

## ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ CỦA CÁC QUỸ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN COVID-19

**Trần Thị Xuân Anh<sup>1</sup>**

*Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam*

**Trần Thị Thu Hương**

*Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam*

**Ngày nhận:** 03/08/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 19/10/2021; **Ngày duyệt đăng:** 26/10/2021

**Tóm tắt:** Trong bối cảnh dịch bệnh COVID-19 đang bùng phát tại nhiều quốc gia trên thế giới, sự biến động trong hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư là vấn đề được nhiều nhà quản lý quỹ và các chủ thể tham gia thị trường quan tâm bởi vai trò quan trọng không thể thiếu của quỹ đầu tư trên thị trường tài chính của một quốc gia. Bài viết đánh giá hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam trong giai đoạn COVID-19 sử dụng thước đo hệ số Sharp điều chỉnh và tỷ lệ phân bù rủi ro trên giá trị rủi ro RVAR. Kết quả nghiên cứu cho thấy phần lớn các quỹ đầu tư có kết quả biến động khá mạnh trong làn sóng dịch bệnh đầu tiên ở Việt Nam với hai chỉ số đo lường đều nhận giá trị âm lớn và sự biến động này giảm ở các làn sóng dịch bệnh tiếp theo. Bên cạnh đó, hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư khác nhau biến động không giống nhau trong bối cảnh dịch bệnh COVID-19. Cụ thể, quỹ hoán đổi danh mục trong các làn sóng dịch bệnh có kết quả hoạt động tốt hơn so với các quỹ mở trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Từ khóa:** Hiệu quả hoạt động, COVID-19, Quỹ đầu tư, Việt Nam

### ASSESSING PERFORMANCE OF INVESTMENT FUNDS IN VIETNAM STOCK EXCHANGE DURING COVID-19

**Abstract:** In the context of the exponential spread of COVID-19, the volatility of investment funds' performance is the attention of funds' managers and market participants because of the indispensable role of these funds in a financial market. The article examines the performance of investment funds in Vietnam during four phases of COVID-19 by utilizing the adjusted Sharp ratio and the reward to value at risk ratio. The results indicate that most funds experienced significant fluctuations during the first wave of pandemic in Vietnam with large negative ratios and the volatility decreased in the next waves. In addition, the volatility of diverse investment

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ, Email: [anhthx@hvn.edu.vn](mailto:anhthx@hvn.edu.vn)

funds is different. Specifically, exchange-traded funds have proven their resilience better than open-ended funds in Vietnam under COVID-19 stressed circumstances.

**Keywords:** Fund's Performance, COVID-19, Investment Funds, Vietnam

---

## 1. Đặt vấn đề

Báo cáo rủi ro toàn cầu Quý I năm 2020 của Diễn đàn Kinh tế thế giới đã xếp sự lây lan của dịch bệnh truyền nhiễm ở vị trí thứ 10 trong số các rủi ro khác nhau có thể làm suy yếu hệ thống kinh tế. Ngay sau khi Báo cáo được công bố, rủi ro tương như rất khó xảy ra này đã xuất hiện và đại dịch COVID-19 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến hệ thống tài chính toàn cầu (Rizvi & cộng sự, 2020).

Sự bùng phát COVID-19 đã làm tê liệt các nền kinh tế lớn với cú sốc cả về cung và cầu cũng như nhiều thị trường tài chính đã suy giảm tới 20% (Rizvi & cộng sự, 2020). Hầu hết các thị trường tài chính đều đã trải qua những đợt ngừng hoạt động đột ngột và biến động mạnh. Thị trường tín dụng cũng hỗn loạn do người vay phải chịu nhiều áp lực từ sự gia tăng rủi ro kinh doanh. Trên thế giới, do tổng số nợ vay của hộ gia đình và doanh nghiệp đang ở mức cao kỷ lục nên khi hoạt động của nền kinh tế và thị trường trở nên xấu đi có thể dẫn đến tỷ lệ vỡ nợ rất cao (Blundell-Wignall, 2011; Lannoo & cộng sự, 2013; Zabai, 2017). Vì vậy, nhiều ngân hàng trung ương đang can thiệp liên tục để hỗ trợ cho các bên tham gia. Bên cạnh đó, suy thoái kinh tế đang là mối quan tâm hàng đầu, do đó thúc đẩy các cơ quan quản lý và nhà đầu tư (NĐT) có những phản ứng nhanh chóng. Để hỗ trợ và hồi phục nền kinh tế, chính phủ các nước đã sử dụng các gói hỗ trợ khác nhau, từ đó gây áp lực lớn lên nền tài chính công. Kết quả là lợi suất tín phiếu kho bạc giảm mạnh và tỷ suất sinh lời của các công cụ đầu tư trên thị trường bị ảnh hưởng (Baele & cộng sự, 2019).

Các khoản đầu tư vào quỹ đầu tư thường được lựa chọn bởi vì các NĐT không thích rủi ro, những người không có kinh nghiệm, am hiểu thị trường hoặc muốn thực hiện uỷ thác tài sản cho quỹ đầu tư thực hiện trên TTCK (Carhart, 1997; Fama & French, 2010). Các quỹ đầu tư quản lý chủ động được kỳ vọng mang lại tỷ suất sinh lời cao hơn so với tỷ suất sinh lời của chứng khoán riêng lẻ hoặc so với chỉ số chứng khoán, đặc biệt là trong các giai đoạn thị trường đang suy giảm hoặc trải qua những cú sốc lớn (Chevalier & Ellison, 2017; Golec, 1996). Điều này hàm ý rằng sự thay đổi trong tỷ suất sinh lời của quỹ đầu tư có khả năng phản ánh tác động của một cú sốc mang tính hệ thống như COVID-19 rõ ràng hơn so với các chỉ số chứng khoán hoặc tỷ suất sinh lời cổ phiếu khác. Hơn nữa, vì các loại hình quỹ đầu tư khác nhau về cơ cấu danh mục đầu tư, hình thức đầu tư cũng như phong cách đầu tư nên việc phân tích tỷ suất sinh lời của quỹ thường đặt trọng tâm vào việc định lượng tác động cơ cấu danh mục đầu tư (thông qua quyết định phân bổ vốn và lựa chọn chứng khoán đầu tư) và phong cách đầu tư của nhà quản lý quỹ (Naqvi & cộng sự, 2018; Reddy & cộng sự, 2017).

Tại Việt Nam, ngành quản lý quỹ ra đời vào năm 2003 và TTCK Việt Nam được cho là một thị trường mới và nhiều dư địa để quỹ đầu tư phát triển. Số lượng quỹ đầu tư được quản lý bởi các công ty quản lý quỹ tăng lên đáng kể trong những năm tiếp theo với sự đa dạng các loại quỹ trên thị trường. Thị trường chứng kiến sự suy giảm của các quỹ đóng và sự tăng trưởng mạnh mẽ của các quỹ mở và quỹ hoán đổi danh mục, cả quỹ đầu tư trong nước và nước ngoài. Hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư tại Việt Nam là vấn đề được nhiều chủ thể tham gia thị trường quan tâm từ những nhà quản lý quỹ, NĐT đến các cơ quan quản lý thị trường, đặc biệt trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động.

Luận cứ thực tiễn cho mục tiêu nghiên cứu của bài viết này xuất phát từ lý do sự lây lan nhanh chóng của COVID-19 trên khắp thế giới dẫn đến sự phản ứng đáng kinh ngạc của TTCK. Trong những tuần đầu tiên, phản ứng chính sách của các chính phủ gần như rất chậm do chưa có sự thống nhất về mức độ nghiêm trọng của dịch bệnh. Tuy nhiên, ngay sau đó, với tốc độ lây lan nhanh chóng theo cấp số nhân, đại dịch đã chuyển từ Trung Quốc sang các nước Liên minh Châu Âu (EU), Hoa Kỳ và Châu Á. Điều này buộc chính phủ các nước phải thực hiện các biện pháp chưa từng có để hạn chế sự lây lan của dịch bệnh. Hầu hết các quốc gia trên thế giới, trong đó có Việt Nam, thực hiện đóng cửa biên giới và triển khai nghiêm ngặt hạn chế di chuyển và giãn cách xã hội. Hệ thống tài chính đã chứng kiến những giai đoạn đầu cơ trước khi có sự can thiệp thực sự của chính phủ. Vì vậy, việc đánh giá hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư trong bối cảnh đại dịch COVID-19 lan rộng là cần thiết. Hơn nữa, các quỹ đầu tư có chiến lược đầu tư riêng và có thể sẽ có những tác động khác nhau từ đại dịch. Bài nghiên cứu này sẽ đánh giá hiệu quả của các quỹ đầu tư khác nhau trên TTCK Việt Nam thông qua đo lường tỷ suất sinh lời được điều chỉnh theo rủi ro trên các danh mục khác nhau để so sánh hiệu suất đầu tư của các quỹ trong giai đoạn biến động thị trường do COVID-19.

## **2. Tổng quan và khoảng trống nghiên cứu**

Quỹ đầu tư là một định chế tài chính trung gian phi ngân hàng thu hút tiền nhàn rỗi từ các nguồn khác nhau để đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ, hay các loại tài sản khác. Tất cả các khoản đầu tư này đều được quản lý chuyên nghiệp, chặt chẽ bởi công ty quản lý quỹ, ngân hàng giám sát và các cơ quan thẩm quyền khác. Nói cách khác, quỹ đầu tư được thiết lập trên cơ sở tham gia đóng góp của một số chủ thể có tiền và muốn thực hiện hoạt động đầu tư với nhau nhằm tăng cường tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư với mục đích cuối cùng là tối đa hoá lợi nhuận của những người tham gia (Reilly & Brown, 2020). Bên cạnh việc quản lý vốn chuyên nghiệp, quỹ đầu tư góp phần giảm thiểu rủi ro đầu tư thông qua việc đa dạng hóa danh mục đầu tư, giảm chi phí thông qua hiệu quả kinh tế nhờ quy mô (Vershina & cộng sự, 2016).

Hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư chịu ảnh hưởng trực tiếp từ biến động kinh tế vĩ mô (lạm phát, lãi suất tỷ giá...), thị trường tài chính cũng như kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trên thị trường. Ngoài ra, sự phát triển của quỹ đầu tư còn phụ thuộc vào nhận thức và kỳ vọng của NĐT tham gia góp vốn vào quỹ. Việc đo lường đánh giá tỷ suất sinh lời của quỹ được thực hiện với nhiều thước đo khác nhau như giá trị tài sản ròng (Net Asset Value - NAV), tỷ số Sharpe, Treynor và hệ số Jensen... nhằm đánh giá mức bù rủi ro trên một đơn vị rủi ro hoặc mức sinh lời vượt trội của quỹ (alpha) (Sangiseti & Bondu, 2020). Những nghiên cứu đánh giá hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư bắt đầu từ những năm 1960 với nghiên cứu của Jensen (1968) và Sharp (1966), sử dụng tỷ số Sharpe và mô hình định giá tài sản vốn một nhân tố CAPM. Các công trình nghiên cứu sau đó của Fama & French (1993) và Carhart (1997) đã mở rộng thành mô hình đa nhân tố để tính đến các phong cách khác nhau của các nhà quản lý quỹ đầu tư. Một số nghiên cứu trước đây đã sử dụng các thước đo và mô hình đa nhân tố này để đánh giá hiệu quả quỹ đầu tư như nghiên cứu của Ferruz Agudo & Sarto Marzal (2004) đánh giá hiệu quả quỹ đầu tư của Tây Ban Nha, nghiên cứu của Antolin (2008) về hiệu quả quỹ hưu trí, nghiên cứu về hiệu quả của các quỹ tương hỗ ở Châu Âu của Otten & Bams (2002) sử dụng mô hình đa nhân tố, nghiên cứu của Davis (2001) về hiệu quả và phong cách đầu tư của các quỹ tương hỗ tại Hoa Kỳ giai đoạn 1962 đến 1998, nghiên cứu của Mallin & cộng sự (1995) về hiệu quả các quỹ đầu tư ở Anh sử dụng các thước đo truyền thống gồm tỷ số Sharpe, Treynor và hệ số Jensen. Nghiên cứu của Eling & Schuhmacher (2007) sử dụng nhiều thước đo khác nhau nhằm đánh giá 2763 quỹ đầu tư như hệ số Sharpe, Treynor, Jensen, Omega, Sortino, Kappa 3, Calmar, Sterling, Burke, hệ số Sharp điều chỉnh, và VaR.... Mô hình bốn nhân tố Carhart được cho là hiệu quả để hiểu lợi nhuận của quỹ đầu tư (Bialkowski & Otten, 2011; Eling & Faust, 2010; Huij & Post, 2011; Lai & Lau, 2010). Một số nghiên cứu gần đây cũng sử dụng các mô hình phân tích hiệu quả quỹ đầu tư như mô hình DEA trong nghiên cứu của Lamb & Tee (2012), Banker & cộng sự (2016).

Trong bối cảnh dịch bệnh COVID-19 ảnh hưởng nghiêm trọng đến hầu hết các nền kinh tế trên thế giới và các thị trường tài chính, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm đưa ra những đánh giá cụ thể về tác động của đại dịch đến hoạt động của các quỹ đầu tư. Nghiên cứu của Sangiseti & Bondu (2020) đã phân tích tỷ suất sinh lời của các quỹ đầu tư tương hỗ (Mutual fund) tại Ấn Độ trong giai đoạn 5 tháng trước khi dịch COVID-19 bùng phát và 5 tháng trong thời gian COVID-19 bùng phát mạnh tại quốc gia này. Các thước đo như tỷ suất sinh lời bình quân, tỷ số Sharpe, Treynor, độ lệch chuẩn và beta được sử dụng để đo lường hiệu quả đầu tư trên cơ sở dữ liệu NAV của các quỹ tương hỗ có tại trang web của Hiệp hội các quỹ tương hỗ ở Ấn Độ (AMFI). Kết quả nghiên cứu cho thấy dịch bệnh COVID-19 làm giảm hiệu quả hoạt động của hầu hết các quỹ đầu tư trên thị trường Ấn Độ, song với quỹ tương hỗ giá trị NAV có mức suy giảm thấp hơn, hay nói cách khác mang lại

hiệu quả đầu tư tốt hơn cho NĐT so với các loại hình quỹ khác. Tuy nhiên, với đặc thù từng quỹ tương hỗ khác nhau hiệu quả đầu tư cũng rất khác nhau.

Rizvi & cộng sự (2020) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa COVID-19 và hiệu quả đầu tư của các quỹ đầu tư tại các nước thuộc EU. COVID-19 buộc các quốc gia tại EU đã phải thực hiện các biện pháp để hạn chế sự lây lan của dịch bệnh. Hầu hết các nước thành viên đã đóng cửa biên giới và áp đặt các hạn chế di chuyển. Điều này ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế và do đó nhóm nghiên cứu muốn xem xét tác động của nó đến hiệu suất và phong cách đầu tư của các quỹ đầu tư tại EU. Ngoài ra, chúng tôi muốn quan sát khả năng phục hồi của các quỹ đầu tư doanh nhân xã hội trước sự bùng phát COVID-19 và hiệu quả hoạt động chung của quỹ này so với các quỹ khác. Quỹ đầu tư doanh nhân xã hội (Social entrepreneurship fund) được thành lập khoảng tám năm trước và chủ yếu đầu tư vào các doanh nghiệp xã hội thực hiện các sứ mệnh xã hội và phi lợi nhuận. Nhóm nghiên cứu đã thu thập dữ liệu trong khoảng thời gian từ tháng 01 đến tháng 05 năm 2020 và phân loại sự lây lan của COVID-19 theo ba giai đoạn. Kết quả cho thấy quỹ doanh nhân xã hội đã chứng minh lợi nhuận tích cực trong ba giai đoạn, trong khi hầu hết các danh mục của các quỹ đầu tư khác đều rơi vào trạng thái lỗ. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy phong cách đầu tư của các nhà quản lý quỹ thể hiện qua việc dịch chuyển từ lựa chọn quy mô lớn và chiến lược đầu tư rủi ro cao sang quy mô đầu tư nhỏ và chiến lược đầu tư rủi ro thấp. Đây là yếu tố then chốt giúp mang lại tỷ suất sinh lời tốt hơn cho các quỹ đầu tư trong giai đoạn dịch bệnh.

Như vậy, có thể thấy dịch bệnh ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế cũng như thị trường tài chính, song mức độ ảnh hưởng cũng như kết quả tốt hay xấu còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố và đặc biệt đối với hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư còn phụ thuộc vào chiến lược, hình thức đầu tư do các nhà quản lý quỹ thực hiện và đó cũng là lý do để các nhà nghiên cứu thực hiện các công trình thực nghiệm nhằm đưa ra những phân tích, đánh giá khách quan về hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư trong bối cảnh dịch bệnh COVID-19 cho các NĐT, quản lý trên thị trường tham khảo. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư hiện còn rất hạn chế, đặc biệt đặt trong bối cảnh đại dịch COVID-19. Bài viết góp phần đánh giá thực trạng hiệu quả của các quỹ đầu tư tại Việt Nam trong bối cảnh này.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

Dịch bệnh COVID-19 xuất phát từ Trung Quốc, lần đầu tiên được công bố vào ngày 31/12/2019 và nhanh chóng lan rộng ra nhiều quốc gia trên thế giới (Rizvi & cộng sự, 2020). Việt Nam cho đến nay đã chứng kiến 4 làn sóng dịch bệnh. Tháng 03 và tháng 04 năm 2020 là khoảng thời gian diễn ra làn sóng lây nhiễm thứ nhất với số ca mắc còn hạn chế và những biện pháp chống dịch quyết liệt của Chính phủ như thực hiện cách ly toàn xã hội theo Chỉ thị 16 từ 01/04/2020. Làn sóng lây nhiễm thứ 2 trong cộng đồng diễn ra từ ngày 25/07/2020 đến tháng 09 năm 2020, chủ yếu



tại Đà Nẵng và Việt Nam cũng ghi nhận các ca tử vong đầu tiên. Ngày 27/01/2021, Việt Nam bước vào làn sóng lây nhiễm thứ 3 với số ca lây nhiễm trong cộng đồng tăng nhanh, kéo dài đến tháng 03 năm 2021. Hiện nay, cả nước đang trải qua làn sóng lây nhiễm thứ 4 với số ca mắc mới trong ngày liên tục ghi nhận ở mức kỷ lục (Bộ Y tế, 2021). Bài nghiên cứu đánh giá tỷ suất sinh lời được điều chỉnh theo rủi ro của các quỹ đầu tư đang hoạt động trên TTCK Việt Nam trong 4 làn sóng dịch bệnh COVID-19.

*Phương pháp đo lường tỷ suất sinh lời điều chỉnh theo rủi ro trong giai đoạn COVID-19*

Nghiên cứu của Pedersen & Rudholm-Alfvén (2003) cho rằng việc lựa chọn thước đo tỷ suất sinh lời đầu tư thích hợp cho một danh mục đầu tư cần xem xét đến các đặc thù về loại tài sản, ngành, thị trường và mục tiêu của NĐT. Do đó, trong giai đoạn COVID-19, bài nghiên cứu sử dụng hai phương pháp đo lường được điều chỉnh theo rủi ro phù hợp với những thời điểm biến động mạnh nhất của thị trường. Thứ nhất, đó là Hệ số Sharpe điều chỉnh (Adjusted Sharpe Ratio – ASR), được sử dụng theo khuyến nghị trong nghiên cứu của Pezier & White (2006).

