
TÁC ĐỘNG CỦA TỶ LỆ CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG TỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC QUỸ ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU DẠNG MỞ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Hồng Nga

Đại học Thăng Long

Email: hongnga205@gmail.com

Nguyễn Thị Thu Trang

Đại học Thăng Long

Email: thutrang.tlu@gmail.com

Mã bài: JED – 706

Ngày nhận bài: 02/06/2022

Ngày nhận bài sửa: 21/10/2022

Ngày duyệt đăng: 14/11/2022

Tóm tắt

Quỹ đầu tư cổ phiếu dạng mở đang ngày càng trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Với mục tiêu xem xét tác động của yếu tố tỷ lệ chi phí hoạt động tới hiệu quả của các quỹ mở cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả thu thập dữ liệu của 11 quỹ mở cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo tháng trong giai đoạn 2018-2021. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng với phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), tác động cố định (FE), tác động ngẫu nhiên (RE) và kết quả cho thấy các quỹ có tỷ lệ chi phí hoạt động thấp thì có hiệu quả cao. Do vậy, tỷ lệ chi phí hoạt động được coi là một trong những yếu tố quan trọng cần xem xét khi các nhà đầu tư lựa chọn đầu tư vào quỹ đầu tư cổ phiếu trên thị trường.

Từ khóa: Tỷ lệ chi phí hoạt động, Hiệu quả hoạt động của quỹ, Quỹ mở, Quỹ cổ phiếu.

Mã JEL: G23

Effect of expense ratio on equity open-ended fund performance on Vietnam stock market

Abstract

Equity Open-ended funds are becoming more and more attractive to investors on the stock market. With monthly data of 11 equity open-ended funds on the Vietnam stock market in the period 2018-2021, this paper examines the effect of expense ratio on their performance. The study utilizes panel data analysis: Pooled Ordinary Least Square (Pooled OLS), Fixed effect (FE), Random effect (RE) and finds that funds with low expense ratio are highly effective. Therefore, the expense ratio is one of the important factors to consider when investors choose their investment portfolio.

Keywords: Expense ratio, Fund performance, Open-ended fund, Equity fund.

JEL Code: G23

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua 25 năm hình thành và phát triển đã có những bước phát triển mạnh mẽ về quy mô, ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc huy động và phân bổ vốn trung và dài hạn trong nền kinh tế. Theo thống kê của Ủy ban chứng khoán Nhà nước, tính đến cuối năm 2021, tổng vốn hóa thị trường đạt hơn 9,3 triệu tỉ VND, tương đương 149,84% GDP, tính riêng vốn hóa thị trường cổ phiếu đã tăng mạnh, đạt hơn 7,7 triệu tỉ VND, đạt xấp xỉ 123% GDP, đạt được kỳ vọng sớm hơn 4 năm theo quyết định 242/QĐ-TTg. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã phát triển đa dạng các loại chứng khoán để đưa vào giao dịch ngoài cổ phiếu, trái phiếu thì còn có chứng chỉ quỹ, chứng khoán phái sinh... nguồn hàng hóa phong phú của thị trường chứng khoán là một trong những yếu tố quan trọng giúp thu hút các nhà đầu tư trên thị trường. Số lượng các quỹ đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng tăng đáng kể từ khi

xuất hiện năm 2003, đến nay đã phát triển 70 quỹ đầu tư trên thị trường với giá trị tài sản ròng ước đạt hơn 100 nghìn tỷ VND.

Việc hình thành và phát triển quỹ đầu tư chứng khoán góp phần quan trọng cho sự phát triển bền vững thị trường chứng khoán. Ngành quản lý quỹ tại Việt Nam bắt đầu hình thành từ năm 2003 với sự ra đời của công ty Liên doanh quản lý quỹ đầu tư Việt Nam, đánh dấu sự ra đời của một loại hình tổ chức kinh doanh chứng khoán mới trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sau gần 20 năm hình thành và phát triển, ngành quản lý quỹ đã có sự tăng trưởng mạnh cả về số lượng quỹ, quy mô tài sản quản lý, cũng như loại hình quỹ đầu tư. Năm 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng của đại dịch Covid 19, song tổng giá trị giao dịch của quỹ mở đã tăng 27% so với cùng kỳ năm 2020, đạt 33.176 tỷ VND; tổng giá trị tài sản ròng (NAV) tăng 21% so với năm 2020. Thực tiễn cho thấy tầm quan trọng của các nhà đầu tư tổ chức đối với sự phát triển ổn định và bền vững của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, trong đó quỹ đầu tư chứng khoán là một nhà đầu tư tổ chức giữ vai trò quan trọng. Đặc biệt loại hình quỹ đầu tư dạng mở đang chiếm ưu thế trong tổng số lượng quỹ đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam bởi những ưu điểm của loại hình quỹ này như được quản lý đầu tư chuyên nghiệp bởi đội ngũ quản lý quỹ có trình độ cao và kỹ năng quản lý giỏi; tài sản của quỹ được đa dạng hóa đầu tư vào các loại chứng khoán khác nhau do lợi thế về quy mô vốn giúp cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro; tính thanh khoản cao vì chứng chỉ quỹ được mua lại bởi các quỹ đầu tư, tính minh bạch cao theo cơ chế công bố thông tin định kỳ và đột xuất. Việc nghiên cứu hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam trở nên cấp thiết để có thể đánh giá tình hình hoạt động trong thời gian vừa qua của các quỹ đầu tư, và quan trọng hơn nữa là có những bước đi thích hợp để phát triển ngành quỹ của Việt Nam trong thời gian tới.

