2.5 : Đấu thầu phát hành TPCP tại HaSTC giai đoạn 2006 – 2008 Phụ lục 4)

Trong hoạt động đấu thầu TPCP, năm 2008 HaSTC đã tổ chức được 44 đợt đấu thầu trái phiếu, huy động được 7.008 tỷ đồng trên 31.700 tỷ gọi thầu, đạt 22,1% kế hoạch gọi thầu, bằng 36,9% tổng huy động của năm 2007. Năm 2008, nhiều phiên đấu thầu không thành công, đặc biệt trong 6 tháng đầu năm 2008; nguyên do là liên quan đến chính sách tiền tệ thắt chặt và lạm phát. Như vậy trong 3 năm hoạt động, HaSTC đã tổ chức được 108 đợt đấu thầu với tổng giá trị trái phiếu phát hành lên tới hơn 30.000 tỷ VND (xấp xỉ 1.8 tỷ USD).

Trước khi nhiệm vụ đấu thầu TPCP được chuyển sang HaSTC, trong giai đoạn từ năm 2000 đến ngày 30/6/2006, TTGDCK TP.HCM đã tổ chức 74 đợt đấu thầu TPCP do Kho Bạc Nhà Nước phát hành thành công với khối lượng TPCP trúng thầu là 10.578 tỷ đồng, tổ chức 18 đợt đấu thầu TPCP do Quỹ Hỗ trợ phát triển nay là Ngân hàng Phát triển Việt Nam phát hành thành công với tổng khối lượng trúng thầu là 1.199 tỷ đồng.

Ngoài phương thức phát hành thông qua đấu thầu tại thị trường chứng khoán tập trung. Phát hành trái phiếu thông qua phương thức bảo lãnh phát hành cũng chiếm một tỷ lệ lớn. Trong thời gian từ năm 2000 đến tháng 9/2007 đã có 333 đợt phát hành trái phiếu chính phủ do cả Kho bạc nhà nước và quỹ hỗ trợ phát triển theo phương thức bảo lãnh phát hành với tổng giá trị lên tới gần 84.000 tỷ (xấp xỉ 5 tỷ USD).

(Bảng 2.6 : Tình hình bội chi ngân sách nhà nước Phụ lục 4)

Trong thời gian tới thị trường đấu thầu phát hành trái phiếu chính phủ chắc chắn sẽ còn tiếp tục gia tăng quy mô. Ta thấy trong thời gian qua tỷ lệ bội chi ngân sách trên GDP thông thường là 5%. Do đó nhu cầu phát hành TPCP để đáp ứng cho bù đắp bội chi ngân sách trên cơ sở dự toán ngân sách hàng năm được Quốc hội phê chuẩn là rất lớn. Ngoài ra, nhu cầu huy động vốn đầu tư phát triển kinh tế xã hội đặc biệt là nhu cầu huy động vốn để xây dựng các công trình giao thông, thủy lợi quan trọng của đất nước cũng rất lớn.

❖ **Trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp:**

Theo nghị định số 141/2003/NĐ-CP, trái phiếu chính quyền địa phương là loại trái phiếu đầu tư có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh uỷ quyền cho Kho bạc Nhà nước hoặc tổ chức tài chính, tín dụng trên địa bàn phát hành, nhằm huy động vốn cho các dự án, công trình thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách địa phương, đã ghi trong kế hoạch nhưng chưa được bố trí vốn ngân sách trong năm. Hiện nay mới chỉ có một số ít các địa phương như Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Hải Phòng phát hành trái phiếu chính quyền địa phương (còn gọi là trái phiếu đô thị) để huy động vốn. Trong đó đặc biệt là TP.HCM, HOSE và gần đây là HaSTC đã tổ chức nhiều đợt đấu thầu trái phiếu đô thị do Quỹ Đầu Tư Phát Triển Đô Thị TP.HCM (HIFU) phát hành. Giai đoạn 2003 – 2007, TP. Hồ Chí Minh đã huy động được gần 10. 000 tỷ đồng thông qua các đợt phát hành trái phiếu đô thị. Đầu năm 2009, Thủ tướng Chính Phủ đã đồng ý cho UBND thành phố Hồ Chí Minh phát hành 20.000 tỷ đồng trái phiếu đô thị.

Cho tới nay, các doanh nghiệp phát hành trái phiếu để huy động vốn chủ yếu là các tập đoàn kinh tế lớn của nhà nước như PetroVietnam, Tổng công ty cao su, Vinashin, Electric Vietnam Corporation (EVN), Lilama, Vietnam Steel Corporation, Vilexim, Tổng Công ty cổ phần xây dựng điện Việt nam, Tổng công ty Sông Đà, Vinaconex... Một số tổ chức tín dụng cũng đã phát hành trái phiếu và trái phiếu chuyển đổi (Ngân hàng TMCP Á Châu, Ngân hàng Ngoại Thương Việt Nam, Ngân hàng TMCP Quân Đội, Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam, Ngân hàng TMCP Sài Gòn..). Số lượng các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế đặc biệt là các công ty niêm yết huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu là không đáng kể. Ngoại trừ một số ít công ty như CTCP VinCom, CTCP Thủy sản Minh Phú, Ngân hàng TMCP Á Châu... hầu như chưa có công ty niêm yết nào thực hiện việc phát hành trái phiếu để huy động vốn.

Nhìn chung, cơ cấu trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp trong thị trường trái phiếu Việt Nam còn rất khiêm tốn. Trên thị trường phát hành trái phiếu, trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm khoảng 6-8%, trái phiếu chính quyền địa phương chiếm khoảng 8- 10%, trong khi trái phiếu chính phủ chiếm đa số (80-83%).

2.1.2.2. Thị trường giao dịch trái phiếu :

(Bảng 2.7 : Quy mô niêm yết và giao dịch trái phiếu tại HaSTC 2005 -2008 Phụ lục 4)

Tháng 01/2008, Bộ tài chính ra quyết định số 86 /QĐ-BTC phê duyệt Đề án xây dựng thị trường giao dịch TPCP chuyên biệt. Ngày 02/06/2008, tổng cộng 275 loại TPCP có thời gian đáo hạn từ 6 tháng trở lên với tổng mệnh giá gần 43.300 tỉ đồng đang giao dịch tại HOSE được chuyển ra giao dịch tại HASTC. HASTC chính thức trở thành thị trường TPCP nói riêng và thị trường trái phiếu nói chung lớn nhất trên cả góc độ thị trường sơ cấp và thứ cấp. Tính đến ngày 31/12/2008, tại HASTC có 527 loại trái phiếu được niêm yết chủ yếu là trái phiếu chính phủ bao gồm hai loại trái phiếu do Kho bạc Nhà nước phát hành và trái phiếu do Ngân hàng Phát triển Việt Nam phát hành với tổng giá trị niêm yết lên tới 164.259 tỷ. Nhìn vào số liệu thống kê ta thấy, giá trị niêm yết trái phiếu tại HASTC cũng tăng nhanh qua các năm (năm 2007 gấp 4 lần so với 2006, năm 2008 gấp 2.5 lần so với 2007). Về giao dịch trái phiếu, tính đến 31/12/2008, tổng khối lượng giao dịch đạt 1.992 triệu trái phiếu, với giá trị 189.108 tỷ đồng (tương đương 11,8 tỷ USD), gấp 2.4 lần so với tổng giá trị giao dịch trái phiếu của cả năm 2007. Giá trị giao dịch bình quân phiên đạt 762,5 tỷ đồng. Sự gia tăng quy mô niêm yết và giá trị giao dịch trái phiếu tại HASTC năm 2008 chủ yếu là do chiến lược phát triển thị trường trái phiếu chuyên biệt cụ thể là việc chuyển 275 loại trái phiếu chính phủ có thời gian đáo hạn từ 6 tháng đang giao dịch tại HOSE được chuyển ra giao dịch tại HASTC.

Với chủ trương phát triển HASTC thành thị trường trái phiếu chuyên biệt, HOSE không còn là thị trường giao dịch trái phiếu quan trọng . Hiện tại, HOSE đang có 68 loại trái phiếu được niêm yết với giá trị niêm yết là 15.073 tỷ. Năm 2008, giá trị giao dịch trái phiếu tại HOSE đạt xấp xỉ 26.500 tỷ. Như vậy, tổng giá trị giao dịch trái phiếu năm 2008 tại HASTC và HOSE đạt khoảng 215.500 tỷ đồng (xấp xỉ 13,4 tỷ USD) lớn hơn so với giá trị giao dịch cổ phiếu. Thị trường trái phiếu có những bước phát triển đáng kể về quy mô niêm yết và giá trị giao dịch, trở thành kênh đầu tư quan trọng đặc biệt là đối với các nhà đầu tư tổ chức.

(Biểu đồ 2.3: Biến động lợi tức trái phiếu năm 2008 Phụ lục 4)

Năm 2008, thị trường giao dịch trái phiếu thực sự dành được nhiều sự quan tâm của giới đầu tư, điều đó thể hiện qua sự gia tăng tổng khối lượng và giá trị giao dịch như đã nêu ở trên. Những biến động của môi trường kinh tế vĩ mô, những thay đổi trong chính

sách tiền tệ và lãi suất đã làm cho lợi suất và giá trái phiếu có sự dao động rất lớn trong năm 2008. Lợi suất bình quân của TPCP thời hạn 5 năm giao dịch tại HaSTC đã tăng từ khoảng 9% -10% vào tháng 1 năm 2008 lên đến mức 19% - 20% vào tháng 6 năm 2008, sau đó lại quay trở lại mức 9%-10% vào thời điểm cuối năm. Giá bình quân của các trái phiếu đã giảm khoảng 25-30% sau đó lại tăng trở lại mức cũ. Sự biến động bất ngờ với biên độ lớn của giá trái phiếu đã làm cho các nhà đầu tư chú ý đến hình thức đầu tư này hơn.

Mặc dù thị trường trái phiếu đã có những bước phát triển đáng kể trong thời gian qua. Nhưng có thể thấy thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn rất đơn điệu. Tính đến cuối năm 2008, tại HaSTC và HOSE có khoảng gần 600 trái phiếu được niêm yết. Trong đó chỉ có 13 trái phiếu doanh nghiệp (trái phiếu của Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam, Tập đoàn Điện lực, công ty Phát triển đường cao tốc Việt Nam) chiếm 2.2% ; có 64 loại trái phiếu chính quyền địa phương (Hà Nội 4, Đồng Nai 3, TP.Hồ Chí Minh 57) chiếm khoảng 9.5%.)

Sự thiếu vắng các tổ chức cung cấp dịch vụ liên quan như : các nhà bảo lãnh phát hành trái phiếu chuyên nghiệp, các nhà môi giới trái phiếu, nhà tạo lập thị trường ... đã cản trở sự phát triển và tính thanh khoản của thị trường trái phiếu. Thị trường trái phiếu vẫn chủ yếu là sân chơi của các nhà đầu tư tổ chức như : ngân hàng tương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty tài chính... Nhà đầu tư cá nhân hầu như hoàn toàn vắng bóng trên thị trường này. Quy mô giao dịch, sự thiếu hụt thông tin, kiến thức và kinh nghiệm giao dịch trái phiếu chính là những rào cản chủ yếu của các nhà đầu tư cá nhân. Đồng thời, tại Việt Nam chưa tồn tại các quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng, dịch vụ QLDMĐT của các CTQLQ cũng còn kém phát triển chính là những rào cản hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư cá nhân vào thị trường trái phiếu.

Trong khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn kém phát triển, Việt Nam hầu như hoàn toàn chưa có thị trường các công cụ nợ có nguồn gốc chứng khoán hóa đặc biệt là thị trường các công cụ có nguồn gốc từ các khoản vay bất động sản (Mortgage Backed Securities – MBS). Đây là một bộ phận rất quan trọng của thị trường các công cụ đầu tư có lợi suất cố định.

2.2. NHẬN DIỆN HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN TTCK VIỆT NAM:

2.2.1. Quy mô nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam:

Biểu đồ 2.8: Số lượng tài khoản của các nhà đầu tư chứng khoán qua các năm

Chỉ tiêu	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Số TK mở tại các CTCK	5,850	11,950	16,000	21,616	31,316	86,184	327,000	531,530
Số TK của các NĐT trong nước	5,850	11,950	15,915	21,416	30,880	79,184	319,100	518,630
Số TK của các NĐT nước ngoài	0	0	85	200	436	7,000	7,900	12,900
Số TK của NĐT tổ chức trong nước (*)	15	59	166	214	340	950	4,787	9,854
Số TK của NĐT cá nhân trong nước (*)	5,835	11,891	15,749	21,202	30,540	78,234	314,314	508,776
% tăng trưởng TK NĐT cá nhân		103.79%	32.45%	34.62%	44.04%	156.17%	301.76%	61.87%

(*) Số liệu ước tính

(Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo thường niên 2008 của HOSE, Bản cáo bạch và báo cáo thường niên các năm của SSI, BVSC, KLS)

Số liệu về tình hình mở tài khoản của nhà đầu tư trong và ngoài nước từ năm 2001 đến năm 2008 cho thấy số lượng tài khoản của các nhà đầu tư đã tăng đáng kể qua các năm. Năm 2001, tổng số tài khoản mở tại các CTCK mới chỉ chưa đầy 6000 tài khoản, đến cuối năm 2008 con số này đã trên 530.000. Đặc biệt là các năm 2006 và 2007, trong giai đoạn phát triển bùng nổ của thị trường, một số lượng lớn các nhà đầu tư mới đã gia nhập thị trường. Đến cuối năm 2007, số lượng tài khoản đã lên tới hơn 320.000 tài khoản (gấp 3.7 lần so với số tài khoản năm 2006). Năm 2008, số lượng tài khoản tiếp tục tăng đến 61% so với năm 2007, với hơn 200.000 tài khoản mới được mở. Qua các năm số lượng tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài cũng tăng lên đáng kể, tuy nhiên xét về tỉ trọng thì số lượng tài khoản của nhà đầu tư trong nước vẫn chiếm một tỉ lệ lớn hơn nhiều so với nhà đầu tư nước ngoài, số tài khoản của các nhà đầu tư nước ngoài thường chỉ chiếm khoảng 2-3% tổng số tài khoản được mở.

Thông kê qua các năm cho thấy, đa số tài khoản giao dịch chứng khoán được mở tại các CTCK là của các nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức chiếm một tỉ lệ rất nhỏ. Tỉ lệ số lượng tài khoản của nhà đầu tư tổ chức/tổng số tài khoản qua các năm thường chỉ chiếm khoảng 1-2%, tài khoản của nhà đầu tư cá nhân chiếm đến 98-99% tổng số tài khoản. Giá trị giao dịch của các nhà đầu tư cá nhân cũng chiếm khoảng hơn 70% tổng giá trị giao dịch của toàn bộ thị trường. Các số liệu trên cũng đã phần nào cho thấy sự gia tăng mạnh mẽ của số lượng nhà đầu tư cá nhân trên thị trường. TTCK đã thực sự trở thành một trong những kênh đầu tư quan trọng nhất, thu hút sự quan tâm của đông đảo các nhà đầu tư cá nhân.

Năm 2008, lần đầu tiên GDP bình quân đầu người của Việt Nam đã vượt 1000 USD/ năm. Thu nhập bình quân đầu người tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh cao hơn so với mức trung bình của cả nước, xấp xỉ 2000 – 2500 USD/năm. Trong xã hội bắt đầu xuất hiện những người có thu nhập và sự tích lũy tài sản lớn, tầng lớp trung lưu có tuổi đời trung bình tương đối thấp tại các đô thị cũng dần dần hình thành. Sự xuất hiện của tầng lớp trung lưu trẻ tuổi, có trình độ học vấn, sự phổ cập nhanh chóng của các kiến thức về tài chính, chứng khoán chính là động lực quan trọng phát triển các

nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán từ đó thúc đẩy sự phát triển của thị trường dịch vụ chứng khoán nói chung và dịch vụ QLDMĐT nói riêng.

2.2.2. Tình hình hoạt động của nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam :

Cùng với sự phát triển của TTCK Việt Nam, quy mô nhà đầu tư cá nhân cũng đã gia tăng nhanh chóng trong thời gian qua. Để phần nào đánh giá một cách khách quan về tình hình hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam, trong khuôn khổ luận văn, tác giả đã tiến hành khảo sát 200 nhà đầu tư cá nhân và phỏng vấn một số nhân viên môi giới, trưởng phòng môi giới của các CTCK Rồng Việt, CTCK Ngân hàng Công Thương, CTCK KimEng, CTCK SME, CTCK Bảo Việt... Dù khảo sát còn ở quy mô nhỏ, có thể chưa đạt yêu cầu về độ lớn của mẫu thống kê nhưng phần nào nó cũng cho chúng ta một số thông tin nhằm đánh giá về tình trạng của nhà đầu tư cá nhân tại TTCK Việt Nam. (Phụ lục 2 : Kết quả khảo sát nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam)

❖ Kinh nghiệm đầu tư:

Theo kết quả khảo sát, chỉ có 3.3% nhà đầu tư đã tham gia thị trường trên 5 năm, 13.3% đã tham gia thị trường từ 3-5 năm, còn lại 43.3% nhà đầu tư tham gia thị trường từ 1-3 năm và 40% tham gia dưới 1 năm. Các con số thống kê về tài khoản đầu tư cũng cho thấy 45.3% số tài khoản được mở trong năm 2007, 38.4% số tài khoản được mở trong năm 2008. Như vậy phần lớn nhà đầu tư cá nhân có thời gian tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán chưa đầy 2 năm. Trong thời gian ngắn, hầu hết nhà đầu tư chưa kịp hình thành các kỹ năng phân tích đánh giá, chưa có nhiều kinh nghiệm trong giao dịch và quản lý đầu tư, chưa thể có được những phán đoán và cảm nhận chính xác về các diễn biến của thị trường. Thiếu kinh nghiệm là một trong những khó khăn chủ yếu của nhà đầu tư cá nhân.

❖ Mức độ chuyên nghiệp và quy mô đầu tư :

Trong giai đoạn 2000 – 2005, thị trường giao dịch còn kém sôi động, lượng nhà đầu tư tham gia ít, số tài khoản cá nhân được mở đến giai đoạn này chỉ khoảng 30.000, số tài khoản thường xuyên giao dịch chắc chắn còn ít hơn nhiều. Những NĐT tham gia vào thời điểm này đa phần là những người có kiến thức về tài chính như nhân viên của các ngân hàng, công ty chứng khoán, các tổ chức tài chính, những người đã học và nghiên cứu về tài chính chứng khoán. Giai đoạn 2006 cho đến nay, với sự phát triển bùng nổ của TTCK, số lượng nhà đầu tư tăng lên nhanh chóng, nếu xét về nghề nghiệp hay tầng lớp chúng ta có thể thấy sự đa dạng trong việc xuất thân của nhà đầu tư cá nhân Việt Nam. Có thể phân loại nhà đầu tư cá nhân Việt Nam thành các nhóm chính như sau:

- Nhóm nhà đầu tư làm việc trong các tổ chức tài chính như ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty bảo hiểm... Đây là nhóm nhà đầu tư có kiến

thức về tài chính chứng khoán, có khả năng phân tích, đồng thời môi trường làm việc cho phép họ thuận lợi trong việc tiếp cận thông tin. Hiện tại nhóm này chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng số các nhà đầu tư.

- Nhóm nhà đầu tư là những người làm việc trong các doanh nghiệp trong và ngoài nước, cơ quan nhà nước, tổ chức phi chính phủ... Nhóm nhà đầu tư này thường đầu tư bằng nguồn tiền để dành và tiết kiệm của mình. Công việc chuyên môn hàng ngày không cho phép họ dành nhiều thời gian để đến các sàn giao dịch hay nghiên cứu các thông tin về thị trường. Kênh tiếp cận thông tin chủ yếu là mạng internet, chia sẻ thông tin từ bạn bè đồng nghiệp. Đối với nhóm nhà đầu tư này hình thức giao dịch phổ biến nhất là giao dịch qua mạng và qua điện thoại.
- Nhóm nhà đầu tư là những người kinh doanh, bao gồm các thành phần như chủ doanh nghiệp, người kinh doanh bất động sản, người kinh doanh tự do... Đây là nhóm nhà đầu tư cá nhân đóng vai trò rất quan trọng trên thị trường hiện nay. Không bị ràng buộc thời gian trong công việc, các nhà đầu tư này có thể dành nhiều thời gian đến các sàn giao dịch và nghiên cứu thông tin về thị trường, thông tin về các loại chứng khoán. Nhóm nhà đầu tư này có quy mô tài sản đầu tư trên thị trường tương đối lớn. Điểm nổi bật là họ có khả năng huy động vốn và điều chuyển vốn rất nhanh. Nguồn vốn có thể được điều chuyển nhanh chóng từ các công việc kinh doanh riêng, bất động sản, vàng... sang chứng khoán và ngược lại.
- Nhóm khác, bao gồm nhà đầu tư thuộc các thành phần như sinh viên, nội trợ, buôn bán nhỏ, những người làm nghề tự do... Đây là nhóm nhà đầu tư có quy mô đầu tư tương đối nhỏ, gặp nhiều hạn chế về kiến thức, khả năng phân tích đánh giá.

Như vậy, ngoại trừ các nhà đầu tư làm việc tại các tổ chức tài chính vốn có lợi thế từ chính công việc chuyên môn của mình và một phần nhỏ các nhà đầu tư coi đầu tư chứng khoán như một nghề thực sự, có định hướng rõ ràng trong việc nghiên cứu học hỏi các kiến thức tài chính chứng khoán, trau dồi và hình thành các kỹ năng đầu tư chuyên nghiệp, dành nhiều thời gian cho việc thu thập thông tin, phân tích đánh giá để phục vụ cho hoạt động đầu tư chứng khoán. Tính chuyên nghiệp của phần lớn nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam còn tương đối thấp. Thời gian dành cho việc học hỏi kiến thức, nghiên cứu và phân tích không nhiều. Điều này sẽ là một khó khăn đáng kể khi thị trường ngày càng trở nên phức tạp và đòi hỏi tính chuyên nghiệp cao hơn.

Xét về quy mô tài sản đầu tư trên thị trường, trong các nhà đầu tư thường xuyên giao dịch phổ biến nhất là nhóm nhà đầu tư có quy mô tài sản đầu tư trên thị trường từ vài trăm triệu đến 1 tỷ đồng chiếm khoảng 60 - 65%. Nhóm nhà đầu tư có quy mô tài sản đầu tư trên thị trường từ 1 đến 2 tỷ đồng chiếm khoảng 15 -20%, nhóm từ 2 đến 5 tỷ đồng chiếm

khoảng 10%, nhóm từ 5 đến 10 tỷ chiếm khoảng 5%, nhóm trên 10 tỷ đồng chiếm dưới 1%.

❖ **Danh mục đầu tư của nhà đầu tư cá nhân:**

Trong DMĐT bình quân của các nhà đầu tư cá nhân được khảo sát, cổ phiếu niêm yết chiếm tỷ trọng lớn nhất với 72.02%, cổ phiếu OTC 15.59%, tiền gửi ngân hàng 11.43%, trái phiếu chính phủ 0.96%, trái phiếu doanh nghiệp 0%. Không có sự khác biệt đáng kể trong cơ cấu phân bổ tài sản của các nhà đầu tư có quy mô đầu tư khác nhau và thuộc các lứa tuổi khác nhau. Như vậy, trên thị trường tài chính, nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam chủ yếu nắm giữ hoặc cổ phiếu hoặc tiền gửi ngân hàng, việc đầu tư vào trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp của nhà đầu tư cá nhân là cực kỳ hạn chế. Hầu hết các nhà đầu tư chưa có kế hoạch tài chính tổng thể, chưa xác định được vị trí của DMĐT chứng khoán trong kế hoạch tài chính tổng thể của mình. Nhiều nhà đầu tư không xác định các yếu tố của mục tiêu đầu tư như: lợi nhuận kỳ vọng, giới hạn thua lỗ trước khi tiến hành đầu tư. Quan điểm chủ đạo của phần lớn nhà đầu tư cá nhân là đầu tư ngắn hạn, nhà đầu tư cá nhân còn thiếu tầm nhìn dài hạn, chưa có các phương pháp và chiến lược đầu tư rõ ràng.

❖ **Kiến thức và phương pháp đầu tư :**

Theo kết quả khảo sát, các phương pháp phân tích đầu tư được các nhà đầu tư cá nhân sử dụng nhiều nhất bao gồm phân tích vĩ mô (22.4%), phân tích ngành – công ty (27.92%), phân tích kỹ thuật (19.81%), đầu tư theo tin đồn và tư vấn của người khác (27.92%), nhà đầu tư gần như không sử dụng đến mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại. Trong thời gian qua, trình độ của các nhà đầu tư đã được nâng cao một cách đáng kể, nhiều nhà đầu tư đã hoàn thiện hơn trong khả năng phân tích thông tin vĩ mô, phân tích thông tin về các thị trường chứng khoán chủ yếu trên thế giới. TTCK Việt Nam trong thời gian gần đây đã khá nhạy cảm với các thông tin vĩ mô và thông tin thị trường thế giới. Tuy nhiên kiến thức và khả năng phân tích của phần đông nhà đầu tư còn rất hạn chế, các khóa đào tạo chứng khoán ngắn hạn chưa thể lấp đầy khoảng trống này. Nhiều nhà đầu tư chưa am hiểu và sử dụng được các chỉ tiêu cơ bản nhất trong phân tích tài chính công ty, định giá chứng khoán và phân tích kỹ thuật. Nhà đầu tư cá nhân thường thiếu thông tin chính xác khi đầu tư. Hơn nữa, họ cũng gặp nhiều hạn chế trong việc đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp để quyết định đầu tư, việc định giá cổ phiếu gần như không được thực hiện.

Do thiếu khả năng phân tích và định giá, đầu tư theo tin đồn và mách bảo của người khác vẫn là một trong những phương pháp đầu tư phổ biến nhất của các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Theo thống kê, hệ số tương quan của các cặp cổ phiếu tại TTCK Việt Nam là tương đối lớn, các cổ phiếu thường “dàn hàng ngang” cùng tăng và

cùng giảm. Khi thị trường chứng khoán đi xuống trong giai đoạn vừa qua, nhiều cổ phiếu tốt, doanh nghiệp làm ăn hiệu quả cũng giảm mạnh như cổ phiếu của những công ty làm ăn kém hiệu quả. Điều đó cho thấy những hạn chế trong kiến thức và khả năng phân tích của phần đông nhà đầu tư cá nhân.

❖ **Kết quả đầu tư:**

Theo kết quả khảo sát, khoảng 42% nhà đầu tư cá nhân cho rằng có kết quả đầu tư tương đối khả quan, khoảng 28% nhà đầu tư cho rằng lời rất ít khi đầu tư trên thị trường chứng khoán và gần 30% nhà đầu tư cho rằng đã lỗ, trong đó có khoảng 8.5% nhà đầu tư cho rằng đã lỗ hơn 50%. Trên thực tế tỷ lệ nhà đầu tư bị thua lỗ trên thị trường có thể còn lớn hơn, bởi có khoảng hơn 80% số tài khoản mới được mở trong 2 năm 2007 – 2008, đây là giai đoạn mà thị trường sụt giảm rất mạnh.

❖ **Việc sử dụng các dịch vụ :**

Khoảng 85% nhà đầu tư cho biết họ chưa sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán của CTCK và dịch vụ QLDMĐT của công ty QLQ. Chủ yếu đã sử dụng dịch vụ dưới hình thức tư vấn trực tiếp của nhân viên môi giới chứng khoán hoặc các báo cáo phân tích nội bộ dành cho nhà đầu tư của các công ty chứng khoán. Rất ít nhà đầu tư đã sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư có trả phí và dịch vụ QLDMĐT. Điều này, cho thấy thị trường cho dịch vụ QLDMĐT còn rất rộng, chưa có nhiều nhà đầu tư sử dụng dịch vụ này do vậy cơ hội để các CTQLQ triển khai nghiệp vụ là rất lớn. Nhưng điều đó cũng có thể gây ra một số khó khăn bởi các nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam chưa có thói quen sử dụng các dịch vụ chứng khoán chuyên nghiệp như dịch vụ QLDMĐT.

Cùng với sự phát triển của TTCK, số lượng và quy mô nhà đầu tư cá nhân đã tăng lên nhanh chóng. Các nhà đầu tư cá nhân đang gặp nhiều khó khăn trên thị trường ngày càng khắc nghiệt và đòi hỏi tính chuyên nghiệp cao. Nhà đầu tư cá nhân rất cần sự hỗ trợ từ các dịch vụ chứng khoán chuyên nghiệp, đặc biệt là dịch vụ QLDMĐT.

2.3. THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG QUẢN LÝ DMĐT TẠI TTCK VIỆT NAM:

2.3.1. Thực trạng triển khai nghiệp vụ quản lý DMĐT giai đoạn trước khi Luật chứng khoán có hiệu lực thi hành.

Tại Việt Nam , cùng với sự phát triển của TTCK, nghiệp vụ QLDMĐT đầu tư cũng bắt đầu xuất hiện và phát triển thành một nghiệp vụ kinh doanh quan trọng trên TTCK. Theo nghị định 144/2003/NĐ-CP quy định về chứng khoán và thị trường chứng khoán, các nghiệp vụ kinh doanh chính của công ty chứng khoán bao gồm: Môi giới chứng khoán; Tự doanh chứng khoán; Quản lý danh mục đầu tư chứng khoán; Bảo lãnh phát hành chứng khoán; Tư vấn tài chính và đầu tư chứng khoán. Cũng theo nghị định

này mức vốn pháp định quy định đối với nghiệp vụ QLDMĐT chứng khoán là 3 tỷ đồng Việt Nam. Khi được thành lập, gần như tất cả các công ty chứng khoán đều có chức năng QLDMĐT, nhưng thời gian đầu do quy mô của thị trường nhỏ bé và chưa ổn định nên hầu như chưa công ty nào triển khai nghiệp vụ này. Từ năm 2002, công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), công ty chứng khoán Bảo Việt (BVSC), công ty chứng khoán Thăng Long (TSC) và công ty chứng khoán Ngân hàng Ngoại Thương (VCBS) đã bắt đầu triển khai nghiệp vụ QLDMĐT. Hình thức chủ yếu là ủy thác đầu tư, tức là nhận tiền gửi của người ủy thác và thay họ tính toán, quyết định đầu tư vào các cổ phiếu và trái phiếu được niêm yết. Sang năm 2004, nghiệp vụ này tiếp tục được phát triển với sự tham gia của các công ty như : Công ty chứng khoán ngân hàng Á Châu (ACBS), công ty chứng khoán Ngân hàng công thương (IBS).

Trong các công ty chứng khoán đã triển khai nghiệp vụ QLDMĐT đáng chú ý nhất là nghiệp vụ QLDMĐT của CTCK Ngân hàng Ngoại Thương và CTCK Ngân hàng Công Thương.

(Nghiệp vụ QLDMĐT của CTCK Ngân hàng Ngoại Thương (VCBS) và CTCK Ngân hàng Công thương (IBS) được trình bày tại Phụ lục 6)

Có thể nói, VCBS đã khá thành công với nghiệp vụ QLDMĐT xét trên góc độ quy mô tài sản quản lý và phí quản lý thu được. Tính đến thời điểm cuối năm 2006, quy mô tài sản ủy thác VCBS quản lý lên đến 171 tỷ đồng, phí quản lý thu được cũng cao hơn rất nhiều so với dự kiến. Mặc dù vậy, nhưng hoạt động QLDMĐT của VCBS nhìn chung chỉ gói gọn trong phạm vi phục vụ cho các tổ chức, còn đại bộ phận các nhà đầu tư cá nhân chưa biết đến. Trong tổng số 171 tỷ đồng tài sản ủy thác mà VCBS quản lý có tới 130 tỷ là tài sản ủy thác của 2 tổ chức, số lượng và quy mô tài sản ủy thác của nhà đầu tư cá nhân là không đáng kể. Sản phẩm BESTFIT Investment của IBS có phần hướng đến nhà đầu tư cá nhân nhiều hơn với số tiền ủy thác tối thiểu là 50 triệu đồng. Tính đến cuối quý III năm 2006, tổng tài sản ủy thác đạt xấp xỉ 185 tỷ đồng, với tổng số khách hàng đạt xấp xỉ 75 khách hàng. Mặc dù triển khai sau, nhưng CTCK Sài Gòn (SSI) cũng có được thành công với nghiệp vụ này. Cuối năm 2006, tổng tài sản ủy thác của công ty lên tới 341 tỷ đồng, doanh thu từ nghiệp vụ này là 60 tỷ đồng chiếm 18% doanh thu của công ty. Năm 2007, quy mô tài sản ủy thác của công ty là 403 tỷ đồng, tài sản ủy thác này đã được chuyển sang cho công ty quản lý quỹ SSI và được ghi nhận trong báo cáo tài chính hợp nhất của công ty.

Như vậy, có thể thấy trong giai đoạn này, nghiệp vụ QLDMĐT mới chỉ được triển khai tại một số công ty chứng khoán. Các CTCK chủ yếu mới chỉ triển khai nghiệp vụ này đối với khách hàng tổ chức đặc biệt là thực hiện quản lý DMĐT cho chính công ty – ngân hàng mẹ, nghiệp vụ này chưa thực sự thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư cá nhân. Tại hầu hết các công ty, nghiệp vụ QLDMĐT chưa phải là một nghiệp vụ thực

sự quan trọng, chưa có đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận như các nghiệp vụ môi giới, tự doanh.

2.3.2. Tình hình triển khai nghiệp vụ quản lý DMĐT giai đoạn sau khi Luật chứng khoán có hiệu lực thi hành

2.3.2.1. Cơ sở pháp lý:

Luật Chứng khoán có hiệu lực từ ngày 01/01/2007 đã thay thế nghị định 144/2003/NĐ-CP, Luật đã tạo ra một số thay đổi căn bản đối với nghiệp vụ QLDMĐT. Theo Luật chứng khoán và các văn bản hướng dẫn, CTCK không còn được thực hiện nghiệp vụ QLDMĐT, nghiệp vụ này được chuyển sang cho CTQLQ. Cùng với Luật Chứng Khoán, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP của Chính Phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, Bộ tài chính cũng đã ban hành Quyết định số 35/2007/QĐ-BTC ngày 15 tháng 5 năm 2007 về việc ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động của công ty quản lý quỹ. Đây là những văn bản điều chỉnh hoạt động của công ty quản lý quỹ nói chung và hoạt động QLDMĐT nói riêng. Trong đó đặc biệt là quyết định Số 35/2007/QĐ-BTC đã có những quy định về trách nhiệm, nghĩa vụ của CTQLQ và những quy định cụ thể khi thực hiện nghiệp vụ QLDMĐT.

(**Phụ lục số 7** : Những quy định pháp lý chủ yếu đối với nghiệp vụ QLDMĐT)

2.3.2.2. Hoạt động triển khai nghiệp vụ QLDMĐT của các công ty quản lý quỹ :

Tính đến thời điểm hiện tại đã có tới 46 CTQLQ được UBCKNN cấp phép hoạt động. (Phụ lục 8: Danh sách và sơ lược hoạt động của các công ty quản lý quỹ). Hầu như tất cả các công ty đều được phép thực hiện 2 nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư chứng khoán và quản lý DMĐT chứng khoán. Trong đó, có 6 công ty có quy mô vốn điều lệ nhỏ hơn 25 tỷ đồng (chiếm 13%), 34 công ty có vốn điều lệ từ 25 – 50 tỷ đồng (chiếm 74%), 1 công ty có vốn điều lệ từ trên 50 đến dưới 100 tỷ đồng (chiếm 2.1%) và 5 công ty có vốn điều lệ từ 100 tỷ đồng trở lên (chiếm 10.8%). Nếu căn cứ theo thời hạn được cấp phép và hoạt động, có 5 công ty được cấp phép từ tháng 12/2005 trở về trước (chiếm 10.8%), 10 công ty được cấp phép trong năm 2006 (chiếm 21.7%), 8 công ty được cấp phép trong năm 2007 (chiếm 17.4%) và 20 công ty được cấp phép trong giai đoạn 2008 – 2009 (chiếm 43.4%). Như vậy có thể thấy rằng, hầu hết các CTQLQ tại Việt Nam đều có quy mô vốn điều lệ tương đối nhỏ (87% các công ty có vốn điều lệ từ 50 tỷ đồng trở xuống), thời gian hoạt động và hoạt động rất khiêm tốn (61% các công ty hoạt động chưa đầy 2 năm).

Trong các CTQLQ hiện tại có một số công ty là các công ty con của các tổ chức tài chính có uy tín như Prudential, Manulife, Bảo Việt, Vietcombank, BIDV, Tài chính đầu khí, SSI, Ngân hàng TMCP Kỹ Thương, Ngân hàng Đông Á, Ngân hàng Á Châu... còn lại nhiều công ty khác cổ đông là các cá nhân, các tổ chức kinh tế không phải là các tổ chức tài chính hoặc cổ đông là các tổ chức tài chính chỉ nắm giữ tỷ lệ nhỏ. Các công ty này

không được thừa hưởng thương hiệu và uy tín trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng của công ty mẹ. Tình hình triển khai nghiệp vụ của các công ty cụ thể như sau:

Nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư : Hiện tại, có 13 CTQLQ (chiếm 28%) đã triển khai được nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư. Tổng số quỹ đầu tư mà các công ty đang quản lý là 20 quỹ, tổng quy mô vốn điều lệ của các quỹ là 13.173 tỷ đồng. Trong đó, có 4 quỹ đại chúng là : VF1, VF4 (do công ty liên doanh QLQ Việt Nam quản lý); Quỹ tăng trưởng Manulife (MAFPF1 – do công ty QLQ Manulife quản lý) ; Quỹ cân bằng Prudential (PruBF1 – do công ty QLQ) Prudential quản lý). Tổng quy mô vốn điều lệ của các quỹ đại chúng là 2520 tỷ đồng (chiếm 19% tổng quy mô vốn điều lệ của các quỹ). Còn lại có 16 quỹ thành viên với tổng vốn điều lệ là 10.653 tỷ đồng (chiếm 81% tổng quy mô vốn điều lệ của các quỹ).

