

---

# PHÁT TRIỂN QUỸ MỞ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM: THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP

Nguyễn Thu Thủy  
Trường Đại học Thương mại  
Email: thuy.nt@tmu.edu.vn

Mã bài báo: JED-1222  
Ngày nhận: 04/05/2023  
Ngày nhận bản sửa: 08/05/2023  
Ngày duyệt đăng: 12/05/2023  
DOI: 10.33301/JED.VI.1222

## Tóm tắt:

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá kết quả đạt được của các quỹ mở kể từ khi ra đời đến nay trên các khía cạnh như Số lượng quỹ, quy mô vốn, giá trị tài sản ròng và kết quả hoạt động. Dựa vào các dữ liệu thứ cấp thu thập được liên quan đến chủ đề nghiên cứu, với phương pháp nghiên cứu tại bàn, tác giả đã tổng hợp và chỉ ra hàng loạt các khó khăn, thách thức trong quá trình phát triển của quỹ mở, đó là: (i) Năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ chưa đồng đều; (ii) Hàng hoá trên thị trường có chất lượng chưa nhiều và đa dạng; (iii) Chính sách thuế đối với hoạt động vào quỹ đầu tư còn nhiều bất cập; (iv) Mức sống và thu nhập dân cư chưa cao; (v) Thiếu các tổ chức định mức tín nhiệm; (vi) Yếu tố tâm lý người đầu tư chưa vững vàng,... Từ kết quả phân tích này tác giả đã đề xuất một số giải pháp nhằm phát triển quỹ mở của Việt Nam trong thời gian tới.

**Từ khóa:** Tài sản, phát triển, quỹ mở, thị trường chứng khoán.

**Mã JEL:** F65, G02, O16.

## Development of open-end funds on Vietnam Stock Exchange: Current situations and recommendations

### Abstract:

This study is conducted to investigate the achievements of open-end funds from establishment to now on the aspects of quantities, capital volume, net assets, and performance. Based on the secondary data collected relating to the research topic, the on-desk review is conducted. A series of difficulties and challenges have been given in the development of open-end funds such as (i) incompetence of firms managing funds; (ii) not good quality and diversity of goods; (iii) improper tax policies; (iv) not high income of people; (v) lack of credit rating firms; and (vi) inconsistent belief from investors. Based on the findings, some suggestions are proposed for strengthening the development of open-end funds in the coming time.

**Keywords:** Assets, development, open-end fund, stock exchange.

**JEL codes:** F65, G02, O16.

## 1. Đặt vấn đề

Quỹ mở là loại quỹ trong đó nhà đầu tư tham gia góp vốn được phép bán lại chứng chỉ quỹ của quỹ cho chính quỹ để thu hồi vốn đầu tư. Quỹ được phép phát hành không giới hạn chứng chỉ quỹ để bán cho nhà đầu tư, đồng thời quỹ có nghĩa vụ phải mua lại số chứng chỉ quỹ của chính quỹ theo giá dựa trên giá trị tài sản ròng. Do tính chất hoạt động phát hành chứng chỉ và mua lại chứng chỉ thường xuyên, quỹ mở có danh mục đầu tư rất linh hoạt và thường xuyên thay đổi. Do vậy, giá trị tài sản ròng của chứng chỉ quỹ đầu tư có mức biến động tương đối cao. Chứng chỉ các quỹ mở thông thường không được niêm yết và giao dịch trên

thị trường có tổ chức. Quỹ mở tạo điều kiện thuận lợi hơn cho nhà đầu tư có thể đầu tư hoặc thu hồi vốn một cách dễ dàng bằng cách mua, hoặc bán chứng chỉ cho chính quỹ theo nhu cầu. Ưu điểm nổi bật của quỹ mở là nó làm tăng tính hấp dẫn của quỹ đối với công chúng đầu tư với tư cách là một loại hình đầu tư có tính thanh khoản cao. Bởi vậy, quỹ mở là loại hình quỹ đầu tư thu hút được lượng lớn số hộ gia đình tham gia đầu tư và là loại quỹ phổ biến nhất ở các nước có ngành công nghiệp quỹ phát triển như Mỹ, Anh,...

Tại Việt Nam, quỹ mở bắt đầu xuất hiện từ năm 2013 và thể hiện nhiều ưu điểm so với các hình thức đầu tư thông thường, hiệu quả hoạt động của các quỹ mở trong những năm mặc dù đã có sự cải thiện đáng kể cả về quy mô, hiệu quả sinh lời, quản lý chi phí hoạt động và quản trị rủi ro nhưng vẫn chưa đáp ứng được yêu cầu, đặc biệt là văn hóa và thói quen đầu tư các nhà đầu tư cá nhân là tự đầu tư thay vì ủy thác qua các quỹ đầu tư chuyên nghiệp (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2022). Bài viết trên cơ sở phân tích kết quả đạt được của quỹ mở trong nước trong thời gian qua, chỉ ra một số khó khăn và thách thức trong quá trình phát triển quỹ mở sẽ đề xuất một số giải pháp để thúc đẩy phát triển quỹ mở của Việt Nam trong thời gian tới.

Nghiên cứu này có cấu trúc như sau: tiếp theo đặt vấn đề (mục 1); mục 2 phân tích thực trạng hoạt động của các loại quỹ mở trong ngữ cảnh của Việt Nam. Mục 3 chỉ ra những vấn đề đặt ra trong quá trình triển khai, thực hiện và phát triển quỹ mở tại Việt Nam. Mục 4 đưa ra các giải pháp mang tính khả thi nhằm phát triển hơn nữa các quỹ mở trong thời gian tiếp theo.

## 2. Thực trạng phát triển các quỹ mở của Việt Nam

Các quỹ mở được thành lập theo quy định của Bộ Tài chính (2011, 2016), Quốc hội (2006, 2019). Sự lớn mạnh của thị trường chứng khoán trong hơn 23 năm qua là cơ sở và nền tảng cho sự hình thành và phát triển ngành quản lý quỹ của Việt Nam. Khi ngành quản lý quỹ phát triển đến một mức độ nhất định thì các quỹ đầu tư dạng mở sẽ dần thay thế các quỹ đầu tư dạng đóng trên thị trường. Kể từ khi ra đời đến nay, các quỹ mở trên thực tế đã có những bước phát triển nhất định, một số chỉ tiêu cơ bản biểu hiện sự phát triển đều tăng qua các năm. Cụ thể, các khía cạnh về *Số lượng quỹ*, *Quy mô vốn*, *Giá trị tài sản ròng*, và *Cơ cấu danh mục đầu tư & kết quả hoạt động của các quỹ* sẽ được phân tích chi tiết dưới đây.