Với dữ liệu được thu thập theo tháng của các quỹ cổ phiếu dạng mở trong nước hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ tháng 01/2018 – 12/2021, bài báo sẽ tổng quan về sự phát triển ngành quỹ nói chung và các quỹ cổ phiếu dạng mở nói riêng trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đánh giá mức độ tác động của nhân tố tỷ lệ chi phí hoạt động đến hiệu quả hoạt động của các quỹ mở, từ đó đưa ra khuyến nghị đối với các nhà quản lý quỹ có những giải pháp thích hợp để nâng cao hiệu quả hoạt động của quỹ, góp phần phát triển ngành quỹ Việt Nam theo kịp trình độ phát triển của thị trường chứng khoán và yêu cầu hội nhập kinh tế quốc tế.

2. Tổng quan nghiên cứu

Ngành quỹ rất phát triển trên thế giới, đặc biệt là ở Mỹ với gần 8.000 quỹ hoạt động. Vì vậy các nghiên cứu về quỹ đầu tư được công bố nhiều trên các bài báo, tạp chí với hướng nghiên cứu các nhân tố tác động đến hiệu quả của quỹ, trong đó nhiều nhà nghiên cứu xem xét tác động từ các nhân tố thuộc quỹ, các nhân tố liên quan đến nhà quản lý quỹ, các nhân tố thuộc về yếu tố vĩ mô, tình hình phát triển của thị trường... Các quỹ được nghiên cứu nhiều trên thế giới đa phần là các quỹ cổ phiếu dạng mở. Một số nhân tố được chứng minh là có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động của quỹ như tỷ lệ chi phí hoạt động (Expense), Tốc độ vòng quay danh mục (Turnover), Phí giao dịch chứng chỉ quỹ (Load fee), Thời gian hoạt động của quỹ (Fund age), Quy mô quỹ (Fund size).

2.1. Tỷ lệ chi phí hoạt động (Expense)

Tác động của tỷ lệ chi phí hoạt động tới hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư là vấn đề được giới học thuật quan tâm và đã có rất nhiều các nghiên cứu công bố kết quả liên quan tới mối quan hệ này. Một loạt các nghiên cứu trên thế giới chỉ ra rằng hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư có tương quan ngược chiều với chi phí của quỹ. Nghiên cứu của Carhart (1997) với dữ liệu tháng của tất cả các quỹ cổ phiếu ở Mỹ từ tháng 01/1962 – 12/1993 chỉ ra rằng tỷ lệ chi phí có tác động âm khá mạnh đến hiệu quả hoạt động của quỹ. Tương tự nghiên cứu với các quỹ đầu tư chứng khoán Mỹ thì các tác giả Sharpe (1966), Ippolito (1989), Elton & cộng sự (1993), Gruber (1996), Malkiel (1995), Golec (1996), Dellva & Olson (1998) cũng chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ chi phí với hiệu quả của quỹ. Nghiên cứu được thực hiện với 506 quỹ đầu tư ở 5 nước châu Âu của tác giả Otten & Bams (2002) cũng cho kết quả tương tự, hay tác giả Dahlquist & cộng sự (2000) chứng minh tỷ lệ chi phí hoạt động tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của quỹ Thụy Điển. Babalos & cộng sự (2009) nghiên cứu dựa trên dữ liệu các quỹ cổ phiếu Hy Lạp trong giai đoạn 2000-2006 để đánh giá yếu tố tác động tới hiệu quả hoạt động của quỹ theo thước đo tăng trưởng giá trị tài sản ròng (NAV) và cho kết quả tác động tiêu cực giữa tỷ lệ chi phí tới hiệu quả hoạt động của các quỹ cổ phiếu Hy Lạp. Tương tự kết quả này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu khác của Indro & cộng sự (1999); Jan & Hung (2003), Prather & cộng sự (2004); Gil-Bazo & Ruiz-VerdÚ (2009), Ferreira & cộng sự (2013).

Trái ngược với kết luận trên thì trong nghiên cứu Droms & Walker (1996) với dữ liệu 151 quỹ cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn 1971-1990, tác giả chứng minh rằng quỹ có tỷ lệ chi phí cao thì có hiệu quả cao. Tương tự trong nghiên cứu của Nazir & Nawaz (2010), Shukla (2004), Rehman & Baloch (2016), Rao & cộng sự (2017) chứng minh rằng tỷ lệ chi phí tác động thuận chiều tới hiệu quả hoạt động của quỹ.

Bên cạnh đó thì một số nghiên cứu chỉ ra rằng không tồn tại mối quan hệ giữa tỷ lệ chi phí hoạt động với hiệu quả của quỹ như nghiên cứu của Bechmann & Rangvid (2007) dựa trên dữ liệu các quỹ ở thị trường Đan Mạch. Một số nghiên cứu khác cũng cho kết quả tương tự như trong nghiên cứu của Barber & cộng sự (2005), Garyn-Tal (2015).

Như vậy, thông qua các nghiên cứu được công bố có thể thấy hầu hết trên các thị trường chứng khoán đều tìm thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ chi phí hoạt động và hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán, trong đó đa phần các nghiên cứu thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ chi phí hoạt động và hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán, đây cũng chính là mục tiêu mà bài báo nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam với dữ liệu của các quỹ mở cổ phiếu.

2.2. Tốc độ vòng quay danh mục (Turnover)

Một nhân tố cũng được nhiều tác giả đưa vào nghiên cứu của mình, đó là biến Tốc độ vòng quay danh mục (turnover) được chỉ ra là tương quan âm với hiệu quả hoạt động của quỹ (Malkiel, 1995), (Carhart, 1997), (Indro & cộng sự, 1999). Nhưng trái ngược với kết luận này thì trong nghiên cứu của Grinblatt & Titman (1994), Wermers (2000), Kaur (2018) lại chứng minh rằng giữa turnover và hiệu quả hoạt động của quỹ có mối quan hệ thuận chiều. Ippolito (1989), Droms & Walker (1996) thì không tìm thấy mối quan hệ giữa hai biến này.