Hệ số Sharpe được Sharpe (1992) xây dựng nhằm đo lường tỷ suất sinh lời vượt quá tỷ suất sinh lời phi rủi ro trên một đơn vị rủi ro khi đầu tư vào một tài sản hoặc một danh mục đầu tư. Hệ số Sharpe có công thức tính như sau:

$$\text{Hệ số Sharpe} = (R_p - R_f) / \sigma_p$$

trong đó  $R_p$  là tỷ suất sinh lời của danh mục đầu tư;

$R_f$  là tỷ suất sinh lời phi rủi ro;

$\sigma_p$  là độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời của danh mục đầu tư.

Nghiên cứu của Scholz (2007) đưa ra hệ số Sharpe điều chỉnh nhằm đo lường tỷ suất sinh lời đầu tư tốt hơn trong điều kiện thị trường biến động mạnh, bất ổn dẫn đến tỷ suất sinh lời tài sản biến động lệch chuẩn. Công thức tính hệ số Sharpe điều chỉnh như sau:

$$ASR_i = SR_i \left( 1 + \frac{s_k}{6} \times SR_i - \left( \frac{k_r - 3}{24} \right) \right) \times SR_i^2$$

trong đó  $SR_i$  là hệ số Sharpe cho quỹ  $i$ ;  $s_k$  là giá trị skewness;  $k_r$  là giá trị kurtosis.

Thước đo thứ hai được sử dụng trong bài nghiên cứu là tỷ lệ phần bù rủi ro trên giá trị rủi ro (Value at risk - VaR). Nghiên cứu của Assaf (2015), Iglesias (2015) và Su (2015) cho thấy các mô hình dựa trên VaR vượt trội hơn về mặt thống kê trong việc định lượng rủi ro thị trường. Tương tự, nghiên cứu của Deng & cộng sự (2013) đã chứng minh mức độ phù hợp của giá trị rủi ro trong tối ưu hóa danh mục đầu tư. Ngoài ra, nghiên cứu Reddy & cộng sự (2017) cũng lưu ý rằng các phương pháp đo

lường tỷ suất sinh lời được điều chỉnh theo rủi ro tính theo phương pháp VaR sẽ phù hợp hơn trong trường hợp đo lường tỷ suất sinh lời dựa trên giá trị tài sản ròng (Net Asset Value – NAV). Kế thừa kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả đã ước tính VaR bằng cách sử dụng phương pháp mô phỏng lịch sử. Phần bù rủi ro trên giá trị VaR được tính toán theo công thức sau:

$$RVAR_p = \frac{R_p - R_f}{VAR_p}$$

trong đó  $R_p$  và  $VAR_p$  đại diện cho tỷ suất sinh lời và giá trị rủi ro cho mỗi quỹ (dựa trên giá trị tài sản ròng NAV).

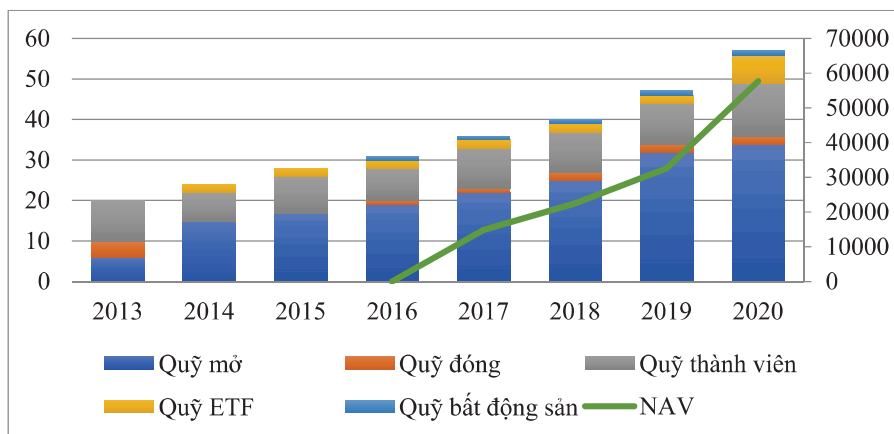
#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1 Giới thiệu về hệ thống quỹ đầu tư tại Việt Nam

Ngành quản lý quỹ tại Việt Nam bắt đầu hình thành từ tháng 07 năm 2003 với sự ra đời của Công ty Quản lý quỹ đầu tư Việt Nam và quỹ đầu tư đầu tiên hình thành vào năm 2004. Giai đoạn 1991-2001 trên thị trường chủ yếu là hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài. Sau gần 20 năm hình thành và phát triển, ngành quản lý quỹ đã có nhiều sự thay đổi cả về số lượng quỹ đầu tư chứng khoán, quy mô tài sản quản lý cũng như loại hình quỹ đầu tư.

Quỹ đầu tư trong nước đầu tiên ra đời ở Việt Nam vào ngày 20/05/2004 là Quỹ VF1, quỹ đóng, được cấp phép thành lập và được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh với số vốn ban đầu là 300 tỷ đồng. Trong thời gian đầu, quỹ đóng là loại quỹ phổ biến với số lượng tăng lên nhanh chóng và chiếm phần lớn trong tổng số quỹ đầu tư tại Việt Nam. Năm 2008, số lượng quỹ đóng là 18 chiếm 85% tổng số quỹ đầu tư (Dự án Việt, 2021).

Đơn vị: quỹ, tỷ đồng

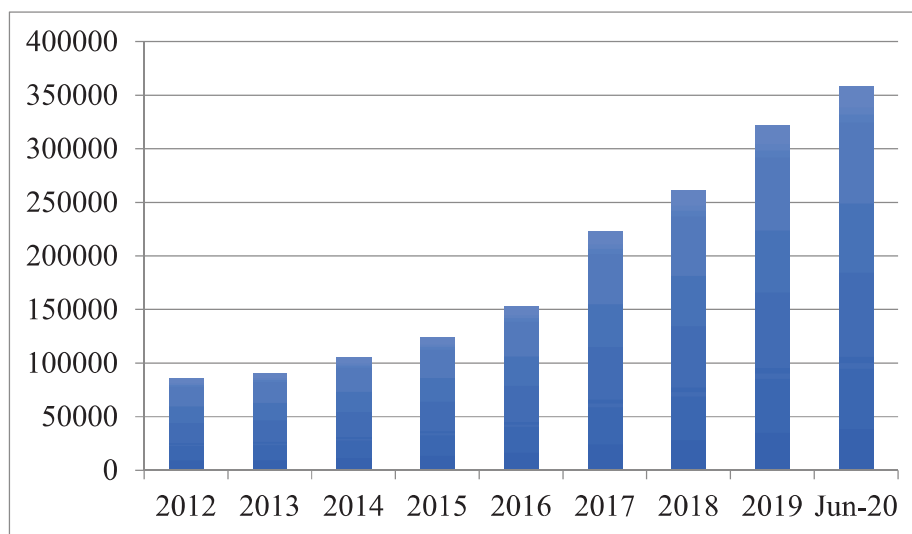


**Biểu đồ 1. Thống kê các loại quỹ đầu tư trên thị trường chứng khoán và giá trị tài sản ròng của các quỹ đầu tư**

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2021)

Trước năm 2012, hầu hết các quỹ hoạt động trên thị trường là quỹ thành viên, chỉ có 4 quỹ đóng đại chúng, chiếm khoảng 20% số lượng quỹ. Giai đoạn 2012-2020 các quỹ đầu tư có sự thay đổi về chất, quỹ thành viên, quỹ đóng dần được thay thế bằng các quỹ đại chúng mới như quỹ mở, quỹ ETF, quỹ đầu tư bất động sản. Tính đến tháng 12 năm 2020, tổng số quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam đã tăng lên 57 quỹ, bao gồm 34 quỹ mở, 2 quỹ đóng, 13 quỹ thành viên, 7 quỹ ETF và 1 quỹ bất động sản với tổng giá trị tài sản ròng (NAV) trên 62000 tỷ đồng.

*Đơn vị: tỷ đồng*



**Biểu đồ 2. Tổng tài sản quản lý AUM tại các công ty quản lý quỹ**

*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2021)*

Tổng tài sản quản lý tại các công ty quản lý quỹ cũng có sự gia tăng qua các năm. Giai đoạn 2012-2013, tổng tài sản quản lý AUM tại các công ty quản lý quỹ chỉ khoảng 90000 tỷ đồng, đến năm 2019 đã tăng lên hơn 320000 tỷ đồng và giữa năm 2020 tăng lên gần 360000 tỷ đồng, gấp gần 4 lần năm 2012. Sự tăng trưởng này đến từ sự tăng trưởng trong quy mô thị trường và nỗ lực của các công ty quản lý quỹ.

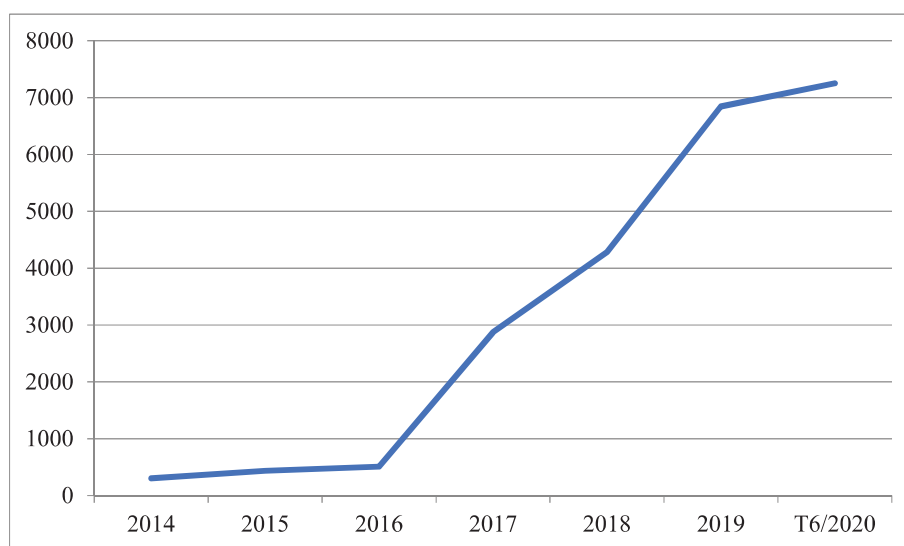
Trong quá trình phát triển ngành quỹ đầu tư, nhiều loại quỹ mới được giới thiệu như quỹ mở, quỹ bất động sản, quỹ ETF. Trong đó, sự tham gia của các quỹ ETF đã đóng góp rất lớn vào tính thanh khoản của thị trường, cung cấp lựa chọn đầu tư đa dạng cho NĐT. Quy mô tổng tài sản của các quỹ ETF quản lý trên toàn cầu tăng mạnh giai đoạn 2009-2019 với mức tăng gần 400% lên 11,4 nghìn tỷ USD vào ngày 19/11/2019 cho thấy vai trò của ETF. Tại Việt Nam, số lượng các quỹ ETF đã tăng đáng kể, bao gồm cả các quỹ ETF nước ngoài và các quỹ ETF trong nước.