### 2.1. Số lượng quỹ

Kể từ khi quỹ mở đầu tiên ra đời vào năm 2013, đến nay số lượng quỹ mở đã tăng lên nhanh chóng. Tính đến cuối năm 2022, trên thị trường chứng khoán Việt Nam có 52 quỹ mở. Nếu như trước năm 2012, trên thị trường chỉ có các quỹ đóng và quỹ thành viên hoạt động thì đến nay số lượng quỹ mở đã dần thay thế. Hiện tại số lượng quỹ mở đã chiếm hơn 54% tổng số quỹ đầu tư đang hoạt động trên thị trường chứng khoán, điều này phần nào khẳng định ưu điểm của quỹ mở tại Việt Nam so với các loại quỹ đầu tư khác trên thị trường (Bảng 1).

### 2.2. Quy mô vốn

**Bảng 1: Số lượng các quỹ đầu tư chứng khoán, giai đoạn 2012-2022**

Loại quỹ	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Quỹ thành viên	11	10	7	9	8	10	10	10	13	17	31
Quỹ đóng	6	4	-	-	1	1	2	2	2	2	2
<b>Quỹ mở</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>52</b>
Quỹ ETF	-	-	2	2	2	2	2	2	7	8	11
Quỹ REIT	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1
<b>Tổng</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>57</b>	<b>67</b>	<b>97</b>

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ website của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước năm 2023.*

Cũng như các loại hình kinh doanh khác, kinh doanh chứng khoán là lĩnh vực phức tạp, có tính nhạy cảm cao và là lĩnh vực kinh doanh có điều kiện, bởi vậy muốn thành lập các quỹ đầu tư chứng khoán thì cần phải có một lượng vốn nhất định ban đầu. Theo quy định mức vốn pháp định cho việc thành lập các quỹ đầu tư chứng khoán nói chung là 50 tỷ VND (Chính phủ, 2007). Tuy nhiên, tất cả các quỹ mở được thành lập đều có vốn điều lệ cao hơn rất nhiều so với mức vốn pháp định, trong đó có trên 50% quỹ mở có mức vốn gấp

đôi so với quy định hiện hành. Tính đến tháng 8 năm 2022, trong Top quỹ đầu tư của Việt Nam có quy mô tài sản lớn nhất thị trường, thì có 09 quỹ mở. Như vậy, sự tăng trưởng về quy mô do các quỹ quản lý không chỉ thể hiện sự tăng trưởng và phát triển của mô hình quỹ mở của Việt Nam mà còn thể hiện sự quan tâm và tin tưởng của công chúng đầu tư đối với mô hình quỹ mở. Với số vốn hiện có, các quỹ mở có thể góp vốn trực tiếp hoặc nắm giữ cổ phiếu, trái phiếu của các công ty đại chúng, công ty niêm yết (Bảng 2).

### 2.3. Giá trị tài sản ròng

**Bảng 2: Top các quỹ đầu tư của Việt Nam có quy mô tài sản quản lý lớn nhất**

*Đơn vị: tỷ đồng*

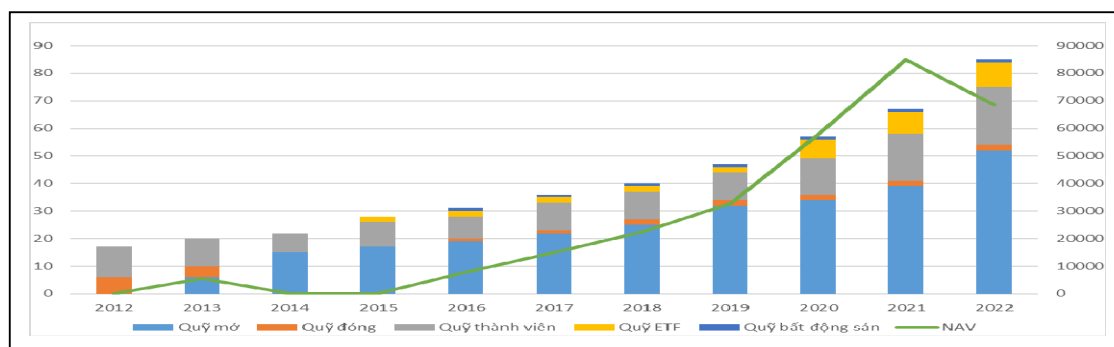
TT	Tên quỹ	Chiến lược đầu tư	Loại quỹ	Tổng giá trị tài sản ròng
1	Vietnam Enterprise Investments Limited	Quỹ cổ phiếu	Quỹ đóng	47.677,62
2	VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd.	Quỹ cổ phiếu	Quỹ đóng	29.183,50
3	Quỹ Đầu tư Trái phiếu Techcom	Quỹ trái phiếu	Quỹ mở	18.825,72
4	Quỹ ETF DCVFMVN DIAMOND	Quỹ cổ phiếu	Quỹ ETF	18.782,04
5	PYN Elite Fund (Non-UCITS)	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	17.825,29
6	Quỹ ETF DCVFMVN30	Quỹ cổ phiếu	Quỹ ETF	7.703,51
7	Quỹ Đầu tư Cổ phiếu Việt Nam	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	4.448,76
8	Quỹ ETF SSIAM VNFIN LEAD	Quỹ cổ phiếu	Quỹ ETF	2.807,82
9	Quỹ Đầu tư Tăng trưởng MB Capital	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	2.045,23
10	Quỹ Đầu tư Chứng khoán Việt Nam	Quỹ cân bằng	Quỹ mở	1.561,68
11	Quỹ Đầu tư Trái phiếu SSI	Quỹ trái phiếu	Quỹ mở	1.494,04
12	PXP Vietnam Emerging Equity Fund	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	1.417,65
13	Quỹ Đầu tư Giá trị Bảo Việt	Quỹ cân bằng	Quỹ đóng	1.262,65
14	Quỹ Đầu tư Cổ phiếu Tiếp cận Thị trường	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	1,214,69
15	Quỹ đầu tư cổ phiếu Hưng Thịnh VinaWealth	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	1.076,04

*Nguồn: Nguyễn Ngọc Linh (2022).*

So với các quỹ đầu tư khác trên thị trường, tổng giá trị tài sản ròng (NAV) của quỹ mở liên tục tăng lên. Năm 2013, giá trị tài sản ròng của quỹ đạt 2.132,96 tỷ VND, năm 2014 là 2.310 tỷ VND, năm 2016 là 3.488,41 tỷ VND và đến cuối năm 2022 giá trị tài sản ròng của quỹ mở đạt gần 50.000 tỷ VND (Hình 1).