2.3. Phí giao dịch chứng chỉ quỹ (Load fees)

Biến phí giao dịch chứng chỉ quỹ (load fees) tác động âm đến hiệu quả hoạt động của quỹ theo nghiên cứu của nhiều tác giả (Prather & cộng sự, 2004; Dellva & Olson, 1998; Elton, & cộng sự, 1993; Golec, 1996). Bên cạnh đó thì cũng có những nghiên cứu chỉ ra rằng phí giao dịch chứng chỉ quỹ không tác động đến hiệu quả hoạt động của quỹ như trong nghiên cứu của Volkman & Wohar (1995), Garyn-Tal (2015).

2.4. Quy mô quỹ (Fund size)

Volkman & Wohar (1995) trong nghiên cứu dữ liệu của 332 quỹ giai đoạn 1980-1989 tiến hành phân chia các quỹ theo quy mô, và chứng minh rằng các quỹ có quy mô nhỏ đến vừa không tìm thấy bằng chứng có tác động đến hiệu quả hoạt động của quỹ, các quỹ quy mô lớn tác động âm đến hiệu quả của quỹ nhưng không có ý nghĩa thống kê, như vậy hàm ý rằng quỹ có quy mô trở lên lớn sẽ không có hiệu quả. Một số nghiên cứu của Grinblatt & Titman (1994), Droms & Walker (1996) không tìm thấy mối quan hệ giữa hai biến này.

2.5. Thời gian hoạt động của quỹ (Fund age)

Thời gian hoạt động của quỹ có tác động như thế nào tới hiệu quả hoạt động của quỹ cũng được nhiều nghiên cứu xem xét. Rao & cộng sự (2017) nghiên cứu hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư ở Trung Quốc đưa ra kết luận rằng thời gian hoạt động có tác động thuận chiều đến hiệu quả của quỹ. Trái ngược với kết luận này là nghiên cứu của Prather & cộng sự (2004), Fang & Wang (2015) chỉ ra các quỹ hoạt động lâu lại có hiệu quả không cao. Tuy nhiên mối quan hệ giữa thời gian hoạt động với hiệu quả của quỹ không được tìm thấy trong các quỹ ở Mỹ với nghiên cứu của Grinblatt & Titman (1994), Carhart (1997).

Các nghiên cứu ở Việt Nam về quỹ đầu tư còn khá khiêm tốn, mới chỉ dừng lại ở việc nghiên cứu về vấn đề quản lý quỹ đầu tư chứng khoán dưới góc độ quy định pháp luật như nghiên cứu “Quản lý, giám sát Quỹ đầu tư chứng khoán ở Việt Nam hiện nay” (Nguyễn Phương Thảo, 2019) đưa ra những giải pháp hoàn thiện các quy định pháp luật về quản lý và giám sát Quỹ đầu tư chứng khoán nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư trên cơ sở nêu một số điểm bất cập trong quy định hiện nay, như tồn tại vốn pháp định của công ty quản lý quỹ còn nhỏ hơn so với quỹ đầu tư là chưa hợp lý, hay ngân hàng giám sát do công ty quản lý quỹ lựa chọn ở giai đoạn đầu khi thành lập quỹ, điều này sẽ ảnh hưởng đến quyền lợi của các nhà đầu tư.

Nghiên cứu gần đây được thực hiện bởi 2 tác giả Nguyen & Nguyen (2019) đã tiến hành xem xét mối quan hệ giữa các biến số thể hiện sự phát triển kinh tế và các biến thuộc quỹ có tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động của quỹ; kết quả cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa kinh tế vĩ mô và hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư, với các biến thuộc quỹ thì không tìm thấy mối quan hệ giữa quy mô quỹ và

hiệu quả hoạt động của quỹ, và quỹ thụ động hoạt động hiệu quả hơn quỹ chủ động.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu lựa chọn phương pháp ước lượng dữ liệu bảng với phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), tác động cố định (FE), tác động ngẫu nhiên (RE), tác giả thu thập dữ liệu theo tháng của các quỹ đầu tư cổ phiếu dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua các báo cáo hoạt động đầu tư tháng được công bố trên trang web chính thức của các công ty quản lý quỹ, giai đoạn từ tháng 01/2018 đến tháng 12/2021.

3.2. Đo lường các biến nghiên cứu

3.2.1. Hiệu quả hoạt động của quỹ cổ phiếu dạng mở

Rit – biến đo lường hiệu quả hoạt động của quỹ

Bài nghiên cứu này sử dụng mức tăng trưởng giá trị tài sản ròng NAV của quỹ để đo lường hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tương tự với nghiên cứu Babalos & cộng sự (2009), Hoa & Dung (2019). Công thức tính của Rit:

$$R_{it} = \frac{NAV_{it} - NAV_{it-1}}{NAV_{it-1}} \quad (1)$$

Trong đó:

R_{it}: lợi nhuận trung bình của quỹ (tính thông qua tốc độ tăng của giá trị tài sản ròng của quỹ - NAV)