Nghiệp vụ QLDMĐT : Hiện tại mới chỉ có 8 CTQLQ công bố về việc triển khai nghiệp vụ QLDMĐT trên các kênh thông tin chính thức như SSI, Bảo Việt, Bông Sen, An Phúc, Tài Chính Dầu Khí, FPT, VFM, Bản Việt... Các công ty còn lại hoặc là chưa triển khai nghiệp vụ này hoặc chưa công bố thông tin một cách chính thức về nghiệp vụ này. Hơn nữa ngay cả các công ty đã triển khai nghiệp vụ QLDMĐT thì nghiệp vụ này chủ yếu mới chỉ thực hiện cho khách hàng là tổ chức hoặc khách hàng nước ngoài. Việc triển khai cho khách hàng cá nhân còn rất hạn chế, các công ty gần như chưa xây dựng được những sản phẩm QLDMĐT cụ thể và thực hiện các chiến lược thị trường nhằm cung cấp sản phẩm này đến các nhà đầu tư cá nhân.

Nhìn chung, do phần lớn các CTQLQ đều mới đi vào hoạt động nên việc triển khai nghiệp vụ còn rất hạn chế. Các dịch vụ cung cấp cho nhà đầu tư cá nhân nói chung và dịch vụ QLDMĐT nói riêng còn khá kém phát triển.

2.3.2.3. Đánh giá những thuận lợi và khó khăn trong việc triển khai nghiệp vụ QLDMĐT của các CTQLQ :

ĐIỂM MẠNH :

- Các CTQLQ Việt Nam am hiểu thị trường TTCK Việt Nam, am hiểu tâm lý khách hàng, tâm lý nhà đầu tư cá nhân; am hiểu văn hóa và môi trường kinh doanh.
- Một số CTQLQ có công ty mẹ là các tổ chức tài chính – ngân hàng – bảo hiểm, do vậy các công ty này có thể có được sự thừa hưởng nhất định về thương hiệu, cơ sở khách hàng, hệ thống phân phối của công ty – ngân hàng mẹ.

ĐIỂM YẾU :

- Quy mô vốn điều lệ của phần lớn các công ty còn tương đối nhỏ, tiềm lực tài chính hạn chế.
- Phần lớn các CTQLQ đều mới được thành lập trong thời gian khoảng 3 năm trở lại đây, do vậy thời gian và bề dày hoạt động còn rất khiêm tốn.
- Ngoại trừ một số các CTQLQ có thể được thừa hưởng thương hiệu từ công ty mẹ là các tổ chức tài chính, nhiều CTQLQ vẫn chưa xây dựng được thương hiệu đủ mạnh để có thể thu hút nhà đầu tư.
- Phần lớn CTQLQ đều đang thiếu hụt đội ngũ nhân sự có kiến thức, kỹ năng, kinh nghiệm về quản lý DMĐT, hoạch định tài chính và tư vấn đầu tư cá nhân.

CƠ HỘI :

- Khung pháp lý thuận lợi, theo quy định của Luật chứng khoán hiện hành, chỉ có CTQLQ mới được thực hiện nghiệp vụ QLDMĐT do vậy các CTQLQ không gặp phải sự cạnh tranh trực tiếp từ các ngân hàng, CTCK và các tổ chức tài chính khác.
- Chưa có nhiều CTQLQ triển khai nghiệp vụ này một cách bài bản cho nhà đầu tư cá nhân, chưa công ty nào xây dựng được mạng lưới khách hàng cho nghiệp vụ này nên những công ty đi tiên phong trong việc triển khai nghiệp vụ này sẽ có những lợi thế lớn.
- TTCK Việt Nam đã có những bước phát triển vượt bậc tạo ra nhiều cơ hội đầu tư phong phú và đa dạng, đặc biệt là thị trường cổ phiếu. TTCK còn tiếp tục gia tăng quy mô, giá trị và số lượng hàng hóa do vậy những cơ hội đầu tư sẽ còn phong phú và đa dạng hơn, đòi hỏi tính chuyên nghiệp ngày càng cao trong hoạt động đầu tư.
- Nền kinh tế Việt Nam đã duy trì được tốc độ tăng trưởng cao trong hơn 1 thập niên qua. Thu nhập bình quân đầu người vượt qua mức 1000 USD/năm đặc biệt tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh cao hơn so với mức trung bình của cả nước. Sau hơn 8 năm, TTCK Việt Nam đã hình thành một cơ sở nhà đầu tư cá nhân khá lớn. Hiện tại có gần 600.000 tài khoản của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường. Đây chính là lượng khách hàng tiềm năng quan trọng cho nghiệp vụ QLDMĐT của các công ty QLQ.
- Sau những đợt sụt giảm rất mạnh, giá cổ phiếu nhìn chung tương đối thấp và thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước đó. Nhiều chuyên gia nhận định có thể đây chính là thời điểm giải ngân phù hợp.

THÁCH THỨC:

- Sự kém phát triển của thị trường tài chính và thiếu hụt thị trường các công cụ đầu tư như : thị trường trái phiếu doanh nghiệp, thị trường chứng khoán hóa các khoản vay

(MBS), thị trường chứng khoán phái sinh, quỹ đầu tư trái phiếu, quỹ thị trường tiền tệ, quỹ đầu tư tín thác bất động sản... làm hạn chế khả năng lựa chọn các công cụ đầu tư và sự phát triển của thị trường dịch vụ quản lý tài sản.

- Nền kinh tế thế giới và trong nước đang đứng trước nguy cơ suy thoái kéo dài. TTCK trong nước và thế giới đã trải qua nhiều biến động gây nên tâm lý lo lắng và dè dặt cho các nhà đầu tư.
- Sự cạnh tranh gay gắt của các kênh đầu tư khác như : BHNT, tiền gửi ngân hàng, đầu tư vàng, bất động sản...
- Áp lực cạnh tranh trực tiếp từ các công ty trong ngành và đối thủ trong tương lai khi rào cản về quy mô vốn khi gia nhập ngành là khá thấp. Bên cạnh đó trong tương lai còn có sự gia nhập thị trường của các CTQLQ 100% vốn nước ngoài.
- Áp lực cạnh tranh từ dịch vụ tư vấn đầu tư của các công ty chứng khoán
- Nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam đều có xu hướng thích tự đầu tư, tự đưa ra quyết định hoặc ủy thác dựa trên cơ sở quan hệ cá nhân. Nhà đầu tư cá nhân chưa có thói quen sử dụng các dịch vụ tư vấn đầu tư cũng như dịch vụ quản lý DMĐT

2.4. THỰC TRẠNG VÀ KHẢ NĂNG ÁP DỤNG MÔ HÌNH MARKOWITZ VÀ CÁC LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH HIỆN ĐẠI VÀO HOẠT ĐỘNG QLDMĐT TẠI TTCK VIỆT NAM.

2.4.1. Tình hình áp dụng các phương pháp phân tích đầu tư tại TTCK Việt Nam:

Có nhiều phương pháp và lý thuyết khác nhau sử dụng trong phân tích đầu tư chứng khoán và QLDMĐT chứng khoán. Mặc dù lịch sử hình thành và phát triển của TTCK Việt Nam còn non trẻ so với TTCK của các quốc gia khác nhưng các phương pháp phân tích chứng khoán cũng đã nhanh chóng được du nhập vào thị trường Việt Nam. Tuy nhiên việc áp dụng các phương pháp và lý thuyết này lại tùy thuộc vào điều kiện và quan điểm khác nhau của từng nhà đầu tư. Ở phần trước đã đề cập đến vấn đề sử dụng các phương pháp phân tích của nhà đầu tư cá nhân. Để đánh giá được phần nào tình hình sử dụng các phương pháp và lý thuyết trong hoạt động phân tích đầu tư, QLDMĐT, tư vấn đầu tư tại các CTCK, CTQLQ. Tác giả đã tiến hành khảo sát bằng cách phỏng vấn lãnh đạo, chuyên viên phân tích của một số CTCK, CTQLQ được lựa chọn ngẫu nhiên. (Tình hình áp dụng các phương pháp phân tích tại một số tổ chức cụ thể như sau được trình bày tại Phụ lục 9).

Tại hầu hết các CTCK và CTQLQ phương pháp phân tích cơ bản là phương pháp quan trọng nhất được sử dụng một cách rộng rãi và chính thức trong các hoạt động phân tích, đầu tư, tư vấn đầu tư, QLDMĐT... Một số tổ chức áp dụng phân tích kỹ thuật như một công cụ tham khảo trong hoạt động giao dịch và trong hoạt động tư vấn đầu tư. Phần lớn các CTCK, CTQLQ đều chưa áp mô hình Markowitz các lý thuyết đầu tư tài chính

hiện đại trong các hoạt động của mình hoặc đang ở giai đoạn nghiên cứu thử nghiệm các mô hình này hoặc áp dụng rất hạn chế. Các nguyên nhân chủ yếu của tình trạng này bao gồm:

- Lãnh đạo và chuyên viên phân tích của các công ty chủ yếu là những người theo quan điểm phân tích cơ bản, họ cho rằng mức độ chính xác và đáng tin cậy của mô hình Markowitz cũng như các lý thuyết đầu tư hiện đại khác là rất thấp.
- Thị trường Việt Nam chưa đủ mức độ hoàn hảo và chưa đủ nguồn dữ liệu để áp dụng các mô hình này.
- Phần lớn các tổ chức gặp hạn chế về nguồn nhân lực. Các tổ chức không có đủ nguồn nhân lực có kinh nghiệm, am hiểu sâu sắc và có khả năng ứng dụng các mô hình này vào thực tế TTCK Việt Nam.

Bên cạnh các phương pháp phân tích đầu tư truyền thống như phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư tài chính hiện đại cũng đã khẳng định được chỗ đứng tại các thị trường chứng khoán phát triển. Việc nghiên cứu áp dụng các lý thuyết này vào hoạt động đầu tư nói chung và hoạt động QLDMĐT nói riêng sẽ là sự bổ sung quan trọng vào các phương pháp phân tích, nâng cao hiệu quả đầu tư, góp phần thúc đẩy sự phát triển của TTCK Việt Nam.

2.4.2. Nguồn dữ liệu và khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư tài chính hiện đại vào hoạt động QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.

Mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại được phát triển dựa trên các khái niệm như lợi nhuận kỳ vọng, phương sai kỳ vọng... Điều đó có nghĩa là chúng ta phải dự kiến được các kịch bản có thể xảy ra đối với lợi nhuận của các chứng khoán trong tương lai và xác định xác suất xảy ra các kịch bản này. Tuy nhiên ngay cả tại các thị trường chứng khoán phát triển, việc dự kiến các kịch bản xảy ra cũng như dự kiến xác suất xảy ra là một việc làm khá khó khăn, đồng thời có mức độ tin cậy không cao. Chính vì vậy, sử dụng dữ liệu quá khứ vẫn là phương pháp thường được sử dụng nhất. Khi đó các thông số như lợi nhuận trung bình, phương sai, hiệp phương sai ... được ước lượng từ dữ liệu quá khứ và người ta coi các số liệu quá khứ này như lợi nhuận kỳ vọng, phương sai kỳ vọng, hiệp phương sai kỳ vọng... Như vậy điều kiện quan trọng nhất để áp dụng các lý thuyết này trong hoạt động QLDMĐT đó là phải có đủ dữ liệu quá khứ, dữ liệu được thu thập trong thời gian càng dài mô hình càng đáng tin cậy.

❖ Nguồn dữ liệu :

Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện tại có dữ liệu về giá của : 181 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết tại HOSE, 177 cổ phiếu niêm yết tại HaSTC cùng với 2 chỉ số VN-Index (có dữ liệu từ 28/7/2000) và chỉ số HaSTC Index (có dữ liệu từ 14/7/2005). Tuy nhiên,

để có thể ứng dụng các mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại các cổ phiếu này phải đáp ứng được các tiêu chuẩn như sau :

- Các công ty có quy mô vốn điều lệ và giá trị vốn hóa nhỏ thường có tính thanh khoản thấp và những biến động bất thường về giá do yếu tố đầu cơ, làm giá...Do vậy mô hình này chỉ có thể áp dụng đối với các cổ phiếu đáp ứng được những tiêu chuẩn nhất định về quy mô giá trị vốn hóa và tính thanh khoản. Có thể tạm thời dùng quy mô vốn điều lệ làm tiêu chí phân loại, các cổ phiếu phải có vốn điều lệ tối thiểu 80 tỷ đồng. Theo tiêu chí này, chúng ta loại bỏ những cổ phiếu có vốn điều lệ dưới 80 tỷ và chỉ giữ lại những cổ phiếu có vốn điều lệ từ 80 tỷ đồng trở lên.
- Căn cứ vào thời hạn đầu tư, có thể tổ chức dữ liệu theo các thời kỳ khác nhau như 1 năm, 6 tháng, 1 quý, 1 tháng hoặc thậm chí là theo tuần. Để mô hình đáng tin cậy phải quan sát được ít nhất dữ liệu của 15-20 thời kỳ trong quá khứ. Như vậy, nếu tổ chức dữ liệu theo quý các cổ phiếu phải có dữ liệu ít nhất trong vòng 3-4 năm, nếu tổ chức dữ liệu theo tháng các cổ phiếu phải có dữ liệu ít nhất trong vòng 2 năm. Đồng thời, để việc ước lượng được chính xác, loại bỏ ảnh hưởng của các giai đoạn tăng giảm cá biệt, các cổ phiếu này phải cùng trải qua các giai đoạn tăng giảm biến động lớn của thị trường. Như vậy chỉ lựa chọn các cổ phiếu có thời điểm niêm yết từ tháng 12/2007 về trước và loại bỏ các cổ phiếu có thời điểm niêm yết từ tháng 12/2007 trở về sau.

Tính theo các tiêu chí này ngoài các chỉ số chứng khoán, có 88 loại cổ phiếu tại HOSE và HaSTC có thể áp dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại.

(Phụ lục 10 : Danh sách các cổ phiếu có thể áp dụng các lý thuyết đầu tư hiện đại.)

❖ Khả năng và cách thức ứng dụng:

Mặc dù TTCK Việt Nam đã ra đời được hơn 8 năm, nhưng thị trường chỉ thực sự khởi sắc và có sự gia tăng đáng kể về quy mô niêm yết kể từ năm 2006. Đến hết năm 2005, tại HOSE mới chỉ có 32 cổ phiếu niêm yết, tại HaSTC có 6 cổ phiếu niêm yết. Như vậy phần lớn các cổ phiếu trên HOSE và HaSTC đều được niêm yết vào thời điểm từ năm 2006 trở về sau. Trong 88 cổ phiếu nêu trên chỉ có 20% cổ phiếu được niêm yết từ trước 12/2005, 80% còn lại được niêm yết từ 1/2006 trở lại đây. Do vậy, nếu lựa chọn thời hạn đầu tư theo năm và 6 tháng, phải tính toán mức sinh lời và tổ chức dữ liệu theo năm và 6 tháng như vậy sẽ không đủ dữ liệu theo yêu cầu. Thậm chí nếu tổ chức dữ liệu theo quý cũng không đủ dữ liệu vì có rất ít các cổ phiếu có đủ dữ liệu về giá trong 3-4 năm. Do vậy phù hợp nhất là lựa chọn thời hạn đầu tư theo tháng và tổ chức dữ liệu theo tháng, khi đó vừa có đủ số dữ liệu nhất định theo yêu cầu và vừa có sự lựa chọn đa dạng hơn đối với các cổ phiếu niêm yết. Với cách tổ chức dữ liệu như trên, ta hoàn toàn có đủ nguồn dữ liệu để có thể ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại tại TTCK Việt Nam.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 tập trung phân tích, đánh giá thực trạng cũng như triển vọng phát triển nghiệp vụ QLDMĐT, đánh giá khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào hoạt động QLDMĐT trên TTCK Việt Nam. Các nội dung chủ yếu bao gồm:

- Đánh giá các hình thức đầu tư trên TTCK Việt Nam: thị trường cổ phiếu niêm yết, thị trường IPO, thị trường OTC, thị trường trái phiếu... Sự phát triển về quy mô và số lượng hàng hóa của các thị trường này đã tạo ra các cơ hội đầu tư đa dạng và phong phú, nhưng cũng đòi hỏi tính chuyên nghiệp ngày càng cao.
- Thống kê sự phát triển về quy mô của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường, khảo sát về thực trạng và những hạn chế của nhà đầu tư cá nhân từ đó cho thấy sự cần thiết của việc cung cấp các dịch vụ chứng khoán chuyên nghiệp đặc biệt là nghiệp vụ QLDMĐT.
- Thực trạng và kinh nghiệm triển khai nghiệp vụ QLDMĐT của các CTCK thời điểm trước khi luật chứng khoán có hiệu lực thi hành. Tình hình hoạt động và triển khai nghiệp vụ QLDMĐT của các CTQLQ
- Từ những thông tin trên ta dùng mô hình phân tích SWOT để đánh giá điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức khi triển khai nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.
- Khảo sát về tình hình sử dụng các phương pháp phân tích nói chung cũng như mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại nói riêng tại TTCK Việt Nam.
- Phương pháp và tiêu chí lựa chọn các cổ phiếu đủ điều kiện áp dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại. Đánh giá về nguồn dữ liệu và khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào hoạt động QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.

Những nội dung nêu trên chính là cơ sở để đề ra những giải pháp phát triển nghiệp vụ QLDMĐT cũng như những giải pháp ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào nghiệp vụ QLDMĐT.

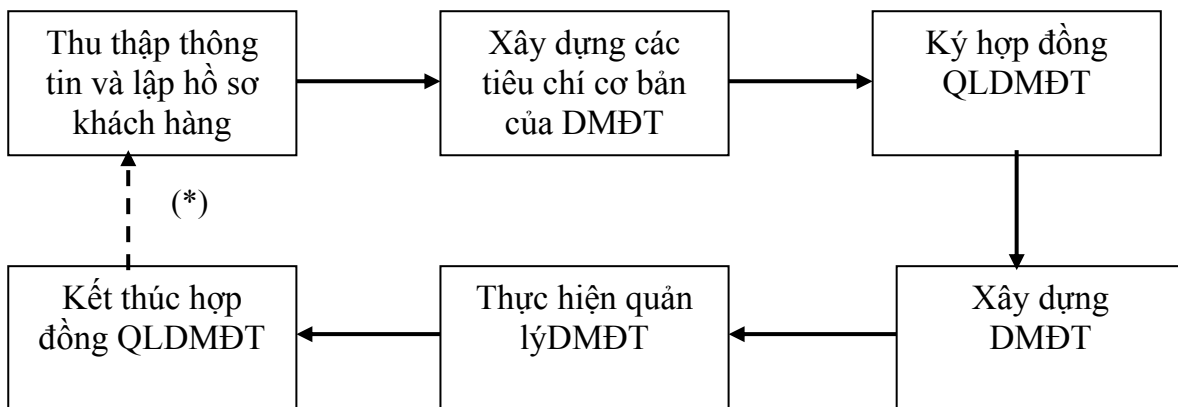
CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CHO NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. CÁC GIẢI PHÁP XÂY DỰNG VÀ HOÀN THIỆN QUY TRÌNH TRIỂN KHAI NGHIỆP VỤ QLDMĐT

3.1.1. Xây dựng quy trình triển khai nghiệp vụ QLDMĐT thống nhất :

Nghiệp vụ QLDMĐT rất đa dạng và cần được áp dụng một cách linh hoạt và phù hợp đối với từng nhà đầu tư, tuy nhiên nghiệp vụ này cần được triển khai theo một trình tự thống nhất với các bước cụ thể. Các CTQLQ cần xây dựng quy trình thống nhất áp dụng cho nghiệp vụ QLDMĐT, quy trình này bao gồm các bước triển khai nghiệp vụ cùng với phương pháp và nguyên tắc thực hiện các bước này. Việc tuân thủ quy trình nghiệp vụ nhằm đảm bảo nghiệp vụ này được thực hiện một cách đúng luật, khoa học, minh bạch, công bằng và mang lại hiệu quả cao nhất.

Có thể tóm tắt quy trình triển khai nghiệp vụ bằng sơ đồ sau :



(**) Tiếp tục giữ liên lạc với khách hàng, bổ sung và cập nhật các thông tin để có thể tiếp tục phục vụ và khai thác các hợp đồng mới.*

Sơ đồ 3.1 : Quy trình triển khai nghiệp vụ QLDMĐT

Bước 1: Tư vấn về các loại hình đầu tư, thu thập thông tin và lập hồ sơ khách hàng:

Trước tiên, các nhà đầu tư cần được tư vấn và cung cấp thông tin tổng quan về thị trường chứng khoán Việt Nam, các công cụ đầu tư chứng khoán, xu hướng phát triển của thị trường chứng khoán. Điều này sẽ giúp cho các nhà đầu tư có kiến thức, thông tin, tạo tiền đề cho các quyết định ủy thác đầu tư sau này.

Kế hoạch tài chính và nhu cầu đầu tư của mỗi cá nhân là khác nhau. Kế hoạch tài chính của mỗi nhà đầu tư tùy thuộc vào tuổi tác, tình trạng tài chính, kế hoạch tương lai, mức ngại rủi ro và các nhu cầu khác của họ. CTQLQ phải tiến hành thu thập đầy đủ thông

tin về khách hàng. Đây chính là cơ sở quan trọng để có thể xây dựng được mục tiêu, chiến lược đầu tư cũng như xây dựng DMĐT phù hợp với khách hàng. Do vậy bước đầu trong quy trình, công ty cần tiến hành tư vấn về các loại hình đầu tư, thu thập thông tin và lập hồ sơ khách hàng. Dựa trên cơ sở những thông tin có được công ty có thể phân tích và phân loại khách hàng thành các nhóm khác nhau căn cứ vào lợi nhuận kỳ vọng và mức ngại rủi ro của họ.

Bước 2 : Cùng khách hàng xây dựng các tiêu chí cơ bản cho DMĐT :

Dựa trên cơ sở các thông tin đã có ở bước 1, các chuyên viên tư vấn của CTQLQ cần làm việc với từng nhà đầu tư để cùng với nhà đầu tư xây dựng những tiêu chí cơ bản của DMĐT. Nội dung tư vấn cần hướng đến việc hoạch định kế hoạch tài chính cá nhân tổng thể mặc dù CTQLQ có thể chỉ thực hiện một bộ phận trong kế hoạch tài chính đó. Các tiêu chí cơ bản của DMĐT bao gồm :

- Mục tiêu đầu tư
- Chính sách phân bổ tài sản
- Hạn chế đầu tư
- Chiến lược đầu tư

Các yếu tố này là một phần không tách rời trong hợp đồng đầu tư. Trên cơ sở đó, CTQLQ sẽ xây dựng danh mục đầu tư phù hợp nhằm tối đa hoá lợi ích của từng khách hàng. Công ty phải đảm bảo rằng khách hàng hiểu rõ và đồng ý với những điều này. Trong quá trình đầu tư CTQLQ phải tuân thủ theo mục tiêu đầu tư, chính sách phân bổ tài sản, hạn chế đầu tư, chiến lược đầu tư... đã được ghi trong hợp đồng. Việc thay đổi những yếu tố này được coi như việc điều chỉnh một trong những nội dung trong hợp đồng QLDMĐT, mọi thay đổi phải có sự đồng ý bằng văn bản của khách hàng.

Bước 3 : Ký hợp đồng QLDMĐT, tiến hành thủ tục chuyển tiền vào tài khoản mở tại Ngân hàng lưu ký.

Hợp đồng QLDMĐT sẽ được xây dựng dựa trên kết quả của hai bước trên. Hợp đồng cần bao gồm những nội dung cơ bản như : mục tiêu đầu tư (mức độ rủi ro chấp nhận, mức độ sinh lời kỳ vọng, thời hạn đầu tư), chính sách phân bổ tài sản, chiến lược đầu tư, quyền lợi và nghĩa vụ của các bên, các loại phí, phương pháp xác định giá trị tài sản ròng...

Sau khi ký kết hợp đồng QLDMĐT, CTQLQ mở tài khoản lưu ký đứng tên CTQLQ tại Ngân hàng lưu ký thay mặt cho nhà đầu tư uỷ thác. Tài sản của từng nhà đầu tư uỷ thác phải được quản lý trên các tài khoản tách biệt theo quy định tại hợp đồng quản lý đầu tư và được nhà đầu tư uỷ thác chấp thuận. Hợp đồng lưu ký giữa CTQLQ và Ngân hàng lưu ký được lập cho từng nhà đầu tư uỷ thác. Khách hàng chuyển tiền vào tài khoản mở tại ngân hàng lưu ký để sẵn sàng cho việc giải ngân đầu tư.

Bước 4 : Xây dựng danh mục đầu tư

Sau khi hoàn tất các bước trên, bộ phận phân tích và đầu tư sẽ nghiên cứu các phương án đầu tư, kết hợp với xu thế thị trường nhằm xây dựng cơ cấu DMĐT tối ưu nhất, trên cơ sở đáp ứng lợi nhuận kỳ vọng của khoản đầu tư ủy thác và giảm thiểu rủi ro. Việc xây dựng DMĐT phải tuân thủ theo chính sách đầu tư và hạn chế đầu tư đã được ghi trong hợp đồng ủy thác. Việc xây dựng DMĐT có thể được thực hiện theo từng nhóm tài sản riêng biệt DMĐT cổ phiếu, DMĐT các công cụ có lợi suất cố định trên cơ sở cơ cấu phân bổ tài sản đã được xác định. Các bước thực hiện cụ thể bao gồm:

- Tìm kiếm và đánh giá chung các cơ hội đầu tư trên thị trường
- Phân tích và đánh giá dự án đầu tư cụ thể
- Xem xét và lựa chọn các tài sản vào DMĐT
- Xây dựng cơ cấu DMĐT tối ưu

Bước 5: Thực hiện quản lý danh mục đầu tư :

Sau khi hoàn tất việc xây dựng DMĐT, kết quả này sẽ được chuyển cho bộ phận QLDMĐT thực hiện việc quản lý. Các công việc cụ thể bao gồm :

- Lựa chọn thời điểm và thực hiện giao dịch mua các tài sản trong DMĐT.
- Theo dõi và giám sát khoản đầu tư
- Thiết lập hệ thống kiểm soát và cảnh báo cho danh mục
- Thực hiện việc thoái vốn và điều chỉnh danh mục đầu tư
- Cung cấp các báo cáo chi tiết về hoạt động đầu tư định kỳ hàng quý và theo yêu cầu của từng nhà đầu tư.

Bước 6 : Kết thúc hợp đồng QLDMĐT

Sau một khoảng thời gian nhất định thông thường là 2 hoặc 3 tháng trước khi hết hạn hợp đồng, hai bên sẽ bắt đầu thảo luận về việc có gia hạn hợp đồng hay không. Nếu khách hàng lựa chọn tiếp tục hợp đồng, hợp đồng QLDMĐT sẽ được tái ký kết và DMĐT của khách hàng sẽ tiếp tục được duy trì. Nếu khách hàng ủy thác lựa chọn hình thức tất toán hợp đồng thì công ty sẽ bán hết chứng khoán trước khi kết thúc hợp đồng và chuyển tiền lại cho nhà đầu tư sau khi khấu trừ chi phí và thuế (nếu có).

Sau khi tất toán hợp đồng, công ty cần tiếp tục giữ liên lạc với khách hàng để duy trì mạng lưới khách hàng tiềm năng.

3.1.2. Phương pháp thu thập thông tin và xác định mức ngại rủi ro của nhà đầu tư

Để phục vụ cho việc xây dựng mục tiêu đầu tư cũng như các công đoạn khác trong quy trình xây dựng và quản lý DMĐT, CTQLQ cần phải thu thập được các thông tin cơ bản về khách hàng bao gồm :

❖ **Các thông tin chung :**

- **Tuổi :** Mỗi giai đoạn trong cuộc đời nhà đầu tư cá nhân sẽ có kế hoạch tài chính và nhu cầu đầu tư khác nhau. Độ tuổi sẽ có những ảnh hưởng đáng kể đến thời hạn đầu tư và mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng.
- **Tình trạng gia đình và người phụ thuộc :** Khách hàng ở tình trạng độc thân/ kết hôn và những người phụ thuộc (con cái, cha mẹ...). Thông thường, càng nhiều người phụ thuộc sẽ càng làm giảm mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng.
- **Thu nhập:** Thu nhập cao/thấp, ổn định /thất thường sẽ ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư. Thông thường, nhà đầu tư có thu nhập càng cao và càng ổn định sẽ có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn và thời gian đầu tư dài hơn so với các nhà đầu tư có thu nhập thấp hơn và ít ổn định.
- **Tài sản:** Quy mô tài sản tích lũy của khách hàng (tiền mặt, chứng khoán, bất động sản, cơ sở kinh doanh...) cũng ảnh hưởng đáng kể đến mức độ chấp nhận rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng của khách hàng.
- **Dự trữ tiền mặt :** Mức độ dự trữ tiền mặt ít hay nhiều sẽ làm ảnh hưởng đến mức độ tự tin của nhà đầu tư. Nhà đầu tư cần phải đảm bảo việc dự trữ tiền mặt trước khi bắt đầu các kế hoạch đầu tư, thông thường mức dự trữ tiền mặt tối thiểu bằng 6 lần mức chi tiêu trung bình hàng tháng.
- **Các hợp đồng bảo hiểm tham gia :** Bao gồm các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, phi nhân thọ mà khách hàng đã tham gia. Nếu khách hàng được bảo vệ một cách đầy đủ bởi các hợp đồng bảo hiểm, khách hàng có thể tự tin và chủ động hơn trong quá trình đầu tư.
- **Kinh nghiệm và hiểu biết trong lĩnh vực đầu tư :** Kinh nghiệm và hiểu biết của khách hàng trong lĩnh vực đầu tư, kênh đầu tư quen thuộc của khách hàng (tiền gửi, bất động sản, vàng, trái phiếu ...). Điều này sẽ ảnh hưởng nhiều đến các quyết định đầu tư của khách hàng, cũng như phản ánh phần nào mức độ chấp nhận rủi ro.

Mặc dù có một số thông tin mang tính cá nhân tương đối khó tiếp cận, nhưng nhìn chung các loại thông tin trên đều cụ thể, mang tính định lượng và dễ thu thập nếu có được sự cộng tác của khách hàng. Để thu thập được các công tin này, công ty cần có những cam kết bảo mật một cách nghiêm túc đối với các thông tin của khách hàng.

❖ **Thông tin về mức độ chấp nhận rủi ro:**

Đánh giá mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng là một việc làm khó khăn. Mức độ chấp nhận rủi ro ngoài việc tùy thuộc vào các yếu tố nêu trên nó còn phụ thuộc rất nhiều vào tố chất và thuộc tính tâm lý cá nhân của mỗi người. Đây là yếu tố trừu tượng và rất khó xác định. Để giải quyết vấn đề này thông thường người ta có thể sử dụng phương

pháp trắc nghiệm tâm lý. Các CTQLQ phải xây dựng bảng thăm dò thông tin khách hàng và bảng câu hỏi đánh giá mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng

(Phụ lục 11 : Bảng câu hỏi đánh giá mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư).

Các thông tin thu thập sẽ được tổng hợp, xử lý và từ đó đưa ra đánh giá cuối cùng về mức ngại rủi ro của khách hàng. Mỗi khách hàng có thể có mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau, nhưng để thuận lợi cho việc xây dựng mục tiêu đầu tư, các CTQLQ có thể chuẩn hóa và phân loại khách hàng ủy thác theo mức độ chấp nhận rủi ro như sau:

- Mức chấp nhận rủi ro thấp (Conservative)
- Mức chấp nhận rủi ro dưới trung bình (Lower Moderate)
- Mức chấp nhận rủi ro trung bình (Moderate)
- Mức chấp nhận rủi ro trên trung bình (Above Moderate)
- Mức chấp nhận rủi ro cao (Aggressive)

3.1.3. Xây dựng mục tiêu đầu tư – chính sách phân bổ tài sản – hạn chế đầu tư

3.1.3.1. Xây dựng mục tiêu đầu tư

CTQLQ phải cùng với khách hàng xây dựng mục tiêu đầu tư tổng thể của khách hàng và mục tiêu đầu tư cụ thể của DMĐT mà mình quản lý. Các yếu tố cơ bản của mục tiêu đầu tư cần phải xác định bao gồm:

- ❖ ***Các loại hình mục tiêu:*** Khách hàng lựa chọn một trong các mục tiêu sau đây tùy thuộc vào nhu cầu thực tế.
 - Mục tiêu tăng trưởng vốn (Capital Growth)
 - Mục tiêu thu nhập thường xuyên (Current Income)
 - Mục tiêu bảo toàn vốn (Capital Preservation)
 - Mục tiêu cân bằng (Balanced): Cân bằng giữa các mục tiêu tăng trưởng vốn, thu nhập thường xuyên và bảo toàn vốn.
- ❖ ***Thời hạn thu hồi vốn :*** CTQLQ sẽ tư vấn để nhà đầu tư lựa chọn thời hạn đầu tư phù hợp với lứa tuổi, điều kiện tài chính và các mục tiêu cá nhân. Thời hạn đầu tư có thể được tiêu chuẩn hóa thành các nhóm:
 - Thời hạn ngắn : 2-4 năm
 - Thời hạn trung bình : 5 - 7 năm
 - Thời hạn dài : trên 7 năm
- ❖ ***Mức độ chấp nhận rủi ro :*** Dựa vào các thông tin đã thu thập và xử lý để xác định được mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư, mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư có thể được phân thành các nhóm như đã nêu, đây là một trong những yếu tố quan trọng của mục tiêu đầu tư.

❖ **Lợi nhuận mục tiêu :**

Lợi nhuận mục tiêu được xác định trên cơ sở kỳ vọng chủ quan, mức độ chấp nhận rủi ro, thời hạn đầu tư và các yếu tố khác thường được dùng để tham khảo như tỷ lệ lạm phát, mức lãi suất tiền gửi trung bình, lãi suất tín phiếu kho bạc, lãi suất trái phiếu, tốc độ tăng các chỉ số chứng khoán qua các năm Nhà đầu tư thường phải chấp nhận sự đánh đổi giữa mục tiêu về lợi nhuận với mức độ chấp nhận rủi ro và thời hạn thu hồi vốn. Nhà đầu tư có thể xác định lợi nhuận mục tiêu theo các cách sau :

- Tỷ suất lợi nhuận mục tiêu là 1 con số cụ thể. Ví dụ là 20%/năm
- Tỷ suất lợi nhuận dựa trên cơ sở tham chiếu. Ví dụ:
 - Tỷ suất lợi nhuận mục tiêu = Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng + 5%
 - Tỷ suất lợi nhuận mục tiêu = Tỷ suất sinh lời của chỉ số VN-Index
 - Tỷ suất lợi nhuận mục tiêu = Tỷ suất sinh lời của chỉ số VN-Index + 3%
 - Tỷ suất lợi nhuận mục tiêu = 120%* Tỷ suất sinh lời của chỉ số VN-Index

CTQLQ có thể kết hợp các yếu tố khác nhau của mục tiêu đầu tư như mức độ chấp nhận rủi ro, loại hình mục tiêu, thời hạn đầu tư, lợi nhuận mục tiêu... để thiết kế các sản phẩm QLDMĐT với các đặc tính khác nhau. Các sản phẩm này được tiêu chuẩn hóa, CTQLQ sẽ tư vấn để nhà đầu tư có thể lựa chọn được sản phẩm đầu tư phù hợp.

(Các sản phẩm QLDMĐT cơ bản được trình bày tại Bảng 3.1 : Các sản phẩm QLDMĐT cơ bản – Phụ lục 12 : Các sản phẩm QLDMĐT cơ bản)

3.1.3.2. Chính sách phân bổ tài sản

Xây dựng chính sách phân bổ tài sản là một công đoạn rất quan trọng, ảnh hưởng toàn bộ đến quá trình xây dựng và quản lý DMĐT.

❖ **Các bước thực hiện chính sách phân bổ tài sản :**

Việc xây dựng chính sách phân bổ tài sản cho DMĐT có thể được thực hiện theo quy trình bao gồm các bước như sau:

- Xác định lại một cách rõ ràng mục tiêu đầu tư của nhà đầu tư, bao gồm các yếu tố như lợi nhuận mục tiêu, mức độ chấp nhận rủi ro, thời hạn đầu tư ...
- Xác định lại những căn cứ thực hiện chính sách phân bổ tài sản, bao gồm những quy định pháp lý về phân bổ tài sản, những quy định riêng của nhà đầu tư, các hạn chế đầu tư
- Sử dụng dữ liệu quá khứ hoặc kết hợp với phân tích, dự báo các tình huống kinh tế nhằm ước lượng tỉ lệ lợi nhuận và rủi ro của các loại tài sản khác nhau.

- Lập mô hình toán nhằm truy tìm tỷ lệ phân bổ tài sản thích hợp. Các mô hình tối đa hóa mức lợi nhuận kỳ vọng với một mức rủi ro cho trước, tối thiểu hóa rủi ro với một mức lợi nhuận cho trước hoặc mô hình tối đa hóa mức hữu dụng.
- Sử dụng các phần mềm hỗ trợ để giải các bài toán nhằm tìm tỉ lệ phân bổ tài sản tối ưu.

❖ *Áp dụng chính sách phân bổ tài sản trên thực tế*

Thực tế tại Việt Nam, không có đủ dữ liệu đáng tin cậy về các loại tài sản để thực hiện theo phương pháp này. Hiện tại, có số liệu về mức sinh lời của một số loại tài sản đầu tư như sau :

- Tỷ suất sinh lời bình quân của VN-Index giai đoạn 7/2000 – 12/2008 : 15%/năm
- Lợi suất bình quân trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm : 9%-11%
- Lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 12 tháng bình quân: 7.5% -8%

Do vậy có thể sử dụng một số thông số về khả năng sinh lời của các loại tài sản đầu tư tại thị trường Việt Nam, đồng thời tham khảo kinh nghiệm phân bổ tài sản của một số các tổ chức cung cấp dịch vụ đầu tư của các tổ chức đầu tư lớn như: Vanguard, Fidelity, T.Rowe... để đưa ra đề nghị về chính sách phân bổ tài sản cho từng loại sản phẩm QLDMĐT.