Về tốc độ tăng trưởng giá trị tài sản ròng, nhìn chung trong giai đoạn 2017-2022, ngoại trừ các quỹ

**Hình 1: Giá trị tài sản ròng của các quỹ đầu tư, 2012-2022**



*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2022).*

VCAMBF, VIBF, VESAF, SSISCA, ENFUND, SSIBF, VCFFIF ghi nhận sự gia tăng tài sản ròng tương đối rõ ràng, hoặc mức độ giảm không đáng kể, số quỹ còn lại có tính biến động cao, đặc biệt năm 2022 khi chỉ số VN-Index sụt giảm mạnh, dẫn đến gần 93% các quỹ cổ phiếu và cân bằng có giá trị tăng trưởng tài sản âm (xem Bảng 3).

**Bảng 3: Quy mô và tốc độ tăng trưởng tài sản ròng 1 số quỹ mở, 2016-2021**

*Đơn vị tính: tỷ đồng, %*

Quỹ	Năm 2017		Năm 2018		Năm 2019		Năm 2020		Năm 2021	
	NAV	Tốc độ tăng trưởng	NAV	Tốc độ tăng trưởng	NAV	Tốc độ tăng trưởng	NAV	Tốc độ tăng trưởng	NAV	Tốc độ tăng trưởng
DCDS	1.115,297	41,47	1.089,017	-2,26	832,284	-23,57	537,33	-35,44	1.641,87	205,56
VWFF	777,71	194,43	382,09	-50,87	97,14	-74,58	1.181,73	1.116,52	798,27	-32,45
VEOF	520,87	95,27	854	63,96	396,52	-53,57	325,48	-17,92	618,15	89,92
VCBFCF	431,18	116,29	535,04	24,09	352,08	-34,20	329,00	-6,56	392,65	19,35
SSISCA	397,9	222,89	429,74	8,00	429,86	0,03	498,71	16,02	685,99	37,55
VCBFTBF	251,75	58,85	282,5	12,21	200,76	28,93	193,31	-3,71	251,12	29,91
ENFUND	143,96	48,18	131,62	-8,57	147,3	11,91	158,24	7,43	217,34	37,35
VCAMBF	74,82	7,70	74,64	-0,24	75,41	1,03	74,82	-0,078	117,22	56,67
VFMVF4	-	-	1.001,64	-	630,23	-37,08	457,03	-27,48	514,77	12,63
VFMVFB	-	-	649,6	-0,05	514,92	-20,73	957,03	85,86	828,02	-13,48
MBBOND	-	-	37,58	23,9	31,25	-16,84	59,85	91,52	113,20	89,14
VIBF	-	-	-	-	94	14,18	109,99	17,01	743,25	575,74
VESAF	-	-	-	-	276,56	27,72	336,83	21,79	919,27	172,92
SSIBF	-	-	-	-	78,24	3,19	715,67	814,71	1.373,31	91,89

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả.*

#### 2.4. Cơ cấu danh mục đầu tư và kết quả hoạt động của quỹ

Đối với các quỹ cổ phiếu, với đặc tính rủi ro tương đối cao hơn so với các quỹ trái phiếu và quỹ cân bằng, giai đoạn 2016-2021, cơ cấu danh mục đầu tư của các quỹ cổ phiếu tập trung chủ yếu vào cổ niêm yết và chưa niêm yết (chiếm khoảng từ 80% đến trên 90% giá trị tài sản), tỷ lệ đầu tư vào các tài sản khác và tiền mặt chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ, dưới 10%. Ngược lại, các quỹ trái phiếu, ngoại trừ giai đoạn 2018-2019, phần lớn các khoảng thời gian còn lại, tỷ lệ tiền mặt chưa đưa vào đầu tư còn khá lớn, đặc biệt trong giai đoạn dịch bệnh Covid -19 diễn biến phức tạp (Hình 2).

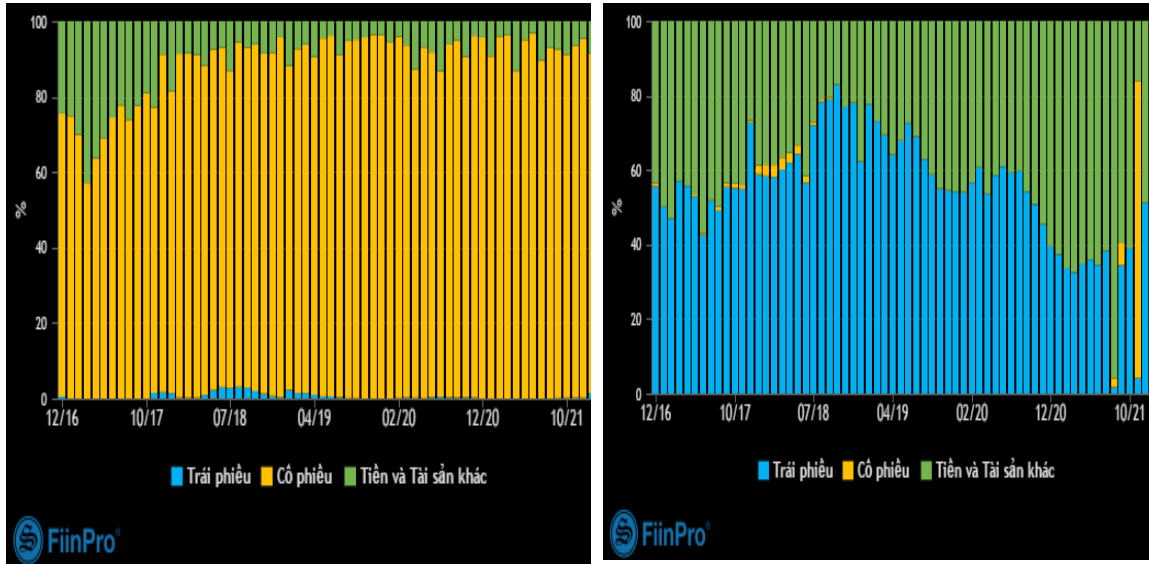
Về chi phí hoạt động của các quỹ mở giai đoạn 2017-2021 cho thấy tỷ lệ chi phí hoạt động của các quỹ giao động trong khoảng từ 1,47% đến 2,79%, mức trung bình chung của thị trường là 2,15%. Một số quỹ đầu tư trái phiếu có tỷ lệ chi phí hoạt động thấp hơn mức trung bình chung của thị trường như VFMVFB tỷ lệ là 1,21%, VWFF tỷ lệ 1,42% (Bảng 4).