NAV_{it}: Giá trị tài sản ròng của quỹ i thời kỳ t

NAV_{it-1}: Giá trị tài sản ròng của quỹ i thời kỳ t-1

3.2.2. Tỷ lệ chi phí hoạt động (Expense)

Tỷ lệ chi phí hoạt động của quỹ đầu tư đo lường tỷ lệ chi phí hoạt động của quỹ so với giá trị tài sản ròng trung bình của quỹ, được chứng minh trong nhiều nghiên cứu là có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động của quỹ, được tính theo công thức sau:

$$\text{Tỷ lệ chi phí hoạt động} = \frac{\text{Chi phí hoạt động}}{\text{Giá trị tài sản ròng trung bình trong kỳ}} \quad (2)$$

3.2.3. Biến kiểm soát

Tốc độ vòng quay danh mục: cho biết trong kỳ danh mục đầu tư của quỹ thay đổi (quay vòng) như thế nào. Tỷ lệ này càng cao thể hiện quỹ tiến hành cơ cấu danh mục đầu tư trong kỳ càng nhiều. Công thức tính:

$$\text{Tốc độ vòng quay danh mục} = \frac{\text{Tổng giá trị mua vào} + \text{Tổng giá trị bán ra}}{2 \times \text{giá trị tài sản ròng trung bình trong kỳ}} \quad (3)$$

Chi phí giao dịch chứng khoán: bao gồm chi phí môi giới và chi phí thanh toán bù trừ, được thể hiện trên báo cáo kết quả hoạt động của quỹ.

Quy mô quỹ: tính theo mệnh giá chứng chỉ quỹ tương ứng với số lượng chứng chỉ quỹ đang lưu hành trên thị trường

Thời gian hoạt động của quỹ: tính theo tháng kể từ khi quỹ được thành lập cho tới thời điểm dữ liệu được thu thập.

3.3. Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

Để kiểm chứng tác động của tỷ lệ chi phí hoạt động tới hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư cổ phiếu dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả thực hiện kiểm định giả thuyết sau:

H₁: Tỷ lệ chi phí hoạt động có tác động tới hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng được xây dựng để kiểm chứng giả thuyết trên với các biến nghiên cứu sau: R_i – biến phụ thuộc (hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư); Expense_i – biến độc lập (tỷ lệ chi phí hoạt động);

Controls_i là các biến kiểm soát đặc điểm riêng của quỹ đầu tư. Mô hình hồi quy được xây dựng như sau:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Expense}_{it} + F' \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Tổng quan ngành quỹ Việt Nam và quỹ đầu tư cổ phiếu dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam

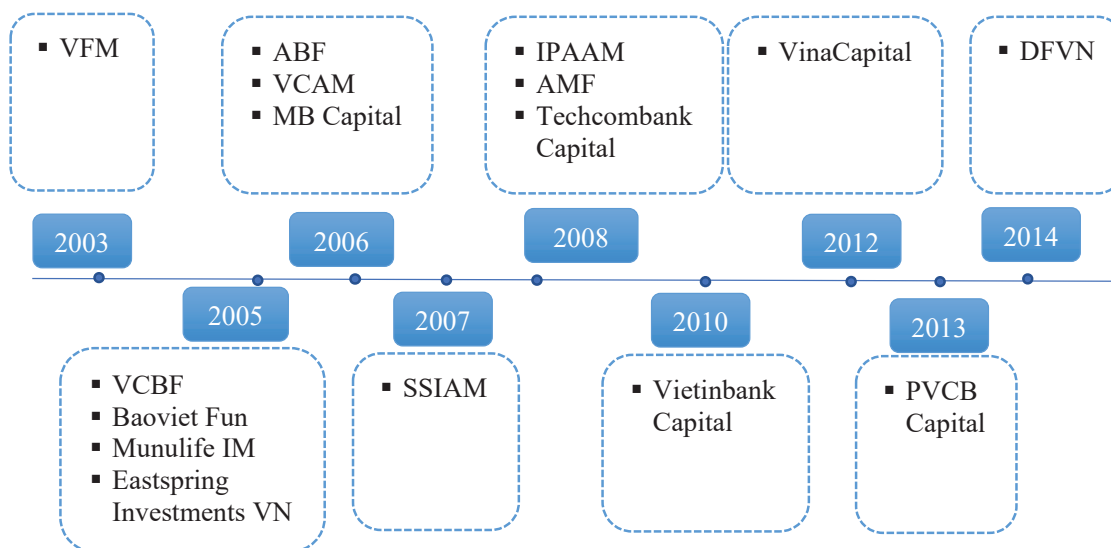
Ngành quỹ Việt Nam được đánh dấu hình thành từ năm 2003 với sự ra đời của công ty quản lý quỹ Việt Nam VFM, đánh dấu sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp trong nước đầu tiên. Đến năm 2004 thành lập quỹ đầu tiên do VFM quản lý là VF1, có số vốn ban đầu là 300 tỷ VND, liên tục tăng vốn trong thời gian hoạt động đến nay đã đạt quy mô vốn 1.000 tỷ VND. Ban đầu hoạt động dưới dạng quỹ đóng, tuy nhiên theo quá trình phát triển và đòi hỏi thực tế, VFM đã chuyển đổi các quỹ mình quản lý sang dạng quỹ mở. VFM cũng là công ty quản lý quỹ thành lập quỹ ETF đầu tiên vào năm 2013 là quỹ ETF VFMVN30 mô phỏng gần nhất biến động của chỉ số tham chiếu VN30. Sự phát triển của ngành quỹ Việt Nam có thể chia làm 2 giai đoạn chính:

Giai đoạn 2003-2010: đây là giai đoạn hình thành và bắt đầu đi vào hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán, theo sau VFM là một số công ty quản lý quỹ được thành lập trong thời gian này như công ty quản lý quỹ Vietcombank (VCBF), Công ty quản lý quỹ Bảo Việt (Bao Viet Fund), MB Capital... Hầu hết các quỹ hoạt động trên thị trường giai đoạn này là quỹ thành viên, chỉ có 6 quỹ đóng đại chúng là VFMVF1, VFMVF2, VFMVF4, PruBF1, MAFPF1, ACBGF.