FTSE Vietnam ETF và VNM ETF là hai quỹ ETF nước ngoài đầu tiên đầu tư vào TTCK Việt Nam, được thành lập vào năm 2008 và 2009 với giá trị tài sản ban đầu lần lượt là 5,1 triệu USD và 14 triệu USD. Quỹ ETF trong nước đầu tiên tại



Việt Nam ra đời năm 2014, tuy nhiên dù đã kết hợp được cả đặc điểm của quỹ đóng và quỹ mở, quỹ vẫn không hấp dẫn được NĐT. Nhưng từ năm 2017, các quỹ ETF bắt đầu có sự tăng trưởng. Năm 2020 đã có 5 quỹ ETF trong nước được thành lập, chiếm 70% tổng số quỹ ETF trong nước hiện đang hoạt động tại Việt Nam. Các quỹ ETF mới được thành lập năm 2020 không chỉ dựa trên chỉ số vốn hoá thị trường (như VN30 hay VN100) mà còn dựa trên các chỉ số tùy chỉnh dựa trên nhu cầu thực của các quỹ đầu tư hiện nay, bao gồm các quỹ như VNDiamond, VNFinlead và VNFinselect với những tiêu chí rất đặc biệt.

*Đơn vị: tỷ đồng*



**Biểu đồ 3. Tổng giá trị NAV của các quỹ ETF trong nước**

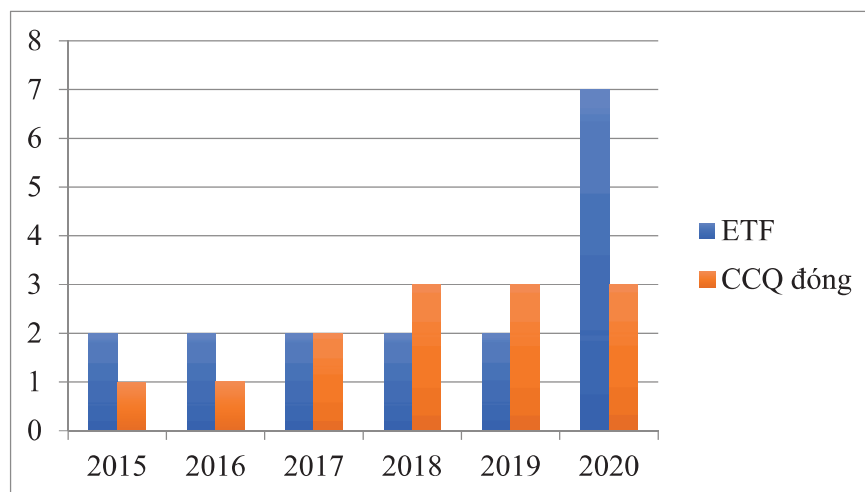
*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2021)*

Tuy đã có sự phát triển nhất định qua các năm nhưng hoạt động của các quỹ đầu tư tại Việt Nam vẫn còn hạn chế so với tiềm năng của thị trường. Các quỹ đầu tư cũng chưa thực sự phát huy được vai trò trong thu hút vốn đầu tư, dẫn dắt các NĐT cá nhân và đóng góp vào sự ổn định trong hoạt động của TTCK. Số lượng các quỹ niêm yết chứng chỉ quỹ trên Sở giao dịch chứng khoán còn ít, khối lượng giao dịch thấp so với tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường (tính cho cả cổ phiếu, chứng quyền và trái phiếu). Điều này cản trở ngành quỹ đầu tư tiếp cận với các NĐT tiềm năng trên thị trường thứ cấp.

Hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư có tác động nhất định lên TTCK Việt Nam. Trong đó, các quỹ đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng khá lớn do có quy mô đầu tư lớn, khả năng phân tích thị trường tốt, có ảnh hưởng đến thanh khoản của thị trường. Luồng vốn trực tiếp và gián tiếp của các quỹ đầu tư ngoại được các NĐT quan tâm để đưa ra chiến lược đầu tư phù hợp. Các quỹ đầu tư nước ngoài trước đây có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp lớn niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh nhằm hạn chế rủi ro. Tuy nhiên, khi làn sóng khởi

ngành tại Việt Nam xuất hiện, các quỹ đầu tư nước ngoài có xu hướng chuyển sang đầu tư các công ty khởi nghiệp. Các quỹ đầu tư nước ngoài lớn ở thị trường Việt Nam như Mekong Capital hay VinaCapital sở hữu cổ phần của nhiều công ty khởi nghiệp ở Việt Nam.

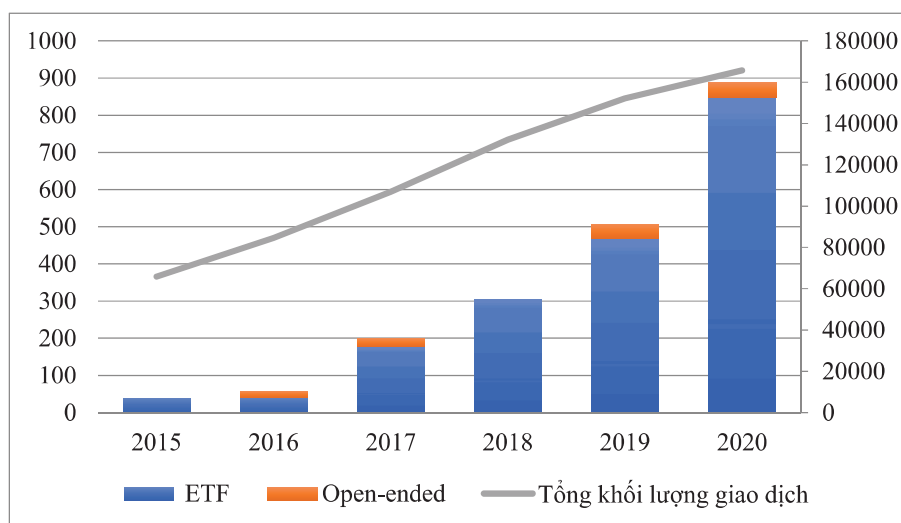
*Đơn vị: quỹ*



**Biểu đồ 4. Số lượng quỹ đầu tư chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch**

*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2021)*

*Đơn vị: triệu chứng khoán*



**Biểu đồ 5. Khối lượng giao dịch chứng chỉ quỹ**

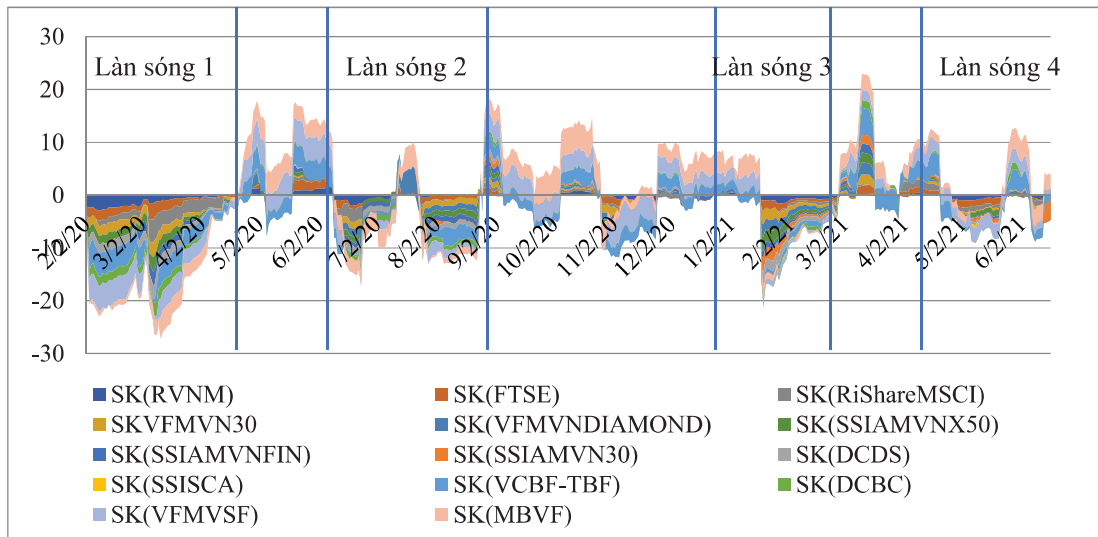
*Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2021)*

Bên cạnh đó, các quỹ đầu tư nước ngoài trước những tác động của yếu tố toàn cầu có thể rút vốn ồ ạt ra khỏi thị trường Việt Nam. Trong quý I năm 2020, dưới tác động của dịch COVID-19, giá trị dòng vốn ETF rút khỏi các thị trường mới nổi và

cận biên tại khu vực Đông Nam Á đạt 283 triệu USD, chiếm khoảng 3,7% so với tổng giá trị bán ròng của khối ngoại tại các thị trường này (Nguyễn, 2020). Tại Việt Nam, nhiều quỹ nước ngoài đã thực hiện cơ cấu lại danh mục đầu tư do giá nhiều cổ phiếu giảm. Mặc dù vậy, so với các nước trong khu vực, các quỹ đầu tư nước ngoài không rút vốn ồ ạt khỏi thị trường Việt Nam. Nội dung dưới đây sẽ đánh giá cụ thể hơn hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư tại Việt Nam trong giai đoạn COVID-19.