Nhờ sử dụng chính sách và chiến lược đầu tư hợp lý, thu nhập của quỹ mở có sự tăng trưởng cao hơn so với các loại hình quỹ đầu tư khác trên thị trường. Tỷ lệ sinh lời bình quân của các quỹ mở trong giai đoạn 2017-2021 đạt khoảng 25%-50%. Hầu hết các quỹ đầu tư cổ phiếu, quỹ đầu tư trái phiếu đều có khả năng sinh lời vượt trội hơn so với chỉ số chứng khoán thị trường hoặc lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm, đặc biệt là các quỹ DCDS, VEOF, VESAF, VFMVF4, SSISCA. Tuy nhiên, năm 2022 do những tác động tiêu cực tác động thị trường chứng khoán, chỉ số VN-Index sụt giảm mạnh, giảm tới 42,83%, danh mục đầu tư của các quỹ cổ phiếu cũng chịu tác động không nhỏ, hiệu suất đầu tư của các quỹ cổ phiếu giảm mạnh từ 10-30% so với giá trị tài sản ròng. Đối với các quỹ trái phiếu, hiệu quả sinh lời ổn định hơn do chiến lược đầu tư của các quỹ chủ yếu đầu tư vào trái phiếu chính phủ, có mức độ rủi ro thấp và theo đó mức sinh lời và rủi ro cũng nhỏ hơn so với quỹ cổ phiếu, cụ thể, tỷ suất sinh lời của VWFE và VNBDF đạt trong khoảng từ 6% tới 9%, SSIBF đạt gần 4% (xem Hình 3). Điều này chứng tỏ kỹ năng và chiến lược phân bổ tài sản hợp lý đã giúp các quỹ hoạt

động tốt hơn thị trường.

Bên cạnh các kết quả đã đạt được kể trên, các quỹ mở còn đóng góp tích cực cho việc tạo ra sức “cầu” trong các chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, hoạt động phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp. Cụ thể, thông qua sự vận động và hành vi giao dịch của các quỹ mở, góp phần kiến tạo một văn hóa đầu tư mới cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán còn thiếu kinh nghiệm. Mặt khác, sự gia tăng hoạt động của các quỹ mở đã góp phần nâng cao năng lực, hiệu quả quản lý nhà nước theo yêu

**Hình 2: Chiến lược phân bổ tài sản của các quỹ mở**



**Quỹ cổ phiếu**

**Quỹ trái phiếu**

Nguồn: Nguyễn Ngọc Linh (2022).

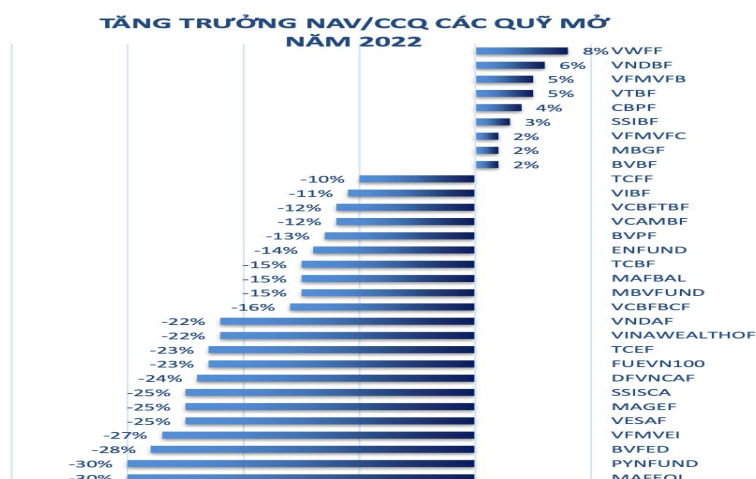
**Bảng 4: Tỷ lệ chi phí hoạt động và tỷ suất sinh lời của các quỹ mở, 2017-2021**

*Đơn vị tính: %*

Tên quỹ	2017		2018		2019		2020		2021	
	Tỷ lệ chi phí hoạt động	Tỷ suất sinh lời	Tỷ lệ chi phí hoạt động	Tỷ suất sinh lời	Tỷ lệ chi phí hoạt động	Tỷ suất sinh lời	Tỷ lệ chi phí hoạt động	Tỷ suất sinh lời	Tỷ lệ	Tỷ suất sinh lời
DCDS	2,2	46,15	2,48	-5,43	2,31	10,88	2,44	33,53	2,1	53,23
VCAMBF	2,23	8,42	2,18	-5,55	2,07	1,54	2,15	7,80	1,82	25,74
VCBFTBF	2,14	31,63	2,03	-3,61	2,03	4,12	2,24	10,86	2,16	26,28
VIBF	-	n/a	-	n/a	3,53	-2,34	3,06	14,38	2,31	36,04
VCBFBCF	2,37	37,75	2,27	-7,20	2,26	3,22	2,4	24,09	2,32	39,69
VEOF	2,07	37,01	2,4	-2,55	2,19	5,48	2,38	24,48	2,3	58,22
VESAF	2,79	n/a	2,35	n/a	2,35	5,77	2,32	33,44	2,18	69,05
VFMVF4	2,1	n/a	2,13	n/a	2,14	6,82	2,46	18,92	2,20	61,89
SSISCA	1,98	41,10	2,17	-10,47	2,32	4,29	2,52	28,92	2,42	50,97
ENFUND	2,54	39,45	2,31	-7,17	2,37	11,80	2,34	19,41	2,14	36,64
VWFF	1,45	12,63	1,4	4,32	1,74	7,95	1,38	5,67	1,14	7,72
VFMVFB	1,26	n/a	1,11	7,89	1,16	8,72	1,19	6,04	1,33	6,95
MBBOND	-	n/a	3,36	n/a	2,53	5,50	2,91	4,55	1,47	5,65
SSIBF	2,41	n/a	2,12	n/a	2,27	5,90	1,59	3,48	1,17	6,31
VCBFFIF	-	n/a	-	n/a	2,2	4,95	2,16	6,56	1,43	5,50

Nguồn: Nguyễn Ngọc Linh (2022).