Giai đoạn 2011-nay: sau giai đoạn khủng hoảng tài chính, nhiều quỹ đầu tư được hình thành, cho đến nay trên thị trường chứng khoán Việt Nam có 43 công ty quản lý quỹ với 70 quỹ đầu tư chứng khoán, trong đó riêng năm 2021 vừa rồi có 14 quỹ được thành lập với tổng vốn huy động ban đầu là 1.500 tỷ VND. Đặc biệt sự xuất hiện của quỹ mở, quỹ ETF, quỹ bất động sản tạo bước ngoặt cho sự phát triển của ngành quỹ tại Việt Nam. Quy mô thị trường đang là 5,5% GDP, tổng tài sản quản lý của toàn bộ thị trường khoảng 572.000 tỷ VND, tăng 31% so với cuối năm 2020.

Về dấu ấn pháp lý, luật chứng khoán đầu tiên của Việt Nam được ra đời năm 2006 đã đánh dấu sự kiện lớn về mặt pháp lý liên quan đến quản lý thị trường chứng khoán, sau đó có một số sửa đổi được đưa ra vào năm 2010 và hiện nay Việt Nam đã ban hành Luật chứng khoán 2019 và các thông tư hướng dẫn được đánh giá là phù hợp với chuẩn mực thị trường chứng khoán của IOSCO về quỹ đầu tư chứng khoán và hoàn toàn tuân thủ các cam kết quốc tế mà Việt Nam gia nhập. Những nội dung trong luật chứng khoán 2019 kỳ vọng

Hình 1: Sự thành lập một số công ty quản lý quỹ lớn tại Việt Nam

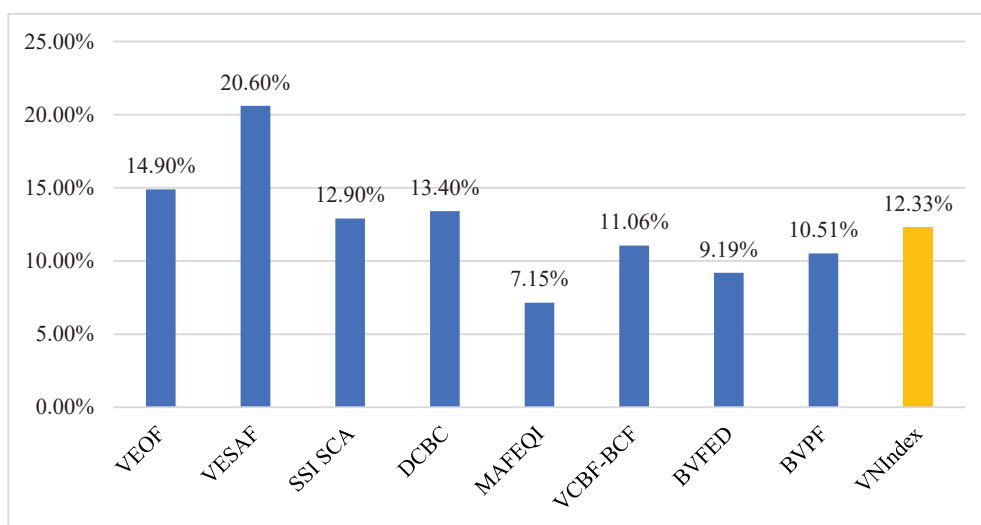


Nguồn: Tác giả tự tổng hợp theo Bản cáo bạch của các công ty quản lý quỹ.

sẽ có tác động tích cực đối với sự phát triển của ngành quỹ những năm tiếp theo như: duy trì điều kiện cấp giấy phép hoạt động của công ty quản lý quỹ, theo đó công ty quản lý quỹ luôn phải duy trì vốn chủ sở hữu lớn hơn vốn điều lệ tối thiểu và các điều kiện cấp phép về nhân sự và trụ sở. Đặc biệt luật quy định tách biệt tài sản của khách hàng ủy thác trong hoạt động quản lý danh mục đầu tư và quản lý quỹ đầu tư chứng khoán. Theo đó, tài sản ủy thác của khách hàng ủy thác được đăng ký sở hữu và lưu ký trên tài khoản lưu ký dưới tên của công ty quản lý quỹ nhưng thuộc sở hữu của khách hàng ủy thác, tách biệt với tài khoản của công ty quản lý quỹ và không phải là tài sản của công ty quản lý quỹ. Điều này giúp bảo vệ quyền lợi về tài sản cho nhà đầu tư.

Có thể thấy rằng trong giai đoạn sau của quá trình phát triển ngành quỹ có rất nhiều các quỹ đầu tư chứng khoán dạng mở được hình thành, trong đó các quỹ đầu tư cổ phiếu chiếm tỷ lệ khá lớn. Một số các quỹ mở cổ phiếu điển hình như quỹ đầu tư cổ phiếu tiếp cận thị trường Việt Nam VESAF, quỹ cổ phiếu Hưng Thịnh VEOF thuộc công ty quản lý quỹ VinaCapital; quỹ đầu tư doanh nghiệp hàng đầu DCBC thuộc công ty quản lý quỹ Dragon Capital Việt Nam DCVFM... Dưới đây là biểu đồ về sự tăng trưởng giá trị tài sản ròng trên 1 đơn vị chứng chỉ quỹ (NAV/CCQ) của một số quỹ mở cổ phiếu. Trong giai đoạn nghiên cứu 2018-2021 nhiều quỹ có mức tăng trưởng NAV/CCQ cao hơn so với VNIndex, trong đó quỹ đầu tư cổ phiếu tiếp cận thị trường Việt Nam VESAF là có mức tăng trưởng cao nhất với giá trị trung bình 20,6% mỗi năm. Theo sau đó là quỹ VEOF cũng thuộc công ty quản lý quỹ VinaCapital có mức tăng trưởng cao thứ hai đạt mức 14,9%. Tuy nhiên có một số quỹ mức tăng NAV/CCQ còn thấp hơn so với thị trường chung như Quỹ VCBF-BCF, BVFED, BVPF, thấp nhất là quỹ MAFEQI với mức tăng trưởng NAV/CCQ chỉ là 7,15%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình thị trường là 12,33% của VNIndex.