#### 4.2 Hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư tại Việt Nam trong giai đoạn COVID-19

Sự xuất hiện của COVID-19 đã tác động lớn đến nền kinh tế nói chung và hệ thống tài chính nói riêng, dẫn đến những thách thức không nhỏ đối với các nhà quản lý quỹ. Nghiên cứu này nhằm đánh giá lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro của một số quỹ đầu tư trên TTCK Việt Nam trong bối cảnh đại dịch. Các quỹ đầu tư được lựa chọn để nghiên cứu là các quỹ ETF, các quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu, và quỹ mở đầu tư cổ phiếu. Do hạn chế trong việc thu thập dữ liệu NAV theo ngày của các quỹ, bài viết lựa chọn 14 quỹ để nghiên cứu. Hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư trong mẫu nghiên cứu được đánh giá qua hai chỉ số Sharp điều chỉnh (ASR) và tỷ lệ phần bù rủi ro trên giá trị rủi ro RVAR như đã trình bày ở phần trên. Hai chỉ số này đều được tính toán dựa trên NAV trên mỗi chứng chỉ quỹ của các quỹ trong mẫu nghiên cứu. Giai đoạn nghiên cứu từ tháng 01 năm 2020 đến tháng 06 năm 2021. Dữ liệu NAV trên chứng chỉ quỹ theo ngày của mỗi quỹ đầu tư được thu thập từ trang web của từng quỹ. Phương pháp tổng hợp, phân tích thống kê và phần mềm R được sử dụng để tính toán các chỉ số nhằm đánh giá hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư tại Việt Nam.



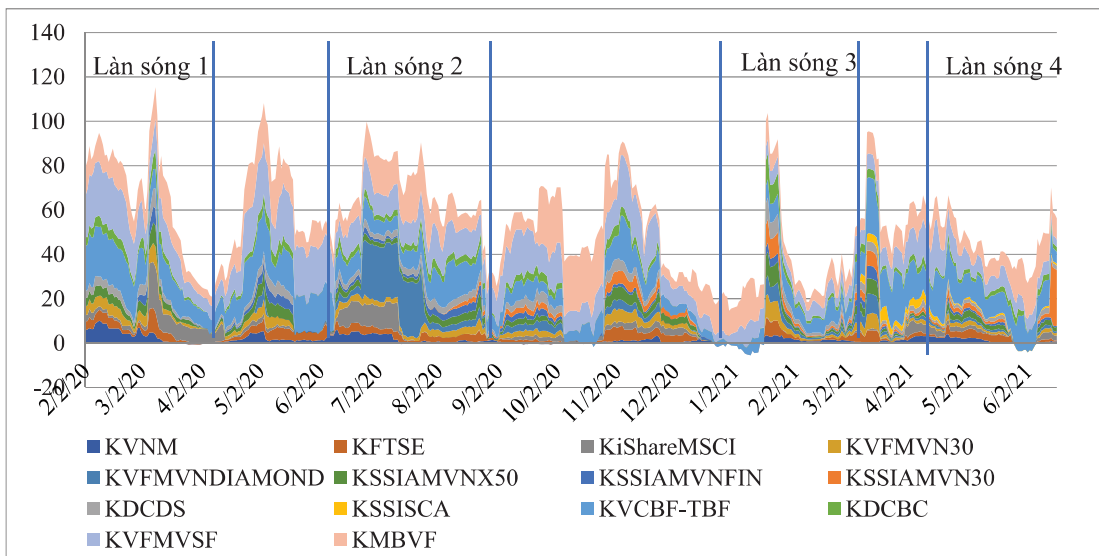
**Biểu đồ 6. Độ lệch (skewness) của tỷ suất sinh lời theo ngày các quỹ đầu tư**

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Trước tiên, độ lệch cuộn (rolling skewness) và độ nhọn cuộn (rolling kurtosis) với khoảng thời gian 1 tháng (trung bình 24 ngày) được tính toán và biểu diễn trong

biểu đồ 6 và 7. Trong giai đoạn nghiên cứu từ tháng 01 năm 2020 đến tháng 06 năm 2021, giá trị độ lệch (skewness) của tỷ suất sinh lời theo ngày các quỹ đầu tư được lựa chọn đều khác 0 điều này cho thấy không có phân phối chuẩn trong tỷ suất sinh lời theo ngày của quỹ đầu tư. Do vậy, sử dụng thước đo tỷ số Sharp thông thường sẽ không phản ánh chính xác hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư trong giai đoạn này. Trong các khoảng thời gian mà COVID-19 tác động đến Việt Nam tạo ra các làn sóng dịch bệnh thì giá trị độ lệch (skewness) của tỷ suất sinh lời các quỹ đầu tư đều có xu hướng âm đáng kể, thể hiện rủi ro trong các giai đoạn này. Trong các quỹ đầu tư thì các quỹ đầu tư nước ngoài ETF như FTSE, iShareMSCI, VNM và quỹ đầu tư trong nước VFMVN30 có độ lệch biến động ít nhất ngay cả trong các giai đoạn dịch COVID-19 xảy ra ở Việt Nam. MBVF là quỹ mở có độ lệch của tỷ suất sinh lời biến động mạnh nhất.

Khi quan sát độ nhọn của tỷ suất sinh lời theo ngày các quỹ đầu tư có thể thấy trong cả giai đoạn nghiên cứu, tỷ suất sinh lời theo ngày của các quỹ đầu tư có độ nhọn chủ yếu là lớn hơn 3. Ngoài một số quỹ ETF nước ngoài như VNM, FTSE, iShareMSCI và quỹ mở VFMVSF có độ nhọn (kurtosis) nhỏ, thì các quỹ còn lại có độ nhọn lớn, trong đó quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu MBVF tiếp tục có độ nhọn lớn nhất. Trong các làn sóng COVID-19, độ nhọn (kurtosis) tỷ suất sinh lời của các quỹ đầu tư đạt đến mức cao nhất trong cả giai đoạn nghiên cứu. Như vậy, tỷ số Sharp truyền thống không phù hợp để đánh giá rủi ro khi tỷ suất sinh lời hàng ngày của các quỹ không tuân theo phân phối chuẩn.



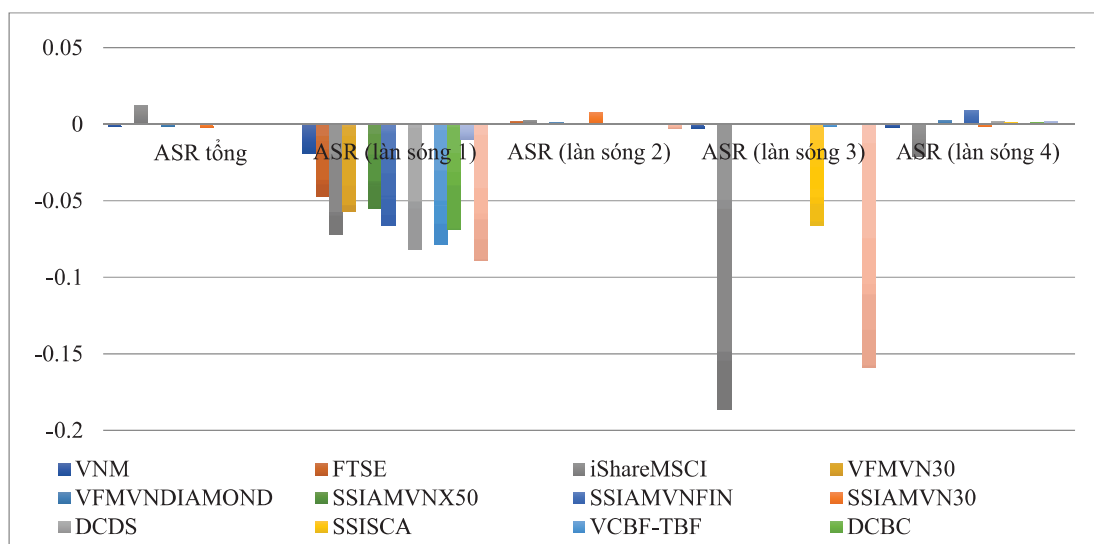
**Biểu đồ 7. Độ nhọn (kurtosis) của tỷ suất sinh lời theo ngày các quỹ đầu tư**

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Trong khi tỷ số Sharp thông thường rất nhạy cảm với những biến động của thị trường (Scholz, 2007) thì tỷ số Sharp điều chỉnh không yêu cầu phân phối của tỷ suất sinh lời là chuẩn và được điều chỉnh theo độ lệch và độ nhọn của tỷ suất sinh

lời, do vậy phù hợp với giai đoạn nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu khi tỷ suất sinh lời theo ngày của các quỹ không tuân theo phân phối chuẩn.

Để hiểu rõ và cụ thể hơn về biến động của tỷ suất sinh lời từng quỹ đầu tư trong các giai đoạn dịch COVID-19 bùng phát thì tỷ số Sharp điều chỉnh tổng hợp được tính toán cho từng quỹ ở các giai đoạn khác nhau. Biểu đồ 8 thể hiện kết quả tỷ lệ Sharp điều chỉnh cho cả giai đoạn nghiên cứu (từ 01/2020 đến 06/2021), giai đoạn làn sóng COVID-19 thứ 1 (tháng 03 và 04 năm 2020), làn sóng thứ 2 (tháng 07 đến tháng 09 năm 2020), làn sóng thứ 3 (tháng 01 đến tháng 03 năm 2021) và làn sóng thứ 4 (từ 27/04/2021) của 14 quỹ đầu tư trong mẫu. Tỷ lệ phân bù rủi ro trên giá trị rủi ro RVAR cũng được tính toán cho từng quỹ đầu tư trong cả giai đoạn nghiên cứu và trong từng giai đoạn ứng với các làn sóng COVID-19 bùng phát tại Việt Nam. Kết quả được thể hiện trong Biểu đồ 9.