**Hình 3: Tăng trưởng giá trị tài sản ròng của các quỹ mở năm 2022**



Nguồn: Đức Mạnh (2023).

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

### 3. Vấn đề đặt ra trong quá trình phát triển quỹ mở

Bên cạnh những kết quả đạt được kể trên, quá trình phát triển quỹ mở vẫn còn gặp phải những khó khăn, thách thức. Cụ thể, các khía cạnh sau được phân tích và chỉ ra chi tiết như: (i) Năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ chưa đồng đều; (ii) Yếu tố tâm lý người đầu tư chưa ổn định; (iii) Hàng hoá có chất lượng chưa nhiều và đa dạng; (iv) Chính sách thuế đối với quỹ đầu tư còn nhiều bất cập; (v) Mức sống và thu nhập của dân cư còn thấp; (vi) Thị trường xếp hạng tín nhiệm chưa phát triển, thiếu các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín.

#### 3.1. Năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ chưa đồng đều

Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2022, trên thị trường chứng khoán Việt Nam có 45 công ty quản lý quỹ đang hoạt động, với tổng vốn điều lệ đạt gần 3.500 tỷ đồng, tổng vốn chủ sở hữu đạt hơn 6.100 tỷ đồng, tổng tài sản quản lý của các công ty đạt hơn 605.000 tỷ đồng. Hoạt động của các công ty quản lý quỹ trên thực tế đã có sự phát triển nhất định, các chỉ tiêu tài chính như doanh thu, lợi nhuận sau thuế của các công ty quản lý quỹ đều tăng qua các năm. Nhiều công ty quản lý quỹ đã xây dựng được cơ sở hạ tầng phát triển hiện đại, có mô hình quản trị hiệu quả và tích cực đào tạo đội ngũ nhân viên có kinh nghiệm chuyên môn, từng bước khẳng định vai trò là những nhà đầu tư có tổ chức chuyên nghiệp khi huy động, thành lập và phát triển được nhiều loại quỹ. Tuy nhiên, theo kết quả đánh giá về tình hình hoạt động của 45 công ty quản lý quỹ, thì năng lực hoạt động của các công ty quản lý quỹ của Việt Nam được đánh giá là chưa đồng đều, thị phần quản lý tài sản vẫn tập trung chủ yếu vào 10 công ty có khối lượng tài sản quản lý lớn nhất (chiếm 90% thị phần) bao gồm: Dragon Capital, Viet Capital, Vietcombank Securities, VN Direct, Vina Capital, Mirae Asset, MB Capital, SSI, Bảo Việt, Manulife. Hoạt động quản lý quỹ và quản lý tài sản chỉ tập trung vào số ít công ty quản lý quỹ có lợi thế trong lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm. Mặt khác, trong quá trình hoạt động, phần lớn công ty quản lý quỹ vẫn còn tồn tại các bất cập trong việc thực hiện quy trình quản trị rủi ro, công tác nghiên cứu dự báo thị trường cũng như việc thực hiện tác nghiệp giữa các bộ phận. Ngoài ra khả năng huy động tạo lập quỹ của các công ty quản lý quỹ chưa cao, chưa thu hút được nhiều nhà đầu tư tham gia đầu tư mua chứng chỉ quỹ.

#### 3.2. Yếu tố tâm lý người đầu tư chưa ổn định

---

Yếu tố tâm lý tồn tại tại bất kỳ ở thị trường chứng khoán nào, đặc biệt trong các thị trường còn sơ khai như thị trường chứng khoán Việt Nam, yếu tố tâm lý có tác động chi phối đáng kể các hoạt động giao dịch trên thị trường. Việc đầu tư theo phong trào dẫn đến các hiệu ứng “bầy đàn” là một trong các yếu tố tồn tại của thị trường chứng khoán Việt Nam. Có thể thấy một thực tế sẽ không tránh khỏi là yếu tố tâm lý chi phối hoạt động của các quỹ mở từ việc thu hút vốn tới việc giao dịch các chứng chỉ đầu tư trên thị trường. Khi đầu tư vào quỹ mở, các nhà đầu tư chỉ dựa vào uy tín của công ty quản lý quỹ mà quyết định việc đầu tư của mình. Mặt khác, do tính chuyên nghiệp của thị trường chưa cao nên các nhà đầu tư còn có thói quen tự đầu tư, chưa hiểu biết nhiều về lĩnh vực uỷ thác quản lý tài sản, từ đó chưa mạnh dạn uỷ thác đầu tư cho các công ty quản lý quỹ. Bên cạnh đó, tư duy của các nhà đầu tư cá nhân ở Việt Nam hiện nay còn thiên về tìm kiếm lợi nhuận trong ngắn hạn, họ sẵn sàng chấp nhận rủi ro rất cao để đầu cơ lướt sóng chứng khoán, vàng, ngoại tệ hơn là chọn những hình thức đầu tư có tính ổn định và hiệu quả trong dài hạn như quỹ mở.

### ***3.3. Hàng hoá có chất lượng chưa nhiều và đa dạng***

Một trong những lợi thế mà quỹ mở có thể thu hút các nhà đầu tư, đó là khả năng đa dạng hoá danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro và thanh khoản cao. Các quỹ mở sẽ chỉ phát huy ưu thế của mình trong một thị trường chứng khoán với nhiều chủng loại hàng hoá đa dạng khác nhau. Hiện nay, hàng hoá trên thị trường chứng khoán còn sơ sài, chưa đa dạng, chủ yếu là cổ phiếu, trái phiếu, một vài mã chứng khoán phái sinh và chứng chỉ quỹ. Tình trạng đóng băng hàng hóa hoặc hàng hóa chưa đa dạng là yếu tố tác động đáng kể tới sự phát triển của các quỹ mở. Mặc dù, thị trường giao dịch cổ phiếu đã có sự đa dạng và khởi sắc, song thanh khoản của thị trường còn yếu và tính minh bạch chưa cao. Thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán phái sinh, thị trường tiền tệ và đặc biệt là thị trường trái phiếu vẫn chưa thực sự phát triển và phát huy được vai trò của mình.