(Đề nghị chính sách phân bổ tài sản đối với các sản phẩm cụ thể được trình bày tại

Bảng 3.2 : Chính sách phân bổ tài sản của các sản phẩm QLDMĐT cơ bản- Phụ lục 12)

3.1.3.3. Hạn chế đầu tư

Hạn chế đầu tư là một trong những bộ phận cấu thành quan trọng của chính sách đầu tư được quy định rõ trong hợp đồng QLDMĐT. CTQLQ phải tuyệt đối tuân thủ các hạn chế đầu tư trong quá trình thực hiện nghiệp vụ. Những hạn chế đầu tư được xây dựng với các mục tiêu như đảm bảo tuân thủ các quy định của pháp luật về đầu tư, đảm bảo nguyên tắc đa dạng hóa đầu tư, tránh xung đột lợi ích, bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư... Khách hàng ủy thác đầu tư và CTQLQ có thể xây dựng những hạn chế đầu tư của DMĐT ủy thác (Phụ lục 13: Ví dụ hạn chế đầu tư đối với DMĐT ủy thác).

3.1.4. Lựa chọn chiến lược đầu tư

3.1.4.1. Lựa chọn chiến lược thụ động – chủ động – hỗn hợp :

CTQLQ và khách hàng có thể lựa chọn chiến lược QLDMĐT chủ động, chiến lược thụ động mua và nắm giữ , hoặc chiến lược đầu tư hỗn hợp kết hợp cả chiến lược thụ động và chủ động.

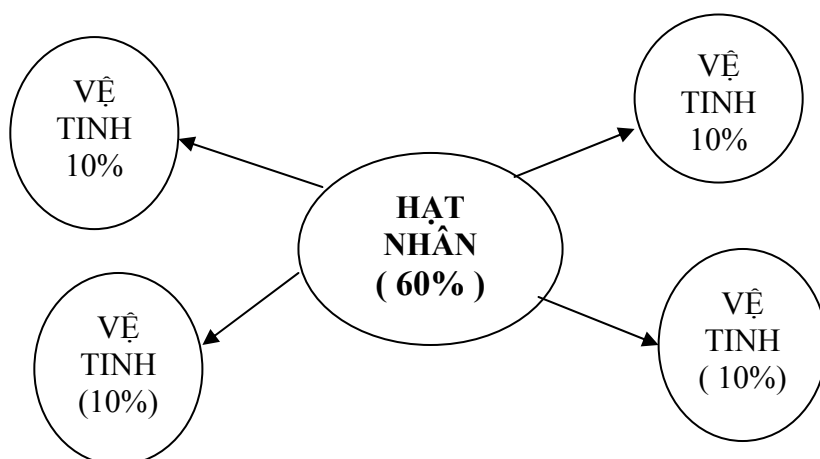
❖ **Chiến lược mua và nắm giữ :**

Theo chiến lược này, nhà đầu tư sau khi đã phân tích và lựa chọn một cách cẩn trọng sẽ mua và nắm giữ các chứng khoán trong thời gian dài, chỉ quan tâm đến sự tăng trưởng dài hạn của công ty mà không quan tâm đến những biến động ngắn hạn trên thị trường. Ưu điểm nổi bật của chiến lược này là sự ổn định và triển vọng lâu dài, nhưng nhược điểm là sự thiếu linh hoạt, chậm thích ứng với những biến động của thị trường.

❖ **Chiến lược chủ động hoàn toàn :**

Ngược lại với chiến lược mua và nắm giữ, nhà đầu tư theo chiến lược này thường không gắn bó với loại cổ phiếu nào một cách lâu dài. Nhà đầu tư thường dùng các phương pháp phân tích cơ bản và đặc biệt là phân tích kỹ thuật để định giá chứng khoán và để dự báo các xu hướng ngắn hạn và dài hạn của thị trường. Nhà đầu tư chủ động mua bán chứng khoán liên tục, thay đổi danh mục đầu tư liên tục, tận dụng những khoảng thay đổi nhỏ nhất của thị trường để thu lợi nhuận.

❖ **Chiến lược hỗn hợp vệ tinh hạt nhân :**



Sơ đồ 3.2 : Minh họa chiến lược hỗn hợp vệ tinh hạt nhân

Nhà đầu tư có thể không theo đuổi chiến lược mua và nắm giữ thuần túy hay chiến lược chủ động thuần túy. Họ theo đuổi chiến lược kết hợp nhằm tận dụng ưu thế của cả hai chiến lược này. Theo chiến lược này chúng ta sẽ xây dựng danh mục đầu tư gồm 2 phần : phần hạt nhân và phần vệ tinh.

- **Phần hạt nhân :** thường chiếm tỷ trọng lớn nhất, đây là phần mà nhà đầu tư theo đuổi chiến lược thụ động. Đây là danh mục gồm các chứng khoán được các nhà đầu tư phân tích và thẩm định kỹ càng về triển vọng phát triển lâu dài. Trong trường hợp đầu tư cổ phiếu, nhà đầu tư có thể nắm giữ tỷ lệ cổ phần tương đối lớn trong công ty

và họ có khả năng chi phối ở mức độ tương đối quá trình quản trị và điều hành công ty.

- **Phần vệ tinh** : Chiếm tỷ trọng nhỏ hơn và được chia thành nhiều danh mục nhỏ. Phần vệ tinh này sẽ theo đuổi chiến lược chủ động hoàn toàn. Các nhà quản lý được giao quản lý những danh mục này sẽ tiến hành mua bán chứng khoán một cách chủ động nhằm tạo ra lợi nhuận cao nhất.

Các chiến lược chủ động, thụ động và hỗn hợp được áp dụng cho cả DMĐT cổ phiếu và DMĐT trái phiếu. DMĐT cổ phiếu và DMĐT trái phiếu sẽ có những phương thức thực hiện chiến lược đầu tư chủ động và thụ động khác nhau.

3.1.4.2. Lựa chọn chiến lược theo quy mô công ty, chiến lược theo mức độ tăng trưởng và sự kết hợp của 2 chiến lược :

❖ Chiến lược theo quy mô :

Quy mô của công ty được xác định bằng tổng giá trị vốn hóa của công ty. Theo tiêu chí này, các loại cổ phiếu thường được phân làm 3 nhóm : cổ phiếu của công ty có giá trị vốn hóa lớn và công ty có giá trị vốn hóa nhỏ. Do nhiều nguyên nhân khác nhau, theo khuynh hướng chung cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hóa nhỏ sẽ có tính thanh khoản thấp hơn nhưng có tỷ suất sinh lời cao hơn so với các công ty có giá trị vốn hóa lớn và ngược lại. Các nhà đầu tư tùy theo mục tiêu về lợi nhuận, rủi ro cũng như các điều kiện về vốn và quản lý cụ thể của mình có thể thực hiện chiến lược tập trung vào cổ phiếu của công ty lớn, thực hiện chiến lược tập trung đầu tư vào công ty nhỏ, hoặc kết hợp cân bằng cả hai chiến lược này.

Tại HOSE và HaSTC (thời điểm tháng 2 năm 2009) có thể phân loại như sau :

- Cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn : Là cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hóa lớn hơn 1700 tỷ (100 tr USD). Có 23 cổ phiếu được xếp vào nhóm này.
- Cổ phiếu có giá trị vốn hóa vừa : Là cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hóa nhỏ hơn 1700 tỷ và lớn hơn 350 tỷ (20 tr USD). Hiện tại có 47 công ty có được xếp vào nhóm này.
- Cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ: Là cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hóa nhỏ hơn 350 tỷ (20 tr USD). Hiện tại có 272 cổ phiếu được xếp vào nhóm này (chiếm 80% số mã cổ phiếu)

❖ Chiến lược theo mức độ tăng trưởng :

Theo cách này chúng ta có thể chia các cổ phiếu thành hai nhóm : nhóm tăng trưởng và nhóm không tăng trưởng hay còn gọi là nhóm giá trị. Các cổ phiếu tăng trưởng và giá trị thường được phân biệt bởi những đặc trưng sau :

- Cổ phiếu của các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao cả trong quá khứ và dự báo.
- Cổ phiếu của các công ty tăng trưởng luôn được thị trường kỳ vọng và đánh giá cao, do vậy nó thường có chỉ số P/E, P/B cao hơn so với chỉ số P/E, P/B trung bình của toàn thị trường.
- Cổ phiếu tăng trưởng thường là thuộc các ngành mới, đang ở trong giai đoạn triển khai hoặc giai đoạn phát triển, thị phần còn rộng và chưa có nhiều đối thủ gia nhập thị trường.
- Ngược lại với nhóm tăng trưởng, nhóm giá trị có tốc độ tăng trưởng trung bình, có chỉ số P/E, P/B, chỉ số cổ tức trên giá thị trường tương đương với mức trung bình của thị trường và thường thuộc các ngành truyền thống, đang ở trong giai đoạn ổn định trong chu kỳ sống của ngành.

Người ta không tìm thấy sự khác biệt rõ ràng về khả năng sinh lợi và rủi ro của nhóm cổ phiếu tăng trưởng và nhóm không tăng trưởng. Sự khác biệt không nằm ở yếu tố trung bình của nhóm và nằm ở khả năng lựa chọn cổ phiếu trong chiến lược này. Nếu ta lựa chọn đúng các nhóm ngành và cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, tỷ suất thu nhập thu được sẽ có thể vượt trội so với mức trung bình của thị trường. Tuy nhiên, nhóm cổ phiếu tăng trưởng thường gặp tổn thất nặng nề khi giá trị của cổ phiếu được xác định quá cao so với giá trị thực của nó đến một mức độ nhất định nó sẽ bị sụt giảm mạnh.

❖ **Sự kết hợp của các chiến lược theo quy mô và chiến lược theo mức độ tăng trưởng :**

Có thể kết hợp hai chiến lược này để thiết kế ma trận chiến lược đầu tư cụ thể như sau:

Bảng 3.3 : Kết hợp các chiến lược đầu tư theo quy mô và mức độ tăng trưởng

Kiểu đầu tư				
Giá trị	Kết hợp	Tăng trưởng		
Lớn Giá trị	Lớn Kết hợp	Lớn Tăng trưởng	Lớn	Quy mô
Vừa Giá trị	Vừa Kết hợp	Vừa Tăng trưởng	Vừa	
Nhỏ Giá trị	Nhỏ Kết hợp	Nhỏ Tăng trưởng	Nhỏ	

Hàng ngang thể hiện các chiến lược theo mức độ tăng trưởng: tăng trưởng, giá trị và kết hợp (kết hợp giữa hai chiến lược tăng trưởng và giá trị). Hàng dọc thể hiện các chiến lược về quy mô giá trị vốn hóa: lớn, nhỏ, và vừa. Kết hợp lại ta có các chiến lược đầu tư khác nhau:

- ✓ Chiến lược 1: Chiến lược giá trị, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa lớn.
- ✓ Chiến lược 2: Chiến lược kết hợp, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa lớn.
- ✓ Chiến lược 3: Chiến lược tăng trưởng, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa lớn
- ✓ Chiến lược 4: Chiến lược giá trị, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa vừa.
- ✓ Chiến lược 5: Chiến lược kết hợp, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa vừa.
- ✓ Chiến lược 6: Chiến lược tăng trưởng, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa vừa.
- ✓ Chiến lược 7: Chiến lược giá trị, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa vừa.
- ✓ Chiến lược 8: Chiến lược kết hợp, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa nhỏ.
- ✓ Chiến lược 9: Chiến lược tăng trưởng, tập trung vào các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa nhỏ.

Thông thường, các chiến lược quy mô giá trị vốn hóa lớn – vừa - nhỏ có rủi ro thanh khoản và rủi ro biến động giá tăng dần. Các chiến lược giá trị - kết hợp – tăng trưởng có yêu cầu về thời hạn đầu tư và rủi ro biến động giá tăng dần. Nhà đầu tư sẽ lựa chọn chiến lược đầu tư phù hợp với kiểu lợi nhuận – rủi ro của mình.

3.1.4.3. Chiến lược đầu tư theo mô hình chỉ số đơn và hệ số Beta :

Có thể ứng dụng mô hình chỉ số đơn vào việc xây dựng chiến lược QLDMĐT cụ thể như sau:

❖ Chiến lược quản lý thụ động

Tùy theo mục tiêu đầu tư và mức độ chấp nhận rủi ro, nhà đầu tư có thể xây dựng danh mục đầu tư có hệ số beta cao, hoặc danh mục đầu tư có hệ số beta thấp. Nhà đầu tư theo đuổi chiến lược thụ động đối với yếu tố thị trường sẽ duy trì mức độ rủi ro hệ thống của DMĐT tương ứng với mục tiêu đầu tư dài hạn đã được đặt ra lúc đầu mà không có sự thay đổi nào trong suốt thời hạn đầu tư.

- Nhà đầu tư mong muốn tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cao và chấp nhận rủi ro hệ thống cao sẽ xây dựng DMĐT có hệ số beta cao.
- Nhà đầu tư mong muốn tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng thấp hơn, chấp nhận rủi ro hệ thống thấp có thể xây dựng DMĐT có hệ số beta thấp.

-
- Nhiều nhà đầu tư có thể sử dụng hệ số beta để theo đuổi chiến lược khớp chỉ số tương đối, tức là thay vì khớp chỉ số hoàn toàn, nhà đầu tư sẽ xây dựng DMĐT có hệ số Beta đúng bằng 1. Như vậy DMĐT này cũng sẽ có thể biến động cùng với mức biến động của thị trường, tăng giảm trùng khớp với tốc độ tăng giảm chỉ số tham chiếu chuẩn.

❖ Chiến lược quản lý chủ động

Theo chiến lược này, nhà đầu tư sẽ không quan tâm nhiều đến việc phân tích ngành, phân tích công ty mà chủ yếu sử dụng nhiều công cụ khác nhau như phân tích nền kinh tế vĩ mô, phân tích thị trường, phân tích các kênh đầu tư khác, phân tích xu hướng, tâm lý nhà đầu tư để dự đoán về xu hướng biến động của toàn bộ thị trường. Nếu có những dự báo đáng tin cậy về xu hướng tăng lên của thị trường lúc này DMĐT sẽ được điều chỉnh theo hướng tăng rủi ro hệ thống tức tăng hệ số Beta bằng cách:

- Thứ nhất: Chuyển tiền mặt và các công cụ thị trường tiền tệ trong DMĐT thành cổ phiếu
- Thứ hai: Điều chỉnh giảm tỷ trọng những cổ phiếu có hệ số beta thấp và tăng tỷ trọng của những cổ phiếu có hệ số beta cao.

Ngược lại, nếu thị trường có xu hướng giảm nhà đầu tư điều chỉnh giảm rủi ro hệ thống của DMĐT tức giảm hệ số Beta bằng cách:

- Thứ nhất: Chuyển cổ phiếu thành tiền mặt và các công cụ thị trường tiền tệ.
- Thứ hai: Điều chỉnh giảm hệ số beta của DMĐT bằng cách giảm tỷ trọng của những cổ phiếu có hệ số beta cao và tăng tỷ trọng của những cổ phiếu có hệ số beta thấp.

Như vậy, nếu dự đoán đúng về xu hướng tăng giảm của thị trường, bằng việc chủ động điều chỉnh hệ số beta của DMĐT, nhà đầu tư có thể tăng tỷ suất lợi nhuận của DMĐT nhanh hơn khi thị trường tăng và hạn chế thiệt hại khi thị trường sụt giảm.

Tại thị trường Việt Nam, có thể áp dụng chiến lược này như là một tham khảo quan trọng trong việc xây dựng và QLDMĐT. Trước hết có thể tính toán hệ số Beta của các cổ phiếu. Trên cơ sở thống kê tỷ suất sinh lời hàng tháng của các cổ phiếu riêng lẻ và chỉ số VN – Index trong giai đoạn (12/2007 – 02/2009). Dùng mô hình hồi quy tuyến tính với biến độc lập là tỷ suất sinh lời của VN – Index, biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu riêng lẻ, từ đó sẽ tính toán được hệ số Beta của các cổ phiếu.

Bảng 3.4 : Hệ số Beta của một số loại cổ phiếu

STT	Mã CP	Hệ số beta	STT	Mã CP	Hệ số beta
1	BMC	2.75	11	VNM	0.89
2	SJS	2.30	12	STB	0.89
3	VNR	1.77	13	SSC	0.88
4	FPT	1.42	14	ITA	0.85
5	DRC	1.33	15	HBC	0.84
6	BMP	1.32	16	VIS	0.75
7	VSH	1.17	17	IMP	0.59
8	PVD	1.16	18	TAC	0.56
9	ACB	1.09	19	BT6	0.49
10	NKD	0.98	20	DHG	0.46

(Nguồn : Dữ liệu giá của HOSE, HaSTC và tính toán của tác giả)

Dựa vào thông tin về hệ số Beta của các cổ phiếu. Nếu nhà đầu tư mong muốn tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cao và chấp nhận rủi ro hệ thống cao nhà đầu tư có thể xây dựng DMĐT có hệ số Beta cao gồm các cổ phiếu như BMC, SJS, VNR, FPT, BMP... Ngược lại, nhà đầu tư có tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng và mức độ chấp nhận rủi ro hệ thống thấp hơn có thể xây dựng DMĐT có hệ số Beta thấp bao gồm các cổ phiếu như DHG, BT6, TAC, IMP, ITA, VNM... Nếu áp dụng chiến lược chủ động, nhà đầu tư có thể phân tích vĩ mô, phân tích thị trường và phân tích kỹ thuật nhằm dự báo xu hướng biến động của chỉ số VN-Index từ đó điều chỉnh hệ số Beta của DMĐT phù hợp với sự biến động này.

3.1.4.4. Chiến lược đầu tư theo chỉ số

Lợi ích của chiến lược đầu tư theo chỉ số là DMĐT được đa dạng hoá hoàn toàn, loại bỏ hoàn toàn rủi ro phi hệ thống ; nhà đầu tư không cần quan tâm phân tích ngành, phân tích công ty, báo cáo tài chính hay tìm hiểu các thông tin về công ty... mà chỉ cần dành nỗ lực cho việc phân tích các yếu tố vĩ mô và xu hướng thị trường ; Nhà đầu tư không cần trả lời câu hỏi mua cổ phiếu nào, mà chỉ cần trả lời câu hỏi mua vào lúc nào. Việc áp dụng chiến lược đầu tư theo chỉ số tại TTCK Việt Nam có thể thực hiện cụ thể như sau:

❖ Lựa chọn chỉ số :

Hiện tại ở Việt Nam có nhiều chỉ số chứng khoán khác nhau : chỉ số VN –Index của HOSE, chỉ số HaSTC - Index của HaSTC, chỉ số SSI30 của công ty chứng khoán Sài Gòn, bộ chỉ số CBV indices của công ty chứng khoán Biển Việt, chỉ số VIR50 của tạp chí Đầu tư – VietNam Investment Review ... Tuy nhiên chỉ số phổ biến nhất, và được sử dụng nhiều nhất là chỉ số VN-Index, có thể chọn chỉ số này khi thực hiện chiến lược đầu tư theo chỉ số. Chỉ số VN-Index có giá trị ban đầu là 100 vào ngày 28/07/2000, chỉ số bao gồm tất cả các cổ phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết tại HOSE.

❖ Phương pháp khớp chỉ số :

Có nhiều phương pháp đầu tư theo chỉ số khác nhau như khớp toàn bộ chỉ số, khớp một phần chỉ số hay khớp chỉ số theo hệ số beta. Ở phương pháp khớp toàn bộ chỉ số, phải mua tất cả các cổ phiếu có trong chỉ số, đồng thời tỷ trọng của mỗi cổ phiếu

trong danh mục đầu tư đúng bằng với tỷ trọng giá trị vốn hóa của cổ phiếu đó trên tổng giá trị vốn hóa của tất cả các cổ phiếu trên thị trường. Nếu theo phương pháp này, việc áp dụng chiến lược đầu tư theo chỉ số sẽ gặp nhiều khó khăn do số lượng cổ phiếu và chứng chỉ quỹ trong chỉ số VN-Index lên đến hơn 180. DMĐT sẽ rất phân tán và việc giao dịch sẽ rất bất tiện đặc biệt là đối với các DMĐT có quy mô vốn nhỏ. Ta có thể lựa chọn phương pháp khớp một phần chỉ số. VN-Index được tính theo phương pháp bình quân có trọng số. Với trọng số là tỷ lệ giá trị vốn hoá của chứng khoán riêng lẻ so với tổng giá trị vốn hoá thị trường. Do vậy các cổ phiếu có quy mô giá trị vốn hóa càng lớn mức độ ảnh hưởng lên chỉ số sẽ càng cao. Theo thống kê vào ngày 06/03/2009, 20 cổ phiếu có giá trị vốn hoá cao nhất (đã ngoại trừ các cổ phiếu VPL, VIC – do có hệ số P/E quá cao và các cổ phiếu REE,GDM – do có kết quả kinh doanh âm trong năm 2008) chiếm hơn 70% giá trị vốn hoá toàn thị trường. Kết quả hoạt động của DMĐT này sẽ gần như giống với chỉ số nhưng ta không phải đầu tư vào nhiều chứng khoán làm cho DMĐT phân tán như trường hợp khớp toàn bộ chỉ số.

Bảng 3.5 : Danh mục đầu tư theo chỉ số

STT	Mã CK	GT vốn hóa (tỷ VND)	Tỷ trọng trên tổng GTVH	Tỷ trọng trong DMĐT	P/E	P/B
1	VNM	13,058	9.74%	13.84%	5.08	2.89
2	DPM	10,583	7.90%	11.22%	7.68	2.25
3	HAG	9,260	6.91%	9.82%	14.88	2.47
4	PVF	7,750	5.78%	8.21%	16.84	1.17
5	STB	7,153	5.34%	7.58%	6.21	0.91
6	PVD	6,939	5.18%	7.35%	6.67	3.24
7	FPT	6,098	4.55%	6.46%	3.78	2.50
8	PPC	5,950	4.44%	6.31%	n.a	1.73
9	HPG	5,007	3.74%	5.31%	4.49	1.22
10	VIC	4,069	3.04%	4.31%	31.34	2.70
11	VSH	3,520	2.63%	3.73%	9.28	1.64
12	SSI	2,820	2.10%	2.99%	9.93	0.72
13	ITA	2,106	1.57%	2.23%	5.06	0.46
14	DHG	1,959	1.46%	2.08%	12.73	2.60
15	SJS	1,908	1.42%	2.02%	10.94	1.53
16	PVT	1,875	1.40%	1.99%	11.05	2.50
17	HT1	1,261	0.94%	1.34%	17.90	1.31
18	KDC	1,082	0.81%	1.15%	6.14	0.47
19	BMI	1,027	0.77%	1.09%	7.33	0.47
20	DPR	920	0.69%	0.98%	3.89	1.35
Tổng GTVH 20 CP lớn nhất (1)		94,346	Bình quân		9.56	1.71
Tổng GTVH VN - Index (2)		134,428				
Tỷ trọng (1)/(2)		70.2%				

Nguồn : HOSE (theo giá ngày 06/03/2009)

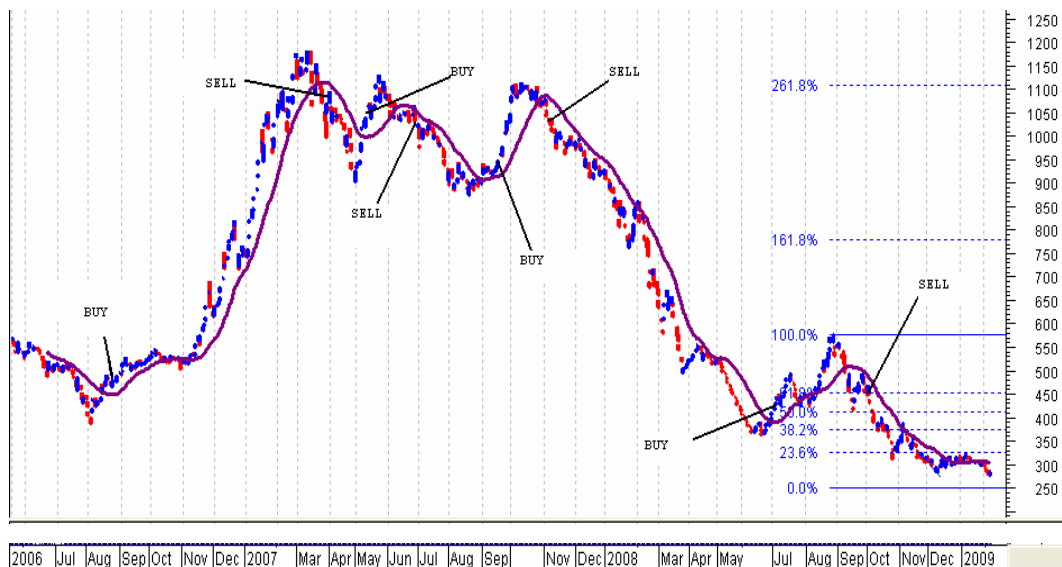
❖ **Chiến lược khớp chỉ số thụ động và khớp chỉ số chủ động :**

Nhà đầu tư có thể lựa chọn chiến lược đầu tư theo chỉ số thụ động bằng cách mua và nắm giữ DMĐT chỉ số trong một thời gian tương đối dài. Trong thời gian này, DMĐT chỉ được điều chỉnh khi có những thay đổi trong chỉ số. Ngoài ra, nhà đầu tư sẽ hạn chế tối đa việc điều chỉnh và mua bán các chứng khoán trong DMĐT. Mục tiêu của chiến lược này là tỷ suất lợi nhuận của DMĐT đúng bằng mức tăng của chỉ số trong cùng thời kỳ.

Nhà đầu tư cũng có thể lựa chọn chiến lược đầu tư chỉ số chủ động bằng cách sử dụng các công cụ phân tích đặc biệt là phân tích kỹ thuật nhằm dự đoán xu hướng biến động của chỉ số. Nếu dự đoán chỉ số chứng khoán tăng trong thời gian tới, nhà đầu tư sẽ mua vào DMĐT theo chỉ số. Ngược lại, nếu dự đoán chỉ số giảm, nhà đầu tư sẽ bán toàn bộ DMĐT theo chỉ số. Nhà đầu tư cần dành nhiều nỗ lực cho việc nghiên cứu và phân tích các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng GDP, lạm phát, cán cân thương mại, thâm hụt ngân sách, lãi suất, chính sách tiền tệ, tỷ giá, giá dầu, giá vàng... Đặc biệt là phải sử dụng tốt phương pháp phân tích kỹ thuật đối với chỉ số. Thông thường các chỉ báo của phân tích kỹ thuật thường chính xác đối với chỉ số hơn là đối với chứng khoán riêng lẻ. Như vậy, nhà đầu tư không cần trả lời câu hỏi mua cổ phiếu nào mà chỉ cần trả lời câu hỏi mua vào lúc nào.

Ví dụ : Kết hợp chiến lược đầu tư theo chỉ số và chiến lược giao dịch theo đường trung bình động (MA)

Biểu đồ 3.1 : Diễn biến chỉ số VN-Index và các tín hiệu mua bán theo MA(26) :



(Nguồn : Dữ liệu vẽ bằng Metastock của tác giả)

Có thể sử dụng kết hợp chiến lược đầu tư theo chỉ số và chiến lược giao dịch theo đường trung bình động 26 ngày – MA(26). MA (26) là một trong những đường chỉ báo quan trọng của phân tích kỹ thuật, được hình thành bằng cách tính trung bình của giá đóng cửa của 26 phiên gần nhất. Theo phương pháp này, khi đường VN-Index cắt đường MA(26) từ phía dưới lên đó là tín hiệu mua vào DMĐT theo chỉ số, khi đường VN-Index cắt đường MA(26) từ phía trên xuống đó là tín hiệu bán ra toàn bộ DMĐT theo chỉ số. Ta có thể kiểm chứng kết quả của chiến lược này như sau:

Giai đoạn : 1/1/2007 – 31/12/2007 :

-
- ✓ Chiến lược mua và giữ DMĐT chỉ số : tỷ suất sinh lời 23%
 - ✓ Giao dịch theo các tín hiệu của MA(26): tỷ suất sinh lời 50%

Giai đoạn 2/1/2008 – 31/12/2008 :

- ✓ Chiến lược mua và giữ DMĐT theo chỉ số : Tỷ suất sinh lời - 65%
- ✓ Giao dịch theo các tín hiệu của MA(26): Tỷ suất sinh lời khoảng 9% do chỉ mua vào 1 lần khi VN-Index cắt MA(26) từ dưới lên vào ngày 3/7/2008 giá trị của VN-Index vào khoảng 428 điểm, và bán ra khi VN-Index cắt MA(26) từ trên xuống vào ngày 19/9/2008 ở mức 470 điểm. Ngoài hai giao dịch trên, theo các tín hiệu của MA(26) không tham gia bất cứ giao dịch nào khác do vậy nhà đầu tư có thể thoát khỏi tất cả các bẫy tăng giá của thị trường.

Như vậy qua kiểm chứng thực tế trên TTCK Việt Nam, có thể thấy việc áp dụng chiến lược đầu tư theo chỉ số kết hợp với việc giao dịch theo các tín hiệu của MA (26) mang lại hiệu quả đầu tư tương đối cao và hạn chế được nhiều rủi ro so với việc mua và giữ DMĐT theo chỉ số hay giao dịch một cách ngẫu nhiên. Nhà đầu tư có thể tham khảo và áp dụng chiến lược cũng như phương pháp giao dịch này.

3.1.4.5. Đề xuất chiến lược đầu tư cho các sản phẩm QLDMĐT :

Dựa trên đặc tính về lợi nhuận kỳ vọng, mức độ chấp nhận rủi ro và thời hạn đầu tư của các sản phẩm QLDMĐT. Có thể đề xuất chiến lược đầu tư của DMĐT cổ phiếu của từng sản phẩm cụ thể. (Bảng 3.6 : Đề xuất chiến lược đầu tư đối với các sản phẩm QLDMĐT – Phụ lục 12)

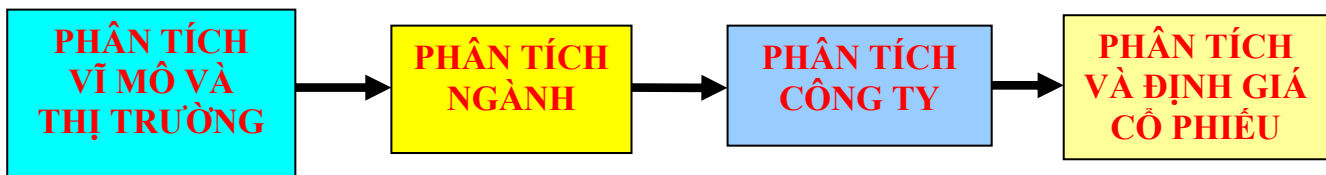
3.1.5. Lựa chọn chứng khoán :

Nhiệm vụ quan trọng nhất của công đoạn này là tìm kiếm, đánh giá và lựa chọn các chứng khoán cụ thể vào danh mục đầu tư. Có thể nói đây là công đoạn quan trọng nhất quyết định thành công của DMĐT. Các CTQLQ cần xây dựng quy trình phân tích đầu tư để đảm bảo tính khoa học, chính xác trong phân tích, đồng thời yêu cầu quá trình phân tích cần phải xem xét đánh giá đầy đủ các thông tin và khía cạnh cần thiết.

3.1.5.1. Quy trình phân tích và lựa chọn cổ phiếu :

Trong công đoạn này chủ yếu tiếp cận theo phương pháp phân tích cơ bản. Người phân tích sẽ áp dụng quy trình phân tích từ trên xuống hoặc quy trình phân tích từ dưới lên để phân tích và đánh giá các yếu tố về nền kinh tế, ngành và điều kiện cụ thể của công ty để từ đó xác định giá trị nội tại của cổ phiếu.

Sơ đồ 3.3 : Quy trình phân tích và lựa chọn cổ phiếu



Các bước phân tích cụ thể bao gồm :

- ❖ Phân tích vĩ mô và thị trường
- ❖ Phân tích ngành
- ❖ Phân tích công ty
 - Đánh giá các yếu tố phi tài chính
 - Phân tích tài chính
 - Dự phóng tài chính
- ❖ Phân tích và định giá cổ phiếu:
 - Tính toán và đánh giá các chỉ tiêu trên 1 cổ phiếu
 - Phân tích các chỉ số thị trường
 - Đánh giá các yếu tố của cổ phiếu.
 - Định giá cổ phiếu
 - Phương pháp định giá tài sản
 - Phương pháp định giá trên cơ sở so sánh
 - Phương pháp chiết khấu dòng tiền
 - Kết hợp các mô hình

(Phụ lục 8 : Quy trình phân tích và lựa chọn chứng khoán)

3.1.5.2. Quy trình phân tích và lựa chọn trái phiếu

CTQLQ cần xây dựng quy trình phân tích và lựa chọn các công cụ đầu tư có lợi suất cố định đặc biệt là quy trình phân tích và lựa chọn trái phiếu.

- ❖ Đánh giá các rủi ro liên quan tới trái phiếu :
 - Rủi ro tín dụng
 - Rủi ro lãi suất (rủi ro thị trường)
 - Các loại rủi ro khác
- ❖ Đo lường các loại lợi suất của trái phiếu.
- ❖ Định giá trái phiếu :

(Phụ lục 8 : Quy trình phân tích và lựa chọn chứng khoán)

3.1.6. Xác định tỷ lệ phân bổ chứng khoán trong DMĐT (Portfolio Optimization)

Sau quá trình phân tích và định giá chứng khoán, công ty sẽ chọn ra một danh mục các cổ phiếu có thể đầu tư, bao gồm những công ty thỏa mãn các điều kiện như triển vọng phát triển, thương hiệu, khả năng sinh lời tốt, rủi ro thấp, giá trị hợp lý....

(Ví dụ : Phụ lục 9 Danh mục cổ phiếu giá trị vốn hóa lớn).

Dựa trên danh mục các cổ phiếu đã được lựa chọn, sẽ tiến hành việc phân bổ tỷ trọng các cổ phiếu này nhằm xây dựng DMĐT. Việc phân bổ tỷ trọng này chủ yếu dựa trên cơ sở ứng dụng mô hình Markowitz vào TTCK Việt Nam. Các bước thực hiện cụ thể như sau :

- Bước 1: Thu thập dữ liệu
- Bước 2: Tính toán tỷ suất sinh lời quá khứ của các cổ phiếu
- Bước 3 : Tính toán lợi nhuận kỳ vọng, rủi ro của các cổ phiếu và tỷ suất sinh lời kỳ vọng của DMĐT
- Bước 4: Tính ma trận hệ số hiệp phương sai và ma trận hệ số tương quan
- Bước 5: Tính phương sai, độ lệch chuẩn của DMĐT.
- Bước 6: Lập mô hình toán truy tìm tỷ trọng phân bổ cổ phiếu trong DMĐT
- Bước 7: Giải bài toán tìm tỷ trọng phân bổ tối ưu trong DMĐT

3.1.6.1. Thu thập dữ liệu

Thu thập dữ liệu về giá của các cổ phiếu trong giai đoạn 2 năm từ ngày 02/01/2007 đến ngày 31/12/2008. Dữ liệu về giá được cung cấp bởi HOSE, HaSTC được tập hợp nhằm phục vụ cho việc phân tích kỹ thuật.

3.1.6.2. Tính toán tỷ suất sinh lời quá khứ của các cổ phiếu:

- Thời kỳ đầu tư được lựa chọn là hàng tháng. Tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu được tính theo hàng tháng. Dữ liệu được thu thập trong giai đoạn 2 năm, do vậy sẽ có tỷ suất sinh lời của 24 thời kỳ (tháng).
(Bảng 3.7 : Tỷ suất sinh lời quá khứ của 10 cổ phiếu – Phụ lục 16)
- Lợi nhuận từ đầu tư cổ phiếu đến từ 2 nguồn : cổ tức và chênh lệch giá. Tuy nhiên do thời kỳ đầu tư được lựa chọn là hàng tháng, nên thu nhập từ cổ tức là không đáng kể. Giả định bỏ qua yếu tố này trong mô hình và chỉ quan tâm đến lợi nhuận từ chênh lệch giá.
- Giá phải được điều chỉnh lại trong các trường hợp như phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, phát hành cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu. Bởi vì các trường hợp này làm cho giá thay đổi nhưng không phản ánh mức lỗ/lời thực sự . Giá phải được điều chỉnh lại theo đúng tỷ lệ để đảm bảo sự thay đổi giá là do nguyên nhân cung cầu trên thị trường và phản ánh đúng mức lãi/lỗ của cổ phiếu.
- Tỷ suất sinh lời được tính bằng công thức :

Tỷ suất sinh lời hàng tháng = (giá đóng cửa bình quân của 3 ngày cuối tháng - giá đóng cửa bình quân của 3 ngày đầu tháng)/ Giá đóng cửa bình quân 3 ngày đầu tháng. Lấy giá bình quân của 3 ngày để loại bỏ bớt tác động của những ngày biến động giá bất thường. Dựa trên các phương pháp và giả định trên, tính được tỷ suất sinh lời các thời kỳ (tháng) trong quá khứ của 10 cổ phiếu trong danh mục.

3.1.6.3. Tính toán lợi nhuận kỳ vọng, rủi ro của các cổ phiếu và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của DMĐT.

- Ta có tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu qua các thời kỳ trong quá khứ do vậy lợi nhuận kỳ vọng được tính từ lợi nhuận trung bình. Áp dụng công thức tính lợi nhuận trung bình.
- Các chỉ tiêu đo lường rủi ro là phương sai và độ lệch chuẩn cũng được tính từ các dữ liệu quá khứ. Áp dụng công thức tính phương sai:

$$\delta^2 = \frac{1}{n - 1} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2$$

tính được tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của các cổ phiếu cụ thể như sau:

Bảng 3.8: Lợi nhuận kỳ vọng, phương sai độ lệch chuẩn của các cổ phiếu

Chỉ tiêu	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR	DMĐT
Tỷ trọng	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
Lợi nhuận kỳ vọng	-0.44%	0.55%	-1.45%	0.86%	-0.67%	4.76%	1.31%	-2.72%	-1.35%	3.39%	0.424%
Phương sai	2.76%	5.27%	3.18%	2.32%	4.19%	18.36%	4.23%	7.95%	3.90%	13.07%	3.766%
Độ lệch chuẩn	16.60%	22.96%	17.84%	15.22%	20.47%	42.84%	20.58%	28.20%	19.74%	36.16%	19.406%

- Giả sử trong DMĐT, tỷ trọng mỗi cổ phiếu là bằng nhau và bằng 10%, tỷ suất lợi nhuận của DMĐT chính là bình quân gia quyền theo trọng số (với trọng số w là tỉ trọng của mỗi cổ phiếu trong danh mục) của tỷ lệ thu nhập của mỗi cổ phiếu trong DMĐT.