	VNM	FTSE	iShareMSCI	VFMV30	VFMVNDIAMOND	SSIAMVNX50	SSIAMVNFIN	SSIAMVN30	DCDS	SSISCA	VCFB-TBF	DCBC	VFMVSF	MBVF
ASR tổng	-0.00114	-0.00059	0.01243	-0.00021	-0.00118	-0.00023	0.00000	-0.00218	-0.00039	-0.00011	0.00015	-0.00031	0.00004	-0.00074
ASR (làn sóng 1)	-0.01914	-0.04720	-0.07159	-0.05666	NA	-0.05499	-0.06591	NA	-0.08176	NA	-0.07846	-0.06839	-0.00956	-0.08850
ASR (làn sóng 2)	0.00001	0.00191	0.00236	0.00024	0.00140	0.00037	0.00061	0.00805	0.00042	NA	-0.00009	0.00045	0.00010	-0.00243
ASR (làn sóng 3)	-0.00287	-0.00038	-0.18639	-0.00002	0.00000	-0.00001	0.00008	-0.00001	-0.00014	-0.06634	-0.00144	-0.00008	-0.00056	-0.15897
ASR (làn sóng 4)	-0.00216	0.00000	-0.02092	0.00092	0.00276	0.00059	0.00937	-0.00178	0.00169	0.00130	-0.00004	0.00146	0.00168	-0.00013

**Biểu đồ 8. Hệ số Sharp điều chỉnh (ASR) tổng hợp cho từng giai đoạn nghiên cứu**

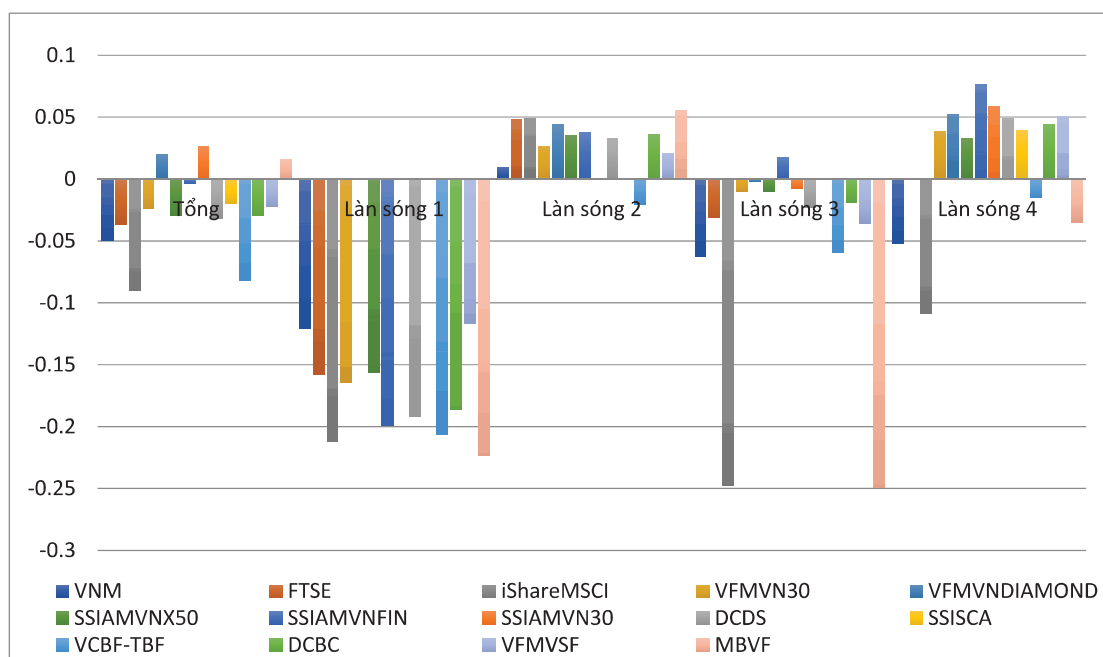
*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Trong cả giai đoạn nghiên cứu, nhìn chung các quỹ đều có ASR âm, ngoại trừ quỹ ETF nước ngoài iShareMSCI, quỹ mở đầu tư cổ phiếu và trái phiếu VCFB-TBF, và quỹ mở đầu tư cổ phiếu VFMVSF. Tương tự, tỷ lệ phân bù rủi ro trên giá trị rủi ro RVAR của phần lớn các quỹ đều âm, chỉ có số lượng rất ít các quỹ có giá trị dương (Biểu đồ 9). Điều này là do lợi nhuận trung bình nhỏ hơn lãi suất phi rủi ro trong giai đoạn lấy mẫu.

Kết quả ASR và RVAR trong từng giai đoạn có sự khác biệt đáng kể. Làn sóng COVID-19 đầu tiên tác động mạnh mẽ đến lợi nhuận của tất cả các quỹ, hầu hết các



quỹ đều chứng kiến ASR và RVAR âm với ASR trung bình -0,06 và RVAR trung bình -0,15 (Biểu đồ 8 và 9). Dịch bệnh đã ảnh hưởng tiêu cực đến hành vi của NĐT. TTCK chứng kiến biến động giảm sâu liên tục trong tháng 03 và 04 năm 2020. Các quỹ ETF chiếm ưu thế hơn so với các quỹ đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu khác với mức giảm lợi nhuận ít hơn. Khi đại dịch COVID-19 bắt đầu làn sóng đầu tiên ở Việt Nam, thị trường tài chính phản ứng khá mạnh với những diễn biến phức tạp của đại dịch, các quỹ ETF chứng kiến sự biến động giá trị tài sản ròng (NAV) mạnh. Nhiều quỹ bị thu hẹp do sự bùng phát của COVID-19, có quỹ đã giảm đến 20% kể từ đầu năm 2020 (Van, 2020). Hầu hết các khoản đầu tư của VFM đều mất giá.



	VNM	FTSE	iShareMSCI	VFMVN30	VFMVNDIAMOND	SSIAMVNX50	SSIAMVNFIN	SSIAMVN30	DCDS	SSISCA	VCBF-TBF	DCBC	VFMVSF	MBVF
<b>Tổng</b>	-0.04926	-0.03618	-0.09002	-0.02388	0.02018	-0.02895	-0.00320	0.02658	-0.03173	-0.01963	-0.08132	-0.02909	-0.02180	0.01573
<b>Làn sóng 1</b>	-0.12035	-0.15797	-0.21230	-0.16392	NA	-0.15618	-0.19909	NA	-0.19181	NA	-0.20594	-0.18579	-0.11696	-0.22306
<b>Làn sóng 2</b>	0.00965	0.04854	0.04907	0.02675	0.04454	0.03525	0.03745	NA	0.03299	NA	-0.02043	0.03616	0.02125	0.05548
<b>Làn sóng 3</b>	-0.06253	-0.03142	-0.24757	-0.01024	-0.00187	-0.00955	0.01728	-0.00731	-0.02278	NA	-0.05936	-0.01872	-0.03583	-0.24905
<b>Làn sóng 4</b>	-0.05192	-0.00064	-0.10896	0.03832	0.05231	0.03313	0.07695	0.05847	0.04869	0.03974	-0.01506	0.04446	0.05072	-0.03505

**Biểu đồ 9. RVAR của các quỹ đầu tư trong từng giai đoạn nghiên cứu**

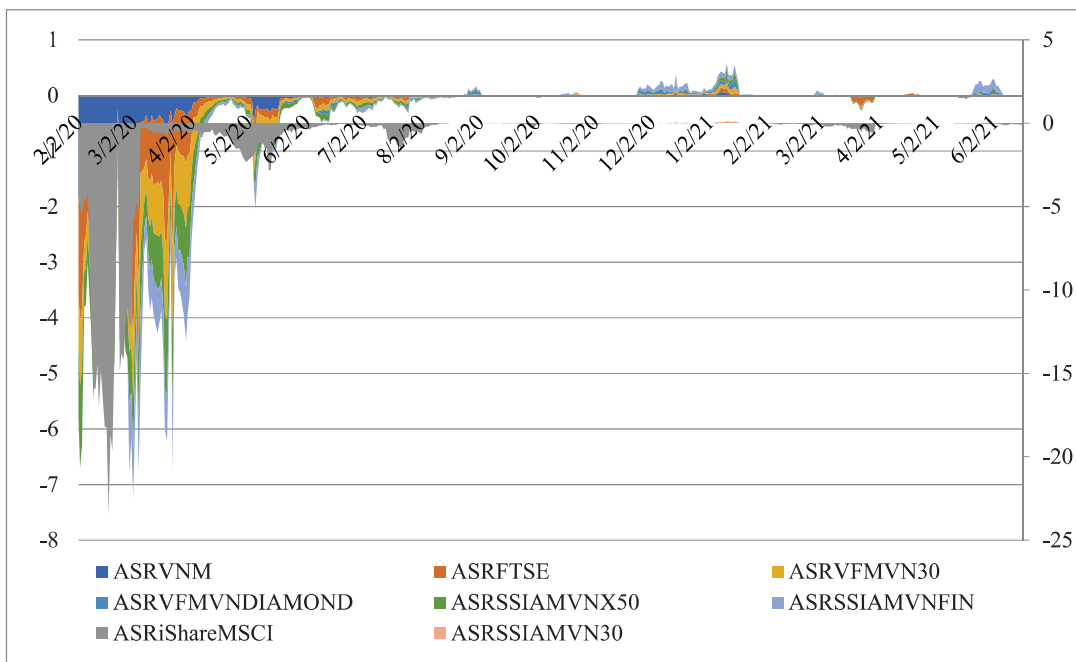
*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Giai đoạn sau đó TTCK có những diễn biến tích cực cùng với những chính sách của Chính phủ như giảm lãi suất. Biến động tỷ suất sinh lời của các quỹ đầu tư cũng giảm dần ở làn sóng dịch bệnh thứ 2, không còn phản ứng quá mạnh với những thông tin bùng phát dịch ở Việt Nam. Đây là giai đoạn thành công của nhiều quỹ đầu tư lớn tại Việt Nam. Hầu hết các quỹ đều có hệ số Sharp điều chỉnh dương ở mức nhỏ. Kết quả này cũng tương tự với chỉ số RVAR (trung bình ở mức 0,04). So với các quỹ đầu tư trong nước thì các quỹ đầu tư nước ngoài và quỹ ETF có kết quả tốt hơn với mức tăng ASR và RVAR lớn hơn như VNM, FTSE, iShareMSCI.... Rõ

ràng, trong làn sóng dịch bệnh thứ 2 phản ứng của thị trường khác với phản ứng của làn sóng đầu tiên. Các quỹ đầu tư có kết quả tốt trong giai đoạn này. Nguyên nhân một phần do các chính sách của Chính phủ trong việc phòng và dập dịch.