### ***3.4. Chính sách thuế đối với quỹ đầu tư còn nhiều bất cập***

Chính sách thuế hiện tại đang là vấn đề mấu chốt gây ra tính kém hấp dẫn của quỹ đầu tư chứng khoán, không khuyến khích các nhà đầu tư tham gia vào quỹ mở, quỹ bất động sản,... đặc biệt với đối tượng nhà đầu tư cá nhân. Bởi lẽ có một sự khác biệt rất lớn trong thuế suất thuế thu nhập khi nhà đầu tư tự thực hiện đầu tư so với khi đầu tư qua quỹ đầu tư chứng khoán. Cụ thể, nếu tự đầu tư thì nhà đầu tư cá nhân được chọn một trong hai mức thuế suất là 0,1%/giá trị chứng khoán chuyển nhượng hoặc 20% trên lợi nhuận; còn khi đầu tư qua quỹ, phần thu nhập chịu thuế công ty quản lý quỹ sẽ nộp với mức thuế suất là 20% (theo Luật thuế thu nhập doanh nghiệp), ngoài ra sẽ tiếp tục khấu trừ tối thiểu 5% thuế thu nhập cá nhân trước khi chi trả lợi tức cho nhà đầu tư đầu tư vào quỹ. Như vậy, cùng một hình thức đầu tư vào chứng khoán, nếu đầu tư trực tiếp thì mức thuế suất cao nhất là 20%, còn nếu đầu tư thông qua quỹ thì mức thuế suất tổng cộng lên tới 30%. Sự bất cập này đã làm hạn chế động lực đầu tư của các nhà đầu tư vào các quỹ mở.

### ***3.5. Mức sống và thu nhập của dân cư còn thấp***

Khối lượng và tỷ trọng tiết kiệm trong tổng số thu nhập sẽ quyết định mức độ hoạt động của thị trường chứng khoán và ảnh hưởng tới hoạt động huy động vốn của quỹ mở trong công chứng đầu tư. Khi thu nhập bình quân đầu người thấp thì tỷ trọng chi tiêu cho tiêu dùng cao và tỷ trọng này càng giảm khi thu nhập bình quân đầu người tăng. Năm 2022, thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam tăng 9,5% so với năm 2021, đạt 4000 USD, đưa Việt Nam vào nhóm các nước có thu nhập trung bình. Mức thu nhập này tuy có tăng lên so với các năm trước đây, nhưng so với các nước trong khu vực thì vẫn rất thấp. Bởi vậy lượng tiền trong dân chúng bỏ vào tiết kiệm và bảo hiểm còn hạn chế nhiều, đây chính là khó khăn của các quỹ mở trong tương lai.

### ***3.6. Thị trường xếp hạng tín nhiệm chưa phát triển, thiếu các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín***

Việc định mức tín nhiệm các quỹ đầu tư chứng khoán ở các thị trường có ngành quỹ đầu tư phát triển có một vai trò quan trọng. Bởi một số công trình nghiên cứu khoa học trên thế giới cho thấy những quỹ được xếp hạng càng cao thì càng thu hút nhiều hơn các luồng tiền của nhà đầu tư. Việc định mức tín nhiệm quỹ đầu tư chứng khoán do một tổ chức chuyên ngành thực hiện. Đây là một tổ chức độc lập hoàn toàn, không chịu ảnh hưởng của các áp lực về chính trị cũng như sự tác động của các tổ chức mà nó đang thực hiện việc xếp hạng. Thực trạng thị trường xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam cho thấy, hiện đã có 02 tổ chức định mức tín nhiệm được cấp phép hoạt động đó là SaigonRatings (ra đời tháng 7 năm 2017) và FiiinRatings (ra đời vào tháng 3 năm 2020), tuy nhiên danh tiếng của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm Việt Nam vẫn còn

---

hạn chế. Bên cạnh đó, các tổ chức này đang hoạt động theo mô hình nhà phát hành trả tiền, tức là nguồn thu của các tổ chức xếp hạng sẽ đến từ phí xếp hạng do nhà phát hành chi trả. Mô hình này có thể tạo ra mâu thuẫn lợi ích giữa tổ chức xếp hạng và nhà phát hành. Nhà đầu tư sẽ lo lắng về tính khách quan của kết quả xếp hạng khi nguồn thu của tổ chức xếp hạng lệ thuộc vào nguồn thu của tổ chức phát hành.

Sự vắng bóng các tổ chức định mức tín nhiệm không phải là một tồn tại đáng kể đối với việc hình thành các quỹ mở. Tuy nhiên, người đầu tư sẽ an tâm hơn khi tiếp cận được một số thông tin từ các tổ chức đánh giá có uy tín, giúp họ dự đoán, phòng ngừa rủi ro, tạo cơ sở, nền tảng cho các quỹ mở hoạt động lành mạnh.

#### **4. Một số giải pháp phát triển quỹ mở của Việt Nam trong thời gian tới**

Từ những vấn đề nghiên cứu ở trên, tác giả đề xuất một số gợi ý nhằm phát triển các quỹ mở của Việt Nam trong thời gian tới. Cụ thể: (i) Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý; (ii) Nâng cao năng lực của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm; (iii) Thu hút công chúng quan tâm và đầu tư vào các quỹ mở; (iv) Phát triển hệ thống kênh phân phối chứng chỉ quỹ qua các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán; và (v) Phát triển các công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát.