Hình 2: Tăng trưởng NAV/CCQ của một số quỹ mở cổ phiếu giai đoạn 2018-2021 so với VNIndex



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa theo Báo cáo hoạt động tháng của các quỹ mở cổ phiếu.

4.2. Thống kê mô tả

Kết quả phân tích thống kê mô tả cho thấy các đặc tính cơ bản của các biến nghiên cứu gồm: giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất được thể hiện trong Bảng 1.

Biến phụ thuộc R_{it} được tính toán dựa trên tốc độ tăng trưởng giá trị tài sản ròng hàng tháng của các quỹ đầu tư. Giá trị trung bình của R_{it} là 0,01879 tương ứng tốc độ tăng trưởng bình quân hàng tháng của giá trị tài sản ròng là 1,879% với độ lệch chuẩn là 9,97%. Quỹ VFMVSF có mức tăng trưởng lớn nhất là 44,67% vào tháng 6/2020 và quỹ VEOF có mức tăng trưởng âm 29,92% vào tháng 3/2020

Biến độc lập tỷ lệ chi phí hoạt động (Expense) có giá trị trung bình là 0,0214 tương ứng chi phí hoạt động của các quỹ trung bình chiếm khoảng 2,14% tổng giá trị tài sản ròng trung bình hàng tháng. Giá trị lớn nhất là 4,4% (quỹ VFMVSF vào tháng 5/2018) và nhỏ nhất là 0,12% (quỹ BVFED vào tháng 10/2019).

4.3. Kiểm định lựa chọn phương pháp ước lượng

Thực hiện kiểm định Breusch and Pagan Lagrange để lựa chọn phương pháp ước lượng POLS hoặc RE với cặp giả thuyết

Bảng 1: Kết quả phân tích thống kê mô tả

| Biến | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| Rit | 0,0187922 | 0,0997154 | -0,299258 | 0,4467011 |
| Expense | 0,0214212 | 0,0091312 | 0,0012 | 0,044 |
| Turnover | 0,7955996 | 0,7992842 | 0 | 4,1892 |
| Load | 141.000.000 | 270.000.000 | 0 | 1.860.000.000 |
| Size | 314.000.000.000 | 561.000.000.000 | 57.3000.000.000 | 3.690.000.000.000 |
| Age | 50,89919 | 24,58475 | 1 | 97 |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata.

H_0 : Không tồn tại các thành phần đặc trưng riêng của mỗi đối tượng không thay đổi theo thời gian.

H_1 : Tồn tại các thành phần đặc trưng riêng của mỗi đối tượng không thay đổi theo thời gian.

Kết quả kiểm định cho hệ số P-value = 0,0000 nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên có đủ bằng chứng thống kê để bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 - tồn tại tác động ngẫu nhiên trong mô hình nghiên cứu hay phương pháp ước lượng RE sẽ cho kết quả phù hợp hơn.

Kiểm định Hausman dựa trên giả thuyết tồn tại mối tương quan giữa các biến độc lập và các thành phần đặc trưng riêng không quan sát được là ngẫu nhiên hay cố định? Nếu tồn tại mối quan hệ này thì phương pháp FE (tác động cố định) sẽ cho kết quả tin cậy hơn và ngược lại phương pháp RE (tác động ngẫu nhiên) sẽ cho kết quả hiệu quả hơn. Kết quả thể hiện trong Bảng 2 - kiểm định Hausman với cặp giả thuyết

H_0 : kiểm định RE cho kết quả phù hợp,

H_1 : kiểm định FE cho kết quả phù hợp.

Bảng 2: Kết quả kiểm định Hausman

| | R_{it} |
|-----------|----------|
| Prob>Chi2 | 0,2815 |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Stata.

Hệ số Prob> chi2 = 0,2815 lớn hơn mức ý nghĩa 5% có nghĩa không đủ bằng chứng thống kê để bác bỏ giả thuyết H_0 . Trong trường hợp này, kiểm định mô hình tác động ngẫu nhiên (RE) sẽ cho kết quả ước lượng hiệu quả.

Trước khi thực hiện phân tích hồi quy, nghiên cứu thực hiện kiểm định các khuyết tật của mô hình như: Kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định tự tương quan và phương sai sai số thay đổi.

Bảng 3 cho kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của mô hình nghiên cứu. Với kết quả hệ số phương sai phóng đại (VIF) của các biến độc lập đều nhỏ hơn 2 nên có thể kết luận giữa các biến độc lập không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Kiểm định Wooldridge để kiểm tra hiện tượng tự tương quan trong mô hình nghiên cứu. Với giả thuyết:

H_0 : Mô hình không có hiện tượng tự tương quan bậc nhất, và

H_1 : Mô hình có hiện tượng tự tương quan bậc nhất.