Làn sóng dịch bệnh thứ 3 xảy ra đã làm cho điều kiện thị trường xấu đi, hệ số Sharp điều chỉnh và tỷ lệ phần bù rủi ro trên giá trị rủi ro đều giảm xuống vùng tiêu cực, tuy nhiên mức giảm không mạnh mẽ như ở làn sóng thứ nhất. Ba quỹ có mức độ giảm ASR lớn nhất là quỹ ETF iShareMSCI, quỹ đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu SSISCA, và quỹ đầu tư vào cổ phiếu MBVF với ASR lần lượt là -0,186, -0,066 và -0,158. Kết quả tương tự cũng xảy ra với chỉ số RVAR với RVAR của iShareMSCI là -0,247 và RVAR của MBVF là -0,249, trong khi các quỹ khác trung bình ở mức -0,03. Nhiều quỹ đầu tư chỉ chứng kiến sự sụt giảm ASR và RVAR nhẹ so với làn sóng dịch bệnh thứ 1.

Ở làn sóng dịch bệnh thứ 4, ngoại trừ các quỹ đầu tư nước ngoài và quỹ đầu tư cổ phiếu MBVF, hầu hết các quỹ trong mẫu nghiên cứu đều có ASR và RVAR dương trở lại. Tuy nhiên, làn sóng dịch bệnh thứ 4 vẫn đang tiếp diễn phức tạp và chưa đạt đỉnh.



**Biểu đồ 10. Hệ số Sharp điều chỉnh liên tục (Rolling ASR) của các quỹ ETF**

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Bên cạnh những diễn biến chung thì hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư khác nhau cũng rất khác nhau. Trong tất cả các giai đoạn, phần lớn các quỹ ETF đều cho thấy khả năng chống đỡ trước những diễn biến phức tạp của thị trường khi chỉ số ASR không có biến động quá mạnh, ngoại trừ quỹ iShareMSCI. Điều này chứng tỏ các quỹ ETF hoạt động khá hiệu quả và có khả năng thích ứng với các điều kiện bất lợi của thị trường. Các quỹ ETF không những đã không làm tăng sự biến động

của thị trường trong cuộc khủng hoảng COVID-19 mà còn góp phần tạo thêm sự ổn định. Trong suốt thời kỳ biến động của thị trường, nhiều NĐT chuyển sang đầu tư qua các quỹ ETF để quản lý rủi ro. Phương pháp phân tích chu kỳ cuộn liên tục (rolling) được sử dụng để thấy sự biến động của hệ số Sharp điều chỉnh (ASR) qua thời gian của từng quỹ đầu tư. ASR được tính cho giai đoạn 1 tháng (trung bình khoảng 24 ngày) liên tục từ tháng 01/2020 đến tháng 06/2021 và kết quả được thể hiện trong biểu đồ 10 và 11.

Trong giai đoạn tháng 03, tháng 04 năm 2020, ở làn sóng dịch bệnh thứ 1, hệ số Sharp điều chỉnh biến động nhận giá trị âm lớn ở hầu hết các quỹ ETF nhưng vẫn không lớn bằng biến động trong tỷ suất sinh lời của các quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu khác (trừ quỹ iShareMSCI).

Trong giai đoạn này, ngành quỹ trong bối cảnh thị trường lao dốc cũng gặp không ít khó khăn khi giá trị tài sản ròng của nhiều quỹ diễn biến tiêu cực, quy mô bị thu hẹp đáng kể. Nhiều quỹ đầu tư lớn như VNM cũng có hiệu suất đầu tư âm. Tuy nhiên, với sự phục hồi vào những tháng cuối năm 2020 của TTCK Việt Nam thì nhiều quỹ đầu tư đã lấy lại được sự tăng trưởng, đặc biệt nhiều quỹ ETF trong nước đã mở rộng và tăng trưởng ấn tượng vào đầu năm 2021. Quỹ ETF thường được coi là một giải pháp thay thế hiệu quả cho các quỹ đầu tư khác, đặc biệt là trong những thời kỳ có nhiều biến động. Mặc dù mới được niêm yết từ tháng 03 và tháng 05 năm 2020, hai quỹ ETF trong nước là VNDiamond và SSIAM VNFIN Lead đã có giá trị tài sản tăng gần 50 lần và 100 lần so với quy mô niêm yết tính đến tháng 06 năm 2021. ETF VNDiamond là quỹ đầu tư trong nước khá thành công trên thị trường khi giá trị tài sản đã tăng lên nhanh chóng, đặc biệt là từ cuối năm 2020 và trở thành quỹ ETF trong nước lớn nhất thị trường. Quỹ đầu tư vào một số cổ phiếu chất lượng, đã đạt hoặc gần hết giới hạn sở hữu nước ngoài tại Việt Nam, từ đó thu hút NĐT nước ngoài gián tiếp đầu tư. Đây là quỹ ETF trong nước có hoạt động hiệu quả nhất, tỷ suất sinh lời ít biến động và thường dương trong giai đoạn nghiên cứu. Năm 2020, quỹ VN Diamond có mức sinh lời 55,8%, cao hơn hẳn VNIndex và vượt xa mức sinh lời khoảng 10% của quỹ đầu tư nước ngoài FTSE, iShare MSCI. Quỹ SSIAM VNFIN Lead cũng là quỹ có hiệu quả tích cực trong năm 2020 và đầu năm 2021. Đây là quỹ đầu tư tối thiểu 10 cổ phiếu được lựa chọn từ các cổ phiếu thành phần thuộc chỉ số ngành tài chính VNAllshare Financials Index, đại diện cho 25% vốn hoá TTCK Việt Nam. Đa phần cổ phiếu thuộc chỉ số đều ở nhóm ngân hàng, là nhóm đã có tăng trưởng tích cực năm 2020. Các quỹ ETF nội nhỏ hơn có hoạt động không hiệu quả lắm như SSIAMVNX50.

Các quỹ đầu tư nước ngoài mặc dù có tỷ suất sinh lời không cao như các quỹ đầu tư trong nước nhưng mức độ biến động tỷ suất sinh lời thấp hơn, thể hiện sự ổn định và ít rủi ro hơn. Quỹ đầu tư nước ngoài IShareMSCI là quỹ có mức độ biến động tỷ suất sinh lời cao so với các quỹ ETF khác. Một số quỹ đầu tư nước ngoài như VNM chỉ đầu tư khoảng 2/3 danh mục vào thị trường Việt Nam, còn lại là ở

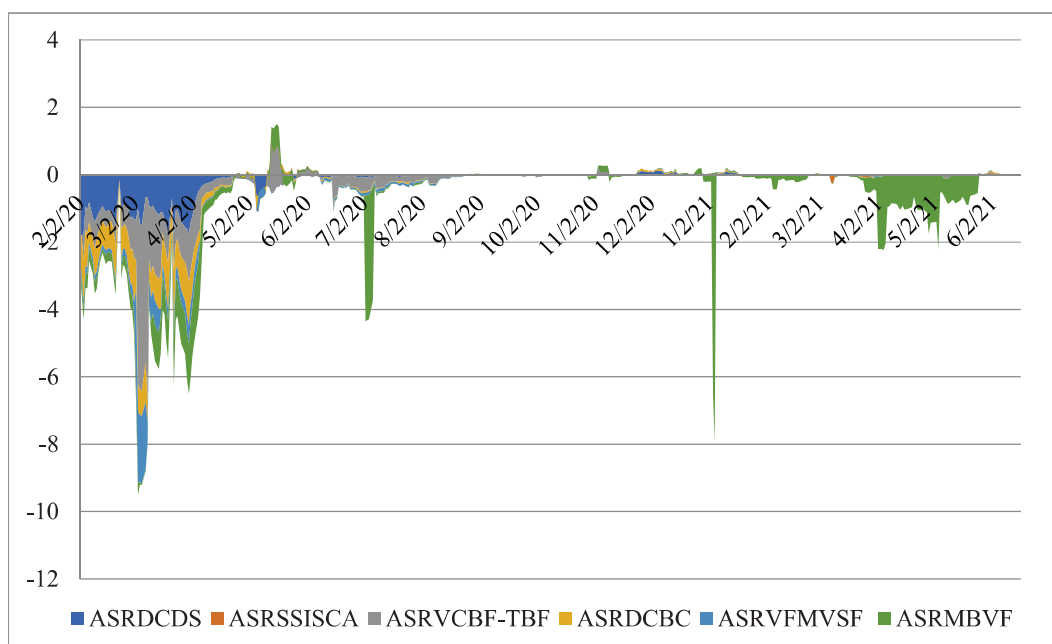
các thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan... Trong giai đoạn đầu năm 2020, các quỹ ETF nước ngoài có xu hướng rút vốn mạnh ra khỏi thị trường Việt Nam do nhận định nhiều nguy cơ và đánh giá khả năng sinh lời kém. Làn sóng dịch bệnh đầu tiên ở Việt Nam đã khiến nhiều tổ chức quốc tế phát đi những cảnh báo về rủi ro của nền kinh tế. Ngay lập tức, một làn sóng bán rông cổ phiếu cực mạnh trên TTCK vì các tổ chức đầu tư toàn cầu phân bổ vốn theo thị trường, sẵn sàng cơ cấu lại tỷ trọng trên cơ sở đánh giá rủi ro chung. Quỹ ETF VNM đã rút ròng 40 triệu USD và là quỹ ETF bị rút vốn mạnh nhất trên TTCK Việt Nam trong 4 tháng đầu năm 2020 (Việt An, 2020). Tuy nhiên sau đó, việc khống chế thành công dịch bệnh ở làn sóng đầu tiên đã tạo tâm lý tin tưởng hơn cho các NĐT, thị trường ít chịu ảnh hưởng hơn ở làn sóng dịch bệnh thứ 2, khiến dòng vốn có xu hướng quay trở lại thị trường. Ở làn sóng dịch bệnh thứ 4, thị trường Việt Nam tiếp tục chứng kiến mức rút vốn ròng của các quỹ đầu tư do Châu Á đang là điểm trũng của dịch COVID-19 mà Việt Nam cũng không ngoại lệ.