##### **4.1. Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý**

Có thể thấy rằng tại tất cả các thị trường chứng khoán có ngành công nghiệp quỹ phát triển, quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ đầu tư đều có hệ thống văn bản pháp lý ở cấp độ cao nhất điều chỉnh. Đó là các bộ Luật hoặc tối thiểu cũng là các chương trong luật chứng khoán của mỗi nước. Do quỹ mở là loại hình có cơ cấu tổ chức hoạt động tương đối phức tạp, bởi vậy pháp luật liên quan trong lĩnh vực hoạt động của quỹ phải hướng vào việc bảo vệ quyền lợi của những người đầu tư vào quỹ và giải quyết được các xung đột về lợi ích giữa nhà đầu tư và công ty quản lý quỹ. Các quy định của pháp luật phải đưa ra các quy định cụ thể nhằm ngăn chặn những người không có trách nhiệm, không đủ các tiêu chí theo yêu cầu của pháp luật được tham gia quản lý quỹ đầu tư. Đồng thời, phải phân định chức năng tiến hành đầu tư với chức năng giám sát hay quản lý hoạt động đầu tư tránh tình trạng móc ngoặc, vụ lợi của công ty quản lý quỹ.

Ở Việt Nam, các quỹ mở ra đời không phải tự phát hình thành mà xuất phát từ định hướng phát triển của Chính phủ nhằm hình thành các tổ chức đầu tư có tổ chức, góp phần bình ổn hoạt động của thị trường chứng khoán. Do vậy, để phát triển quỹ mở, đặc biệt tạo điều kiện cho quỹ mở ra đời và hoạt động có hiệu quả thì Chính phủ cần phải tạo lập môi trường hoạt động và các cơ chế chính sách để quỹ phát triển như chính sách phát triển thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán phái sinh và các định chế tài chính trung gian. Chính phủ cần duy trì các chính sách khuyến khích sự phát triển thị trường chứng khoán, mở rộng quy mô, tăng tính thanh khoản cho thị trường; các chính sách ưu đãi về thuế thu nhập để thu hút sự tham gia đông đảo của các tổ chức đầu tư và công chúng đầu tư; các chính sách tiền tệ, chính sách lãi suất nhằm ổn định sức mua tiền tệ, kiềm chế lạm phát; chính sách quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài nhằm quản lý dòng vốn đầu tư gián tiếp một cách có hiệu quả...

Bên cạnh đó, hoạt động huy động vốn và đầu tư của các công ty quản lý quỹ ngày càng có sự ứng dụng các công nghệ cao trong lĩnh vực Fintech. Đây là công cụ chính để đào tạo và huy động vốn từ nhà đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, việc sử dụng các ứng dụng này đang phải đối mặt với các rủi ro do thiếu khung pháp lý phù hợp. Việc ban hành các văn bản pháp luật sẽ làm giảm thiểu đáng kể rủi ro và hỗ trợ mạnh mẽ cho sự phát triển của các quỹ mở.

##### **4.2. Nâng cao năng lực của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm**

Quỹ mở là loại hình đầu tư có tính minh bạch rất cao với cơ chế kiểm soát gồm nhiều bên tham gia như ngân hàng giám sát, công ty kiểm toán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Trung tâm lưu ký chứng khoán và Bộ Tài chính,... Các quỹ mở phải thực hiện và tuân thủ nghiêm ngặt cơ chế công bố thông tin ra thị trường để đảm bảo sự minh bạch trong hoạt động đầu tư và tạo công bằng về mặt thông tin cho các nhà đầu tư trên thị trường. Việc hình thành và phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm sẽ tạo ra sự hoàn thiện về thể chế của thị trường chứng khoán Việt Nam. Sự có mặt và hoạt động có hiệu quả của tổ chức này sẽ giúp cho nhà đầu tư có cơ sở trong việc đánh giá, phân tích lựa chọn loại quỹ mở... Hiện các tổ chức định mức tín nhiệm của Việt Nam nên tận dụng sự hỗ trợ từ các tổ chức xếp hạng quốc tế về mặt kỹ thuật, công nghệ và cả nguồn vốn để nhanh chóng hoàn thiện về phương pháp và tối ưu hóa quy trình quản lý. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp này nên mở rộng kết nối nhiều hơn đối với các bên tham gia thị trường như công ty chứng khoán, công ty tư vấn phát hành cả về chiều rộng và chiều sâu. Ngoài ra, để thúc đẩy sự hình thành và phát triển



---

nh nhanh chóng của các tổ chức tín nhiệm có uy tín, Chính phủ nên cho phép thành lập tổ chức định mức tín nhiệm liên doanh với nước ngoài, trong đó Nhà nước nắm cổ phần chi phối. Vừa để kết hợp kinh nghiệm quốc tế và đào tạo đội ngũ nhân viên Việt Nam, vừa có thể kiểm soát được hoạt động của tổ chức này cũng như mức độ tin cậy của các đánh giá.

#### ***4.3. Thu hút công chúng quan tâm và đầu tư vào các quỹ mở***

Hiện tại các quỹ đầu tư chứng khoán nói chung và quỹ mở nói riêng chưa có khả năng thu hút các nhà đầu tư đầu tư vào quỹ. Hạn chế này xuất phát từ nhiều nguyên nhân như thị trường chứng khoán còn đang trong giai đoạn hoàn thiện các điều kiện phát triển, quy mô vốn hóa thị trường chưa cao, các quỹ mở còn là sản phẩm mới đối với các nhà đầu tư... Tuy nhiên, có lẽ nguyên nhân chính và cơ bản nhất vẫn là sự hiểu biết và nhận thức về vai trò của quỹ vẫn còn hạn chế, các nhà đầu tư vẫn chưa tin tưởng vào năng lực hoạt động của các tổ chức đầu tư này. Giải tỏa tâm lý cho nhà đầu tư, hướng dẫn và tạo môi trường thuận lợi cho công chúng đầu tư là một trong các giải pháp hữu hiệu nhất. Hiện nay, việc đào tạo kiến thức tài chính và tiếp cận người đầu tư cá nhân được thực hiện dựa trên các nỗ lực riêng lẻ và rời rạc của các công ty quản lý quỹ, không được thực hiện dựa trên sự phối hợp chung của ngành hay các kế hoạch từ các cấp quản lý. Bởi vậy, theo chúng tôi, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phải là cơ quan chủ trì và phối hợp với các tổ chức trong và ngoài nước định kỳ tổ chức các hội thảo, hội nghị, khóa huấn luyện nhằm hướng dẫn, phổ biến kiến thức, trao đổi kinh nghiệm liên quan đến hoạt động của quỹ mở cho các tổ chức tham gia thị trường bao gồm: các công ty quản lý quỹ, các ngân hàng giám sát, các công ty chứng khoán, công ty luật và các nhà đầu tư nhằm giúp các chủ thể trên có hiểu biết đầy đủ hơn về hoạt động của các loại hình quỹ đầu tư dạng mở.