Kết quả kiểm định với giá trị $F(1,10) = 0,011$ và hệ số P-value = 0,9168 > 5% nên không đủ bằng chứng thống kê để bác bỏ giả thuyết H_0 . Kết luận, mô hình không có hiện tượng tự tương quan với độ tin cậy 95%.

Kiểm định Breusch and Pagan cho tác động ngẫu nhiên với cặp giả thuyết:

H_0 : Phương sai của sai số đồng nhất, và

H_1 : Phương sai của sai số thay đổi.

Kết quả kiểm định với hệ số P-value = 0,0962 > 5% nên không đủ bằng chứng thống kê để bác bỏ giả thuyết H_0 tương ứng mô hình không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 3: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

| Variable | Load | Turnover | Size | Expense | Age |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| VIF | 1,67 | 1,43 | 1,42 | 1,37 | 1,04 |
| 1/VIF | 0,598549 | 0,701201 | 0,704774 | 0,730831 | 0,964428 |
| Mean VIF | 1,38 | | | | |

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Stata.

Như vậy, mô hình hồi quy dữ liệu bảng sử dụng phương pháp ước lượng tác động ngẫu nhiên (RE) cho kết quả ước lượng là hiệu quả và không có các khuyết tật tự tương quan bậc nhất và phương sai sai số thay đổi với độ tin cậy 95%.

4.4. Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy được thể hiện trong Bảng 4 có hệ số R2 hiệu chỉnh là 0,4772 tương ứng 47,72% biến động của hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư cổ phiếu dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam được giải thích bởi các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu như sau:

Bảng 4: Kết quả hồi quy

| Biến | Hệ số Rit |
|-----------------|--------------------------|
| Expense | -8,25319*** (2,84788) |
| Turnover | 0,31278*** (0,03799) |
| Load | -0,11038*** (0,02281) |
| Size | 0,14546*** (0,03603) |
| Age | 0,00113 (0,00092) |
| Constant | -1,94808*** (0,73758) |
| Observations | 463 |
| Number of funds | 11 |

Ghi chú: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Stata.

Kiểm định theo phương pháp RE cho kết quả tại Bảng 4 với hệ số ước lượng của biến Expense là -8,25319 với sai số chuẩn là 2,84 và giá trị P-value = 0,004 nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên có đủ bằng chứng thống kê để xác định Tỷ lệ chi phí hoạt động (biến Expense) có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư (biến Rit). Tức là khi các yếu tố khác trong mô hình không thay đổi, khi tỷ lệ chi phí hoạt động tăng 1% thì hiệu quả hoạt động (tốc độ tăng trưởng của giá trị tài sản ròng của quỹ đầu tư) giảm 8,25%. Hay nói cách khác, nếu kiểm soát tốt tỷ lệ chi phí hoạt động thì hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư sẽ tăng. Khi tỷ lệ chi phí hoạt động này tăng tức là chi phí hoạt động của quỹ ở mức cao, sẽ tác động khiến lợi nhuận sau thuế của quỹ giảm, là một trong những nguyên nhân hạn chế sự tăng trưởng giá trị tài sản ròng NAV của quỹ đầu tư. Kết quả này tương đồng với kết luận được đưa ra trong các nghiên cứu điển hình về quỹ trên

thể giới như trong nghiên cứu của Carhart (1997), Dahlquist & cộng sự (2000), Ferreira & cộng sự (2013).

5. Kết luận và Khuyến nghị

Sử dụng dữ liệu theo tháng trong giai đoạn 2018-2021 của 11 quỹ đầu tư cổ phiếu dạng mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam, cùng với những tìm hiểu về hoạt động của các quỹ đầu tư trên thị trường, bài báo đã xem xét khái quát về tình hình hoạt động của các quỹ mở cổ phiếu trên thị trường cho thấy các quỹ đang ngày càng mở rộng quy mô hoạt động và giá trị tài sản quản lý, duy trì các tỷ lệ chi phí ở mức ổn định. Xét về tác động tới hiệu quả hoạt động của quỹ, bài báo đã chỉ ra rằng tỷ lệ chi phí hoạt động của quỹ có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của quỹ. Như vậy các quỹ có tỷ lệ chi phí hoạt động thấp có xu hướng đạt được hiệu quả cao hơn.

Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả khuyến nghị các nhà đầu tư khi xem xét lựa chọn đầu tư vào quỹ mở cổ phiếu cần cân nhắc đến nhiều yếu tố, trong đó tỷ lệ chi phí hoạt động là một trong những yếu tố chính có ảnh hưởng đến hiệu quả của quỹ, từ đó ảnh hưởng tới lợi nhuận thực tế của nhà đầu tư. Giá trị trung bình của tỷ lệ chi phí hoạt động của quỹ mở cổ phiếu theo thống kê mô tả dữ liệu là 2,14%, đây có thể là một giá trị mang tính tham khảo cho các nhà đầu tư trong quá trình ra quyết định đầu tư vào quỹ. Nếu trong những kỳ gần nhất mà quỹ duy trì tỷ lệ chi phí hoạt động tương đối ổn định và thấp hơn mức trung bình này có thể coi là yếu tố giúp tăng lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư khi đầu tư vào quỹ cổ phiếu. Bên cạnh đó các công ty quản lý quỹ ngoài việc ra quyết định đầu tư hiệu quả vào các chứng khoán tăng trưởng tốt trên thị trường thì cũng cần quản lý các yếu tố đầu vào, trong đó cần xem xét duy trì tỷ lệ chi phí hoạt động ở mức vừa phải, hợp lý để có thể góp phần tăng hiệu quả hoạt động của quỹ. Các công ty quản lý quỹ cần xây dựng cơ chế kiểm soát tỷ lệ chi phí hoạt động chặt chẽ, đánh giá thường xuyên để có những điều chỉnh kịp thời giúp đạt hiệu quả hoạt động của quỹ.