3.1.6.4. Tính ma trận hệ số hiệp phương sai và ma trận hệ số tương quan:

Bảng 3.9 : Ma trận hệ số hiệp phương sai (Phụ lục 16)

Bảng 3.10 : Ma trận hệ số tương quan (Phụ lục 16)

- Tính hệ số hiệp phương sai của các cặp cổ phiếu dựa trên dữ liệu quá khứ.
- Từ dữ liệu quá khứ tính được hệ số tương quan giữa các cặp cổ phiếu.
- Kết hợp tất cả các cặp hệ số lại có ma trận hệ số hiệp phương sai và ma trận hệ số tương quan.

- Ta thấy hệ số tương quan trung bình của các cổ phiếu tương đối cao, phổ biến trong khoảng (0.6 – 0.8), điều đó chứng tỏ tại thị trường Việt Nam các cổ phiếu có xu hướng biến động cùng chiều khá rõ ràng. Rủi ro hệ thống có xu hướng chiếm tỷ trọng lớn trong rủi ro tổng thể. Do vậy, việc phân tích và dự báo xu hướng của thị trường đóng vai trò rất quan trọng.
- DHG và ITA là 2 loại cổ phiếu có hệ số tương quan với các cổ phiếu còn lại tương đối thấp, đây là 2 cổ phiếu nếu đưa vào DMĐT sẽ làm tăng hiệu quả của việc giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hóa.

3.1.6.5. Tính phương sai và độ lệch chuẩn của DMĐT

(Bảng 3.11 : Ma trận trung gian – Phụ lục 16)

- Sử dụng phương pháp ma trận để tính phương sai của danh mục đầu tư. Thiết lập một ma trận trung gian bao gồm các ô hàng ngang tương ứng với 10 loại cổ phiếu VNM, ACB... VNR, các ô hàng dọc cũng tương ứng với 10 loại cổ phiếu VNM, ACB... VNR.
- Giá trị của mỗi ô trong ma trận sẽ bằng hệ số hiệp phương sai của hai chứng khoán ở hàng ngang hàng dọc \times tỷ trọng của chứng khoán ở hàng ngang trong DMĐT \times tỷ trọng của chứng khoán ở hàng dọc trong DMĐT.
Ví dụ : Giá trị của ô (VNM,ACB) = Cov(ACB,VNM) \times tỷ trọng ACB trong DMĐT \times tỷ trọng VNM trong DMĐT
- Phương sai của DMĐT bằng tổng giá trị của các ô trong ma trận và bằng 3.766%
- Độ lệch chuẩn của DMĐT bằng 19.4% (Bảng 3.7)

3.1.6.6. Lập mô hình toán tìm tỷ trọng phân bổ cổ phiếu trong DMĐT

- Dựa vào dữ liệu quá khứ đã tính được tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng, phương sai và độ lệch chuẩn của các chứng khoán, hệ số hiệp phương sai và hệ số tương quan của các cặp chứng khoán.
- Lợi nhuận kỳ vọng của DMĐT được tính theo công thức:

$$Erp = \sum_{i=1}^n w_i \times Eri$$

- Phương sai của DMĐT được tính theo công thức :

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n w_i w_k Cov(r_i, r_k)$$

- Trong mô hình này : E_{ri} , δ_i , $Cov(R_i, R_k)$ là các hằng số. Biến số trong mô hình chính là tỷ trọng của các cổ phiếu $w_1, w_2, w_3, \dots, w_{10}$
- Gọi $w_1, w_2, w_3, \dots, w_{10}$ lần lượt là tỷ trọng của các cổ phiếu VNM, ACB, STB, DHG, VSH, SJS, PVD, FPT, ITA, VNR trong DMĐT.
- Tiếp theo, xác định các ràng buộc của mô hình toán dựa trên các hạn chế đầu tư và các yêu cầu khác. Có thể đưa ra các ràng buộc như sau :
 - Tổng tỷ trọng của các chứng khoán bằng 100% : $w_1 + w_2 + w_3 + \dots + w_{10} = 100\%$
 - Tỷ trọng của các chứng khoán không được nhỏ hơn 0 do không được phép bán khống : $w_1, w_2, w_3, \dots, w_{10} \geq 0$
 - Tỷ trọng của các chứng khoán không được lớn hơn 20% do không được phép đầu tư quá 20% tài sản của danh mục đầu tư vào chứng khoán đang lưu hành của một tổ chức phát hành : $w_1, w_2, w_3, \dots, w_{10} \leq 20\%$
 - Tổng tỷ trọng đầu tư vào nhóm ngành tài chính – ngân hàng – bảo hiểm (ACB, STB, VNR) không được phép quá 40% : $w_2 + w_3 + w_{10} \leq 40\%$.
 - Tổng tỷ trọng đầu tư vào các nhóm ngành khác không được phép quá 30% . Nhóm ngành đầu tư khu công nghiệp – đô thị - bất động sản (SJS, ITA) : $w_6 + w_9 \leq 30\%$
 - Hệ số P/E của DMĐT không được lớn hơn 9 (Hệ số P/E bình quân của 20 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường là 8.25). Hệ số P/E của DMĐT là bình quân hệ số P/E của các chứng khoán trong danh mục với trọng số là tỷ trọng của các chứng khoán trong DMĐT. Do vậy : $5.08 * w_1 + 2.96 * w_2 + 6.12 * w_3 + \dots + 10.87 * w_{10} \leq 9$.
 - Hệ số P/B của DMĐT không được lớn hơn 2 (Hệ số P/B bình quân của 20 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường là 1.62). Hệ số P/B của DMĐT là bình quân hệ số P/B của các chứng khoán trong danh mục với trọng số là tỷ trọng của các chứng khoán trong DMĐT. Do vậy : $2.98 * w_1 + 2.06 * w_2 + 0.91 * w_3 + \dots + 1.19 * w_{10} \leq 2$.

- **Mô hình 1** : Tối đa hóa thu nhập kỳ vọng trên cơ sở giới hạn mức rủi ro cho trước .
 - Hàm mục tiêu lợi nhuận kỳ vọng tối đa :

$$Erp = \sum_{i=1}^n w_i \times E_{ri} \longrightarrow \text{Max}$$

- Ràng buộc bổ sung : Độ lệch chuẩn không được lớn hơn 20% (Độ lệch chuẩn của VN-Index là 15.91% .

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n w_i w_k Cov(r_i, r_k) \leq 4\%$$

- **Mô hình 2** : Tối thiểu hóa rủi ro trên cơ sở yêu cầu mức lợi nhuận tối thiểu cho trước.
 - Hàm mục tiêu rủi ro tối thiểu :

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n w_i w_k Cov(r_i, r_k) \longrightarrow \text{Min}$$

- Ràng buộc bổ sung : Lợi nhuận kỳ vọng không được nhỏ hơn 0.5%/tháng

$$Erp = \sum_{i=1}^n w_i \times Eri \geq 0.5\%$$

- **Mô hình 3** : Tối đa hóa mức hữu dụng

Trên cơ sở thu thập thông tin và đánh giá mức ngại rủi ro của khách hàng. Có thể đưa ra hệ số ngại rủi ro trên thang độ 1- 10. Nhóm nhà đầu tư có mức ngại rủi ro thấp nhất hệ số ngại rủi ro A = 1, nhóm nhà đầu tư có mức ngại rủi ro cao nhất, hệ số ngại rủi ro A = 10. Giả sử đối với nhà đầu tư có hệ số ngại rủi ro A = 5, khi đó ta có hàm mục tiêu là mức hữu dụng tối đa :

$$\sum_{i=1}^n w_i \times r_i - (A/2) \times \left\{ \sum_{i=1}^n w_i \cdot \delta_i^2 + \sum_{\substack{i=1 \\ k=1}}^n 2w_i w_k Cov(r_i, r_k) \right\} \rightarrow \max$$

với A = 5 là mức ngại rủi ro của nhà đầu tư

3.1.6.7. Giải bài toán tìm tỷ trọng phân bổ tối ưu trong DMĐT

Trên cơ sở các mô hình toán đã lập và các thông số đã cho, có thể sử dụng các công cụ tin học hỗ trợ nhằm giải các bài toán tối ưu này và tìm được tỷ trọng phân bổ các cổ phiếu một cách hợp lý nhất trong DMĐT. Ta sử dụng phần mềm Excel để tính toán tất cả các dữ liệu và thông số nêu trên, cuối cùng có thể sử dụng công cụ Solver để giải các bài toán đã lập.

- **Giải mô hình 1** : Sử dụng phần mềm Excel và công cụ Solver để giải mô hình 1, ta được DMĐT với các số liệu sau :

Bảng 3.12 : Danh mục đầu tư theo mô hình 1

Chỉ tiêu	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR	DMĐT	VN-Index
Tỷ trọng	0.00%	18.27%	0.00%	20.00%	0.00%	10.99%	20.00%	0.00%	10.73%	20.00%	100.00%	
Lợi nhuận kỳ vọng	-0.44%	0.55%	-1.45%	0.86%	-0.67%	4.76%	1.31%	-2.72%	-1.35%	3.39%	1.592%	-2.40%
Phương sai	2.76%	5.27%	3.18%	2.32%	4.19%	18.36%	4.23%	7.95%	3.90%	13.07%	4.000%	2.53%
Độ lệch chuẩn	16.60%	22.96%	17.84%	15.22%	20.47%	42.84%	20.58%	28.20%	19.74%	36.16%	20.000%	15.91%
P/E	5.08	2.96	6.21	12.73	9.28	10.94	6.67	3.78	5.06	10.87	8.34	
P/B	2.89	2.06	0.91	2.60	1.64	1.53	3.24	2.50	0.46	1.19	2.00	

- Tỷ trọng : ACB = 18.27% , DHG = 20% , SJS = 10.99% , ITA = 10.7% , VNR = 20% , các cổ phiếu còn lại tỷ trọng bằng 0.
- Lợi nhuận kỳ vọng của DMĐT là : 1.592% / tháng
- Phương sai của DMĐT : 4% , độ lệch chuẩn : 20%
- Tổng tỷ trọng các cổ phiếu nhóm tài chính ngân hàng bảo hiểm = 38.27% < 40%
- Tổng tỷ trọng nhóm cổ phiếu khu công nghiệp – đô thị - bất động sản = 21.72% < 30%
- Hệ số P/E của DMĐT là 8.34 < 9%

- Hệ số P/B của DMĐT là 2

Như vậy DMĐT với tỷ trọng đầu tư vào các cổ phiếu nêu trên đạt được lợi nhuận kỳ vọng tối đa là 1.592%/tháng (19.2%/năm) đồng thời thỏa mãn tất cả các điều kiện đặt ra.

- **Giải mô hình 2** : Sử dụng phần mềm Excel và công cụ Solver để giải mô hình 2, ta được DMĐT với các số liệu sau :

Bảng 3.13 : Danh mục đầu tư theo mô hình 2

Chỉ tiêu	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR	DMĐT	VN-Index
Tỷ trọng	6.05%	20.00%	4.58%	20.00%	0.00%	0.00%	20.00%	0.00%	20.00%	9.37%	100.00%	
Lợi nhuận kỳ vọng	-0.44%	0.55%	-1.45%	0.86%	-0.67%	4.76%	1.31%	-2.72%	-1.35%	3.39%	0.500%	-2.40%
Phương sai	2.76%	5.27%	3.18%	2.32%	4.19%	18.36%	4.23%	7.95%	3.90%	13.07%	2.460%	2.53%
Độ lệch chuẩn	16.60%	22.96%	17.84%	15.22%	20.47%	42.84%	20.58%	28.20%	19.74%	36.16%	15.685%	15.91%
P/E	5.08	2.96	6.21	12.73	9.28	10.94	6.67	3.78	5.06	10.87	7.09	
P/B	2.89	2.06	0.91	2.60	1.64	1.53	3.24	2.50	0.46	1.19	2.00	

- Tỷ trọng các cổ phiếu : VNM = 6.05%, ACB = 20% , STB = 4.58%, DHG = 20%, PVD = 20%, ITA = 20%, VNR = 9.37%, các cổ phiếu khác tỷ trọng bằng 0
- Lợi nhuận kỳ vọng của DMĐT là : 0.5%
- Phương sai của DMĐT : 2.46% , độ lệch chuẩn : 15.68%
- Tổng tỷ trọng cổ phiếu nhóm tài chính ngân hàng bảo hiểm = 33.95% < 40%
- Tổng tỷ trọng nhóm cổ phiếu khu công nghiệp – đô thị - bất động sản = 20% < 40%
- Hệ số P/E của DMĐT là : 7.09 < 9%
- Hệ số P/B của DMĐT là : 2

Như vậy DMĐT với tỷ trọng đầu tư vào các cổ phiếu nêu trên đã đạt được mục tiêu rủi ro tối thiểu với phương sai của DMĐT : 2.46% , độ lệch chuẩn : 15.68% , đồng thời thỏa mãn tất cả các điều kiện đặt ra.

- **Giải mô hình 3** : Sử dụng phần mềm Excel và công cụ Solver để giải mô hình 3, ta được DMĐT với các số liệu sau :

Bảng 3.14 : Danh mục đầu tư theo mô hình 3

Chỉ tiêu	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR	DMĐT
Tỷ trọng	20.00%	10.20%	20.00%	20.00%	0.00%	0.00%	13.41%	0.00%	16.39%	0.00%	100.00%
Lợi nhuận kỳ vọng	-0.44%	0.55%	-1.45%	0.86%	-0.67%	4.76%	1.31%	-2.72%	-1.35%	3.39%	-0.196%
Phương sai	2.76%	5.27%	3.18%	2.32%	4.19%	18.36%	4.23%	7.95%	3.90%	13.07%	1.900%
Độ lệch chuẩn	16.60%	22.96%	17.84%	15.22%	20.47%	42.84%	20.58%	28.20%	19.74%	36.16%	13.785%
P/E	5.08	2.96	6.21	12.73	9.28	10.94	6.67	3.78	5.06	10.87	6.83
P/B	2.89	2.06	0.91	2.60	1.64	1.53	3.24	2.50	0.46	1.19	2.00
Mức ngại rủi ro	A										5.00
Mức hữu dụng	U										-0.05

- Tỷ trọng các cổ phiếu : VNM = 20%, ACB = 10.20% , STB = 20%, DHG = 20%, PVD = 13.41%, ITA = 16.39%, các cổ phiếu khác tỷ trọng bằng 0.
- Lợi nhuận kỳ vọng của DMĐT là : - 0.196%

- Phương sai của DMĐT : 1.9% , độ lệch chuẩn : 13.785%
- Tỷ trọng cổ phiếu nhóm tài chính – ngân hàng bảo hiểm = 30.2 < 40%
- Tỷ trọng nhóm cổ phiếu khu công nghiệp – đô thị - bất động sản = 16.39% < 40%
- Hệ số P/E DMĐT là 6.83 < 9%
- Hệ số P/B của DMĐT là 2

Như vậy DMĐT với tỷ trọng đầu tư vào các cổ phiếu nêu trên đã đạt được mức hữu dụng tối đa $U = - 0.05$ đồng thời thỏa mãn tất cả những điều kiện đặt ra.

3.2. CÁC GIẢI PHÁP ĐỐI VỚI CÔNG TY QUẢN LÝ QŨY :

3.2.1. Các giải pháp Marketing và phát triển thị trường:

3.2.1.1. Xác định thị trường mục tiêu và phân loại khách hàng :

Dịch vụ QLDMĐT có thể cung cấp cho khách hàng là tổ chức hoặc cá nhân. Các CTQLQ có thể lựa chọn khách hàng mục tiêu của mình là các nhà đầu tư tổ chức, cá nhân hoặc cả hai nhóm khách hàng này. Khách hàng cá nhân trong dịch vụ này của các CTQLQ có thể bao gồm:

- Khách hàng cá nhân trong nước :

Là nhóm khách hàng đang sinh sống và làm việc trong nước, có các đặc điểm về quy mô tài sản tài chính và lượng vốn đầu tư tương đối lớn ; có mức thu nhập tương đối cao ; mong muốn tỷ suất sinh lời cao hơn so với mức lãi suất thông thường ; có thể chấp nhận rủi ro ở mức độ nhất định ; thời gian đầu tư tương đối dài ; hạn chế về kiến thức, kinh nghiệm và thời gian đầu tư trên thị trường chứng khoán.

- Khách hàng cá nhân nước ngoài :

Là nhóm khách hàng đang sinh sống và làm việc thường xuyên ở nước ngoài, có các đặc điểm như lượng vốn đầu tư lớn, ổn định và dài hạn ; muốn tìm kiếm tỷ suất sinh lời tương đối cao tại các thị trường mới như Việt Nam ; mong muốn đa dạng hóa DMĐT trên phạm vi quốc tế ; gặp các rào cản về thời gian, kiến thức, kinh nghiệm, sự am hiểu về pháp luật khi tham gia trên TTCK Việt Nam... Trên thực tế, TTCK Việt Nam đã có sự tham gia khá đông đảo của các nhà đầu tư cá nhân đến từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hong Kong... và nhà đầu tư là người Việt Nam hiện đang ở nước ngoài. Đây chính là nhóm khách hàng đầy tiềm năng cho nghiệp vụ QLDMĐT của các CTQLQ.

Để có các chiến lược phát triển thị trường phù hợp, các công ty QLQ nên có các tiêu chí phân nhóm khách hàng trong dịch vụ này. Tham khảo cách phân loại khách hàng sử dụng dịch vụ ngân hàng cá nhân của Pricewaterhouse Coopers và tham khảo điều kiện thực tế tại Việt Nam, ta có thể phân nhóm các khách hàng theo tiêu chí quy mô tài sản tài chính mà họ đang nắm giữ như sau :

- Nhóm 1 : Khách hàng có giá trị tài sản ròng cực kỳ lớn có quy mô tài sản tài chính từ 20 tỷ VND trở lên.

-
- Nhóm 2: Khách hàng có giá trị tài sản ròng rất lớn, có quy mô tài sản tài chính từ 10 – 20 tỷ.
 - Nhóm 3 : Khách hàng có giá trị tài sản ròng lớn , có quy mô tài sản tài chính từ 5 -10 tỷ.
 - Nhóm 4 : Khách hàng giàu có , có quy mô tài sản tài chính từ 2 – 5 tỷ.
 - Nhóm 5 : Khách hàng thông thường, có quy mô tài sản tài chính từ 500 tr – 2 tỷ.

Để thực hiện tập trung hóa và nâng cao khả năng cạnh tranh, các CTQLQ có thể lựa chọn tập trung vào các nhóm khách hàng mục tiêu khác nhau. Nếu CTQLQ lựa chọn tập trung vào phân khúc khách hàng nhóm 4 -5, số lượng khách hàng tương đối đông, quy mô tài sản ủy thác nhỏ, đòi hỏi phải xây dựng được các kênh quảng bá dịch vụ mang tính đại chúng cao, sản phẩm dịch vụ cung cấp cần được tiêu chuẩn hóa và có sự hỗ trợ nhất định về mặt công nghệ để có thể tiến hành cung ứng dịch vụ hàng loạt nhằm giảm chi phí và nâng cao hiệu quả. Nếu tập trung vào nhóm khách hàng 1- 2- 3, đòi hỏi chất lượng dịch vụ và sự khác biệt hóa cao, cùng với các dịch vụ giá trị gia tăng và phương thức chăm sóc khách hàng đặc biệt.

Nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động và thực hiện lựa chọn thị trường mục tiêu, CTQLQ có thể đưa ra những điều kiện tối thiểu đối với khách hàng khi tham gia dịch vụ QLDMĐT. Ví dụ, CTQLQ có thể đưa ra điều kiện :

- Quy mô vốn ủy thác tối thiểu : 2.000.000.000 VNĐ
- Thời gian ủy thác tối thiểu: 2 năm

3.2.1.2. Tăng cường hình thức quảng bá dịch vụ :

- **Giới thiệu dịch vụ trên Website :**

Ngày nay, đối với các doanh nghiệp trang thông tin điện tử đã trở thành một kênh giao tiếp quan trọng với khách hàng, là phương thức giới thiệu sản phẩm dịch vụ với chi phí thấp và hiệu quả cao. Hiện tại, trong 46 CTQLQ đã được cấp phép hoạt động, mới chỉ có một số CTQLQ như : An Phúc, FPT, Bản Việt, Bông Sen, SSI, Bảo Việt, Tài chính dầu khí, VFM ... là đã giới thiệu dịch vụ QLDMĐT trên website chính thức của mình. Ngoài ra, phần lớn các CTQLQ khác đều chưa có website chính thức hoặc chưa giới thiệu nghiệp vụ QLDMĐT trên Website. Tại website của nhiều công ty, nội dung giới thiệu còn khá sơ lược, chưa gây được ấn tượng đối với nhà đầu tư. Các CTQLQ cần tận dụng Website của mình để giới thiệu về nghiệp vụ QLDMĐT với các nội dung cơ bản như sau :

- Giới thiệu sơ lược về nghiệp vụ QLDMĐT
- Các lợi ích khi sử dụng dịch vụ QLDMĐT so với các hình thức đầu tư thông thường khác.
- Đội ngũ chuyên gia thực hiện QLDMĐT

- Các cam kết về việc tuân thủ chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp.
- Chiến lược và triết lý đầu tư cơ bản
- Thành tựu đã đạt được trong hoạt động QLDMĐT
- Tiện ích : Khách hàng có thể cung cấp một số thông tin cơ bản trực tuyến cho CTQLQ. Trên cơ sở thông tin khách hàng cung cấp, bộ phận nghiệp vụ sẽ phân loại, xử lý và sau đó sẽ liên hệ tiếp xúc với khách hàng để tư vấn cụ thể hơn về dịch vụ.

Nội dung giới thiệu cần đầy đủ súc tích, không nhất thiết phải đi quá sâu vào chi tiết và đặc điểm mang tính chất kỹ thuật của dịch vụ. Ngôn ngữ trình bày cần gợi mở, mang tính khái quát và tạo hiệu ứng về cảm xúc. Sử dụng ngôn ngữ tiếng Việt, tiếng Anh và các ngôn ngữ khác để có thể cung cấp thông tin cho các đối tượng khách hàng trong nước và nước ngoài.

• **Các phương thức quảng bá khác :**

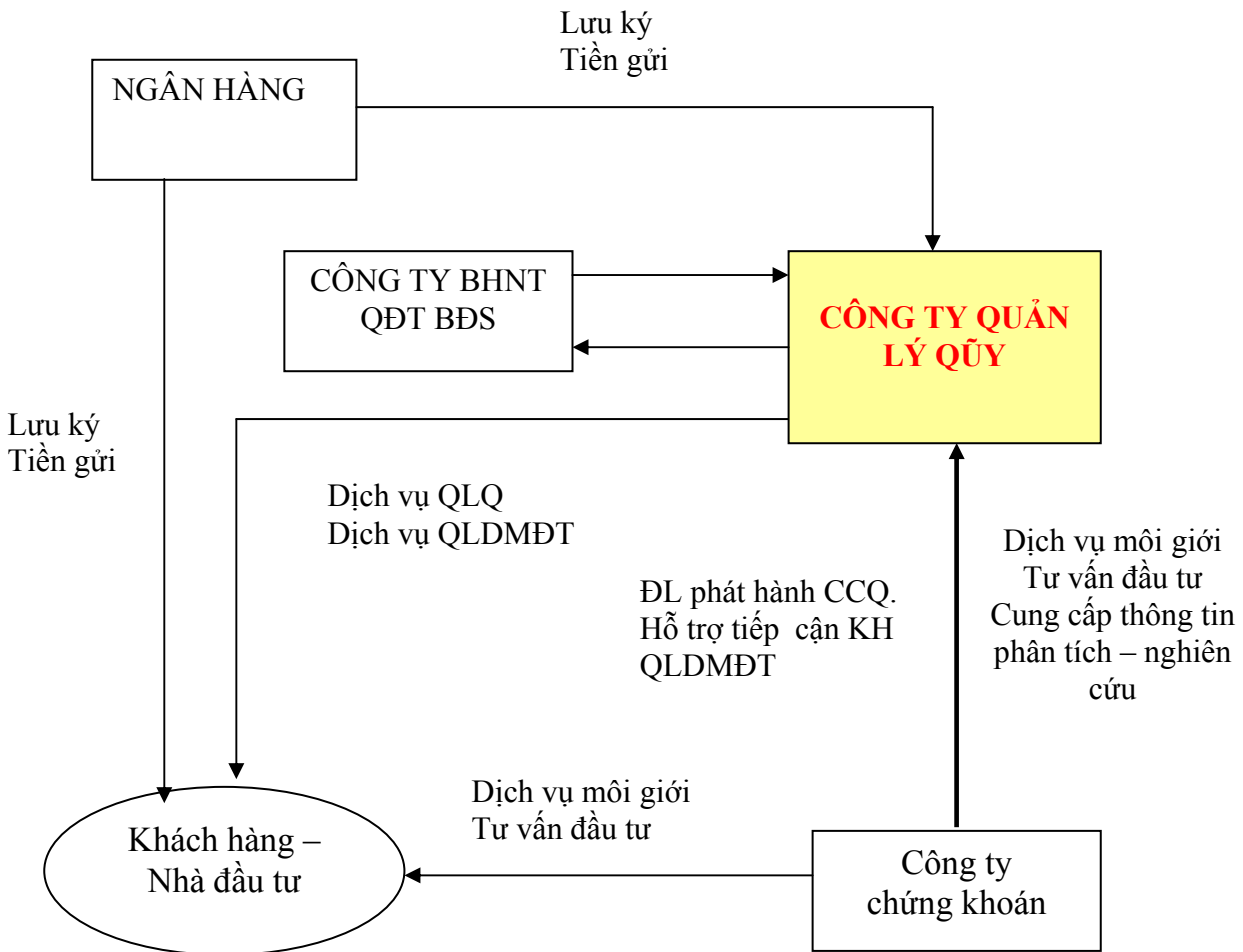
Ngoài website, CTQLQ có thể áp dụng nhiều hình thức quảng bá khác như : tổ chức các buổi hội thảo giới thiệu dịch vụ, tổ chức tiếp xúc khách hàng theo nhóm, quảng cáo trên các phương tiện thông tin đại chúng, gửi thư ngỏ Công ty cần cân nhắc lựa chọn hình thức quảng bá phù hợp với đặc thù của dịch vụ QLDMĐT với đối tượng khách hàng mục tiêu mà công ty hướng tới. Tổ chức hội thảo là hình thức phổ biến nhằm giới thiệu sản phẩm dịch vụ tới khách hàng. Hội thảo cần được tổ chức một cách chuyên nghiệp, đảm bảo chất lượng chuyên môn. Đối tượng tham gia cần được lựa chọn kỹ lưỡng. CTQLQ có thể giới thiệu và quảng cáo dịch vụ QLDMĐT một cách có chọn lọc trên các phương tiện thông tin đại chúng, chủ yếu là các tạp chí, kênh truyền hình, chuyên mục chuyên về kinh tế - tài chính – chứng khoán với các hình thức khác nhau như : quảng cáo, tin tức, bình luận, ý kiến chuyên gia...

3.2.1.3. Liên kết với công ty chứng khoán nhằm tạo ra chuỗi giá trị cung ứng:

Hợp tác với công ty chứng khoán trong quá trình hoạt động nói chung và thực hiện nghiệp vụ QLDMĐT nói riêng đóng vai trò quan trọng trong chiến lược phát triển của các CTQLQ. Các CTQLQ cần chú trọng xây dựng mối quan hệ chiến lược với một hoặc một số công ty chứng khoán. Mối quan hệ này cần được cụ thể hóa bằng các hợp đồng hợp tác, biên bản ghi nhớ hợp tác, những thỏa thuận phân chia lợi ích và trách nhiệm giữa các bên. Trong chuỗi liên kết này :

- CTQLQ cung ứng dịch vụ QLQ và QLDMĐT cho khách hàng là các nhà đầu tư.
- Trong hoạt động QLQ và QLDMĐT công ty QLQ cần lựa chọn công ty chứng khoán cung cấp các dịch vụ như : môi giới chứng khoán niêm yết, môi giới chứng khoán OTC, ủy thác đầu giá, cung cấp thông tin phân tích, nghiên cứu thị trường....
- Công ty chứng khoán có thể là đối tác phân phối chứng chỉ quỹ khi CTQLQ tạo lập quỹ đại chúng mới.

Đặc biệt công ty chứng khoán còn có thể hỗ trợ CTQLQ trong việc tiếp cận và giới thiệu dịch vụ QLDMĐT tới khách hàng.



Sơ đồ 3.4 : Chuỗi giá trị trong ngành dịch vụ quản lý quỹ tài sản

CTQLQ còn có thể hợp tác với các ngân hàng thương mại trong việc cung cấp dịch vụ lưu ký và tiền gửi. Đồng thời, CTQLQ có thể hợp tác với các công ty BHNT, quỹ đầu tư tín thác bất động sản nhằm tạo ra một giải pháp tài chính trọn gói.

3.2.1.4. Xây dựng đội ngũ phát triển kinh doanh chuyên nghiệp :

CTQLQ có thể tìm kiếm khách hàng thông qua các phương thức quảng bá mang tính chất đại chúng. Các khách hàng có nhu cầu sử dụng dịch vụ sẽ liên hệ trực tiếp với công ty để được tư vấn cụ thể. CTQLQ cũng có thể tìm kiếm khách hàng thông qua việc liên kết với các công ty chứng khoán như đã nêu trên. Tuy nhiên, trong thị trường cung cấp dịch vụ chứng khoán nói chung và thị trường dịch vụ QLDMĐT nói riêng có mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt như hiện nay, các CTQLQ cần có những phương thức tiếp cận khách hàng năng động hơn nữa. Công ty cần xây dựng bộ phận chuyên trách về phát triển kinh doanh và quan hệ nhà đầu tư. Đội ngũ này có trách nhiệm : chủ động tìm kiếm

khách hàng tiềm năng, tiếp cận và xây dựng mối quan hệ với khách hàng, tư vấn cho khách hàng về kế hoạch tài chính – đầu tư nói chung và tư vấn cụ thể về sản phẩm QLDMĐT nói riêng, hướng dẫn và tư vấn khách hàng ký kết hợp đồng sử dụng dịch vụ QLDMĐT với công ty, chăm sóc và duy trì mối quan hệ với khách hàng.

Tiêu chuẩn nhân sự :

- Có kiến thức kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính – chứng khoán – đầu tư
- Có nền tảng quan hệ rộng và khả năng giao tiếp tốt.
- Có uy tín
- Có kỹ năng và kinh nghiệm về bán hàng, thuyết phục, đàm phán.
- Có kiến thức và kinh nghiệm về hoạch định tài chính cá nhân.
- Nguồn tuyển dụng từ những ứng viên có kinh nghiệm làm việc trong các lĩnh vực tài chính ngân hàng, chứng khoán, bất động sản, bảo hiểm...

Chế độ đãi ngộ : Đối với đội ngũ này, ngoài mức lương cơ bản tối thiểu, thu nhập chủ yếu sẽ là hoa hồng từ phí dịch vụ mà CTQLQ thu được trong quá trình thực hiện nghiệp vụ QLDMĐT của các khách hàng mà họ tìm kiếm được.

Chương trình đào tạo : Đây là đội ngũ quan trọng, liên quan trực tiếp đến chất lượng dịch vụ và hình ảnh của công ty nên cần có quá trình tuyển lựa và đào tạo kỹ càng. Chương trình đào tạo cần toàn diện trong cả kỹ năng chuyên môn về kinh tế - tài chính – chứng khoán - đầu tư và kỹ năng mềm như kỹ năng giao tiếp, bán hàng, thuyết phục, đàm phán, quản lý...

3.2.2. Hoàn thiện nội dung hợp đồng QLDMĐT – Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng – Phương pháp xác định các loại phí liên quan.

3.2.2.1. Hoàn thiện nội dung hợp đồng QLDMĐT :

Hợp đồng QLDMĐT đóng vai trò rất quan trọng, nó là căn cứ để CTQLQ thực hiện nghiệp vụ, là cơ sở để xác định quyền lợi nghĩa vụ của các bên, là cơ sở để giải quyết các tranh chấp phát sinh... Hợp đồng QLDMĐT được ký với từng khách hàng cụ thể có thể có những nội dung và điều khoản khác nhau. Tuy nhiên, CTQLQ có thể soạn hợp đồng mẫu được chuẩn hóa. Hợp đồng cần đảm bảo những nội dung cơ bản theo pháp luật. (Phụ lục 10 : Nội dung hợp đồng QLDMĐT)

3.2.2.2. Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng của DMĐT :

Giá trị tài sản ròng là yếu tố quan trọng để đo lường tình hình tài sản của nhà đầu tư, kết quả hoạt động của DMĐT, là cơ sở để tính toán các loại phí. Do vậy CTQLQ cần công bố một cách rõ ràng và cụ thể về phương pháp xác định giá trị tài sản ròng của DMĐT. Đây là một dung bắt buộc không thể thiếu trong hợp đồng QLDMĐT.

Giá trị tài sản ròng của danh mục đầu tư (NAV) = Tổng giá trị tài sản có - Tổng nghĩa vụ nợ phải trả

(Phụ lục 11 : Nguyên tắc xác định giá trị tài sản ròng của DMĐT ủy thác)

3.2.2.3. *Xác định các khoản phí phải trả:*

- **Phí quản lý:**

Phí quản lý là khoản phí hàng năm được tính trên giá trị tài sản ròng (NAV) của DMĐT mà khách hàng ủy thác phải trả cho CTQLQ để công ty thực hiện các dịch vụ QLDMĐT. CTQLQ sẽ công bố tỷ lệ phí quản lý tính trên NAV của DMĐT, tỷ lệ phí này cao hay thấp tùy thuộc vào từng loại sản phẩm QLDMĐT và chiến lược cạnh tranh của CTQLQ, thậm chí để tăng khả năng cạnh tranh và thu hút khách hàng sử dụng dịch vụ CTQLQ có thể không thu loại phí này. Hiện tại, mức phí quản lý của các công ty thường dao động trong khoảng 1.5% - 2.5% và được thanh toán hàng quý vào đầu mỗi quý. Phí quản lý hàng quý được tính theo công thức như sau:

$$P_{ql} = \frac{1}{4} * 2\% * \text{Giá trị danh mục đầu tư của quý trước liền kề}$$

- **Phí thưởng hoạt động:**

Phí thưởng hoạt động là khoản tiền thưởng hoạt động hàng năm mà khách hàng ủy thác trả cho CTQLQ khi tỷ suất sinh lợi của DMĐT lớn hơn mức lợi nhuận so sánh. Mức phí này nhằm gắn kết quyền lợi của CTQLQ và các nhà đầu tư, đồng thời khuyến khích tối đa hóa lợi nhuận cho các nhà đầu tư. Nội dung hợp đồng QLDMĐT cần quy định rõ ràng và chi tiết về phương pháp xác định mức phí thưởng hoạt động. Để xác định mức phí thưởng cần 2 yếu tố cơ bản : tỷ suất lợi nhuận so sánh và tỷ lệ thưởng.

- Tỷ suất lợi nhuận so sánh: là tỷ suất nếu tỷ suất sinh lợi của DMĐT lớn hơn tỷ suất này khách hàng ủy thác phải thanh toán phí thưởng cho CTQLQ. Tỷ suất lợi nhuận so sánh có thể là một tỷ suất cố định (12%, 14%, 15%...), cũng có thể được tính dựa trên một mức tham chiếu nhất định (VN-Index, trái phiếu chính phủ, lãi suất tiết kiệm...).
- Tỷ lệ thưởng : là tỷ lệ phần trăm mà khách hàng phải trả cho CTQLQ trên phần lợi nhuận vượt so với lợi nhuận so sánh.

Tỷ suất lợi nhuận so sánh và tỷ lệ thưởng sẽ được đưa ra tùy theo thỏa thuận giữa hai bên trên cơ sở quy mô vốn, khả năng chấp nhận rủi ro của từng khách hàng và từng sản phẩm QLDMĐT cụ thể. Thông thường đối với các sản phẩm QLDMĐT có mức độ chấp nhận rủi ro thấp, tỷ suất lợi nhuận so sánh sẽ thấp đồng thời tỷ lệ thưởng cũng sẽ thấp. Ngược lại, các sản phẩm có mức độ chấp nhận rủi ro cao, tỷ suất sinh lợi so sánh sẽ cao đồng thời tỷ lệ thưởng cũng sẽ cao. Trong hợp đồng QLDMĐT cần có phụ lục hướng dẫn và ví dụ về phương pháp tính phí thưởng hoạt động

Ví Dụ :

- Sản phẩm 5 – Cân bằng
- Tỷ suất lợi nhuận so sánh : $60\% \cdot \text{VN Index} + 40\% \cdot \text{GBY-5} + 3\%$
- Giá trị DMĐT đầu năm (01/01/200x): 10 tỷ VND
- Số tiền nhà đầu tư đầu tư thêm vào DMĐT (30/06/200x) : 4 tỷ
- Giá trị DMĐT cuối năm (31/12/200x) : 20 tỷ
- Tốc độ tăng VN-Index : 20% Lãi suất TP Chính Phủ 5 năm bình quân : 8%
- Tỷ lệ thưởng 20% trên phần lợi nhuận vượt

Phí thưởng hoạt động được tính như sau :

- Tỷ suất lợi nhuận so sánh : $60\% \cdot 20\% + 40\% \cdot 8\% + 3\% = 18.2\%$
- Lợi nhuận vượt = $20 \text{ tỷ} - 10 \text{ tỷ} - 4 \text{ tỷ} - 10 \text{ tỷ} \cdot 18.2\% - 4 \text{ tỷ} \cdot 18.2\% \cdot 180/360$
= 1.52 tỷ
- Phí thưởng = $1.52 \text{ tỷ} \cdot 20\% = 0.304 \text{ tỷ đồng}$

Ngoài ra CTQLQ còn có thể công bố các loại phí khác như phí lưu ký, phí quản tài khoản, phí giao dịch... tất cả các khoản phí này đều phải ghi rõ trong hợp đồng và được sự chấp thuận của khách hàng. Ngoài các khoản phí đã ghi trong hợp đồng, CTQLQ không được thu bất cứ khoản phí nào khác.