Bên cạnh đó, các công ty quản lý quỹ cùng phối hợp với nhau mở lớp bồi dưỡng, đào tạo đội ngũ các nhà quản lý quỹ và có cơ chế thu hút các nhà quản lý quỹ nước ngoài đến làm việc trong các công ty của mình. Thông qua đó các nhà quản lý quỹ Việt Nam có thể học tập được kinh nghiệm trong nghiệp vụ quản lý quỹ, đặc biệt là loại hình quỹ mở. Việc giới thiệu sản phẩm của quỹ mở tới các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán, các công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư chứng khoán cần hướng tới đối tượng là các tổ chức có lượng vốn nhàn rỗi lớn như các quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ bảo hiểm xã hội, các hiệp hội, các tổ chức đoàn thể...

#### ***4.4. Phát triển hệ thống kênh phân phối chứng chỉ quỹ qua các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán***

Để đưa sản phẩm quỹ mở đến tay nhà đầu tư, các công ty quản lý quỹ cần phối kết hợp với các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán trong việc xây dựng các kênh phân phối chứng chỉ quỹ mở và quảng bá các sản phẩm của quỹ mở tới các khách hàng tiềm năng. Việc xác lập các kênh phân phối này sẽ được thực hiện thông qua việc kí kết các hợp đồng đại lý nhận lệnh. Các ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán sẽ là những đại lý phân phối chứng chỉ quỹ mở và sẽ hưởng hoa hồng trên doanh số giao dịch. Để thực hiện hoạt động huy động vốn và các giao dịch chứng chỉ quỹ thành công, bản thân các công ty quản lý quỹ có thể thành lập mạng lưới riêng của mình. Tuy nhiên, sự phối hợp giữa công ty quản lý quỹ với các công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại sẽ tận dụng được các cơ sở vật chất và nguồn nhân lực ở các công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại cũng như tại các đại lý của các tổ chức này. Việc mở rộng kênh phân phối không phải thực hiện tràn lan mà cần phải nghiên cứu, tổ chức một cách khoa học, thu hút được các nhà đầu tư, nâng cao được hiệu quả của sự phối hợp. Muốn vậy, các công ty quản lý quỹ cần phải: (i) Lựa chọn các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán có uy tín; (ii) Nghiên cứu nhu cầu đầu tư ở từng vùng, từng khu vực để có hướng mở rộng đại lý liên kết; (iii) Tăng cường ở rộng mạng lưới đại lý ở nơi tập trung nhiều nhà đầu tư tiềm năng.

Tại Việt Nam, hệ thống ngân hàng thương mại hiện nay đang là những tổ chức tham gia lớn nhất trên thị trường tài chính, với hệ thống kênh phân phối rộng khắp đã được thiết lập từ lâu và không ngừng mở rộng. Vì vậy, theo chúng tôi, nên luật hóa việc các ngân hàng thương mại được phân phối chứng chỉ quỹ đầu tư. Việc phối hợp với hệ thống ngân hàng để có thể sử dụng được hệ thống kênh phân phối rộng lớn sẵn có hiện nay chắc chắn sẽ là một lợi thế không nhỏ cho các quỹ mở tại Việt Nam.

#### ***4.5. Phát triển các công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát***

Công ty quản lý quỹ là tổ chức có mối quan hệ đặc biệt với các quỹ đầu tư chứng khoán, là nhân tố chính thúc đẩy sự hình thành và phát triển của các quỹ đầu tư chứng khoán, bởi vậy muốn phát triển các quỹ đầu

---

tư dạng mở không thể không phát triển các công ty quản lý quỹ. Để nâng cao năng lực hoạt động, mỗi công ty quản lý quỹ cần phải xây dựng qui trình quản trị rủi ro cho toàn bộ hoạt động của công ty, có cơ chế giám sát rủi ro rõ ràng. Định kỳ, hoạt động giám sát rủi ro phải được báo cáo cho các cấp có thẩm quyền từ đó giảm thiểu rủi ro trong quá trình hoạt động, đảm bảo phát triển bền vững của công ty quản lý quỹ. Để xây dựng qui trình quản trị rủi ro, các công ty quản lý quỹ cần phải nhận diện được các loại rủi ro trong mỗi nghiệp vụ mà công ty quản lý quỹ có thể gặp phải. Qua đó, xây dựng qui trình quản trị rủi ro riêng cho mỗi hoạt động nghiệp vụ cụ thể. Trong vấn đề tái cấu trúc hoạt động, các công ty quản lý quỹ cũng cần phải áp dụng phương pháp quản trị công ty theo chuẩn mực quốc tế.

### **Tài liệu tham khảo:**

- Bộ Tài chính (2011), *Thông tư số 183/2011/TT-BTC về Hướng dẫn về việc thành lập và quản lý quỹ mở*, ban hành ngày 16 tháng 12 năm 2011.
- Bộ Tài chính (2016), *Thông tư số 15/2016/TT-BTC sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 183/2011/TT-BTC ngày 16/12/2011 hướng dẫn việc thành lập và quản lý quỹ mở*, ban hành ngày 16 tháng 12 năm 2016.
- Chính phủ (2007), *Nghị định số 14/2007/NĐ-CP về Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán*, ban hành ngày 19 tháng 01 năm 2007.
- Đức Mạnh (2023), *Hầu hết thua lỗ trong năm 2022, tiền từ các quỹ đầu tư vẫn chảy mạnh*, truy cập ngày 05 tháng 02 năm 2023, từ <<https://laodong.vn/kinh-doanh/hau-het-thua-lo-trong-2022-tien-tu-cac-quy-dau-tu-van-chay-manh-1143571.lido>>.
- Nguyễn Ngọc Linh (2022), ‘Nâng cao hiệu quả đầu tư của các quỹ đầu tư chứng khoán tại Việt Nam’, Luận án tiến sĩ, Học viện Ngân hàng.
- Quốc hội (2006), *Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11*, ban hành ngày 29 tháng 6 năm 2006.
- Quốc hội (2019), *Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14*, ban hành ngày 26 tháng 11 năm 2019.
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2022), *Báo cáo tình hình hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ*, Hà Nội.