Với dữ liệu của 11 quỹ mở cổ phiếu hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn là một con số khiêm tốn do nhiều quỹ mới được thành lập gần đây nên chưa đủ dữ liệu đưa vào nghiên cứu. Bên cạnh đó thước đo hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán trên thị trường mới tiếp cận trên cơ sở tăng trưởng giá trị tài sản ròng (NAV) của quỹ. Nghiên cứu sau tác giả có thể tiếp cận với số liệu của nhiều quỹ hơn trên thị trường bên cạnh quỹ cổ phiếu thì nghiên cứu thêm quỹ cân bằng và quỹ trái phiếu, bổ sung thêm cách tiếp cận mới để đo lường hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo mô hình đa nhân tố như mô hình 3-nhân tố Fama French hay mô hình 4-nhân tố Carhart.

Tài liệu tham khảo

- Babalos, V., Kostakis, A. & Philippas, N. (2009), 'Managing mutual funds or managing expense ratios? Evidence from the Greek fund industry', *Journal of Multinational Financial Management*, 19(4), 256–272.
- Barber, B. M., Odean, T. & Zheng, L. (2005), 'Out of Sight, Out of mind: The effect of expenses on Mutual fund flows', *The Journal of Business*, 78(6), 2095–2120.
- Bechmann, K.L. & Rangvid, J. (2007), 'Rating mutual funds: Construction and information content of an investor-cost based rating of Danish mutual funds', *Journal of Empirical Finance*, 14(5), 662–693.
- Carhart, M.M. (1997), 'On persistence in mutual fund performance', *Journal of Finance*, 52(1), 57–82.
- Dahlquist, M., Engstrom, S. & Soderlind, P. (2000), 'Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), 409.
- Dellva, W.L. & Olson, G.T. (1998), 'The relationship between mutual fund fees and expenses and their effects on performance', *Financial Review*, 33(1), 85–104.
- Droms, W.G. & Walker, D.A. (1996), 'Mutual Fund Investment Performance', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 36(3), 347–363.
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Das, S. & Hlavka, M. (1993), 'Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios', *Review of Financial Studies*, 6(1), 1–22.
- Fang, Y. & Wang, H. (2015), 'Fund manager characteristics and performance', *Investment Analysts Journal*, 44(1), 102–116.
- Ferreira, M.A., Keswani, A., Miguel, A.F. & Ramo, Sofia B. (2013), 'The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study', *Review of Finance*, 17(2), 483–525.

-
- Garyn-Tal, S. (2015), 'MF fees and performance.pdf', *Journal of Economics and Finance*, 39, 454–477.
- Gil-Bazo, J. & Ruiz-VerdÚ, P. (2009), 'The relation between price and performance in the mutual fund industry', *The Journal of Finance*, 64(5), 2153–2183.
- Golec, J. (1996), 'The effects of mutual fund managers' characteristics on their portfolio performance, risk and fees', *Financial Services Review*, 5(2), 133–147.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1994), 'A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 419.
- Gruber, M. J. (1996), 'Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds', *The Journal of Finance*, 51, 783–810.
- Indro, D.C., Jiang, C.X., Hu, M.Y. & Lee, W.Y. (1999), 'Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?', *Financial Analysts Journal*, 55(3), 74–87.
- Ippolito, R.A. (1989), 'Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965–1984', *Quarterly Journal of Economics*, 104(1), 1–23.
- Jan, Y.-C. & Hung, M.-W. (2003), 'Mutual fund attributes and performance', *Financial Services Review*, 12(2), 165–178.
- Kaur, I. (2018), 'Effect of mutual funds characteristics on their performance and trading strategy: A dynamic panel approach', *Cogent Economics and Finance*, 6(1), 1–17.
- Malkiel, B. G. (1995), 'Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991', *The Journal of Finance*, 50(2), 549–572.
- Nazir, M.S. & Nawaz, M.M. (2010), 'The determinants of mutual fund growth in Pakistan', *International Research Journal of Finance and Economics*, 10(54), 1051–1060.
- Nguyen, H.T. & Nguyen, D.T.N. (2019), 'The impact of country-level and fund-level factors on mutual fund performance in Vietnam', *Journal of Economics and Development*, 21(1), 42–56.
- Otten, R. & Bams, D. (2002), 'European mutual fund performance', *European Financial Management*, 8(1), 75–101.
- Prather, L., Bertin, W.J. & Henker, T. (2004), 'Mutual fund characteristics, managerial attributes, and fund performance', *Review of Financial Economics*, 13(4), 305–326.
- Rao, Z.U.R., Tauni, M.Z. & Iqbal, A. (2017), 'Emerging market mutual fund performance: evidence for China', *Journal of Asia Business Studies*, 11(2), 167–187.
- Rehman, A. & Baloch, Q. (2016), 'Factors Affecting Mutual Fund Performance In Pakistan: Evidence From Open Ended Mutual Funds', *Abasyn Journal of Social Sciences*, 11(2), 419–438.
- Sharpe, W.F. (1966), 'Mutual fund performance', *The Journal of Business*, 39(1), 119–138.
- Shukla, R. (2004), 'The value of active portfolio management', *Journal of Economics and Business*, 56(4), 331–346.
- Volkman, D.A. & Wohar, M.E. (1995), 'Determinants of Persistence in Relative Performance of Mutual Funds', *Journal of Financial Research*, 18(4), 415–430.
- Wermers, R. (2000), 'Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses', *Journal of Finance*, 55(4), 1655–1703.