3.2.3. Xây dựng bộ đạo đức nghề nghiệp dành cho Ban giám đốc, người quản lý và nhân viên CTQLQ.

Dịch vụ chứng khoán nói chung và dịch vụ QLDMĐT nói riêng là lĩnh vực tương đối nhạy cảm, trong đó những người hành nghề có thể có cơ hội tận dụng các lợi thế về thông tin và quyền hạn của mình để mưu lợi cho bản thân , mưu lợi cho bên thứ ba và xâm hại đến quyền lợi của khách hàng. Do vậy trong lĩnh vực này đòi hỏi các chuẩn mực về tính chuyên nghiệp, sự minh bạch, trung thực, cẩn trọng, bảo mật thông tin...Hoạt động QLDMĐT là hoạt động ủy thác dựa trên sự tin tưởng giữa khách hàng với CTQLQ. Nếu khách hàng không tin tưởng công ty và nhân viên của công ty, khách hàng sẽ không sử dụng dịch vụ QLDMĐT, hay nói rộng hơn nếu không có được lòng tin của khách hàng ngành dịch vụ chứng khoán sẽ không thể phát triển. Các CTQLQ cần xây dựng các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp dành cho Ban giám đốc, người quản lý và nhân viên của công ty gọi là người hành nghề QLQ. Công ty cần đảm bảo rằng những người hành nghề QLQ của công ty đều phải nắm rõ và cam kết thực hiện theo các chuẩn mực này, đồng thời công ty cũng phải tạo cơ chế nhằm kiểm tra giám sát việc tuân thủ các chuẩn mực của người hành nghề QLQ.

(Phụ lục 12: Nội dung bộ chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp)

3.3. CÁC GIẢI PHÁP HỖ TRỢ

Để phát triển thị trường dịch vụ chứng khoán nói chung cũng như dịch vụ QLDMĐT nói riêng, ngoài nỗ lực của bản thân mỗi tổ chức kinh doanh cung cấp dịch vụ còn cần những nỗ lực, giải pháp mang tính vĩ mô của các cơ quan có thẩm quyền và của tất cả các chủ thể tham gia trên thị trường như hoàn thiện khung pháp lý, phát triển hàng hóa, hoàn thiện cơ sở hạ tầng kỹ thuật và thông tin, gia tăng tính hiệu quả và minh bạch, đào tạo nguồn nhân lực... Hiện nay, thị trường tài chính của Việt Nam mặc dù đã có những bước phát triển đáng kể, tuy nhiên các sản phẩm và công cụ tài chính nhìn chung vẫn còn khá đơn điệu chủ yếu tập trung ở cổ phiếu và trái phiếu chính phủ. Các công cụ tài chính chưa thực sự phong phú và đa dạng chính là yếu tố làm hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư cá nhân vào thị trường đồng thời làm hạn chế khả năng triển khai nghiệp vụ QLDMĐT của các CTQLQ. Do vậy cần có những giải pháp và nỗ lực từ nhiều phía nhằm phát triển hơn nữa các sản phẩm và công cụ tài chính trên thị trường.

3.3.1. Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp :

Như đã phân tích ở chương 2, hàng hóa chủ yếu trên thị trường trái phiếu là trái phiếu chính phủ, cơ cấu trái phiếu doanh nghiệp trong thị trường trái phiếu Việt Nam còn rất khiêm tốn. Các công ty niêm yết gần như chỉ tập trung vào việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn, việc phát hành trái phiếu để huy động vốn mới chỉ được thực hiện tại một số ít công ty. Để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, cần có các giải pháp sau :

- Khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu bằng cách đưa ra các chính sách ưu đãi về thuế đối với các doanh nghiệp thực hiện phát hành trái phiếu ra công chúng trong một thời hạn nhất định.
- UBCKNN cần rà soát việc phát hành cổ phiếu bổ sung nhằm huy động vốn của các công ty niêm yết, đồng thời có văn bản khuyến cáo về cấu trúc vốn của các công ty trong trường hợp các công ty này xin phép phát hành cổ phiếu.
- **Tách biệt giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu, hình thành các nhà tạo lập thị trường.** Tính chất của giao dịch trái phiếu khác với giao dịch cổ phiếu. Sự pha trộn giữa giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu như ở Việt Nam hiện nay sẽ cản trở sự phát triển của giao dịch trái phiếu, làm giảm tính thanh khoản của thị trường. Việc thành lập thị trường trái phiếu chuyên biệt tại HaSTC đã là một nỗ lực đáng kể, tuy nhiên UBCKNN cần đặt ra lộ trình nhằm tách biệt hai thị trường này và chọn ra phương thức mua bán phù hợp nhất. Bước đầu có thể ứng dụng hệ thống giao dịch đa định chế: chỉ gồm các nhà kinh doanh trái phiếu chuyên nghiệp (công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, công ty tài chính...) làm chức năng môi giới và mua bán cho chính mình, các giao dịch được báo giá qua nhà môi giới. Bước tiếp theo có thể ứng dụng hệ thống giao dịch liên định chế cho phép các nhà đầu tư kết nối với

hiều nhà kinh doanh trái phiếu, cho phép xem tất cả các chào giá, nhà đầu tư được tự liên hệ với nhà kinh doanh có chào giá tốt nhất để thực hiện giao dịch.

- **Khuyến khích phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp:** Trong thị trường tài chính, định mức tín nhiệm sẽ là một tiêu chuẩn quan trọng giúp các nhà đầu tư hay doanh nghiệp phát hành trong việc đánh giá rủi ro trái phiếu. Trung tâm thông tin tín dụng (CIC) hiện đang thu thập và công bố các thông tin định mức tín nhiệm doanh nghiệp hay xếp hạng trái phiếu. Tuy nhiên cần khuyến khích sự hình thành và phát triển của các tổ chức định mức tín nhiệm thuộc khu vực tư nhân. Sự tham gia của các tổ chức định mức tín nhiệm không phải nhà nước này sẽ giúp hoạt động cung cấp thông tin được khách quan và hiệu quả hơn. Mô hình thành lập công ty định mức tín nhiệm có thể được áp dụng một cách linh hoạt trong bối cảnh nguồn nhân lực của Việt nam trong lĩnh vực này còn yếu và thiếu. Trong giai đoạn đầu thành lập, uy tín của các tổ chức, cá nhân góp vốn thành lập tổ chức định mức tín nhiệm đóng vai trò rất quan trọng. Các cổ đông chủ yếu có thể góp vốn thành lập công ty định mức tín nhiệm có thể bao gồm : (i) Các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài (Moody's , Standard & Poor's, Fitch Rating...), việc tận dụng công nghệ, tri thức và uy tín của các tổ chức định mức tín nhiệm thế giới và khu vực sẽ giúp các tổ chức định mức tín nhiệm của Việt nam nâng cao năng lực. (ii) các tổ chức tài chính – ngân hàng – bảo hiểm có uy tín của Việt Nam (iii) Các cơ quan báo chí, truyền thông chuyên về kinh tế - tài chính có uy tín của Việt Nam (iv) Các tổ chức nghiên cứu kinh tế - tài chính có uy tín. Để đảm bảo cho tổ chức này hoạt động hiệu quả, các cổ đông phải được khuyến khích hoạt động một cách độc lập ; tỷ lệ nắm giữ tối đa là 5-10%, và sự cân bằng giữa tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông lớn để tránh tình trạng thông tin nội gián hay vấn đề mâu thuẫn về quản trị.

3.3.2. Phát triển thị trường chứng khoán hóa các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản (Mortgage Backed Securities – MBS)

Để thị trường BDS phát triển bền vững thì việc liên thông giữa thị trường BDS – vốn – tiền tệ là điều hết sức cần thiết. Sức lớn mạnh của thị trường BDS không thể chỉ dựa vào nguồn vốn cho vay từ các ngân hàng thương mại. Các ngân hàng thường tỏ ra đuối sức khi tăng tốc cho thị trường BDS bởi sự eo hẹp trong việc huy động các nguồn vốn trung và dài hạn. Sự không tương xứng giữa thời gian các nguồn vốn huy động và các nguồn tài trợ tín dụng cho BDS thường tạo ra rủi ro cho cả bên cho vay và bên đi vay. Theo thống kê của Ngân hàng nhà nước, tổng dư nợ cho vay trong lĩnh vực bất động sản có thể chiếm trên 13% tổng dư nợ, trên thực tế nếu tính các khoản vay được đảm bảo bằng bất động sản chắc chắn tỷ lệ này còn lớn hơn nhiều. Theo dự báo, nhu cầu nhà ở, khu công nghiệp, khu văn phòng thương mại, khách sạn, du lịch... tiếp tục tăng cao, nguồn vốn đầu tư cho lĩnh vực BDS là rất lớn. Đây cũng là thời điểm để các ngân hàng thương mại bắt đầu triển

khai hoạt động chứng khoán hóa các khoản vay được bảo đảm bằng bất động sản, phát hành các chứng khoán MBSs. Sự xuất hiện của các chứng khoán MBSs sẽ làm phong phú và đa dạng các công cụ đầu tư trên thị trường tài chính đồng thời đây chính là kênh tạo vốn mạnh mẽ giúp cho ngân hàng mở rộng được khả năng khởi tạo khác khoản cho vay BĐS, giảm thiểu được rủi ro trong kinh doanh đồng thời tạo nên sự tăng trưởng bền vững cho thị trường BĐS.

Kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay được đảm bảo bằng bất động sản liên quan đến nhiều ngành và lĩnh vực khác nhau. Để thực hiện được nghiệp vụ này, cần có các văn bản hướng dẫn cụ thể của Bộ tài chính, UBCKNN, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Xây Dựng, Bộ Tài Nguyên Môi Trường, Bộ Tư Pháp... nhằm hình thành khung pháp lý đầy đủ. Nghiệp vụ này cần sự hợp tác và liên kết chặt chẽ của các ngân hàng thương mại và đặc biệt vai trò của chính phủ trong việc làm đầu tàu thành lập SPV – tổ chức làm đầu mối mua lại các khoản nợ thế chấp của các ngân hàng thương mại và bảo lãnh thanh toán cho các chứng khoán MBSs.

3.3.3. Phát triển quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng và quỹ thị trường tiền tệ.

Nhiều nhà tư vấn tài chính khuyến nghị các nhà đầu tư nên duy trì danh mục đầu tư đa dạng bao gồm trái phiếu, cổ phiếu và tiền mặt theo nhiều tỷ lệ khác nhau, tùy thuộc vào những hoàn cảnh và mục tiêu riêng. Vì đặc trưng trái phiếu là có nguồn thanh toán và hoàn trả vốn gốc có thể dự kiến được nên trái phiếu có vai trò quan trọng, đối với các kế hoạch tài chính dài hạn và đòi hỏi mức độ an toàn cao như kế hoạch cho việc học đại học của con cái, mua nhà, kế hoạch hưu trí... Ngoài trái phiếu, các công cụ trên thị trường tiền tệ như tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, hợp đồng Repo... cũng là những hình thức đầu tư quan trọng, bởi lẽ nó vừa tạo ra lợi nhuận bổ sung cho DMĐT vừa đảm bảo tính thanh khoản và nhu cầu thu hồi vốn trong ngắn hạn. Theo thống kê của World Wealth Report xuất bản năm 2008, năm 2007, DMĐT của các cá nhân có giá trị tài sản ròng cao (HNWIs) phân bổ 33% vào cổ phiếu và 27% vào trái phiếu và các công cụ đầu tư có lợi suất cố định. Nhà đầu tư có thể đầu tư vào trái phiếu và các công cụ trên thị trường một cách trực tiếp hoặc đầu tư một cách gián tiếp thông qua việc mua chứng chỉ quỹ của các quỹ đầu tư trái phiếu và quỹ thị trường tiền tệ. Theo thống kê của Investment Company Institute, trên thế giới, các quỹ đầu tư trái phiếu chiếm 20%, quỹ thị trường tiền tệ chiếm 5% về quy mô tài sản của tất cả các loại hình quỹ đầu tư.

Tại Việt Nam, DMĐT của các nhà đầu tư cá nhân gần như hoàn toàn vắng bóng trái phiếu và các công cụ thị trường tiền tệ. Một trong những nguyên nhân cản trở nhà đầu tư cá nhân tham gia vào thị trường trái phiếu và thị trường công cụ thị trường tiền tệ đó là sự thiếu vắng các quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng và quỹ thị trường tiền tệ. Trong 4 quỹ đầu tư tại chúng tại Việt Nam hiện tại, các quỹ VF1, VF4, Quỹ tăng trưởng Manulife đều là các quỹ tập trung vào đầu tư cổ phiếu, quỹ cân bằng do CTQLQ Prudential quản lý có

xu hướng đầu tư cân bằng cả cổ phiếu và trái phiếu trong danh mục. Việc hình thành các quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng có thể mang lại cho nhà đầu tư cá nhân những lợi ích cơ bản như:

- ***Đễ dàng tiếp cận thị trường trái phiếu:*** Trái phiếu thường được giao dịch thông qua các nhà tạo lập thị trường với quy mô giao dịch tương đối lớn, điều này làm cho các nhà đầu tư cá nhân với số tiền đầu tư nhỏ khó tham gia vào thị trường. Với quỹ đầu tư trái phiếu, nhà đầu tư với số tiền đầu tư nhỏ có thể dễ dàng có thể đầu tư thông qua việc mua các chứng chỉ quỹ.
- ***Đa dạng hóa danh mục đầu tư mà không cần quy mô vốn lớn:*** Với quy mô vốn lớn được huy động từ các nhà đầu tư, các quỹ đầu tư trái phiếu có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư trái phiếu như đa dạng hóa loại trái phiếu, đa dạng hóa chủ thể phát hành, đa dạng hóa mức xếp hạng tín nhiệm, đa dạng hóa kỳ hạn... thông qua đó làm giảm rủi ro của DMĐT. Nhà đầu tư riêng lẻ với quy mô vốn hạn chế vẫn có thể được hưởng lợi ích của việc đa dạng hóa thông qua việc mua chứng chỉ quỹ của quỹ đầu tư trái phiếu.
- ***Dịch vụ quản lý đầu tư chuyên nghiệp*** : Thị trường trái phiếu tương đối phức tạp, đòi hỏi những kỹ năng phân tích và đầu tư riêng biệt. Quỹ đầu tư trái phiếu được quản lý bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp, có nhiều kiến thức, kinh nghiệm và kỹ năng giao dịch trên thị trường trái phiếu. Hoạt động đầu tư của quỹ được tiến hành một cách cẩn trọng và có kỷ luật. Khi mua chứng chỉ quỹ, nhà đầu tư sẽ không mất thời gian, công sức để tìm hiểu, cập nhật và phân tích thông tin.
- ***Tính thanh khoản:*** Đầu tư vào trái phiếu với quy mô nhỏ có thể gây những khó khăn nhất định cho nhà đầu tư khi muốn bán các khoản đầu tư này. Chứng chỉ quỹ đầu tư trái phiếu sẽ có tính thanh khoản cao hơn so với các khoản đầu tư trái phiếu riêng lẻ.

Hiện nay, khung pháp lý cho việc hình thành quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng đã tương đối đầy đủ. Để có thể sớm hình thành quỹ trái phiếu đại chúng cần có những giải pháp và nỗ lực từ nhiều phía như :

- UBCKNN, Bộ Tài Chính cần có những hướng dẫn cụ thể, các biện pháp nhằm khuyến khích các CTQLQ hình thành và phát triển quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng, khuyến khích nhà đầu tư cá nhân tham gia hình thức đầu tư này.
- Các CTQLQ có thể coi đây như một cơ hội, cần tích cực xúc tiến nghiên cứu và triển khai sản phẩm này.
- UBCKNN, các CTQLQ cần có các biện pháp quảng bá nhằm nâng cao hiểu biết của nhà đầu tư về trái phiếu và quỹ đầu tư trái phiếu, những lợi ích của quỹ đầu tư trái phiếu.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 tập trung vào việc đề ra các giải pháp nhằm phát triển nghiệp vụ QLDMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân tại các CTQLQ, cũng như những giải pháp ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào nghiệp vụ QLDMĐT. Trong đó tập trung nhiều nhất vào nhóm giải pháp nhằm xây dựng và hoàn thiện quy trình nghiệp vụ QLDMĐT của CTQLQ bao gồm các giải pháp như :

- Giải pháp xây dựng quy trình triển khai nghiệp vụ thống nhất, bao gồm các bước thực hiện cụ thể rõ ràng.
- Phương pháp thu thập thông tin và xác định mức ngại rủi ro của nhà đầu tư, trong đó đề xuất sử dụng bảng thăm dò thông tin, phương pháp trắc nghiệm tâm lý kết hợp với các yếu tố khác nhằm xác định mức ngại rủi ro của nhà đầu tư.
- Phương pháp xác định các yếu tố cơ bản của DMĐT như : mục tiêu đầu tư, chính sách phân bổ tài sản, hạn chế đầu tư... Đồng thời thiết kế các sản phẩm QLDMĐT với các đặc tính về lợi nhuận – rủi ro – thời hạn đầu tư – chính sách phân bổ tài sản khác nhau.
- Lựa chọn các chiến lược đầu tư, bao gồm : chiến lược chủ động, thụ động hay hỗn hợp ; các chiến lược đầu tư theo nhóm cổ phiếu; chiến lược sử dụng mô hình chỉ số đơn và hệ số beta; chiến lược đầu tư theo chỉ số... Đồng thời đề xuất áp dụng các chiến lược đầu tư cụ thể cho các sản phẩm QLDMĐT
- Xây dựng quy trình phân tích lựa chọn chứng khoán : quy trình phân tích lựa chọn cổ phiếu, quy trình phân tích và lựa chọn các công cụ đầu tư có lợi suất cố định.
- Phương pháp ứng dụng mô hình Markowitz trong điều kiện cụ thể tại TTCK Việt Nam nhằm truy tìm tỷ trọng phân bổ chứng khoán tối ưu trong DMĐT.

Ngoài ra, chương 3 còn đề cập các giải pháp khác nhằm phát triển nghiệp vụ QLDMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân đối với các CTQLQ như : các giải pháp marketing và phát triển thị trường ; hoàn thiện hợp đồng QLDMĐT, phương pháp xác định giá trị tài sản ròng DMĐT, phương pháp tính phí; xây dựng bộ chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp cho người hành nghề tại các công ty QLQ. Cuối cùng là các đề xuất đối với các cơ quan chức năng nhằm phát triển thêm các công cụ đầu tư quan trọng trên thị trường tài chính, tạo thêm kênh đầu tư cho nhà đầu tư cá nhân đồng thời thúc đẩy sự phát triển của nghiệp vụ QLDMĐT như : phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, phát triển thị trường chứng khoán tái thế chấp, phát triển các quỹ đầu tư trái phiếu đại chúng và quỹ thị trường tiền tệ.

KẾT LUẬN

Trong cuốn sách nổi tiếng “Dạy con làm giàu” – tên tiếng Anh “Rich Dad Poor Dad”, các tác giả Robert Kiyosaki và Sharon Lechter đã so sánh hai người cha : “Một người vật lộn làm việc để kiếm từng đồng một. Người kia chỉ làm một việc đơn giản là đầu tư”. Cuốn sách cũng đưa ra một tuyên ngôn “Tôi không làm việc vì tiền bạc. Tiền bạc phải làm việc vì tôi”. Quan điểm này đã cổ vũ rất nhiều người trên con đường tìm kiếm sự giàu có bằng cách đầu tư. Cho dù quan điểm này có phần hơi cường điệu. Nhưng trên thực tế, thu nhập của mỗi cá nhân và gia đình thường đến từ các nguồn chủ yếu như : lao động, kinh doanh trực tiếp, đầu tư, nguồn khác (thừa kế, trúng số, trợ cấp...), trong đó thu nhập từ đầu tư ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và đóng vai trò quan trọng trong tổng thu nhập của các cá nhân – gia đình. Đầu tư khôn ngoan là con đường quan trọng để đạt đến sự giàu có và hay chí ít là sự tự do về tài chính trong khả năng có thể.

Sự phát triển của TTCK đã mở ra nhiều cơ hội cho nhà đầu tư cá nhân Việt Nam, tuy nhiên những trải nghiệm trong thời gian qua cho thấy đây thực sự là một sân chơi khắc nghiệt. Nhà đầu tư cá nhân rất cần sự giúp đỡ từ các nhà chuyên môn thông qua các dịch vụ tài chính chuyên nghiệp như dịch vụ QLDMĐT. Đây không đơn giản là chuyện thắng thua một vài phi vụ đầu tư cổ phiếu mà nhà đầu tư cần những phương pháp và chiến lược đầu tư có hệ thống, cần xây dựng kế hoạch đầu tư nói riêng và kế hoạch tài chính cá nhân nói chung một cách khoa học và phù hợp. Với mục tiêu tìm kiếm các giải pháp nhằm phát triển nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam, luận văn đã đạt được một số kết quả nghiên cứu chủ yếu như sau :

- Trình bày những vấn đề cơ bản về DMĐT, quan điểm đầu tư theo danh mục và nghiệp vụ QLDMĐT. Nghiên cứu phương pháp lập kế hoạch tài chính, lập kế hoạch đầu tư và quy trình xây dựng DMĐT dành cho nhà đầu tư cá nhân.
- Tập trung nghiên cứu lý thuyết về QLDMĐT của Markowitz và sơ lược về một số lý thuyết đầu tư hiện đại sau Markowitz nhằm tìm ra phương pháp ứng dụng các công cụ này vào nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.
- Nghiên cứu bối cảnh và điều kiện phát triển nghiệp vụ QLDMĐT như : Các kênh đầu tư tại thị trường Việt Nam (thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và các kênh đầu tư khác), thực trạng nhà đầu tư cá nhân trên TTCK Việt Nam. Nghiên cứu một số kinh nghiệm và thực trạng triển khai nghiệp vụ QLDMĐT . Từ những thông tin trên ta đánh giá điểm mạnh, điểm yếu thời cơ và thách thức khi triển khai nghiệp vụ QLDMĐT tại TTCK Việt Nam.
- Đánh giá về nguồn dữ liệu và khả năng ứng dụng mô hình Markowitz và các lý thuyết đầu tư hiện đại vào hoạt động QLDMĐT tại TTCK Việt Nam. Đưa ra phương pháp và tiêu chí lựa chọn các cổ phiếu đủ điều kiện áp dụng mô hình Markowitz và các thuyết đầu tư hiện đại.

-
- Tập trung đề ra các nhóm giải pháp nhằm xây dựng và hoàn thiện quy trình nghiệp vụ QLDMĐT của công ty QLQ bao gồm : xây dựng quy trình triển khai nghiệp vụ thống nhất; phương pháp thu thập thông tin và xác định mức ngại rủi ro của nhà đầu tư; thiết kế các sản phẩm QLDMĐT với các đặc tính về lợi nhuận – rủi ro – thời hạn đầu tư – chính sách phân bổ tài sản khác nhau, đồng thời đề xuất áp dụng các chiến lược đầu tư cụ thể áp dụng cho các sản phẩm này ; xây dựng quy trình phân tích lựa chọn chứng khoán; phương pháp ứng dụng mô hình Markowitz trong điều kiện cụ thể tại TTCK Việt Nam.
 - Ngoài ra, luận văn còn đề xuất giải pháp khác đối với công ty QLQ như : các giải pháp marketing và phát triển thị trường ; hoàn thiện hợp đồng QLDMĐT ; xây dựng và tuân thủ các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp. Đồng thời kiến nghị đối với các cơ quan chức năng về việc phát triển thêm các công cụ đầu tư quan trọng trên thị trường tài chính.

Trên thị trường chứng khoán lợi nhuận và rủi ro luôn là hai mặt của tấm huy chương, luôn tồn tại song song không thể tách rời. Thông qua việc phát triển nghiệp vụ QLDMĐT của các CTQLQ hy vọng nhà đầu tư sẽ tìm được nơi “ chọn mặt gửi vàng”. Đồng thời, nó cũng góp phần thúc đẩy sự phát triển của TTCK và thị trường dịch vụ tài chính, nâng cao năng lực cạnh tranh của các tổ chức cung ứng dịch vụ tài chính Việt Nam trong quá trình hội nhập tài chính toàn cầu.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

❖ CÁC VĂN BẢN PHÁP QUY :

1. Quốc Hội (2006), *Luật số 70/2006/QH 11 Luật chứng khoán*
2. Chính phủ (2007), *Nghị định số 14/2007/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán.*
3. Bộ Tài Chính (2007), *Quyết định số 45/2007/QĐ – BTC ban hành quy chế hoạt động và quản lý quỹ đầu tư chứng khoán.*
4. Bộ Tài Chính (2007) *Quyết định số 35/2007/QĐ-BTC ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động của công ty quản lý quỹ.*
5. Bộ Tài Chính (2008), *Quyết định số 15/2008/QĐ-BTC ban hành Quy chế hành nghề chứng khoán.*
6. Bộ Tài Chính (2008), [Quyết định số 86/QĐ-BTC phê duyệt đề án xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu Chính phủ chuyên biệt.](#)

❖ SÁCH, GIÁO TRÌNH :

7. David Blake (2000), *Phân tích thị trường tài chính* – NXB Thống Kê.
8. Phan Thị Bích Nguyệt chủ biên (2006), - *Đầu Tư Tài Chính* - NXB Thống Kê.
9. UBCKNN Trung tâm NCKH & Đào tạo chứng khoán (2002), *Phân tích và đầu tư chứng khoán* – NXB Chính Trị Quốc Gia.
10. CFA Institute (2008), *Ethical and Professional Standards and Quantitative Method*, Program Curriculum Volume 1.
11. CFA Institute (2008), *Corporate Finance and Portfolio Management*, Program Curriculum Volume 1.
12. CFA Institute (2008), *Equity and Fixed Income*, Program Curriculum Volume 5
13. Charles J. Corrado - Bradford D. Jordan (2000), *Fundamental of Investment*, Mc Graw - Hill.
14. James L. Farrell (1999), *Portfolio Management Theory and Application*, Mc Graw Hill International Editions.
15. Gordon K. Williamson (1998), *Building and Managing an Investment Portfolio*, The MacMilan Spectrum .

❖ BÀI VIẾT, BÀI GIẢNG, BÁO CÁO

16. Nguyễn Minh Kiều , Bài giảng “ Mô hình định giá tài sản vốn ”, chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright tại Việt Nam.

-
17. Nguyễn Anh Vũ (2004), Bài giảng “ Quản lý danh mục đầu tư”, Đại học Ngân hàng TP.HCM.
 18. Nguyễn Anh Vũ (2006) , “ Chiến lược quản lý danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán” – Tạp chí Ngân hàng số 10.
 19. Trần Thị Thanh Tú (2008), “ Sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam”, diễn đàn phát triển Việt Nam địa chỉ website <http://www.VDF.org.vn>
 20. Phan Vũ Hùng (2008), “Chứng khoán hóa bất động sản được cố thể chấp - Mortgage backed Securuties”, Công ty đầu tư Sacombank địa chỉ website <http://www.www.sti.com.vn>.
 21. Công ty cổ phần chứng khoán FPT (2008), “Báo cáo thị trường chứng khoán Việt Nam”.
 22. Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt (2008), “Báo cáo Điểm lại kinh tế 2008 và chiến lược đầu tư 2009 ”
 23. Capgemini - Merrill Lynch (2008), “ World Wealth Report 2008”
 24. Capgemini - Merrill Lynch (2008), “Asia - Pacific Wealth Report 2008”
 25. International Monetary Fund (2008), “World Economic Outlook Update - November 2008”
 26. PricewaterhouseCoopers (2007), Global Private Banking/Wealth Management Survey 2007.

III. WEBSITES :

27. Ủy ban chứng khoán nhà nước : <http://www.ssc.gov.vn>
 28. Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh : <http://www.hsx.vn>
 29. Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội : <http://www.hastc.gov.vn>
 30. CTCP chứng khoán Quốc tế : <http://www.vise.com.vn>
 31. CTCP chứng khoán Sacombank : <http://www.sbsc.com.vn>
- Website của các công ty QLQ : Bản Việt, SSI, An Phúc, Bông Sen, VFM...

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ ĐƯỢC CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

1. Nguyễn Anh Vũ – Phạm Nhật Kiêu : Chiến lược quản lý danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán – Tạp chí Ngân hàng – Số 10 tháng 5/2006.
2. Nguyễn Anh Vũ – Phạm Nhật Kiêu : Kinh nghiệm quản lý danh mục đầu tư thụ động trên thị trường chứng khoán – Tạp chí Công nghệ ngân hàng – Số 10 tháng 5-6 năm 2006.
3. Nguyễn Anh Vũ : Thị trường chứng khoán Việt Nam một năm nhìn lại – Tạp chí Công nghệ ngân hàng – Số 22-23 tháng 1-2 năm 2008.
4. Nguyễn Anh Vũ – Một việc làm cần thiết – Chuyên mục Sự kiện và vấn đề Báo Sài Gòn Giải Phóng – Số 11107 Ngày 01/05/2008.
5. Nguyễn Anh Vũ – Cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam – Tạp chí Công nghệ ngân hàng – Số 27 tháng 6/2008.
6. Nguyễn Anh Vũ – Ngành thủy sản hướng đầu tư khả quan – Cổ phiếu vàng Việt Nam 2009 – Nhà xuất bản Thông tấn – Tháng 5 năm 2009.
7. Nguyễn Anh Vũ - Ứng dụng chiến lược đầu tư theo chỉ số tại thị trường chứng khoán Việt Nam – Tạp chí Công nghệ ngân hàng – Số 30 tháng 6/2009.

PHỤ LỤC 1 : PHƯƠNG PHÁP VÀ CÔNG THỨC TÍNH LỢI NHUẬN KỶ VỌNG VÀ RỦI RO

1. Lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của chứng khoán riêng lẻ:

❖ Lợi nhuận kỳ vọng (Expected Return)

Thông thường sau khi kết thúc một khoản đầu tư, nhà đầu tư có thể dễ dàng tính toán được tỷ suất lợi nhuận của khoản đầu tư này. Nhưng vấn đề là ở chỗ trước khi đưa ra quyết định đầu tư vào một loại chứng khoán nhà đầu tư cần phải ước tính trước thu nhập mà nhà đầu tư sẽ có thể nhận được để quyết định có đầu tư hay không hoặc lựa chọn giữa các phương án đầu tư khác nhau. Đây là vấn đề rất khó khăn phức tạp, nhà đầu tư phải ra quyết định trong trường hợp bất định. Để giải quyết vấn đề này, Markowitz đã sử dụng khái niệm kỳ vọng trong lý thuyết xác suất thống kê để đưa ra một khái niệm mới trong tài chính đó là lợi nhuận kỳ vọng (Expected Return). “ Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng (LNKV) chỉ đơn giản là bình quân có trọng số của các tỉ lệ thu nhập có khả năng xảy ra trong đó trọng số là xác suất xảy ra của mỗi khả năng.”

Ta có công thức :

$$E_r = \sum_{i=1}^n R_i \times P_i$$

E_r : Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng

R_i tỉ lệ thu nhập trong trường hợp i

P_i xác suất xảy ra trường hợp i

Trên thực tế các nhà đầu tư có thể không sử dụng phương pháp phân tích kịch bản (Scenario Analysis) như ở trên mà thông thường họ sẽ tính tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng bằng cách tính tỷ suất lợi nhuận trung bình của các thời kỳ trong quá khứ.

$$E_r = \bar{R} = \sum_{i=1}^n R_i \times \frac{1}{n}$$

Với :

- R_i là tỉ lệ thu nhập trong thời kỳ i
- n là tổng số thời kỳ có số liệu thu thập.
- \bar{R} : Là lợi nhuận trung bình của các thời kỳ

❖ Rủi ro của chứng khoán riêng lẻ (Risk)

• Định nghĩa rủi ro:

Rủi ro tồn tại khi có sự không chắc chắn về tương lai. Các nhà đầu tư gần như gặp rất nhiều khó khăn trong việc tính toán và lượng hoá rủi ro trong đầu tư chứng khoán. Cho đến khi các nhà toán học bước chân vào lĩnh vực này họ vận dụng các công cụ và phương pháp thống kê để tạo ra phương pháp đo lường rủi ro trong đầu tư chứng khoán. Ta có

định nghĩa rủi ro: “Rủi ro là biên độ rộng hẹp của mức sinh lời. Biên độ hay độ phân tán của mức sinh lời là thước đo xem một mức sinh lời vào một thời gian cụ thể nào đó khác biệt như thế nào so với mức sinh lợi kỳ vọng (bình quân). Nếu mức sinh lợi có biên độ dao động càng lớn khi khoản sinh lời đó càng không chắc chắn, ngược lại nếu biên độ dao động càng nhỏ thì khoản đầu tư này càng ít rủi ro”.

• **Phương pháp đo lường rủi ro:**

Để đo lường mức độ rủi ro (độ phân tán của tỷ suất sinh lời) người ta dùng 2 chỉ tiêu :

Phương sai của lợi nhuận mong đợi:

“ Phương sai của thu nhập mong đợi của một tài sản là tổng bình phương độ lệch của thu nhập mong đợi có nhân trọng số.”

Gọi δ^2 là phương sai của thu nhập kỳ vọng

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n P_i (R_i - E_r)^2$$

Với : R_i : Thu nhập của CK trong TH i

P_i : Xác suất xảy ra TH i

E_r : LN kỳ vọng

Độ lệch chuẩn : Độ lệch chuẩn chính là căn bậc 2 của phương sai

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i \times (R_i - E_r)^2}$$

2. Các công thức tính hệ số hiệp phương sai, hệ số tương quan:

❖ Công thức tính hệ số hiệp phương sai từ các kịch bản dự báo:

$$\text{CoV}(r_1; r_2) = \sum_{i=1}^l P_i [r_{1i} - E_{r_1}] [r_{2i} - E_{r_2}]$$

Trong đó : + $\text{CoV}(r_1; r_2)$: Hệ số tích sai của 2 CK 1 và 2

+ P_i : Xác suất xảy ra tình huống i .

+ E_{r_1}, E_{r_2} : Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của CK₁ và CK₂

+ r_{1i}, r_{2i} : Tỷ suất lợi nhuận của CK₁ và CK₂ tại tình huống i

❖ Công thức tính hệ số hiệp phương sai từ dữ liệu quá khứ

$$\text{CoV}(r_1; r_2) = \sum_{i=1}^{t-1} \frac{1}{n} [r_{1i} - \bar{R1}] [r_{2i} - \bar{R2}]$$

Trong đó :

+ $\text{CoV}(r_1; r_2)$; Hệ số hiệp phương sai của TSSL của CK 1 và CK 2

+ n : Tổng số thời kỳ thống kê.

+ r_{1i}, r_{2i} : Tỷ suất lợi nhuận của CK 1 và CK2 trong kỳ i

+ $\bar{R1}, \bar{R2}$: Tỷ suất lợi nhuận trung bình của CK1 và CK2

❖ Công thức tính hệ số tương quan:

$$\text{Cor}(r_1, r_2) = \frac{\text{CoV}(r_1, r_2)}{\delta_1 \delta_2}$$

Với : $\text{Cor}(r_1, r_2)$: Hệ số tương quan

$\delta_1 \delta_2$ là độ lệch chuẩn của TSSL của CK1 và CK2

3. Ứng dụng phương pháp ma trận trong tính toán phương sai của DMĐT:

Giả sử nếu DMĐT bao gồm n chứng khoán, trước hết, ta thiết lập ma trận bao gồm các n hàng ngang tương ứng với các chứng khoán 1,2,3... n và n hàng dọc tương ứng với các chứng khoán 1,2,3... n . Giá trị của mỗi ô trong ma trận sẽ bằng hệ số hiệp phương sai của hai chứng khoán ở hàng ngang và hàng dọc nhân với tỷ trọng của chứng khoán ở hàng ngang và tỷ trọng của chứng khoán ở hàng dọc. Ví dụ, ô (1, n) tương ứng với hàng dọc là chứng khoán 1, hàng ngang là chứng khoán n , giá trị của ô này sẽ bằng : $w_1 \times w_n \times \text{Cov}(r_1, r_n)$.

Ta thấy, các ô nằm trên đường chéo Tây Bắc - Đông Nam do là giao điểm của các chứng loại chứng khoán giống nhau nên có giá trị lần lượt là : $\delta_1^2 w_1^2, \delta_2^2 w_2^2, \dots, \delta_n^2 w_n^2$. Hệ số hiệp phương sai của cùng một chứng khoán cũng chính là phương sai của chứng khoán đó. Ví dụ : $\text{Cov}(r_1, r_1) = \delta_1^2$

Phương sai của danh mục đầu tư chính bằng tổng các ô của ma trận này :

Bảng 1. 1 : Phương pháp ma trận

Chứng khoán	CK1 w_1	CK2 w_2		CKn w_n
CK1 w_1	$\delta^2_1 w^2_1$	$w_1 w_2$ $\text{Cov}(r_1, r_2)$	.....	$w_1 w_n$ $\text{Cov}(r_1, r_n)$
CK2 w_2		$\delta^2_2 w^2_2$		$w_2 w_n$ $\text{Cov}(r_2, r_n)$
.	.	.		.
CKn w_n	$w_1 w_n$ $\text{Cov}(r_1, r_n)$	$w_2 w_n$ $\text{Cov}(r_2, r_n)$	.....	$\delta^2_n w^2_n$

PHỤ LỤC 2: NGHIÊN CỨU CỦA FISHER VÀ LAWRENCE

Bảng 1. 2 : So sánh mối quan hệ giữa quy mô của danh mục đầu tư với tỷ suất sinh lợi và rủi ro của DMĐT.

Số lượng CK trong DMĐT Portfolio Size	Lợi nhuận bình quân Average Return	Độ lệch chuẩn Standard deviation	Rủi ro có đặc thù - Diversifiable Risk (%)	Rủi ro liên quan tới thị trường Market - related Risk (%)
1	9%	40%	45	55
2	9%	32.40%	38	62
8	9%	25.60%	20	80
16	9%	24.40%	12	88
32	9%	23.60%	8	92
128	9%	22.80%	2	98
Index Fund	9%	22.00%	0	100

Nguồn : Fisher, Lawrence, and James H. Lorrie “ Some Studies of Return on Investment in Common Stocks “ Journal of Business, April 1970.

Nghiên cứu của Fisher và Lorie cho thấy khi so sánh sự phân bố thu nhập quá khứ và độ lệch chuẩn của các danh mục đầu tư gồm từ 1 đến 500 chứng khoán (Lưu ý: Index Fund chính là danh mục đầu tư theo chỉ số S&P 500 bao gồm 500 chứng khoán trong chỉ số này) được lựa chọn một cách ngẫu nhiên với sự phân bố thu nhập quá khứ và độ lệch chuẩn của một chứng khoán riêng lẻ trong danh mục đó đã cho thấy một kết quả đáng ngạc nhiên. Ta thấy rằng (1) độ lệch chuẩn của tỉ lệ thu nhập của chứng khoán riêng lẻ lớn hơn đáng kể so với độ lệch chuẩn của DMĐT (2) thu nhập bình quân của chứng khoán riêng lẻ không lớn hơn thu nhập bình quân của danh mục (3) Danh mục đầu tư bao gồm càng nhiều chứng khoán độ lệch chuẩn càng có xu hướng giảm dần trong khi tỷ suất lợi nhuận bình quân không thay đổi.

PHỤ LỤC 3: MÔ HÌNH CHỈ SỐ ĐƠN VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN

1. Mô hình chỉ số đơn:

Cho dù hoạt động trong những lĩnh vực khác nhau, cung cấp những sản phẩm khác nhau và có những đặc thù, điều kiện hoàn cảnh rất khác nhau, nhưng tất cả các công ty đều là thực thể không thể tách rời cùng hoạt động trong nền kinh tế của mỗi quốc gia, chúng cùng chịu chung tác động của môi trường xã hội, môi trường chính trị và đặc biệt là môi trường kinh tế. Những yếu tố của môi trường kinh tế như : tốc độ tăng trưởng, lạm phát, thất nghiệp, lãi suất hay cả yếu tố tâm lý chung của nhà đầu tư có thể cùng tác động đến thị trường chứng khoán làm cho thị trường có những đợt tăng giảm trong ngắn hạn hoặc kéo dài theo chu kỳ. Trên thực tế người ta thấy rằng có một xu hướng là khi thị trường tăng thì phần lớn các loại cổ phiếu cũng có xu hướng cùng tăng và ngược lại khi thị trường giảm thì phần lớn các loại cổ phiếu cũng có xu hướng giảm theo giống như hình ảnh của “nước nổi thuyền nổi”. Sự tăng giảm của một chứng khoán riêng lẻ dường như có mối quan hệ mật thiết với sự tăng giảm của thị trường. Đây chính là phần thu nhập hệ thống và rủi ro hệ thống. Cần lưu ý về khái niệm thị trường, thị trường ở đây là khái niệm dùng để chỉ toàn bộ thị trường bao gồm tất cả các loại cổ phiếu được giao dịch trong nền kinh tế. Nhưng rõ ràng việc thống kê sự tăng giảm của tất cả các chứng khoán trên thị trường là điều không thể do vậy thị trường được đại diện và đo lường bằng những các chỉ số chứng khoán (market index). Mỗi quốc gia đều có các chỉ số chứng khoán tiêu biểu : DJIA - DowJones Industrial Average, NYSE Composite Index, Standard & Poor's 500 Composite Index (Mỹ), FTSE100 (Anh), Nikkei 225 (Nhật Bản), CAC 40 (Pháp)... Hầu hết các nhà đầu tư chuyên nghiệp thường sử dụng một chỉ số chứng khoán tiêu biểu để làm chỉ số tham chiếu chuẩn cho danh mục đầu tư của mình.

Dựa vào giả định trên, William Sharpe đã phát triển mô hình chỉ số đơn mô tả mối quan hệ giữa lợi nhuận của một chứng khoán cụ thể với lợi nhuận của toàn bộ thị trường và đo lường rủi ro hệ thống của chứng khoán riêng lẻ.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + \varepsilon_i$$

Ta thấy, mô hình chỉ số đơn chính là mô hình hồi quy tuyến tính trong đó :

- R_m : là thu nhập của thị trường, cụ thể là thu nhập của chỉ số chứng khoán được dùng làm chuẩn, đóng vai trò biến độc lập.
- R_i : là biến phụ thuộc thể hiện là thu nhập của chứng khoán cụ thể.

- Hệ số beta (β_i), là hệ số góc của hàm hồi quy, thể hiện mối quan hệ giữa lợi nhuận của một chứng khoán cụ thể với lợi nhuận của toàn bộ thị trường. Hệ số beta cũng là hệ số đo lường rủi ro hệ thống của chứng khoán, cổ phiếu có hệ số beta càng lớn thì rủi ro hệ thống càng lớn và ngược lại.
- α_i : Là hệ số chặn của mô hình, là phần lợi nhuận của chứng khoán khi lợi nhuận của thị trường bằng 0, đây có thể hiểu là phần lợi nhuận đặc thù (lợi nhuận không hệ thống) của chứng khoán.
- ϵ_i : Sai số, thể hiện phần lợi nhuận ngẫu nhiên, chịu tác động bởi những yếu tố không được tính đến trong mô hình.

2. Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM):

❖ Những giả định của CMT và CAPM:

Lý thuyết thị trường vốn và mô hình CAPM được phát triển trên nền tảng của mô hình Markowitz. Ngoài những giả định của mô hình Markowitz lý thuyết thị trường vốn còn có thêm những giả định sau:

- Trên thị trường tồn tại một loại tài sản không rủi ro. Các nhà đầu tư có thể cho vay hoặc đi vay tại một lãi suất phi rủi ro một cách không hạn chế.
- Tất cả các nhà đầu tư trên thị trường đều có chung các kỳ vọng về các thông số như: thu nhập kỳ vọng, phương sai và hiệp phương sai của các chứng khoán.
- Không tồn tại các chi phí giao dịch trên thị trường, không có thuế, không có cản trở hay hạn chế nào làm giảm mức độ hiệu quả của thị trường

Trong khi mô hình chỉ số đơn là mô hình hồi quy sử dụng các dữ liệu quá khứ, nó cung cấp cơ sở khoa học vững chắc về mối quan hệ giữa lợi nhuận của chứng khoán riêng lẻ và lợi nhuận của thị trường, thì mô hình CAPM cũng do William Sharpe phát triển lại được dùng để ước lượng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của các chứng khoán. Ta có mô hình CAPM được biểu diễn như sau:

$$E(r_i) = R_f + (\bar{R}_m - R_f) \beta_j$$

- $E(r_i)$ là tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i
- R_f : Lãi suất phi rủi ro. Tín phiếu kho bạc được xem là tài sản không rủi ro và trên thực tế lãi suất tín phiếu kho bạc thường được dùng làm lãi suất phi rủi ro.
- R_m : Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của DMDT thị trường. Người ta thường dùng chỉ số chứng khoán để ước lượng mức sinh lời bình quân của thị trường.
- Hệ số beta (β_i): Tương tự như hệ số beta trong mô hình chỉ số đơn.

Theo mô hình CAPM, lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán có quan hệ đồng biến với rủi ro của chứng khoán đó. Lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán bằng lãi suất phi rủi ro cộng với một khoản bù rủi ro dựa trên cơ sở rủi ro hệ thống (hệ số beta) của chứng khoán đó. Lợi nhuận kỳ vọng của những chứng khoán có hệ số beta lớn hơn sẽ có khuynh hướng tăng nhanh hơn khi lợi nhuận của thị trường tăng nhưng cũng giảm nhanh hơn khi lợi nhuận của thị trường giảm. Về mặt hình học, mối quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu và hệ số rủi ro beta được biểu diễn bằng đường thẳng có tên là đường thị trường chứng khoán (Security Market Line). Mô hình CAPM thường được sử dụng để ước lượng tỉ suất lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán, cung cấp tỉ suất lợi nhuận yêu cầu hợp lý, xác định mặt bằng lãi suất hợp lý của thị trường phục vụ cho việc định giá chứng khoán.

William Sharpe đã chứng minh rằng mô hình CAMP và mô hình chỉ số đơn không chỉ áp dụng được cho chứng khoán riêng lẻ mà còn có thể áp dụng được cho danh mục đầu tư. Hệ số beta của DMĐT chính bằng bình quân có trọng số của hệ số beta của các chứng khoán trong DMĐT đó với trọng số là tỷ trọng của các chứng khoán trong danh mục. Ta có công thức tính hệ số beta của DMĐT như sau :

$$\beta_p = w_1 \cdot \beta_1 + w_2 \cdot \beta_2 \dots + w_n \cdot \beta_n = \sum_{i=1}^n w_i \cdot \beta_i$$

- Với :
- β_p : Là hệ số beta của DMĐT
 - β_i : Là hệ số beta của chứng khoán i
 - w_i : Là tỷ trọng của chứng khoán i

PHỤ LỤC 4 : CÁC BẢNG SỐ LIỆU VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

❖ *Bảng 2.1 : Thống kê quy mô niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại HOSE 2005 – 2008*

ĐVT : Tr USD

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008
SL cổ phiếu và CCQ niêm yết	32	108	141	176
Giá trị niêm yết	243	937	2,500	3,750
Giá trị vốn hóa thị trường	500	9,200	23,000	9,313
Giá trị giao dịch	174	2,219	13,500	7,750
Giao dịch của NĐTNN	36	724	5,000	2,750
Chênh lệch (mua - bán)NĐTNN	18	401	1,375	364
% giao dịch của NĐTNN	21%	33%	37%	35%

Nguồn : HOSE và HaSTC (tỷ giá quy đổi USD/VND: 16.000)

❖ *Bảng 2.2 : Thống kê quy mô niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại HaSTC 2005 – 2008*

ĐVT : Tr USD

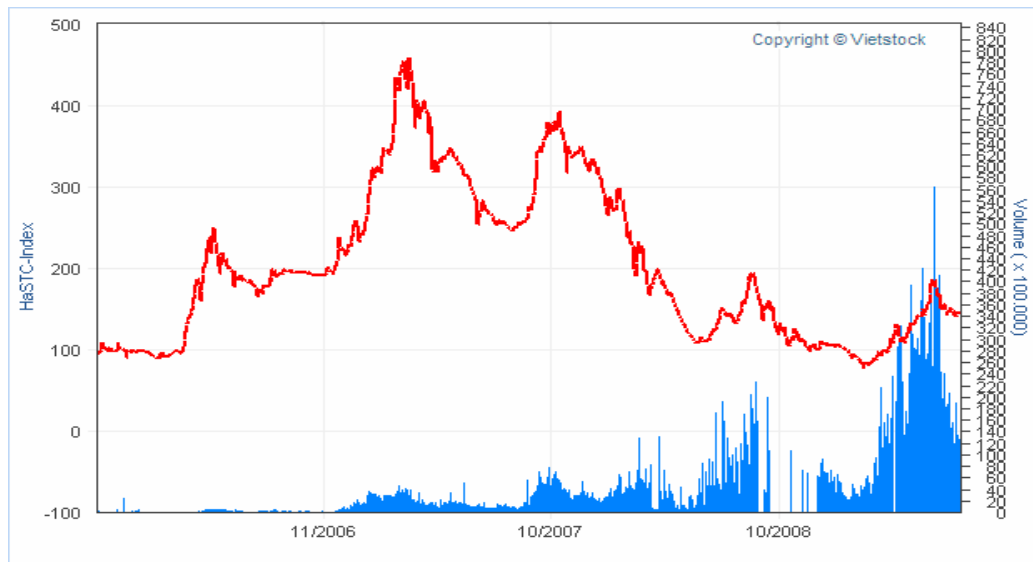
Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008
SL cổ phiếu và CCQ niêm yết	6	81	119	168
Giá trị niêm yết	8	875	922	1,438
Giá trị vốn hóa thị trường	NA	4,500	8,030	3,438
Giá trị giao dịch	17	245	3,938	3,570
Giao dịch của NĐTNN	1	30	521	274
Chênh lệch (mua - bán)NĐTNN	NA	NA	NA	NA
% giao dịch của NĐTNN	6%	12%	13%	8%

❖ **Biểu đồ 2.1 : Diễn biến VN-Index**



(Nguồn : Bloomberg và minh họa của tác giả)

❖ **Biểu đồ 2.2 : Diễn biến HaSTC – Index :**



(Nguồn : Vietstock)

❖ **Bảng 2.3 : Một số đợt IPO tiêu biểu:**

Doanh nghiệp phát hành	Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	Tổng KL bán được	Giá khởi điểm	Giá TC bình quân	Tổng GTCP bán được (Tỷ VNĐ)	Thời điểm đầu giá
Cty KD Khí Hóa Lông Miền Bắc	226	4,226,000	10,500	115,113	468	3/2007
Thủy Điện Thác Mơ	700	14,000,000	20,000	67,929	951	3/2007
Nhiệt Điện Phả Lại	3,262	41,664,870	43,000	69,710	2,904	4/2007
Cty Phân Đạm &HC Dầu Khí	3,800	128,626,600	50,000	54,403	6,998	4/2007
TCT Bảo Hiểm Việt Nam	6,800	59,440,000	30,500	73,910	4,393	5/2007
Cty Bảo Hiểm Dầu Khí	1,035	10,000,000	50,000	75,499	755	6/2007
CTCP VinCom	1,200	5,000,000	80,000	119,479	597	7/2007
Cty Tài Chính Dầu Khí	5,000	59,638,900	51,000	69,974	4,173	10/2007
CTCP ĐPT ĐT&KCN Sóng Đà	400	5,510,400	235,000	235,555	1,298	11/2007
Ngân hàng Ngoại Thương VN	15,000	97,500,000	100,000	107,800	10,511	12/2007
SaBeCo	6,412	78,362,400	70,000	70,003	5,485	1/2008
HaBeCo	2,318	4,377,900	50,000	50,150	218	3/2008
Viet - InBank	13,400	53,600,000	20,000	20,265	1,086	12/2008

(Nguồn : HOSE, HASTC)

❖ **Bảng 2.4 : 20 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất tại HOSE và HaSTC (ngày cập nhật 06/3/2009 - Ngoại trừ 2 cổ phiếu VIC và VPL)**

STT	Mã CK	Sàn GD	KLBLH hiện tại	GT vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ lệ SH nước ngoài	P/E	P/B	EPS cơ bản	ROE
1	ACB	HASTC	635,581,278	15,953	30.0%	2.96	2.06	8,476	30.6%
2	VNM	HOSE	175,275,670	13,058	44.4%	5.08	2.89	14,674	56.2%
3	DPM	HOSE	379,320,000	10,583	17.8%	7.68	2.25	3,631	30.4%
4	HAG	HOSE	179,814,501	9,260	17.2%	14.88	2.47	3,461	18.3%
5	PVF	HOSE	500,000,000	7,750	11.9%	16.84	1.17	921	7.2%
6	STB	HOSE	493,317,814	7,153	30.0%	6.21	0.91	2,334	14.5%
7	PVD	HOSE	132,167,504	6,939	28.8%	6.67	3.24	7,869	44.4%
8	FPT	HOSE	141,162,074	6,098	27.5%	3.78	2.50	11,443	46.0%
9	PPC	HOSE	325,154,614	5,950	18.2%	n.a	1.73	n.a	n.a
10	HPG	HOSE	196,363,998	5,007	23.9%	4.49	1.22	5,680	22.1%
11	VSH	HOSE	137,494,258	3,520	27.5%	9.28	1.64	2,758	17.4%
12	KBC	HASTC	134,083,000	3,352	17.7%	18.46	1.11	1,354	4.8%
13	SSI	HOSE	133,666,671	2,820	45.7%	9.93	0.72	2,126	6.2%
14	PVS	HASTC	100,000,000	2,360	9.1%	4.53	0.99	5,213	28.7%
15	VNR	HASTC	67,218,440	2,279	32.9%	10.87	1.19	3,118	8.6%
16	PVI	HASTC	103,550,000	2,268	11.4%	9.56	0.98	2,292	8.3%
17	VCG	HASTC	149,985,150	2,205	15.4%	5.08	1.13	2,895	23.2%
18	ITA	HOSE	135,875,147	2,106	31.2%	5.06	0.46	3,065	7.1%
19	DHG	HOSE	19,993,500	1,959	42.1%	12.73	2.60	7,701	19.1%
20	SJS	HOSE	39,750,000	1,908	30.4%	10.94	1.53	4,386	13.7%
Bình quân						8.25	1.64		20.34%

(Nguồn : HOSE, HaSTC và CTCK Quốc Tế)

❖ **Bảng 2.5 : Đấu thầu phát hành TPCP tại HaSTC giai đoạn 2006 - 2008**

STT	CHỈ TIÊU	2006	2007	2008
1	Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	20	44	44
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	2	3	NA
3	Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu (tỷ đồng)	6,360	29 016	31,700
6	Tổng khối lượng đăng ký đấu thầu hợp lệ (tỷ đồng)	13,013	88 627	NA
7	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu (tỷ đồng)	4,268	18 939	7,008
8	Tổng số tiền thanh toán trái phiếu trúng thầu (tỷ đồng)	4,268	18,966	7,008

(Nguồn : HaSTC)

❖ **Bảng 2.6 : Tình hình bội chi ngân sách nhà nước**

	2003	2004	2005	2006	2007 Dự toán	2008 Dự toán
Bội chi ngân NSNN	29,936	34,703	40,746	48,613	56,500	66,900
Tỷ lệ bội chi NSNN/GDP	4.90%	4.85%	4.86%	5%	5%	5%
Nguồn bội chi NSNN						
<i>Vay trong nước</i>	22,895	27,405	32,420	35,864	43,000	51,900
<i>Vay nước ngoài</i>	7,041	7,298	8,326	12,749	13,500	15,000

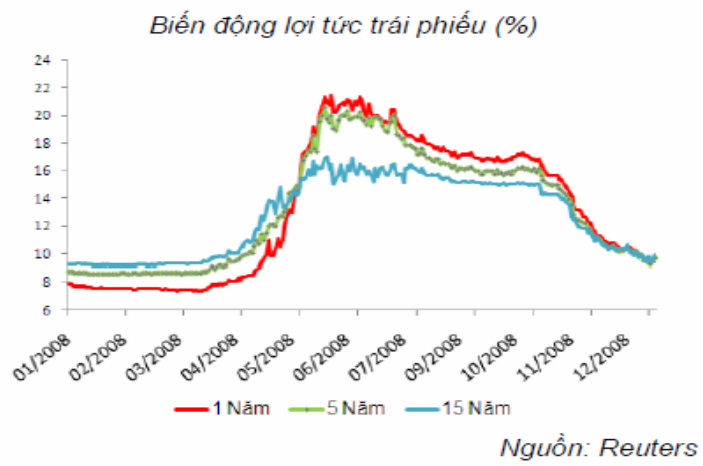
(Nguồn : Bộ Tài Chính)

❖ **Bảng 2.7 : Quy mô niêm yết và giao dịch trái phiếu tại HaSTC 2005 -2008**

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008
Số trái phiếu niêm yết	7	85	168	527
Tổng khối lượng niêm yết (tr TP)	12	173	686	1,642
Giá trị niêm yết (tỷ VND)	1,200	17,270	68,675	164,259
Giá trị giao dịch (tỷ VND)	78	7,001	77,521	189,108
Giá trị niêm yết (tr USD)	0.08	1.08	4.29	10.27
Giá trị niêm giao dịch (tr USD)	0.005	0.44	4.85	11.82

(Nguồn: HaSTC và tính toán của tác giả - Tỷ giá quy đổi USD/VND: 16.000)

Biểu đồ 2.3: Biến động lợi tức trái phiếu năm 2008



PHỤ LỤC 5 : TỔNG HỢP KẾT QUẢ KHẢO SÁT NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.

Khảo sát được tiến hành trên 150 nhà đầu tư cá nhân tại các công ty chứng khoán (mẫu câu hỏi khảo sát đính kèm). Kết quả tổng hợp như sau:

1. Thời gian tham gia thị trường của các nhà đầu tư:

Trên 5 năm	3- 5 năm	1-3 năm	Dưới 1 năm
3.33%	13.33%	43.33%	40.00%

2. Cơ cấu danh mục đầu tư bình quân của các nhà đầu tư :

Cổ phiếu niêm yết	Cổ phiếu OTC	Trái phiếu chính phủ	Trái phiếu doanh nghiệp	Tiền gửi
72.02%	15.59%	0.96%	0.00%	11.43%

3. Loại tài sản chiếm tỷ trọng lớn nhất trong DMDT

Cổ phiếu niêm yết	Cổ phiếu OTC	Trái phiếu chính phủ	Trái phiếu doanh nghiệp	Tiền gửi
77.24%	9.76%	0.81%	0.81%	11.38%

4. Các phương pháp sử dụng trong phân tích đầu tư:

Phân tích vĩ mô	Phân tích ngành – công ty	Phân tích kỹ thuật	Đầu tư theo thông tin (tin đồn)	Mô hình Markowitz	Mô hình chỉ số đơn, CAPM, APT
22.40%	27.92%	19.81%	27.92%	0.32%	1.62%

5. Phương pháp phân tích nhà đầu tư thường sử dụng nhất :

Phân tích vĩ mô	Phân tích ngành – công ty	Phân tích kỹ thuật	Đầu tư theo thông tin (tin đồn)	Mô hình Markowitz	Mô hình chỉ số đơn, CAPM, APT
19.30%	28.07%	25.73%	23.39%	1.75%	1.75%

6. Tình hình sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư của CTCK và dịch vụ QLDMDT của CTQLQ :

Có sử dụng	Không sử dụng
14.4%	85.6%

7. Mức độ sẵn sàng sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư và dịch vụ QLDMĐT nếu phù hợp :

Sẵn sàng sử dụng	Không sẵn sàng sử dụng
63%	37%

8. Kết quả đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân :

Mức lời/lỗ	Tỷ lệ
Lời trên 100%/năm	2.54%
Lời 50% - 100%/năm	16.1%
Lời 20% - 50%/năm	26.27%
Lời 0 – 20%/năm	27.12%
Lỗ -1% đến -20%/năm	14.41%
Lỗ từ -20% đến – 50%/năm	5.08%
Lỗ nhiều hơn -50%/năm	8.47%

PHỤ LỤC 6 : NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CỦA CTCK NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VÀ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN CÔNG THƯƠNG

❖ *Nghiệp vụ QLDMĐT của CTCK Ngân hàng Ngoại Thương (VCBS) :*

Sản phẩm	Trách nhiệm của VCBS	Trách nhiệm của khách hàng
Tư vấn DMĐT	Tư vấn xây dựng danh mục;tái cấu trúc/tối ưu hóa DMĐT đã có. Tư vấn thời hạn đầu tư đối với các khoản đầu tư mới Đánh giá danh mục (theo yêu cầu của khách hàng)	Thực hiện đầu tư Quản lý hoạt động của danh mục
QLDMĐT	Thiết kế DMĐT theo tiêu chí thỏa thuận với khách hàng Thực hiện đầu tư Quản lý hoạt động của danh mục Báo cáo hoạt động danh mục theo định kỳ	Tham gia cùng VCBS trong việc xác định tiêu chí đầu tư và thiết kế danh mục. Yêu cầu điều chỉnh danh mục
Ủy thác đầu tư	Cam kết một mức lợi suất đầu tư cố định Được quyền chủ động thiết kế ; thực hiện đầu tư, quản lý hoạt động của danh mục	Nhận được mức lợi suất cố định Không tham gia thiết kế giám sát hoạt động của

(Nguồn : CTCK Ngân hàng Ngoại Thương)

VCBS đã xây dựng quy trình nghiệp vụ QLDMĐT một cách bài bản. Đầu tiên VCBS sẽ dựa vào các thông tin về khách hàng như tuổi tác, thu nhập, tình trạng gia đình, dự trữ tiền mặt, thời hạn đầu tư ... để lập hồ sơ chấp nhận rủi ro của khách hàng. Dựa trên cơ sở thông tin thu thập, công ty sẽ phân tích mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng. Sau đó khách hàng có thể được phân loại thành các nhóm theo các mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau. Dựa trên các tiêu chuẩn đầu tư cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của khách hàng đã được xác lập, bộ phận QLDMĐT sẽ xác định mục tiêu đầu tư, đồng thời cũng xác định rõ tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của mỗi khách hàng. Các mục tiêu đầu tư chủ yếu bao gồm : mục tiêu bảo toàn vốn (CP – Capital Preservation), mục tiêu tăng trưởng (

CA – Capital Appreciation), mục tiêu thu nhập (Current Income – CI), mục tiêu tổng hợp vừa hướng tới chênh lệch giá vừa hướng tới cổ tức.

Trên cơ sở mục tiêu đầu tư đã được xác định, bộ phận QLDMĐT sẽ tiếp tục xác định cơ cấu danh mục đầu tư, tỷ lệ phân bổ tài sản trong từng danh mục, sử dụng các mô hình định giá, phân tích kỹ thuật và các lợi thế thông tin để lựa chọn các chứng khoán. Công ty cũng xây dựng hệ thống cảnh báo và kiểm soát rủi ro cho danh mục, xây dựng các nguyên tắc đầu tư đối với cổ phiếu và các tài sản có thu nhập cố định.

Các loại phí áp dụng bao gồm phí dịch vụ và phí khuyến khích. Phí dịch vụ được tính theo tỷ lệ % trên số tiền nhận quản lý. Trong trường hợp tỷ suất lợi nhuận của DMĐT cao hơn so với tỷ suất lợi nhuận so sánh, VCBS sẽ được nhận thêm một khoản phí khuyến khích.

❖ **Nghiệp vụ QLDMĐT của CTCK Ngân hàng Công Thương :**

Tháng 9 năm 2004, CTCK Ngân hàng Công Thương (IBS – nay là VietinBankSc) chính thức triển khai dịch vụ QLDMĐT BESTFIT Investment là dịch vụ nhận tiền uỷ thác của khách hàng, xây dựng danh mục chứng khoán (mua, bán) với mục tiêu làm cho tài sản của khách hàng sinh lời tối ưu nhất. Sản phẩm này được đăng ký thương hiệu BESTFIT Investment vào thời điểm tháng 5 năm 2005.

Sản phẩm của BESTFIT Investment :

Sản phẩm	Kỳ vọng lợi nhuận	Yêu cầu đảm bảo tối thiểu	Phần lợi	Chia phần lợi		Tiền uỷ thác tối thiểu (đồng)
			nhuận = LSTK	nhuận vượt LSTK	Khách hàng		IBS
1	Cực kỳ cao	50% vốn	100%	65%	35%	50 triệu
2	Rất cao	80% vốn	100%	60%	40%	100 triệu
3	Cao	100% vốn	100%	40%	60%	200 triệu
4	Khá cao	Lợi nhuận 5%	100%	35%	65%	500 triệu
5	Cao hơn LSTK	Lợi nhuận = LSTK	100%	30%	70%	2 tỷ

Thời gian uỷ thác: 1 năm trở lên

Các bước tiến hành khi sử dụng BESTFIT Investment

- Trên cơ sở kỳ vọng lợi nhuận và khả năng chấp nhận mạo hiểm của khách hàng, chuyên viên quản DMĐT của IBS sẽ giúp khách hàng lựa chọn sản phẩm và thiết kế một hợp đồng phù hợp.

-
- Chuyên viên quản lý DMĐT xây dựng danh mục đầu tư tối ưu nhất cho từng khách hàng. Dựa trên danh mục này, chuyên viên đầu tư chọn thời điểm hiệu quả nhất để tiến hành đầu tư (mua, bán). Sự tối ưu của danh mục được xem xét thường xuyên.
 - Khách hàng nhận được báo cáo chi tiết về hoạt động đầu tư định kỳ hàng tháng và theo yêu cầu.
 - Hết thời hạn hợp đồng, khách hàng đến nhận lại số tiền/và lợi nhuận đảm bảo đúng như cam kết trong hợp đồng cùng với khoản lợi nhuận vượt trội sau khi chia thưởng cho IBS.

Điểm nổi bật của sản phẩm này đó là IBS không thu phí quản lý, không thu phí giao dịch, chỉ nhận thưởng khi lợi nhuận của danh mục lớn hơn lãi suất tiết kiệm cùng kỳ hạn do Ngân hàng Công thương công bố và mức thưởng chỉ là một phần của lợi nhuận vượt trội.

PHỤ LỤC 7 : NHỮNG QUY ĐỊNH PHÁP LÝ CHỦ YẾU ĐỐI VỚI NGHIỆP VỤ QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ

❖ *Quy định về hợp đồng QLDMĐT và trách nhiệm của công ty QLQ trong việc tuân thủ chiến lược đầu tư, cơ cấu danh mục đầu tư.*

- CTQLQ được nhận ủy thác quản lý danh mục đầu tư cho nhà đầu tư trên cơ sở Hợp đồng quản lý đầu tư. CTQLQ thực hiện việc đầu tư tài sản ủy thác theo đúng các quy định của pháp luật và Hợp đồng quản lý đầu tư.
- Trước khi đưa ra chiến lược đầu tư hoặc thực hiện việc đầu tư cho nhà đầu tư ủy thác, CTQLQ có nghĩa vụ thu thập và nhà đầu tư có nghĩa vụ cung cấp các thông tin cá nhân có liên quan của nhà đầu tư ủy thác nhằm tìm hiểu khả năng tài chính, thời hạn đầu tư, mục tiêu đầu tư, mức độ rủi ro có thể chấp nhận, các hạn chế đầu tư và các yêu cầu đầu tư khác của nhà đầu tư ủy thác. Định kỳ hàng năm và trong các trường hợp cần thiết, Công ty quản lý quỹ phải cập nhật lại các thông tin trên.
- Chiến lược đầu tư mà Công ty triển khai thực hiện để quản lý tài sản nhà đầu tư ủy thác phải phù hợp với yêu cầu của nhà đầu tư này trên cơ sở các thông tin do nhà đầu tư cung cấp theo quy định. Chiến lược đầu tư phải rõ ràng, chi tiết, cụ thể, đảm bảo nhà đầu tư ủy thác có đầy đủ thông tin về mức độ rủi ro, các loại hình rủi ro ảnh hưởng tới khả năng sinh lời, các chi phí đầu tư phát sinh khi triển khai thực hiện và các thông tin quan trọng khác có liên quan. Chiến lược đầu tư là một phần không tách rời của Hợp đồng quản lý đầu tư và phải được nhà đầu tư ký và xác nhận là phù hợp với yêu cầu của nhà đầu tư.
- Trường hợp cơ cấu danh mục đầu tư của nhà đầu tư ủy thác vượt quá các hạn chế đầu tư đã quy định tại Hợp đồng quản lý đầu tư do lỗi của Công ty quản lý quỹ, Công ty quản lý quỹ phải điều chỉnh lại cơ cấu danh mục đầu tư trong thời gian ngắn nhất. Công ty quản lý quỹ không được phép thu phí quản lý đối với phần danh mục được lập ra không đúng với Hợp đồng quản lý đầu tư và phải chịu mọi chi phí giao dịch liên quan tới việc điều chỉnh lại danh mục cũng như mọi chi phí phát sinh khác.
- Trường hợp CTQLQ không thực hiện đầu tư theo chiến lược đầu tư quy định và gây tổn thất cho nhà đầu tư, CTQLQ có trách nhiệm bồi thường tổn thất cho nhà đầu tư. Mức đền bù tổn thất phải được nhà đầu tư chấp thuận bằng văn bản.
- CTQLQ chịu trách nhiệm đền bù các tổn thất gây ra cho nhà đầu tư ủy thác do nhân viên của CTQLQ hoặc CTQLQ không thực hiện đúng nghĩa vụ theo quy định của pháp luật hoặc vi phạm các quy định của pháp luật trong hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán. Mức bồi thường phải được nhà đầu tư chấp thuận.

❖ ***Quy định về quản lý tài sản ủy thác và phân bổ tài sản giữa các hợp đồng quản lý đầu tư***

- Đảm bảo việc quản lý độc lập và tách biệt tài sản của từng Quỹ, từng Công ty đầu tư chứng khoán, tài sản của từng nhà đầu tư ủy thác và tài sản của chính Công ty.
- Công ty phải thiết lập quy trình phân bổ tài sản giao dịch thống nhất, hợp lý, công bằng khi thực hiện giao dịch cho Quỹ, Công ty đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư ủy thác và cho bản thân Công ty. Quy trình này phải được sự chấp thuận của nhà đầu tư ủy thác, Ban đại diện Quỹ, Hội đồng quản trị Công ty đầu tư chứng khoán và Ngân hàng giám sát, Ngân hàng lưu ký.
- Trong trường hợp Công ty quản lý quỹ mua hoặc bán chứng khoán hoặc các tài sản khác đồng thời tại cùng một thời điểm cho nhiều Hợp đồng quản lý đầu tư, Công ty phải có chính sách và quy trình phân bổ chứng khoán cho từng hợp đồng một cách hợp lý, đảm bảo việc phân bổ tài sản giữa các hợp đồng là công bằng. Chứng khoán và các tài sản sau giao dịch phải được phân bổ theo cùng một tỷ lệ cho các nhà đầu tư ủy thác có mức chấp nhận rủi ro tương đương. Trường hợp chứng khoán được mua hoặc bán tại các mức giá khác nhau, Công ty quản lý quỹ phải sử dụng mức giá bình quân gia quyền để phân bổ tài sản.
- Công ty quản lý quỹ phải quy định cụ thể trong hợp đồng quản lý đầu tư và cung cấp cho nhà đầu tư ủy thác thông tin về phương pháp lựa chọn tài sản đầu tư, phương pháp phân bổ chứng khoán cho tài khoản đầu tư của Công ty và cho tài khoản của nhà đầu tư ủy thác. Công ty quản lý quỹ phải đảm bảo các giao dịch đầu tư được thực hiện một cách công bằng, không thiên vị hoặc có những sự ưu tiên quyền lợi cho Công ty, người có liên quan hay bất kỳ nhà đầu tư ủy thác nào.
- Khi thực hiện quản lý danh mục đầu tư, CTQLQ phải mở tài khoản lưu ký đứng tên CTQLQ tại Ngân hàng lưu ký thay mặt cho nhà đầu tư ủy thác.
- Tài sản của từng nhà đầu tư ủy thác phải được quản lý trên các tài khoản tách biệt theo quy định tại Hợp đồng quản lý đầu tư và được nhà đầu tư ủy thác chấp thuận.

❖ ***Quy định về phí thưởng dành cho công ty quản lý quỹ :***

- Trong trường hợp quản lý danh mục đầu tư, Công ty quản lý quỹ được hưởng các khoản phí và thưởng phù hợp với quy định của pháp luật và các quy định tại Hợp đồng quản lý đầu tư. Trong trường hợp, hợp đồng quản lý đầu tư có quy định về mức thưởng cho Công ty quản lý quỹ trên cơ sở kết quả đầu tư, thì Công ty chỉ được phép hưởng mức thưởng này nếu tỷ lệ tăng trưởng giá trị danh mục ủy thác do Công ty quản lý tăng cao hơn so với một tỷ lệ tham chiếu được nhà đầu tư chấp thuận. Mức thưởng phải được quy định rõ và phải được nhà đầu tư chấp thuận;

-
- Mức thưởng phải được điều chỉnh giảm trừ và sẽ không được thanh toán nếu hoạt động đầu tư tại các năm liền trước bị thua lỗ và mức lỗ này chưa được bù đắp.

PHỤ LỤC 8 : DANH SÁCH VÀ SƠ LƯỢC HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ

TT	Doanh nghiệp	VDL (tỷ VND)	Ngày cấp phép	Nghịệp vụ QLDMDT	Quản Lý Quỹ Đầu Tư		
					Tên Quỹ	Quy mô (Tỷ VND)	Loại hình quỹ
1	CTCP QLQ AIC	25	1/2009	NA	NA		
2	CTCP QLQ An Phú	8	12/2006	NA or NI	NA		
3	CTCP QLQ RNG (Bảo Tín)	50	1/2008	NA or NI	NA		
4	CTCP QLQ CN&NL VN	100	12/2007	NA or NI	NA		
5	CTCP QLQ DKhí Toàn Cầu	25	3/2008	NA or NI	NA		
6	CTCP QLQ Hùng Việt	25	5/2008	NA or NI	NA		
7	CTCP QLQ Hợp Lực VN	25	5/2008	NA	NA		
8	CTCP QLQ Lộc Việt	25	11/2007	NA or NI	NA		
9	CTCP QLQ SME	25	10/2008	NA	NA		
10	CTCP QLQ Sabeco	25	11/2007	NA OR NI	SBF1	350	Thành viên
11	CTCP QLQ Sài Gòn	25	8/2008	NA	NA		
12	CTCP QLQ Thép Việt	25	4/2008	NA or NI	NA		
13	CTCP QLQ Thăng Long Meritz	25	11/2008	NA or NI	NA		
14	CTCP QLQ Tín Phát	26	7/2008	NA or NI	NA		
15	CTCP QLQ Việt Cát	25	1/2008	NA or NI	NA		
16	CTCP QLQ Việt Tín	30	9/2008	NA or NI	NA		
17	CTCP QLQĐTCK Liên Minh VN	50	11/2008	NA or NI	NA		
18	CTCP QLQĐT Thành Việt	88	11/2004	NA	SFA1	33	Thành viên
					SFA2	500	Thành viên
19	CTCP QLQĐT VIPC	33	1/2009	NA	NA		
20	CTCP QLQĐTCK Thái Dương	25	1/2009	NA	NA		
21	CTCP QLQĐT AnPha	10	12/2006	NA	NA		
22	CTCP QLQĐTCK An Bình	30	12/2006	NA	NA		
23	CTCP QLQĐTCK An Phúc	8	12/2006	Đã triển khai	NA		
24	CTCP QLQĐTCK Hải Phòng	11	12/2006	NA	NA		
25	CTCP QLQĐTCK Minh Việt	50	5/2008	NA or NI	NA		
26	CTCP QLQĐTCK Phương Đông	7	12/2006	NA or NI	NA		
27	CTCP QLQĐT FPT	110	7/2007	Đã triển khai	Việt Nhật	130	Thành viên
28	CTCP QLQĐT SGI	30	10/2008	NA or NI	NA		
29	CTCP QLQĐT Sài Gòn - Hà Nội	50	4/2008	NA or NI	NA		
30	CTCP QLQĐT Tài Chính Dầu Khí	100	12/2007	Đã triển khai	NA		
31	CTCP QLQĐTCK Bản Việt	150	10/2006	Đã triển khai	VCF	792	Thành viên
					VCHF	500	Thành viên

32	CTCP QLQĐTCK Chiến Thắng	28	12/2007	NA or NI	NA		
33	CTCP QLQĐTCK Hà Nội	40	11/2007	NA or NI	HaNoi Fund	250	Thành viên
					VTF	500	Thành viên
34	CTCP QLQĐTCK Việt Long	40	12/2006	NA or NI	VLF	300	Thành viên
35	CTLD QLQĐT BIDV-VN Partners	32	1/2006	NA	VIF	1258	Thành viên
36	CTLD QLQĐTCK Vietcombank	38	12/2005	NA	VPF1	200	Thành viên
					VPF2	1932	Thành viên
					VPF3	445	Thành viên
37	CTLD QLQĐTCK Việt Nam	100	7/2003	Đã triển khai	VF1	1000	Đại chúng
					VF2	963	Thành viên
					VF4	806	Đại chúng
38	CT TNHH QLQĐTCK IPA	50	3/2008	NA or NI	NA		
39	CTTNHH QLQ Kỹ Thương	40	10/2008	NA	NA		
40	CTTNHH QLQ Manulife VN	26	6/2005	NA	MAFPF1	214	Đại chúng
41	CTTNHH QLQ SSI	30	8/2007	Đã triển khai	SSIVF	1700	Thành viên
42	CTTNHH QLQĐT Prudential VN		5/2005	NA	PRUBF1	500	Đại chúng
43	CTTNHH QLQĐTCK Bảo Việt	25	11/2005	Đã triển khai	BVF1	800	Thành viên
44	CTTNHH QLQĐTCK Bông Sen	5	12/2006	Đã triển khai	NA		
45	CTTNHH QLQĐTCK Đông Á	30	9/2007	NA or NI	NA		
46	CTTNHH QLQ ACB	50	10/2008	NA	NA		

Nguồn : UBCKNN và tổng hợp từ các công ty QLQ

(*) NA : Chưa triển khai nghiệp vụ

(**) NA or NI : Chưa triển khai hoặc chưa có thông tin chính thức

(***) Thống kê này không tính đến các công ty quản lý quỹ hoạt động dưới hình thức văn phòng đại diện như Vinacapital, Dragon Capital, IndoChina Capital ... và các quỹ huy động từ nước ngoài.

PHỤ LỤC 9 : TÌNH HÌNH ÁP DỤNG CÁC PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH TẠI MỘT SỐ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VÀ CÔNG TY QUẢN LÝ QỸ.

Phương pháp Tổ chức	Phân tích cơ bản	Phân tích kỹ thuật	Mô hình Markowitz	Mô hình CAPM, chỉ số đơn, APT
CTLD QLQ Việt Nam (VFM)	Áp dụng	Áp dụng	Đang nghiên cứu và thử nghiệm	Đang nghiên cứu áp dụng
VinaCapital	Áp dụng	Chưa áp dụng	Đang nghiên cứu và thử nghiệm	Chưa sử dụng
CTCK Sài Gòn (SSI)	Áp dụng	Áp dụng trong trading và tư vấn	Chưa sử dụng	Chưa sử dụng
CTQLQ Hợp Lực Việt Nam	Áp dụng	Chưa áp dụng	Chưa áp dụng	Chưa áp dụng
CTQLQ ACB	Có	Không áp dụng	Áp dụng hạn chế	Chưa áp dụng
CTQLQ Prudential	Áp dụng	Không áp dụng	Áp dụng hạn chế	Chưa áp dụng
CTCK KimEng	Áp dụng	Áp dụng chủ yếu	Chưa áp dụng	Chưa áp dụng
CTCK Rồng Việt	Áp dụng	Áp dụng	Chưa áp dụng	Chưa áp dụng
CTQLQ Bản Việt	Áp dụng	Áp dụng trong trading	Đang nghiên cứu và thử nghiệm	Đang nghiên cứu thử nghiệm.
CTCK ACB	Áp dụng	Áp dụng	Chưa áp dụng	Chưa áp dụng
CTCK Sài Gòn Thương Tín	Áp dụng	Áp dụng	Chưa áp dụng	Áp dụng tính hệ số beta cho một số cổ phiếu

PHỤ LỤC 10 : DANH SÁCH CÁC CỔ PHIẾU CÓ THỂ ÁP DỤNG CÁC LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ HIỆN ĐẠI

TT	Mã CK	Thời gian niêm yết	VĐL (tỷ VND)	Nơi NY	TT	Mã CK	Thời gian niêm yết	VĐL (tỷ VND)	Nơi NY
1	ACB	Nov-06	6,322	HaSTC	45	HAP	Jan-00	170	HOSE
2	STB	Jul-06	5,116	HOSE	46	BMP	Jan-06	167	HOSE
3	PPC	Jan-07	3,262	HOSE	47	PAC	Jan-06	165	HOSE
4	VNM	Jan-06	1,753	HOSE	48	PLC	Dec-06	161	HaSTC
5	FPT	Dec-06	1,398	HOSE	49	VSP	Dec-06	159	HaSTC
6	VSH	Jul-06	1,375	HOSE	50	BBC	Dec-01	154	HOSE
7	ITA	Nov-06	1,359	HOSE	51	DRC	Dec-06	154	HOSE
8	PVD	Dec-06	1,322	HOSE	52	HBC	Dec-06	151	HOSE
9	VFMVF1	Nov-04	1,000	HOSE	53	VIS	Dec-06	150	HOSE
10	BCC	Nov-06	957	HaSTC	54	SD9	Dec-06	150	HaSTC
11	BTS	Dec-06	909	HaSTC	55	VFR	Dec-06	150	HaSTC
12	REE	Jul-00	802	HOSE	56	TTP	Jan-06	150	HOSE
13	BMI	Nov-06	755	HOSE	57	HAI	Dec-06	145	HaSTC
14	MPC	Dec-06	700	HOSE	58	KHA	Aug-02	141	HOSE
15	VNR	Mar-06	672	HaSTC	59	DMC	Dec-06	138	HOSE
16	SAM	Jul-00	654	HOSE	60	CLC	Oct-06	131	HOSE
17	TBC	Aug-06	635	HaSTC	61	AGF	Jan-02	129	HOSE
18	VIP	Dec-06	598	HOSE	62	ICF	Dec-06	128	HOSE
19	KDC	Dec-05	571	HOSE	63	NKD	Dec-04	123	HOSE
20	PRUBF1	Dec-06	500	HOSE	64	VTB	Dec-06	120	HOSE
21	GMD	Apr-02	475	HOSE	65	MHC	Mar-05	118	HOSE
22	BVS	Dec-06	450	HaSTC	66	SDT	Dec-06	117	HaSTC
23	CII	May-06	400	HOSE	67	IMP	Jan-06	117	HOSE
24	SJS	Jul-06	400	HOSE	68	RAL	Jan-06	115	HOSE
25	TCR	Dec-06	356	HOSE	69	BT6	May-02	110	HOSE
26	FPC	Jul-06	330	HOSE	70	SMC	Oct-06	110	HOSE
27	SJD	Dec-06	299	HOSE	71	GIL	Jan-02	102	HOSE
28	IFS	Oct-06	291	HOSE	72	DHA	Apr-04	101	HOSE
29	TYA	Feb-06	279	HOSE	73	HTV	Jan-06	101	HOSE
30	TDH	Dec-06	253	HOSE	74	SSC	Mar-05	100	HOSE
31	PGC	Nov-06	250	HOSE	75	HNM	Dec-06	100	HaSTC
32	HPC	Dec-06	239	HaSTC	76	TLC	Dec-06	100	HaSTC
33	NTP	Dec-06	217	HaSTC	77	SAV	May-02	100	HOSE
34	VID	Dec-06	214	HOSE	78	SDA	Dec-06	91	HaSTC
35	HMC	Dec-06	210	HOSE	79	CYC	Jul-06	90	HOSE
36	SVC	Dec-06	204	HaSTC	80	SD7	Dec-06	90	HaSTC
37	VFC	Jul-06	200	HOSE	81	COM	Jan-06	86	HOSE
38	DHG	Dec-06	200	HOSE	82	SCD	Jan-06	85	HOSE
39	POT	Dec-06	194	HaSTC	83	TS4	Jan-02	85	HOSE
40	TAC	Dec-06	190	HOSE	84	TSC	Jan-07	83	HOSE
41	BHS	Dec-06	185	HOSE	85	BMC	Dec-06	83	HOSE
42	DCT	Jan-06	181	HOSE	86	HDC	Jan-07	81	HaSTC
43	KHP	Dec-06	174	HOSE	87	ABT	Dec-06	81	HOSE
44	HRC	Dec-06	173	HOSE	88	NAV	Dec-06	80	HOSE

Nguồn : HOSE và HaSTC

PHỤ LỤC 11

BẢNG CÂU HỎI ĐÁNH GIÁ MỨC ĐỘ CHẤP NHẬN RỦI RO CỦA NHÀ ĐẦU TƯ (INVESTMENT RISK TOLERANCE QUIZ)

Bảng câu hỏi này được phát triển bởi hai chuyên gia trong lĩnh vực tài chính cá nhân : TS. Ruth Lytton của Virginia Tech và TS. Grable của Kasas State University (Người dịch và việt hóa Nguyễn Anh Vũ – Khoa TTCK Đại Học Ngân Hàng). Nó được dùng để đo lường mức độ chấp nhận rủi ro tài chính của các nhà đầu tư cá nhân :

BẢNG CÂU HỎI :

- 1. Theo bạn, nếu xét trong khía cạnh chấp nhận rủi ro, người bạn thân nhất của bạn sẽ miêu tả bạn thế nào :**
 - a. Là một tay cờ bạc thực sự
 - b. Sẵn sàng chấp nhận rủi ro sau khi đã nghiên cứu đầy đủ
 - c. Thận trọng
 - d. Là người luôn tránh rủi ro

- 2. Giả sử bạn đang tham dự một trò chơi truyền hình. Bạn có thể chọn một trong số các cơ hội sau đây. Bạn sẽ chọn thế nào :**
 - a. Nhận ngay 1000 USD tiền mặt
 - b. 50% cơ hội thắng 5000 USD
 - c. 25% cơ hội thắng 10000 USD
 - d. 5% cơ hội thắng 100.000 USD

- 3. Bạn vừa tiết kiệm đủ tiền cho một chuyến đi nghỉ “ đòi người chỉ có một lần ”. Ba tuần trước ngày bạn dự định khởi hành, bạn bị mất việc làm . Bạn sẽ :**
 - a. Hủy bỏ kỳ nghỉ
 - b. Bạn chọn một kỳ nghỉ khác khiếm tốn hơn, tiết kiệm hơn.
 - c. Vẫn đi như bình thường với lý do đằng nào thì bạn cũng cần thời gian để tìm việc làm mới.
 - d. Bạn còn kéo dài kì nghỉ hơn nữa vì theo bạn “ Thà một phút huy hoàng rồi chợt tắt . Còn hơn buồn le lói suốt trăm năm”

-
- 4. Nếu bạn đột nhiên nhận được 20.000 USD (trúng số , thừa kế ...) bạn sẽ đầu tư số tiền này như thế nào :**
- Gửi vào TK ngân hàng, mua các công cụ thị trường tiền tệ, chứng chỉ tiền gửi được bảo hiểm.
 - Đầu tư vào trái phiếu có chất lượng cao hay quỹ tương hỗ chuyên đầu tư trái phiếu .
 - Đầu tư vào cổ phiếu hay quỹ tương hỗ chuyên đầu tư vào cổ phiếu
- 5. Theo kinh nghiệm, hãy cho biết mức độ thoải mái của bạn khi bạn đầu tư vào cổ phiếu hay quỹ đầu tư cổ phiếu :**
- Không thoải mái chút nào
 - Thoải mái đôi chút
 - Rất thoải mái
- 6. Khi bạn nghĩ đến từ “ rủi ro ” từ nào trong những từ sau đây hiện lên trong tâm trí của bạn :**
- Sự thua lỗ
 - Sự không chắc chắn
 - Cơ hội
 - Rùng mình sợ hãi
- 7. Các chuyên gia dự đoán giá của các tài sản như :vàng, đồ trang sức, bộ sưu tập, bất động sản... (tài sản thực) sẽ tăng; giá trái phiếu sẽ giảm, tuy nhiên các chuyên gia có khuynh hướng thống nhất rằng trái phiếu chính phủ có mức độ an toàn cao. Phần lớn khoản mục đầu tư hiện nay của bạn là trái phiếu chính phủ có lợi suất cao (high – interest government bond). Bạn sẽ làm gì :**
- Vẫn nắm giữ trái phiếu .
 - Bán trái phiếu, đầu tư một nửa tiếp tục đầu tư vào các công cụ thị trường tiền tệ , nửa còn lại đầu tư vào tài sản thực .
 - Bán trái phiếu, đầu tư toàn bộ vào tài sản thực
 - Bán trái phiếu, đầu tư toàn bộ vào tài sản thực và vay thêm tiền để mua thêm .
- 8. Trong bốn lựa chọn đầu tư, mỗi lựa chọn mang lại thu nhập trong trường hợp tốt nhất và xấu nhất như sau . Bạn thích lựa chọn nào hơn**

-
- a. TH tốt nhất : Lãi 200 USD TH xấu nhất : Lãi 0 USD
 - b. TH tốt nhất : Lãi 800 USD TH xấu nhất : Lãi 200 USD
 - c. TH tốt nhất : Lãi 2600 USD TH xấu nhất : Lãi 800 USD
 - d. TH tốt nhất : Lãi 4800 USD TH xấu nhất : Lãi 2400 USD

9. Ngoài những thứ bạn đang có , bạn vừa nhận được 1000 USD. Bây giờ bạn được yêu cầu lựa chọn giữa các tình huống sau :

- a. Chắc chắn nhận được 500 USD
- b. 50% xác suất nhận được 1000USD và 50% không nhận được gì cả

10. Ngoài những thứ bạn đang có, bạn vừa nhận được 2000 USD. Bây giờ bạn được yêu cầu lựa chọn giữa các tình huống sau :

- a. Chắc chắn mất 500 USD
- b. 50% khả năng mất 1000 USD – 50% không mất gì cả

11. Giả sử có một người họ hàng của bạn để lại cho bạn một khoản thừa kế 100.000 USD, điều kiện trong di chúc là bạn phải đầu tư toàn bộ số tiền đó vào một trong số các lựa chọn sau . Bạn sẽ chọn gì ?

- a. Tài khoản tiết kiệm hoặc quỹ thị trường tiền tệ
- b. Quỹ tương hỗ nắm giữ cổ phiếu và trái phiếu
- c. Một danh mục đầu tư với 15 loại cổ phiếu thường
- d. Các loại hàng hoá như : vàng, bạc, dầu

12. Nếu bạn phải đầu tư 20.000 USD, những lựa chọn đầu tư nào sau đây bạn cảm thấy hấp dẫn nhất.

- a. 60% vào các khoản đầu tư có rủi ro thấp, 30% vào các khoản đầu tư có mức rủi ro trung bình, 10% vào các khoản đầu tư có mức rủi ro cao.
- b. 30% vào các khoản đầu tư có rủi ro thấp, 40% vào các khoản đầu tư có mức rủi ro trung bình, 30% vào các khoản đầu tư có mức rủi ro cao.
- c. 10% vào các khoản đầu tư có rủi ro thấp, 40% vào các khoản đầu tư có mức rủi ro trung bình, 50% vào các khoản đầu tư có mức rủi ro cao.

13. Người bạn đáng tin cậy của bạn và cũng là một chuyên gia địa chất nhiều kinh nghiệm, vừa tham gia vào nhóm các nhà đầu tư tài trợ cho một cuộc thám hiểm tìm kiếm mỏ vàng . Nếu thành công vụ đầu tư mạo hiểm này có thể mang lại từ 50 cho đến

100 lần số tiền bỏ ra .Nhưng nếu không toàn bộ số tiền đầu tư coi như mất sạch. Người bạn của bạn ước tính cơ hội thành công là 20%. Nếu có tiền bạn sẽ đầu tư bao nhiêu vào phi vụ này :

- a. Không đầu tư gì cả
- b. Một tháng lương
- c. Ba tháng lương
- d. Sáu tháng lương .

DỮ LIỆU CÁ NHÂN :

1. Giới tính của bạn :

- a. Nam
- b. Nữ

2. Tuổi hiện nay của bạn :

3. Tình trạng hôn nhân :

- a. Chưa bao giờ kết hôn
- b. Không kết hôn nhưng có chung sống gắn bó với người khác
- d. Đã kết hôn
- e. Li thân, li dị
- f. Góa bụa
- g. Sống chung theo thỏa thuận .

4. Trình độ học vấn cao nhất của bạn :

- a. Dưới trung học
- b. Trung học
- c. Cao đẳng, các khoá huấn luyện nghiệp vụ
- d. Associate degree
- d. Đại học
- e. Bằng cấp chuyên môn sau đại học

5. Tổng thu nhập trước thuế hàng năm :

- a. Nhỏ hơn 25.000 USD
- b. Từ 25.000 – 49.999 USD
- c. Từ 50.000 – 74.999 USD
- d. Từ 75.000 – 99.999 USD

e. 100.000 trở lên

6 . Hãy suy nghĩ về tình trạng tài chính hiện nay của bạn, hãy ước lượng tỉ lệ tiền tiết kiệm và đầu tư của bạn được phân bổ thế nào vào các loại hình đầu tư sau đây (Chú ý , bạn phải điền vào tất cả các ô trống, khoản mục nào bạn không chọn bạn để số 0, tổng của tất cả các khoản mục phải là 100%)

- a. Tiền mặt, tài khoản tiết kiệm, quỹ thị trường tiền tệ
- b. Các khoản đầu tư có lợi suất cố định như : trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ, quỹ đầu tư trái phiếu.
- c. Đầu tư vốn như : cổ phiếu, quỹ đầu tư cổ phiếu, đầu tư trực tiếp vào doanh nghiệp hay mua bất động sản (không tính căn nhà bạn đang ở)
- d. Các tài sản khác như : vàng hay các bộ sưu tập.

7. Ai là người có trách nhiệm trong quyết định phân bổ tài sản trong gia bạn :

- a. Chính bạn hoặc một người nào đó trong gia đình bạn
- b. Bạn dựa vào sự tư vấn của các nhà chuyên môn (như nhà môi giới chứng khoán, nhà hoạch định tài chính, hoặc các nhà tư vấn khác..)
- c. Bạn hiện nay không có tài sản đầu tư .

HƯỚNG DẪN ĐÁNH GIÁ

Điểm	Mức chấp nhận rủi ro
0 – 18	Mức chấp nhận rủi ro thấp (Conservative – Thận trọng)
18 – 22	Mức chấp nhận rủi ro dưới trung bình
23 – 28	Mức chấp nhận rủi ro trung bình (Moderate)
29 - 32	Mức chấp nhận rủi ro trên trung bình
32 – 47	Mức chấp nhận rủi ro cao (Aggressive)

PHỤ LỤC 12 : CÁC SẢN PHẨM QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ CƠ BẢN

❖ *Bảng 3.1 : Các sản phẩm QLDMĐT cơ bản*

Sản phẩm	Mục tiêu	Thời hạn đầu tư	Mức độ chấp nhận rủi ro	Lợi nhuận mục tiêu
SP1	Tăng trưởng vốn dài hạn	trên 7 năm	Cao	150% * VN-Index
SP2	Tăng trưởng vốn trung hạn	5-7 năm	Cao	130% * VN-Index
SP 3	Tăng trưởng vốn ngắn hạn	2-4 năm	Cao	120% * VN-Index
SP 4	Tăng trưởng vốn trung hạn	5-7 năm	Trên trung bình	VN-Index + 3%
SP 5	Cân bằng	Trên 7 năm	Trên trung bình	60%*VN Index + 40%*GBY-5 + 3%
SP 6	Cân bằng	5-7 năm	Trung bình	40%*VN Index + 60%*GBY-5 + 2%
SP 7	Cân bằng	2-4 năm	Dưới trung bình	30%*VN Index + 70%*GBY-5 + 2%
SP 8	Thu nhập thường xuyên	5-7 năm	Thấp	GBY-5 + 2%
SP 9	Thu nhập thường xuyên	Trên 7 năm	Trung bình	20%*VN Index + 80%*GBY-5 + 2%
SP 10	Theo chỉ số	5- 7 năm	Trên trung bình	100%* VN- Index
SP 11	Theo chỉ số	2-4 năm	Cao	VN Index + 6%

(*) : VN – Index tỷ suất sinh lời của chỉ số VN-Index

(**) : GBY-5 : Tỷ suất sinh lời bình quân của trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm

❖ Bảng 3.2 : Chính sách phân bổ tài sản của các sản phẩm QLDMĐT cơ bản

Sản phẩm	Tiền gửi – Tiền mặt	Trái phiếu chính phủ	Trái phiếu doanh nghiệp	Cổ phiếu niêm yết	Cổ phiếu OTC -IPO
SP 1	0 -10%	0%	0%	40% - 50%	50% - 60%
SP 2	0-15%	0%	0%	50%-65%	35%-50%
SP 3	0-20%	0%	0%	65%-75%	15%-25%
SP 4	0-10%	10%-20%	0 -10%	65%-85%	0-15%
SP 5	0-10%	20%-35%	10% -15%	35% -45%	0-15%
SP 6	0-15%	30%-45%	10%-15%	35%-50%	0%
SP 7	10%-25%	40%-50%	15% -20%	20%-35%	0%
SP 8	10-15%	50%-60%	30%-40%	10%-15%	0%
SP 9	0-15%	40%-50%	45%-55%	15%-20%	0%
SP 10	0%	0%	0%	100%	0%
SP 11	0%-20%	0%	0%	80%-100%	0%

❖ Bảng 3.6 : Đề xuất chiến lược đầu tư đối với các sản phẩm QLDMĐT

Sản phẩm	Đề xuất chiến lược đầu tư đối với DMĐT cổ phiếu
Sản phẩm 1	Chiến lược 9: Nhỏ - Tăng trưởng Chiến lược 6: Vừa – Tăng trưởng Chiến lược hỗn hợp. Trong đó phần hạt nhân chiếm tỷ trọng trên 70% Có thể tập trung lựa chọn các cổ phiếu có hệ số beta lớn hơn 1.5
Sản phẩm 2	Chiến lược 6 : Vừa – Tăng trưởng Chiến lược 5: Vừa – Kết hợp Chiến lược 3: Lớn – Tăng trưởng Chiến lược hỗn hợp. Trong đó phần hạt nhân chiếm tỷ trọng trên 50% Có thể tập trung lựa chọn các cổ phiếu có hệ số beta lớn hơn 1.2
Sản phẩm 3	Chiến lược 3 : Lớn – tăng trưởng Chiến lược 6 : Vừa – tăng trưởng Chiến lược 2 : Lớn - Kết hợp Chiến lược hỗn hợp. Trong đó phần hạt nhân chiếm tỷ trọng trên 30% - phần vệ tinh chiếm tỷ trọng dưới 70%. Có thể tập trung lựa chọn các cổ phiếu có hệ số beta lớn hơn 1
Sản phẩm 4	Chiến lược 6 : Vừa – Tăng trưởng Chiến lược 5: Vừa – Kết hợp Chiến lược 3: Lớn – Tăng trưởng Chiến lược hỗn hợp. Trong đó phần hạt nhân chiếm tỷ trọng trên 50% Có thể tập trung lựa chọn các cổ phiếu có hệ số beta trong khoảng 1-1.5
Sản phẩm 5	Chiến lược 7 : Nhỏ - giá trị Chiến lược 8 : Nhỏ - kết hợp Chiến lược 4 : Vừa – giá trị Chủ yếu là chiến lược mua và giữ Có thể tập trung vào các cổ phiếu có hệ số beta dưới 1.
Sản phẩm 6	Chiến lược 1 : Lớn – Giá trị Chiến lược 4 : Vừa – Giá trị Chiến lược 2 : Lớn – Kết hợp Chủ yếu là chiến lược mua và giữ Có thể tập trung vào các cổ phiếu có hệ số beta dưới 1.
Sản phẩm 7	Chiến lược 1 : Lớn - Giá trị Chủ yếu là chiến lược mua và giữ Có thể tập trung vào các cổ phiếu có hệ số beta dưới 1.
Sản phẩm 8	Chiến lược 1 : Lớn – giá trị
Sản phẩm 9	Chiến lược 1 : Lớn – giá trị Chiến lược 4 : Vừa giá trị
Sản phẩm 10	Chiến lược đầu tư theo chỉ số thụ động
Sản phẩm 11	Chiến lược đầu tư theo chỉ số chủ động

PHỤ LỤC 13 : VÍ DỤ HẠN CHẾ ĐẦU TƯ ĐỐI VỚI DANH MỤC ĐẦU TƯ ỦY THÁC

- Không được sử dụng tài sản ủy thác theo danh mục đầu tư để đầu tư vào các Quỹ đầu tư đại chúng và thành viên, công ty đầu tư chứng khoán đại chúng và phát hành riêng lẻ thành lập theo pháp luật Việt Nam do chính công ty QLQ đang quản lý.
- Đầu tư vào chứng khoán của một tổ chức phát hành tối đa không vượt quá mười lăm phần trăm (10%) tổng giá trị chứng khoán đang lưu hành của tổ chức đó, ngoại trừ trái phiếu Chính phủ;
- Tối đa không đầu tư vượt quá hai mươi phần trăm (20%) tổng giá trị tài sản của danh mục đầu tư ủy thác vào chứng khoán đang lưu hành của một tổ chức phát hành, ngoại trừ trái phiếu Chính phủ;
- Tối đa không đầu tư vượt quá ba mươi phần trăm (30%) tổng giá trị tài sản của danh mục đầu tư ủy thác vào các công ty trong cùng một nhóm công ty có quan hệ sở hữu với nhau;
- Không được đầu tư trực tiếp vào bất động sản
- Không được sử dụng vốn và tài sản danh mục đầu tư ủy thác để cho vay hoặc bảo lãnh cho bất kỳ khoản vay nào;
- Không được sử dụng tài sản của danh mục đầu tư ủy thác để góp vốn liên doanh, liên kết hoặc đầu tư vào chính Công ty quản lý quỹ, đầu tư vào tổ chức kinh tế là người có liên quan của Công ty quản lý quỹ, tổ chức kinh tế là người có liên quan của thành viên Hội đồng quản trị, thành viên Hội đồng thành viên, Chủ tịch, Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Tổng giám đốc Công ty quản lý quỹ, người hành nghề quản lý quỹ, ngoại trừ trường hợp có sự chấp thuận bằng văn bản của khách hàng.
- Công ty quản lý quỹ không được phép thực hiện các giao dịch mua, bán tài sản đầu tư giữa các danh mục đầu tư của các nhà đầu tư ủy thác do mình quản lý ngoại trừ trường hợp được sự chấp thuận bằng văn bản của khách hàng.

PHỤ LỤC 14 : QUY TRÌNH PHÂN TÍCH VÀ LỰA CHỌN CHỨNG KHOÁN

1. Quy trình phân tích và lựa chọn cổ phiếu :

PHÂN TÍCH VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG :

- Phân tích đánh giá các biến số kinh tế vĩ mô cơ bản (GDP, lạm phát, lãi suất, cán cân thanh toán, kinh ngạch xuất nhập khẩu ...).
- Phân tích đánh giá thực trạng và xu hướng biến động của nền kinh tế, xác định chu kỳ kinh doanh của nền kinh tế.
- Phân tích đánh giá chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và tác động của các chính sách này đối với nền kinh tế và TTCK.
- Các chính sách của chính phủ đối với TTCK, các chính sách về cổ phần hoá.
- Phân tích và dự báo các dòng vốn đầu tư : Đầu tư của khu vực nhà nước, đầu tư của khu vực tư nhân, đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI).
- Đánh giá các thông tin kinh tế, chính trị, đối ngoại có tác động tích cực hoặc tiêu cực đến thị trường chứng khoán.
- Phân tích chu kỳ, xu hướng biến động của thị trường chứng khoán, tâm lý của nhà đầu tư.
- Đánh giá các kênh đầu tư trong nền kinh tế như vàng, ngoại tệ, bất động sản... và tác động của chúng đối với TTCK.
- Phân tích tình hình kinh tế thế giới, phân tích và dự báo diễn biến của các TTCK chủ yếu như : Mỹ, Nhật, Châu Âu... và tác động đối với thị trường Việt Nam.

PHÂN TÍCH NGÀNH :

Việc phân tích ngành dựa trên các mô hình và chỉ tiêu cơ bản bao gồm :

- Trước hết cần xác định và phân loại rõ ràng các ngành (Industry), phân ngành (Sub – sector) theo chuẩn phân ngành ICB – Industry Classification Benchmark. Sau đó người phân tích có thể phân ngành một cách sâu hơn dựa trên cơ sở phân ngành theo ICB. Việc phân ngành càng chi tiết và chính xác càng tạo cơ sở thuận lợi cho việc phân tích.
- Xác định rõ chuỗi giá trị (Value chain) – một chuỗi quá trình chuyển hóa từ những nguyên vật liệu thô ban đầu cho tới sản phẩm hay dịch vụ cuối cùng được phân phối tới người tiêu dùng. Việc xác định rõ chuỗi giá trị của ngành sẽ giúp người phân tích

thấy được đầy đủ hơn các yếu tố có thể tác động đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty trong ngành.

Ví dụ : Phương pháp phân ngành và chuỗi giá trị của ngành thủy sản

Ta có thể định vị ngành chế biến thủy sản trong chuỗi phân ngành như sau :

Ngành (Industry) : Hàng tiêu dùng (Consumer goods)

Tổng khu vực (Super Sector) : Thực phẩm và đồ uống (Food & Beverage)

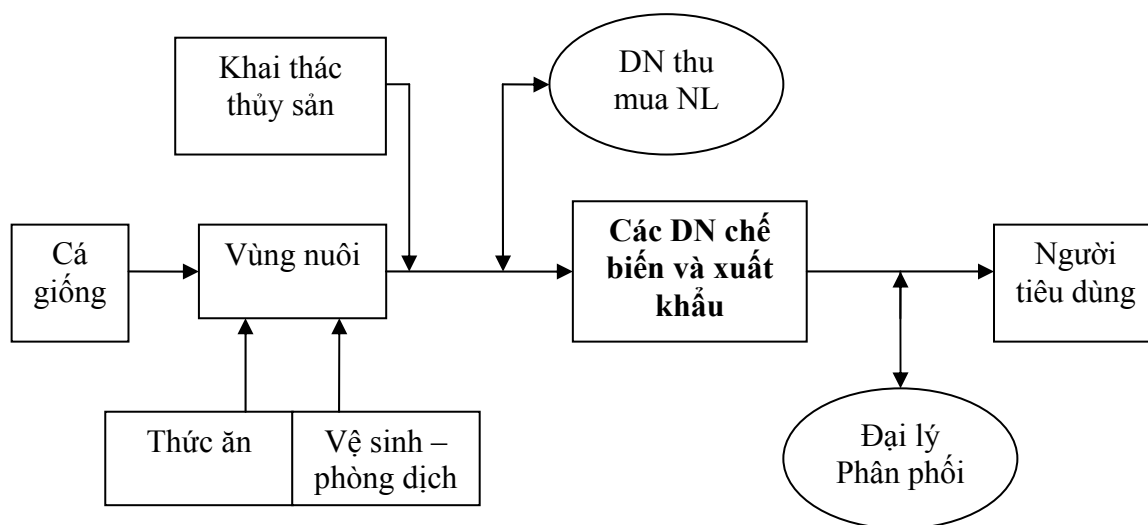
Khu vực (Sector) : Sản xuất thực phẩm (Food producer)

Khu vực phụ (Sub- Sector) : Nông nghiệp và thủy sản (Farming & Fishing)

Ngành thủy sản có thể phân thành các ngành nhỏ hơn :

- Khai thác thủy sản (khai thác hải sản, khai thác thủy sản nội địa)
- Nuôi trồng thủy sản (nuôi trồng thủy sản nước ngọt, nước mặn, nước lợ)
- Chế biến thủy sản (chế biến phục vụ nhu cầu nội địa, chế biến phục vụ xuất khẩu). Lĩnh vực chế biến thủy sản có thể được chia hẹp hơn theo mặt hàng : Cá da trơn (Pangasius), Tôm (Shrimp), Mực (Octopus - Squid), Cá nước ngọt, Cá biển

Chuỗi giá trị của ngành thủy sản :



Sơ đồ : Chuỗi giá trị của ngành thủy sản

- Lịch sử phát triển, tốc độ tăng trưởng và kết quả hoạt động trong quá khứ của ngành.
- Phân tích nhu cầu (Demand Analysis) : Đánh giá về nhu cầu và khuynh hướng tiêu dùng các sản phẩm dịch vụ của ngành. Từ đó đưa ra dự báo về sự tăng trưởng của quy mô thị trường (market size) trong tương lai. Phân tích nhu cầu không chỉ giới hạn trong phạm vi một quốc gia và còn mở rộng trong phạm vi toàn cầu khi các sản phẩm

và dịch vụ không chỉ phục vụ thị trường nội địa mà còn có phần lớn thị trường là thị trường xuất khẩu.

- Phân tích chu kỳ vòng đời của ngành (Industry Life Cycle) : Đánh giá xem ngành đang ở giai đoạn nào trong vòng đời của nó.
- Phân tích rủi ro kinh doanh của ngành. Xác định mức độ nhạy cảm của ngành đối với các biến động của doanh thu, giá bán, giá nguyên vật liệu
- Phân tích cấu trúc cạnh tranh (Competition Structure) : Đánh giá mức độ độc quyền, mức độ tập trung hay phân tán của ngành.
- Phân tích những lợi thế và bất lợi trong cạnh tranh bao gồm các yếu tố như : nguồn nhân lực, điều kiện tự nhiên, cơ sở hạ tầng, sự hỗ trợ và chính sách của chính phủ, các ngành công nghiệp phụ trợ....
- Mức độ nhạy cảm kinh tế của ngành (Economic Sensitivity) : Đánh giá mức độ nhạy cảm của ngành trước những biến động của chu kỳ kinh doanh.
- Đánh giá lộ trình dỡ bỏ các rào cản thương mại, các chính sách và mức độ bảo hộ của ngành sau khi gia nhập WTO, lợi thế so sánh và khả năng cạnh tranh với các sản phẩm, dịch vụ nước ngoài
- Phân tích cấu trúc chi phí và khả năng sinh lợi của ngành (ROE, ROA, lợi nhuận gộp trên doanh thu, lợi nhuận ròng trên doanh thu, các chỉ tiêu phản ánh khả năng kiểm soát chi phí)
- Đánh giá mức độ cạnh tranh của ngành thông qua 5 yếu tố cạnh tranh trong mô hình Porter :
 - Đối thủ cạnh tranh trong ngành (Rivalry Intensity):
 - Rào cản gia nhập ngành và sự đe dọa của các đối thủ mới (Entry Barriers)
 - Quyền lực thương lượng của nhà cung cấp (Buyer Power)
 - Quyền lực thương lượng của khách hàng (Supplier Power)
 - Sản phẩm thay thế (Subtitutes)

Công ty QLQ cần phân tích, đánh giá các ngành và phân ngành khác nhau từ đó xây dựng cơ sở dữ liệu về các ngành. Trên cơ sở phân tích này sẽ lựa chọn được các ngành có triển vọng nhất để đầu tư và cung cấp dữ liệu cho việc dự phóng tài chính, phân tích và định giá các công ty.

PHÂN TÍCH CÔNG TY :

❖ *Đánh giá các yếu tố phi tài chính :*

Cần phân tích và đánh giá các yếu tố không được lượng hóa và ghi nhận trên báo cáo tài chính, nhưng lại đóng vai trò rất quan trọng đối với kết quả hoạt động và triển vọng phát triển của các doanh nghiệp.

- Lịch sử hình thành và phát triển của công ty
- Sản phẩm và dịch vụ cung ứng.
- Thị trường tiêu thụ và kênh phân phối.
- Khả năng cạnh tranh đối với các công ty trong ngành và thị phần của công ty.
- Thương hiệu của công ty và các nhãn hàng mà công ty sở hữu.
- Cơ sở vật chất
- Công nghệ
- Chất lượng quản trị và nguồn nhân lực.
- Đánh giá chiến lược kinh doanh và chất lượng quản trị của công ty.
- Cơ cấu cổ đông và tình hình giao dịch của cổ phiếu

❖ *Phân tích tài chính :*

Bao gồm việc phân tích và đánh giá các yếu tố liên quan đến tình hình tài chính của công ty :

- Phân tích khả năng thanh khoản thông qua các hệ số như : hệ số khả năng thanh toán hiện hành, hệ số thanh toán nhanh , hệ số tài sản tiền tệ...
- Đánh giá hiệu quả hoạt động thông qua các hệ số như : vòng quay hàng tồn kho, vòng quay khoản phải thu, vòng quay tài sản lưu động, vòng quay tổng tài sản...
- Phân tích cấu trúc tài chính, đánh giá khả năng trả nợ, trả lãi của công ty thông qua các hệ số như : Hệ số nợ, đòn cân nợ, hệ số đảm bảo lãi vay...
- Đánh giá khả năng kiểm soát chi phí của công ty qua các hệ số như : Giá vốn hàng bán trên doanh thu, chi phí bán hàng trên doanh thu, chi phí quản lý trên doanh thu.
- Đánh giá khả năng tăng trưởng của công ty qua các hệ số như : tốc độ tăng trưởng doanh thu, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng tài sản, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại....
- Đánh giá khả năng sinh lợi thông qua các chỉ tiêu cơ bản như : tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu (Gross Profit Margin), tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu (Net Profit Margin)....

- Ngoài ra để có thể đánh giá một cách chính xác hơn tình hình tài chính của công ty, ta cần đánh giá lại một số khoản mục như : Giá trị các khoản dự phòng, giá trị bất động sản, giá trị các khoản đầu tư tài chính...

❖ **Dự phóng tài chính (Financial Projection)**

Đây là công đoạn rất quan trọng, dựa trên việc phân tích các chỉ tiêu tài chính hiện tại và quá khứ, kết hợp với kế hoạch kinh doanh, đánh giá về triển vọng phát triển của ngành và của công ty ta sẽ tiến hành dự phóng các báo cáo tài chính của công ty. Đây là công cụ giúp ta có thể thấy được bức tranh đầy đủ và lượng hóa được triển vọng phát triển của công ty, đồng thời cũng là nguồn dữ liệu đầu vào quan trọng phục vụ việc định giá. Dự phóng tài chính bao gồm các công đoạn cụ thể như

- Thu thập thông tin về triển vọng phát triển của ngành, kế hoạch kinh doanh và triển vọng phát triển của công ty
- Dự báo doanh thu của toàn ngành, dự báo thị phần và doanh thu của công ty.
- Dự phóng thu nhập và dòng tiền tương lai.
- Dự phóng các báo cáo tài chính : Báo cáo kết quả kinh doanh, bảng cân đối kế toán, báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

PHÂN TÍCH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU :

❖ **Tính toán và đánh giá các chỉ tiêu trên 1 cổ phiếu :**

- Lợi nhuận sau thuế trên 1 cổ phiếu (EPS) : EPS cơ bản, EPS điều chỉnh, EPS dự báo...
- Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu (Book value per share)
- Cổ tức trên 1 cổ phiếu (DPS)
- Doanh thu trên 1 cổ phiếu (SPS)
- Dòng tiền thuộc về chủ sở hữu trên 1 cổ phiếu (CFPS)

❖ **Phân tích các chỉ số thị trường (Price Multiples) :**

- Hệ số giá trên thu nhập (Price to earnings - P/E) : Bao gồm hệ số P/E hiện tại (trailing P/E) và P/E dự báo (Forward P/E).
- Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (Price to book value - P/B)
- Hệ số giá thị trường trên doanh thu (Price to sales - P/S)
- Hệ số giá thị trường trên ngân lưu vốn chủ sở hữu (Price to Cash flow – P/FCFE)
- Tỷ suất cổ tức trên giá (Dividend Yield)

❖ **Đánh giá các yếu tố của cổ phiếu :**

- Quy mô giá trị vốn hóa, số lượng cổ phiếu đang lưu hành (outstanding shares), số lượng cổ phiếu được giao dịch tự do ngoài thị trường (floating shares). Đánh giá quy mô giao dịch và tính thanh khoản của cổ phiếu.
- Mức giá cao nhất – mức giá thấp nhất
- Đo lường rủi ro biến động giá, tính toán độ lệch chuẩn, so sánh với mức độ biến động của các cổ phiếu khác.
- Đo lường rủi ro hệ thống – tính hệ số beta

❖ **Định giá cổ phiếu (Equity Valuation)**

Công đoạn cuối cùng của quá trình phân tích, ta cần sử dụng các phương pháp khác nhau để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu. Các phương pháp định giá áp dụng bao gồm :

- Phương pháp định giá tài sản (Asset Valuation) : Định giá doanh nghiệp dựa trên cơ sở định giá tất cả tài sản hữu hình và vô hình mà doanh nghiệp đang sở hữu.
- Phương pháp định giá trên cơ sở so sánh (Multiples Valuation) : Đây là phương pháp định giá dựa trên các hệ số thị trường như P/E, P/B, P/S... Theo phương pháp này ta phải tính toán và tham khảo hệ số thị trường của các công ty tương tự, hệ số thị trường bình quân của ngành, hệ số bình quân của thị trường... Ta không chỉ tham khảo các công ty trong nước mà còn cần tham khảo hệ số thị trường của các công ty trong khu vực và thế giới để tăng mức độ khách quan và tin cậy.
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discount Cashflow). Các mô hình chiết khấu được sử dụng bao gồm : mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM), mô hình chiết khấu ngân lưu vốn chủ sở hữu (Free cash flow to equity – FCFE), mô hình chiết khấu ngân lưu doanh nghiệp (Free cashflow to firm – FCFF).

Mỗi phương pháp định giá sẽ có thể đưa đến một kết quả khác nhau, ta sẽ kết hợp kết quả định giá của các mô hình này theo những trọng số khác nhau để tìm ra mức giá hợp lý cuối cùng. Các khuyến nghị và đề xuất đầu tư được đưa ra dựa trên cơ sở các kết quả phân tích và định giá.

2. Quy trình phân tích và lựa chọn trái phiếu

❖ **Đánh giá các rủi ro liên quan tới trái phiếu :**

- **Rủi ro tín dụng :** Đây là loại rủi ro quan trọng và đáng kể nhất đối với trái phiếu. Rủi ro tín dụng bao gồm : Rủi ro vỡ nợ (Default Risk), rủi ro thay đổi chênh lệch lãi suất (Credit Spread Risk), rủi ro xuống cấp mức tín nhiệm (Downgrade Risk) :

-
- **Rủi ro vỡ nợ** : Rủi ro vỡ nợ là rủi ro xảy ra khi người phát hành trái phiếu không thể thực hiện đúng các cam kết hoàn trả lãi và vốn cho nhà đầu tư. Thông thường nhà đầu tư có thể đánh giá rủi ro vỡ nợ của các công ty dựa vào xếp hạng tín nhiệm do các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp (Standard & Poor's Corporation, Moody's Investor's Service, Fitch Ratings...) đánh giá và công bố. Trường hợp không có sẵn các kết quả xếp hạng tín nhiệm này, công ty QLQ phải tiến hành việc phân tích đánh giá nhằm ước lượng rủi ro vỡ nợ của các tổ chức phát hành trái phiếu đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp. Trong trường hợp này người phân tích cũng sử dụng cách tiếp cận phân tích tương tự như trong quy trình phân cổ phiếu nêu trên bao gồm : phân tích nền kinh tế -> phân tích ngành -> phân tích công ty, trong đó tập trung đánh giá rủi ro vĩ mô, rủi ro của ngành và rủi ro vỡ nợ của công ty.
 - **Rủi ro xuống cấp mức tín nhiệm** : Là rủi ro khi trái phiếu bị hạ mức tín nhiệm (VD từ AAA xuống BBB), phần bù rủi ro tín dụng tăng lên làm tỷ suất lợi nhuận yêu cầu tăng lên dẫn đến giá trái phiếu giảm. Do vậy ngay cả khi tổ chức phát hành trái phiếu đã được xếp hạng tín nhiệm hoặc đã được đánh giá rủi ro vỡ nợ, quá trình phân tích đánh giá vẫn phải tiếp tục tiến hành nhằm cập nhật kịp thời những thay đổi của tổ chức phát hành. Quá trình phân tích tín dụng (Credit Analysis) tập trung vào phân tích chi tiết về tình hình và khả năng trả nợ của tổ chức phát hành để dự báo sự thay đổi trong rủi ro vỡ nợ của các tổ chức này. Dự đoán các trường hợp có thể tăng hoặc giảm mức xếp hạng tín nhiệm (Up or downgrading)
 - **Rủi ro lãi suất (rủi ro thị trường)** : Giá của trái phiếu phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau, tuy nhiên nó phụ thuộc nhiều nhất vào lãi suất thị trường. Giá trái phiếu sẽ thay đổi khi có sự thay đổi của lãi suất thị trường. Giá trái phiếu thay đổi ngược chiều với lãi suất thị trường, lãi suất thị trường tăng sẽ làm cho giá trái phiếu giảm và ngược lại. Đo lường rủi ro lãi suất thông qua các chỉ tiêu : thời hạn danh nghĩa, thời hạn đáo hạn bình quân (Macaulay Duration), thời hạn đáo hạn bình quân điều chỉnh (Modified Duration), ngoài ra ta còn có thể tính thêm chỉ tiêu độ lồi (Convexity) để phục vụ cho việc lựa chọn trái phiếu trong trường hợp các phiếu có Duration bằng nhau và phục vụ cho việc thực hiện các chiến lược QLDMĐT trái phiếu.
Khi áp dụng chiến lược QLDMĐT trái phiếu chủ động cụ thể là chiến lược dự đoán lãi suất (Interest Rate Anticipation) ta phải phân tích các yếu tố kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ, tỷ giá... để dự đoán biến động của lãi suất thị trường (xu hướng, mức độ và thời điểm biến động) nhằm tiến hành giao dịch và điều chỉnh DMĐT trái phiếu.

-
- Ngoài ra cần đánh giá các loại rủi ro khác như: Rủi ro tái đầu tư (Reinvestment Risk), rủi ro thanh khoản (Liquidity Risk), rủi ro mua lại (Call and Prepayment Risk), rủi ro đường cong lợi suất (Yield Curve Risk), rủi ro lạm phát (Inflation Risk)...

❖ **Đo lường các loại lợi suất của trái phiếu.**

Tính toán và đo lường các loại lợi suất của trái phiếu bao gồm:

- Lợi suất hiện hành (Current Yield)
- Lợi suất đáo hạn (Yield to Maturity)
- Lợi suất cho đến khi thu hồi (Yield to Call)
- Lợi suất trường hợp thấp nhất (Yield to Worst)

❖ **Định giá trái phiếu :**

Là quá trình xác định giá trị hợp lý của trái phiếu. Theo nguyên tắc cơ bản của tài chính, giá trị là giá trị hợp lý của tài sản tài chính là giá trị hiện tại của dòng tiền mà người sở hữu tài sản đó kỳ vọng sẽ nhận được ở trong tương lai. Việc định giá trái phiếu được thực hiện theo các bước sau :

Bước 1 : Ước lượng dòng tiền của trái phiếu trong tương lai, bao gồm: lãi coupon, phần hoàn trả vốn gốc, giá mua lại, các quyền lợi kèm theo...

Bước 2 : Xác định suất chiết khấu hợp lý dùng để chiết khấu dòng tiền. Đây chính là công đoạn khó khăn và phức tạp nhất. Ta phải tham khảo các mức lãi suất trên thị trường, để tìm lãi suất của các công cụ nợ có thời hạn và rủi ro tương đương với công cụ đang định giá. Suất chiết khấu có thể được ước lượng dựa trên nguyên tắc mức bù rủi ro, khi đó ta phải dựa trên kết quả phân tích và đánh giá rủi ro để ước lượng mức bù rủi ro hợp lý.

Bước 3 : Xác định giá trị hiện tại của dòng tiền dựa trên các thông số đã xác định được ở bước 1 và bước 2

PHỤ LỤC 15 : DANH MỤC CỔ PHIẾU CÓ GIÁ TRỊ VỐN HÓA LỚN

Bảng 3.5: Danh mục các cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn (Large Cap – Portfolio)

STT	Mã CK	GT vốn hóa (tỷ đồng)	Tỷ lệ SH nước ngoài	P/E	P/B	ROE 2008	Đánh giá cơ bản
1	ACB	15,953	30.0%	2.96	2.06	30.6%	Ngân hàng TMCP hàng đầu về quy mô tài sản và nhiều mặt hoạt động khác, với mạng lưới hoạt động vững chắc tại Việt Nam. Đội ngũ quản trị có chất lượng cao, dịch vụ phong phú đa dạng.
2	VNM	13,058	44.4%	5.08	2.89	56.2%	Thương hiệu mạnh, hệ thống phân phối rộng khắp. Công ty hàng đầu trong thị trường sữa nội địa
3	STB	7,153	30.0%	6.21	0.91	14.5%	Một trong những ngân hàng cổ phần lớn nhất Việt Nam với thương hiệu mạnh tốc độ tăng trưởng và lợi nhuận cao
4	PVD	6,939	28.8%	6.67	3.24	44.4%	Nhà cung cấp dịch vụ khoan dầu khí hàng đầu tại Việt Nam với tiềm năng tăng trưởng cao
5	FPT	6,098	27.5%	3.78	2.50	46.0%	Công ty CNTT hàng đầu tại Việt Nam với thị phần lớn trong các lĩnh vực : phát triển phần mềm, sản xuất và phân phối máy tính, phân phối điện thoại di động, cung cấp dịch vụ internet, phát triển và cung cấp dịch vụ truyền thông, trò chơi trực tuyến... FPT có mạng lưới hoạt động mạnh, đội ngũ lãnh đạo xuất sắc và thương hiệu vững chắc
6	VSH	3,520	27.5%	9.28	1.64	17.4%	Nhà máy thủy điện quan trọng tại khu vực miền Trung với thu nhập ổn định và đặc biệt là dòng tiền vào hàng năm khá lớn.
7	VNR	2,279	32.9%	10.87	1.19	8.6%	Công ty tái bảo hiểm duy nhất tại thị trường VN
8	ITA	2,106	31.2%	5.06	0.46	7.1%	Là một doanh nghiệp hàng đầu ở khu vực phía Nam trong lĩnh vực đầu tư khu công nghiệp và các lĩnh vực khác như : khu đô thị mới, cơ sở hạ tầng, cao ốc văn phòng... Công ty có nhiều dự án đã mang lại hiệu quả cao và nhiều dự án triển vọng. Công ty có hệ thống quản trị minh bạch và giàu động lực. Ngành có rào cản gia rất cao.
9	DHG	1,959	42.1%	12.73	2.60	19.1%	Nhà sản xuất dược phẩm dẫn đầu thị trường. DHG có thương hiệu nổi tiếng, sản phẩm đa dạng đạt tiêu chuẩn cao, hệ thống phân phối vững chắc, tài chính lành mạnh, khả năng sinh lợi cao,
10	SJS	1,908	30.4%	10.94	1.53	13.7%	Là một doanh nghiệp hàng đầu ở khu vực phía Bắc trong lĩnh vực đầu tư khu công nghiệp và phát triển khu đô thị mới. Công ty có lợi thế về kinh nghiệm và mối quan hệ trong lĩnh vực kinh doanh, có lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng ấn tượng.

Nguồn : Dữ liệu từ HOSE, HaSTC công ty CK Quốc Tế và đánh giá của tác giả

PHỤ LỤC 16 : MỘT SỐ BẢNG SỐ LIỆU TRONG MÔ HÌNH XÁC ĐỊNH TỶ LỆ PHÂN BỐ DMDT.

❖ *Bảng 3.7 : Tỷ suất sinh lời quá khứ của 10 cổ phiếu :*

Tháng	Thời kỳ	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR
Jan-07	1	52.97%	34.31%	26.23%	10.94%	68.20%	139.25%	70.80%	39.28%	55.64%	79.47%
Feb-07	2	7.04%	27.26%	17.19%	3.61%	-0.97%	4.67%	1.80%	0.26%	23.60%	-1.36%
Mar-07	3	-11.84%	-2.57%	21.94%	-5.92%	-13.58%	-6.20%	-18.26%	-20.32%	-2.00%	-0.85%
Apr-07	4	-1.87%	-4.07%	-3.56%	-6.17%	-12.07%	-24.23%	-16.65%	-12.22%	-7.18%	4.48%
May-07	5	7.22%	-6.91%	8.89%	32.85%	8.55%	55.76%	29.23%	14.90%	8.98%	-1.73%
Jun-07	6	-6.56%	-26.33%	-19.97%	32.23%	-13.37%	36.17%	-2.49%	-10.31%	-4.69%	-12.94%
Jul-07	7	-0.57%	-0.48%	-11.08%	-8.91%	-18.07%	-17.89%	-0.62%	-23.88%	6.72%	8.62%
Aug-07	8	-7.63%	2.54%	-1.78%	0.34%	4.76%	-0.94%	-5.39%	-2.73%	8.92%	-9.03%
Sep-07	9	18.18%	34.41%	25.98%	6.50%	18.48%	22.27%	15.35%	31.21%	2.89%	21.41%
Oct-07	10	-3.67%	15.93%	-1.44%	30.77%	-6.13%	-13.47%	-6.84%	-10.94%	-4.45%	-3.04%
Nov-07	11	-7.44%	-6.42%	1.70%	-3.82%	-8.61%	-4.97%	-5.31%	-9.87%	-4.41%	-10.68%
Dec-07	12	-3.53%	-7.48%	-8.13%	-12.55%	-10.06%	0.54%	-2.37%	-8.85%	-4.87%	-1.03%
Jan-08	13	-13.41%	-3.00%	-0.78%	-8.93%	-8.66%	-1.87%	-3.31%	-10.32%	15.93%	-8.80%
Feb-08	14	-24.18%	-26.76%	-25.51%	-26.69%	-21.90%	-39.18%	-25.11%	-34.02%	-28.48%	-34.32%
Mar-08	15	3.10%	-3.42%	-20.30%	5.04%	-9.41%	-27.52%	-2.13%	-24.22%	-18.69%	-28.26%
Apr-08	16	24.02%	-16.47%	-14.32%	14.24%	16.98%	-21.76%	9.35%	-18.71%	2.07%	32.00%
May-08	17	-23.83%	-38.48%	-26.63%	-18.75%	-25.50%	-23.87%	-25.47%	-23.72%	-4.05%	-24.32%
Jun-08	18	7.69%	-3.99%	-2.67%	-2.49%	-2.31%	-24.15%	11.89%	-10.92%	31.22%	8.72%
Jul-08	19	-8.04%	29.15%	8.47%	-12.30%	13.25%	43.78%	18.75%	26.42%	-9.84%	-15.48%
Aug-08	20	9.39%	59.49%	41.26%	8.20%	34.41%	94.77%	14.74%	97.51%	-15.28%	129.01%
Sep-08	21	-15.98%	-13.13%	-22.22%	-0.98%	-19.05%	-30.49%	-12.54%	-28.72%	-31.52%	-31.23%
Oct-08	22	-12.32%	-27.70%	-6.67%	-13.33%	-7.67%	-36.67%	-15.03%	-14.66%	-32.35%	-36.08%
Nov-08	23	-10.64%	4.53%	-13.27%	-1.14%	-9.92%	-13.30%	-14.81%	-6.66%	-12.23%	3.45%
Dec-08	24	11.24%	-7.21%	-8.24%	-2.02%	6.66%	3.51%	15.94%	-3.82%	-8.29%	13.35%

(Nguồn : Dữ liệu từ HOSE, HaSTC, BSC, Vietwayedu và tính toán của tác giả)

❖ *Bảng 3.9 : Ma trận hệ số hiệp phương sai*

	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR
VNM	2.64%	1.96%	1.50%	1.12%	2.82%	4.44%	2.88%	2.30%	2.07%	3.97%
ACB	1.96%	5.05%	3.31%	0.84%	3.14%	6.24%	2.58%	5.14%	1.53%	5.70%
STB	1.50%	3.31%	3.05%	0.63%	2.44%	5.14%	1.98%	3.93%	1.47%	4.35%
DHG	1.12%	0.84%	0.63%	2.22%	1.08%	2.67%	1.31%	1.19%	0.78%	1.58%
VSH	2.82%	3.14%	2.44%	1.08%	4.02%	7.11%	3.63%	4.31%	2.12%	5.54%
SJS	4.44%	6.24%	5.14%	2.67%	7.11%	17.59%	7.01%	9.63%	4.10%	10.86%
PVD	2.88%	2.58%	1.98%	1.31%	3.63%	7.01%	4.06%	3.48%	2.60%	4.40%
FPT	2.30%	5.14%	3.93%	1.19%	4.31%	9.63%	3.48%	7.62%	1.32%	8.08%
ITA	2.07%	1.53%	1.47%	0.78%	2.12%	4.10%	2.60%	1.32%	3.73%	2.75%
VNR	3.97%	5.70%	4.35%	1.58%	5.54%	10.86%	4.40%	8.08%	2.75%	12.53%

❖ **Bảng 3.10 : Ma trận hệ số tương quan**

	VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR
VNM	1.00	0.54	0.53	0.46	0.87	0.65	0.88	0.51	0.66	0.69
ACB	0.54	1.00	0.84	0.25	0.70	0.66	0.57	0.83	0.35	0.72
STB	0.53	0.84	1.00	0.24	0.70	0.70	0.56	0.81	0.43	0.70
DHG	0.46	0.25	0.24	1.00	0.36	0.43	0.44	0.29	0.27	0.30
VSH	0.87	0.70	0.70	0.36	1.00	0.85	0.90	0.78	0.55	0.78
SJS	0.65	0.66	0.70	0.43	0.85	1.00	0.83	0.83	0.51	0.73
PVD	0.88	0.57	0.56	0.44	0.90	0.83	1.00	0.63	0.67	0.62
FPT	0.51	0.83	0.81	0.29	0.78	0.83	0.63	1.00	0.25	0.83
ITA	0.66	0.35	0.43	0.27	0.55	0.51	0.67	0.25	1.00	0.40
VNR	0.69	0.72	0.70	0.30	0.78	0.73	0.62	0.83	0.40	1.00

❖ **Bảng 3.11 : Ma trận trung gian**

CK		VNM	ACB	STB	DHG	VSH	SJS	PVD	FPT	ITA	VNR
	tỷ trọng	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
VNM	10.0%	0.026%	0.020%	0.015%	0.011%	0.028%	0.044%	0.029%	0.023%	0.021%	0.040%
ACB	10.0%	0.020%	0.051%	0.033%	0.008%	0.031%	0.062%	0.026%	0.051%	0.015%	0.057%
STB	10.0%	0.015%	0.033%	0.030%	0.006%	0.024%	0.051%	0.020%	0.039%	0.015%	0.044%
DHG	10.0%	0.011%	0.008%	0.006%	0.022%	0.011%	0.027%	0.013%	0.012%	0.008%	0.016%
VSH	10.0%	0.028%	0.031%	0.024%	0.011%	0.040%	0.071%	0.036%	0.043%	0.021%	0.055%
SJS	10.0%	0.044%	0.062%	0.051%	0.027%	0.071%	0.176%	0.070%	0.096%	0.041%	0.109%
PVD	10.0%	0.029%	0.026%	0.020%	0.013%	0.036%	0.070%	0.041%	0.035%	0.026%	0.044%
FPT	10.0%	0.023%	0.051%	0.039%	0.012%	0.043%	0.096%	0.035%	0.076%	0.013%	0.081%
ITA	10.0%	0.021%	0.015%	0.015%	0.008%	0.021%	0.041%	0.026%	0.013%	0.037%	0.028%
VNR	10.0%	0.040%	0.057%	0.044%	0.016%	0.055%	0.109%	0.044%	0.081%	0.028%	0.125%

PHỤ LỤC 17 : NỘI DUNG HỢP ĐỒNG QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ.

- Mục tiêu đầu tư, hạn chế đầu tư, khả năng chấp nhận rủi ro và yêu cầu của nhà đầu tư;
- Quyền và nghĩa vụ của các bên;
- Thông báo về những thay đổi trong chính sách đầu tư; chế độ báo cáo, thông báo cho nhà đầu tư;
- Các loại hình rủi ro liên quan đến việc đầu tư theo hợp đồng kể cả quy định về việc không bảo đảm giá trị vốn đầu tư ban đầu;
- Quy định rõ về những nghĩa vụ mà Công ty, nhân viên Công ty phải tuân thủ theo quy định của pháp luật trong khi thực hiện giao dịch cho Công ty, nhân viên Công ty, nhà đầu tư;
- Giá trị của vốn uỷ thác đầu tư, thời hạn hợp đồng, phương thức xác định giá trị danh mục đầu tư;
- Quy định rõ về việc uỷ quyền quyết định đầu tư cho Công ty quản lý quỹ và các hạn chế liên quan;
- Mức phí, phương pháp tính, phương thức thanh toán phí, thời hạn trả phí và các loại chi phí khách hàng phải chịu;
- Quy định chi tiết về quản lý tiền và lưu ký tài sản đầu tư và thanh toán các giao dịch của nhà đầu tư; quy định uỷ quyền cho Công ty quản lý quỹ ký kết hợp đồng lưu ký với nhà đầu tư;
- Các quy định về bảo mật thông tin; về xử lý tranh chấp, vi phạm hợp đồng, đền bù tổn thất do vi phạm của các bên;
- Thủ tục và quy trình về việc nhà đầu tư góp thêm tiền và tài sản hoặc rút tiền và tài sản;
- Các cam kết của Công ty quản lý quỹ về việc tuân thủ các quy định theo pháp luật hiện hành, các quy định, quy chế của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
- Các điều kiện chấm dứt hợp đồng;

PHỤ LỤC 18: NGUYÊN TẮC XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG CỦA DMĐT ỦY THÁC

- Đối với chứng khoán niêm yết, giá của các chứng khoán niêm yết được xác định là giá đóng cửa hoặc giá trung bình của ngày giao dịch gần nhất trước ngày định giá. CTQLQ chỉ được áp dụng thống nhất một trong hai loại giá nói trên làm cơ sở định giá tài sản DMĐT. Loại giá áp dụng phải được quy định rõ trong hợp đồng QLDMĐT.
- Đối với chứng khoán chưa niêm yết và giao dịch tại các công ty chứng khoán, giá của chứng khoán đó được xác định là giá trung bình trên cơ sở giá giao dịch cung cấp bởi ba (03) công ty chứng khoán không phải là người có liên quan của CTQLQ.
- Đối với cổ phiếu niêm yết không có giao dịch trong thời gian ít hơn hai (02) tuần tính đến ngày định giá, giá của chứng khoán đó được xác định là giá trung bình trên cơ sở giá chào mua cung cấp bởi ba (03) công ty chứng khoán không phải là người có liên quan của CTQLQ. Đối với cổ phiếu niêm yết không có giao dịch trong thời gian nhiều hơn hai (02) tuần tính đến ngày định giá, giá trị của chứng khoán đó được xác định bằng 80% giá trị thanh lý của một cổ phiếu tại ngày lập bảng cân đối kế toán gần nhất.
- Đối với các loại tài sản khác như tín phiếu kho bạc, hối phiếu ngân hàng, thương phiếu, chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng, trái phiếu có thời gian đáo hạn dưới một (01) năm kể từ ngày định giá, giá các chứng khoán đó được xác định bằng giá mua cộng với lãi lũy kế tính đến thời điểm định giá. Trường hợp tài sản là trái phiếu chiết khấu, giá trị tài sản được xác định theo phương pháp định giá theo dòng tiền hoặc theo phương pháp nội suy tuyến tính trên cơ sở giá mua và mệnh giá của trái phiếu;
- Đối với trái phiếu có thời gian đáo hạn trên một (01) năm kể từ ngày định giá, trái phiếu chuyển đổi, giá của các chứng khoán đó được xác định bằng giá thị trường theo quy định giống như đối với cổ phiếu. Trường hợp các trái phiếu không có giá thị trường, giá các trái phiếu này được xác định theo các mô hình lý thuyết định giá trái phiếu phù hợp;
- Đối với các loại tài sản khác của DMĐT như cổ tức, lãi nhận được, tiền mặt, tiền gửi ngắn hạn có kỳ hạn không quá một (01) năm ngày kể từ ngày định giá, giá trị của các tài sản này được tính theo giá trị thực tế tại thời điểm xác định;

-
- Tổng nợ phải trả của DMĐT là các khoản nợ hoặc các nghĩa vụ thanh toán tính đến thời điểm xác định giá trị, bao gồm : phí quản lý, phí lưu ký, hoa hồng môi giới, phí định giá và các chi phí khác.

PHỤ LỤC 19 : NỘI DUNG BỘ CHUẨN MỤC ĐẠO ĐỨC NGHỀ NGHIỆP

Nội dung cơ bản của bộ chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp bao gồm :

❖ ***Đảm bảo tính chuyên nghiệp (Professionalism) :***

- **Am hiểu và tuân thủ luật (Knowledge and comply of law) :** Người hành nghề QLQ phải hiểu rõ và tuân theo các luật và các quy định liên quan đến lĩnh vực chứng khoán nói chung và hoạt động của công ty QLQ nói riêng như : Luật chứng khoán, nghị định 14 hướng dẫn thi hành luật chứng khoán, quy chế tổ chức hoạt động quỹ đầu tư, quy chế tổ chức hoạt động của công ty QLQ, quy chế người hành nghề chứng khoán, bộ chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp... Đặc biệt người hành nghề QLQ phải tuân theo một số hạn chế được quy định tại Quyết định số 35/2007/QĐ-BTC do Bộ tài chính ban hành. Trường hợp có sự mâu thuẫn, người hành nghề QLQ phải tuân thủ theo luật và quy định nào chặt chẽ hơn.
- **Độc lập và khách quan (Independence and Objectivity):** Người hành nghề QLQ cần sử dụng sự cẩn trọng và đánh giá một cách hợp lý để đạt đến và duy trì tính độc lập và khách quan trong các hoạt động chuyên môn. Người hành nghề QLQ không được yêu cầu, đề nghị hoặc chấp nhận bất cứ món quà, lợi ích, sự đền bù hay đặc ân nào mà điều đó có thể ảnh hưởng đến tính độc lập và khách quan của chính bản thân họ hay của người hành nghề khác.

❖ ***Đảm bảo tính chính trực của thị trường vốn (Integrity of Capital Markets):***

Người hành nghề QLQ bị cấm không được thực hiện các hành vi được xem là trái pháp luật và phi đạo đức như: cố tình ngụy tạo và trình bày sai lệch các thông tin trong quá trình phân tích, khuyến nghị đầu tư và các hoạt động nghiệp vụ khác (Misrepresentation) ; thực hiện các hành vi có tính lừa đảo, thiếu trung thực hoặc tham gia bất cứ hoạt động nào làm ảnh hưởng xấu đến uy tín nghề nghiệp (Misconduct) ; lợi dụng thông tin đặc quyền, thông tin chưa được công bố ra công chúng (Material Nonpublic Information) ; thực hiện các hành vi nhằm tạo ra cung, cầu giả tạo, để thao túng giá chứng khoán, tạo ra các tín hiệu giả tạo gây nhiễu loạn thị trường (Market Manipulation).

❖ ***Nghĩa vụ đối với khách hàng (Duties to clients)***

- **Trung thành, thận trọng và cẩn thận (Loyalty, Prudence and Care):** Người hành nghề QLQ có nghĩa vụ trung thành với quyền lợi của khách hàng và thực thi công việc cẩn trọng một cách hợp lý. Người hành nghề QLQ phải hành động vì lợi ích của khách

hàng, đặt lợi ích của khách hàng lên trên lợi ích của công ty và lợi ích của bản thân mình.

- **Đối xử công bằng (Fair dealing) :** Người hành nghề QLQ phải đối xử một cách công bằng và khách quan đối với các khách hàng trong quá trình cung cấp thông tin phân tích, khuyến nghị đầu tư, phân bổ tài sản đầu tư và các hoạt động khác.
- **Phù hợp (Suitability) :** Người hành nghề QLQ phải thu thập đầy đủ các thông tin về khách hàng như : kinh nghiệm đầu tư, tình trạng tài chính, lợi nhuận mục tiêu, mức độ chấp nhận rủi ro..., đồng thời cập nhật các thông tin này một cách thường xuyên. Trước khi đưa ra các khuyến nghị đầu tư hay thực hiện các hoạt động đầu tư cho khách hàng, người hành nghề QLQ cần phải đảm bảo rằng hoạt động đầu tư này là phù hợp tình trạng tài chính và mục tiêu đầu tư của nhà đầu tư.
- **Bảo mật thông tin (Preservation of Confidential) :** Người hành nghề QLQ có trách nhiệm Bảo mật các thông tin cá nhân của khách hàng, khách hàng cũ và khách hàng tiềm năng một cách tuyệt đối, trừ khi : Các thông tin này có liên quan đến các hoạt động phi pháp của khách hàng, được cơ quan có thẩm quyền yêu cầu cung cấp hoặc được khách hàng cho phép công bố các thông tin này.

Nghĩa vụ đối với công ty :

Trong mối quan hệ với công ty, người hành nghề QLQ phải hành động vì lợi ích của công ty không được sử dụng các lợi thế về kỹ năng và khả năng nhằm xâm hại đến lợi ích của công ty, không được tiết lộ các thông tin có thể gây hại tới công ty.

Người hành nghề QLQ không được thảo luận các thông tin mà công ty QLQ xem là bảo mật hoặc chưa được phép công bố ra bên ngoài với những đối tượng mà công ty QLQ không cho phép. Không thảo luận thông tin bảo mật khi có sự có mặt của những đối tượng không được phép hoặc với thành viên gia đình/bạn bè, những người có thể vô ý tiết lộ thông tin này cho một bên thứ ba.

❖ Xung đột lợi ích (Conflicts of Interest) :

- **Công bố lợi ích xung đột (Disclosure of Conflicts):** Người hành nghề QLQ phải công bố một cách đầy đủ và chính xác tất cả các vấn đề có thể làm ảnh hưởng đến tính khách quan và độc lập của họ hay tôn trọng quyền lợi của khách hàng, công ty. Người hành nghề QLQ phải báo cáo và/hoặc khai báo với Ban kiểm soát nội bộ của công ty QLQ tất cả các hoạt động kinh doanh bên ngoài của mình và bao gồm cả của người có liên quan với mình. Các hoạt động kinh doanh bên ngoài và lợi ích nói trên bao gồm việc là đối tác, thành viên hội đồng quản trị/hội đồng thành viên, người quản lý, nhân viên của các doanh nghiệp khác hoặc việc sở hữu cổ phiếu của

các doanh nghiệp khác.

- **Ưu tiên giao dịch (Priority of Transactions):** Các giao dịch đầu tư cho khách hàng và công ty phải được ưu tiên thực hiện trước các giao dịch mà người hành nghề QLQ là người hưởng lợi. Người hành nghề QLQ không được tiến hành giao dịch trước Quỹ, DMĐT, công ty QLQ nghĩa là không được mua hoặc bán trước một giao dịch đã được định trước của Quỹ, DMĐT và công ty QLQ. Người hành nghề QLQ không được mua hoặc bán chứng khoán mà người đó biết được rằng Quỹ, DMĐT, công ty QLQ cũng đang tiến hành mua hoặc bán chứng khoán đó trong cùng một thời điểm.

**PHỤ LỤC 20 : MÃ CHỨNG KHOÁN VÀ TÊN ĐẦY ĐỦ CỦA MỘT CỔ
PHIẾU ĐƯỢC ĐỀ CẬP**

STT	Mã CK	Tên doanh nghiệp	Ngành	Nơi NY
1	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	Thức uống không cồn	HOSE
2	DPM	Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí	Hóa chất nông nghiệp	HOSE
3	ACB	Ngân hàng Thương mại CP Á Châu	Ngân hàng	HASTC
4	PVD	Tổng CTCP Khoan và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí	Dịch vụ dầu khí hỗ trợ	HOSE
5	STB	Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Sài Gòn Thương Tín	Ngân hàng	HOSE
6	VIC	CTCP VinCom	Bất động sản	HOSE
7	KBC	CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc	Bất động sản	HASTC
8	FPT	CTCP Phát Triển Đầu Tư Công Nghệ FPT	Dịch vụ/Tư vấn tin học	HOSE
9	PPC	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	Nhiệt điện	HOSE
10	VPL	CTCP Du Lịch và Thương Mại Vinpearl	Giải trí	HOSE
11	SSI	CTCP Chứng khoán Sài Gòn	Chứng khoán	HOSE
12	VSH	CTCP Thủy Điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	Thủy điện	HOSE
13	ITA	CTCP Khu Công Nghiệp Tân Tạo	Bất động sản	HOSE
14	PVI	Tổng CTCP Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam	Bảo hiểm phi nhân thọ	HASTC
15	PVS	Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	Vận tải dầu khí	HASTC
16	PVT	Tổng CTCP Vận Tải Dầu Khí (PV TRANS)	Vận tải dầu khí	HOSE
17	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	Dược phẩm	HOSE
18	VCG	Tổng CTCP Xuất Nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	Xây dựng công trình	HASTC
19	SJS	CTCP Đầu Tư Phát Triển Đô Thị và Khu Công Nghiệp Sông Đà	Bất động sản	HOSE
20	VNR	Tổng CTCP Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam	Tái bảo hiểm	HASTC
21	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	Tập đoàn đa ngành	HOSE
22	KDC	CTCP Kinh Đô	Bánh kẹo	HOSE
23	SGT	CTCP Công Nghệ Viễn Thông Sài Gòn	Internet	HOSE
24	HTI	CTCP Xi Măng Hà Tiên 1	Xi măng	HOSE
25	GMD	CTCP Đại Lý Liên Hiệp Vận Chuyển	Vận tải đường biển	HOSE
26	BMI	TỔNG CTCP Bảo Minh	Bảo hiểm nhân thọ	HOSE
27	ANV	CTCP Nam Việt	Thủy sản	HOSE
28	DPR	CTCP Cao Su Đồng Phú	Cao su	HOSE
29	SBT	CTCP Mía Đường BOURBON Tây Ninh	Đường	HOSE
30	BCC	CTCP Xi măng Bim Sơn	Xi măng	HASTC
31	HSG	CTCP Tập Đoàn Hoa Sen	Kim loại	HOSE
32	CII	CTCP Đầu Tư Hạ Tầng Kỹ Thuật TP.HCM	Bất động sản	HOSE
33	BVS	CTCP Chứng khoán Bảo Việt	Chứng khoán	HASTC
34	BTS	CTCP Xi măng Bút Sơn	Xi măng	HASTC
35	SAM	CTCP Cáp và Vật Liệu Viễn Thông	Thiết bị và vật liệu viễn thông	HOSE
36	RIC	CTCP Quốc tế Hoàng Gia	Casinos	HOSE
37	IMP	CTCP Dược Phẩm IMEXPHARM	Dược phẩm	HOSE

38	VSP	CTCP Đầu tư và Vận tải Dầu khí VINASHIN	Vận tải đường biển	HASTC
39	MPC	CTCP Thủy hải sản Minh Phú	Thủy sản	HOSE
40	TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	Thủy điện	HASTC
41	NTP	CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong	Nhựa	HASTC
42	VFMVF1	Quỹ Đầu Tư Chứng Khoán Việt Nam- VF1	Quỹ đầu tư	HOSE
43	TDH	CTCP Phát Triển Nhà Thủ Đức	Xây dựng	HOSE
44	TRC	CTCP Cao Su Tây Ninh	Cao su	HOSE
45	VTO	CTCP Vận Tải Xăng Dầu VITACO	Vận tải dầu khí	HOSE
46	PET	Tổng CT CP Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí	Dịch vụ dầu khí hỗ trợ	HOSE
47	DMC	CTCP XNK Y Tế DOMESCO	Dược phẩm	HOSE
48	KLS	CTCP Chứng khoán Kim Long	Chứng khoán	HASTC
49	BT6	CTCP Bê Tông 620 Châu Thới	Bê tông	HOSE
50	FPC	CTCP FULL POWER	Thiết bị điện	HOSE
51	VIP	CTCP Vận Tải Xăng Dầu VIPCO	Vận tải dầu khí	HOSE
52	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	Thủy sản	HOSE
53	LCG	CTCP Licogi 16	Xây dựng công trình	HOSE
54	BMC	CTCP Khoáng Sản Bình Định	Kim loại quý	HOSE
55	NTL	CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	Xây dựng	HOSE
56	PAC	CTCP PinẮc Quy Miền Nam	Thiết bị điện	HOSE
57	NVC	CTCP Nam Vàng	Kim loại	HASTC
58	SZL	CTCP SONADEZI Long Thành	Bất động sản	HOSE
59	BMP	CTCP Nhựa Bình Minh	Nhựa	HOSE
60	LSS	CTCP Mía đường Lam Sơn.	Đường	HOSE