Trong khi các kết quả đánh giá cho quỹ ETF tốt hơn thì các quỹ mở lại được đánh giá là có phí cao và khó có thể đánh bại được thị trường. Trong các làn sóng COVID-19, mức độ biến động tỷ suất sinh lời điều chỉnh của các quỹ là khác nhau. Kết quả đầu tư của các quỹ có sự phân hoá mạnh, nhiều quỹ mở ghi nhận mức sụt giảm tương đương hoặc nhiều hơn VNIndex. Nhiều quỹ đầu tư đã tồn tại và hoạt động lâu dài cũng không tránh khỏi sự sụt giảm tỷ suất sinh lời trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2020 như quỹ DCDS, DCDB, VCBF-BCF, SSISCA. Quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu có mức sụt giảm nhiều hơn so với các quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu. Điển hình là quỹ DCDS (VFMVF1) là một quỹ đầu tư ra đời khá sớm và có quy mô lớn chứng kiến sự sụt giảm 16,18%. Trong khi đó, một quỹ khác của VFM là DCBC (VFMVF4) với quy mô quỹ nhỏ hơn nhưng lại chứng kiến giá trị tài sản ròng (NAV) trên mỗi cổ phiếu giảm mạnh hơn so với quỹ DCDS trong giai đoạn này (khoảng hơn 20%). Điều này là do sự khác biệt của hai quỹ trong chiến lược phân bổ tài sản. Trong khi quỹ VFMVF1 đầu tư cả vào cổ phiếu và trái phiếu thì quỹ VFMVF4 chỉ tập trung đầu tư vào cổ phiếu. Với những bất ổn của thị trường đầu năm 2020, phần lớn các NĐT tìm kiếm các kênh đầu tư khác có lợi suất cao và ổn định hơn như tiền gửi ngân hàng, trái phiếu... khiến cho các quỹ cổ phiếu bị rút dòng. Các quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu như DCBC có hiệu suất đầu tư không tích cực khi bị ảnh hưởng nhiều bởi các cổ phiếu trong nhóm được phân bổ tài sản đầu tư lớn nhất không tăng giá trong bối cảnh sụt giảm chung của thị trường đầu năm 2020.

Trước tình hình thị trường đầu năm 2020, nhiều quỹ đầu tư đã chủ động thay đổi cơ cấu danh mục đầu tư. Nhóm cổ phiếu ngân hàng được nhận định có triển vọng tích cực do vậy đã được nhiều quỹ đầu tư nâng tỷ trọng đầu tư trong danh mục. Nhóm cổ phiếu này sau đó đã đóng vai trò quan trọng nâng đỡ các quỹ đầu tư, góp phần lớn đưa hiệu suất các quỹ đầu tư bớt thua lỗ hoặc tăng trưởng dương trở lại trong những tháng cuối năm 2020. Bên cạnh đó, trong bối cảnh thị trường khó khăn,

nhóm cổ phiếu của doanh nghiệp tăng trưởng, chia cổ tức đều đặn với lựa chọn là cổ phiếu vốn hoá lớn cũng được nhiều quỹ đầu tư lựa chọn như nhóm cổ phiếu Vingroup, hay SAB.

Theo hệ số Sharp điều chỉnh liên tục, các quỹ mở có biến động ASR khá mạnh trong làn sóng COVID-19 đầu tiên, làn sóng thứ 2 và thứ 4. MBVF là quỹ có mức độ biến động tỷ suất sinh lời lớn nhất và thường phản ứng mạnh trước làn sóng dịch bệnh. MBVF hướng đến các doanh nghiệp được niêm yết, có chính sách và có khả năng chi trả cổ tức tốt, có thị giá thấp hơn nhiều so với giá trị định giá theo các mô hình định lượng cơ bản. ASR và RVAR của quỹ này giảm mạnh nhất ở làn sóng COVID thứ 1 và thứ 3 và cũng biến động mạnh nhất trong làn sóng thứ 2.



**Biểu đồ 11. Hệ số Sharp điều chỉnh liên tục (Rolling ASR) của các quỹ mở**

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

## 5. Kết luận

Đại dịch COVID-19 xảy ra và nhanh chóng lây lan ra nhiều quốc gia trên thế giới cũng như tạo ra các làn sóng dịch bệnh ở Việt Nam đã có những tác động nghiêm trọng đến hệ thống tài chính, tạo ra những thách thức không nhỏ đối với các NĐT, nhà hoạch định chính sách và các nhà nghiên cứu thị trường. Nghiên cứu này là một đánh giá sơ bộ về hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư khác nhau trên TTCK Việt Nam trong bối cảnh đại dịch COVID-19. Hệ số lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro của các quỹ đầu tư có sự biến động khác nhau. Giai đoạn nghiên cứu từ tháng 01 năm 2020 đến tháng 06 năm 2021 có 4 làn sóng dịch bệnh diễn ra. Đầu năm 2020 khi làn sóng dịch bệnh đầu tiên xuất hiện ở Việt Nam, TTCK biến động mạnh, hiệu suất của hầu hết các quỹ đầu tư đều không tốt khi phần lớn đều có tỷ suất sinh lời



thấp hơn lãi suất phi rủi ro khiến cho hệ số Sharp điều chỉnh và RVAR âm. Tuy nhiên, biến động trong hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư đã giảm xuống trong các làn sóng dịch bệnh tiếp theo, một phần do các chính sách quyết liệt trong việc phòng chống và dập dịch của Chính phủ. Phân tích kỹ hơn hệ số Sharp điều chỉnh và RVAR qua phương pháp phân tích chu kỳ cuộn liên tục cho kết quả các quỹ ETF có hệ số ASR và RVAR tốt hơn các quỹ mở khác. Trong khi đó, các quỹ mở đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu có kết quả tốt hơn các quỹ mở chỉ đầu tư vào cổ phiếu.

Đại dịch COVID-19 xuất hiện đã gây ra những ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu. Nghiên cứu này cung cấp một bằng chứng thực nghiệm về hiệu quả hoạt động của các quỹ đầu tư trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn dịch bệnh lan rộng cho các nhà quản lý quỹ, các NĐT và các cơ quan quản lý thị trường. Hiện nay, dịch bệnh vẫn đang diễn biến rất khó lường, trong khi đó các quốc gia Châu Á và Đông Nam Á lại đang là vùng trũng của dịch. Do vậy, những tác động của dịch bệnh đến TTCK và đến hiệu quả đầu tư của các NĐT cũng như các quỹ đầu tư còn phức tạp, đòi hỏi các nghiên cứu tiếp theo trong tương lai.

#### **Tài liệu tham khảo**

- Antolin, P. (2008), “Pension fund performance”, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 20, OECD publishing.
- Assaf, A. (2015), “Value-at-risk analysis in the MENA equity markets: fat tails and conditional asymmetries in return distributions”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 29, pp. 30 - 45.
- Baele, L., Bekaert, G., Inghelbrecht, K. & Wei, M. (2019), “Flights to safety”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 33 No. 2, pp. 689 - 746.
- Banker, J., Chen, J. & Klumpes, P. (2016), “A trade-level DEA model to evaluate relative performance of investment fund managers”, *European Journal of Operational Research*, Vol. 255 No. 3, pp. 903 - 910.
- Białkowski, J. & Otten, R. (2011), “Emerging market mutual fund performance: evidence for Poland”, *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 22 No. 2, pp. 118 - 130.
- Blundell-Wignall, A. (2011), “Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe”, *OECD Journal*, No. 2, pp. 201 - 224.
- Bộ Y tế. (2021), “Diễn biến dịch COVID-19 mới nhất”, <https://covid19.gov.vn/big-story/cap-nhat-dien-bien-dich-covid-19-moi-nhat-hom-nay-171210901111435028.htm>, truy cập ngày 23/07/2021.
- Carhart, M.M. (1997), “On persistence in mutual fund performance”, *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, pp. 57 - 82.
- Chevalier, J. & Ellison, G. (2017), “American Finance Association are some mutual fund managers better than others cross-sectional patterns in behavior and performance”, *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 3, pp. 875 - 899.
- Davis, J.L. (2001), “Mutual fund performance and manager style”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 57 No. 1, pp. 19 - 27.
- Deng, G., Dulaney, T., McCann, C. & Wang, O. (2013), “Robust portfolio optimization with Value-at-Risk-adjusted Sharpe ratios”, *Journal of Asset Management*, Vol. 14 No. 5, pp. 293 - 305.

- Dự án Việt. (2021), “Tổng quan về quỹ đầu tư tại Việt Nam”, <https://duanviet.com.vn/cong-nghes/595/Tong-Quan-Ve-Quy-Dau-Tu-Tai-Viet-Nam.html>, truy cập ngày 23/07/2021.
- Eling, M. & Schuhmacher, F. (2007), “Does the choice of performance measure influence the evaluation of hedge funds?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31 No. 9, pp. 2632 - 2647.
- Eling, M. & Faust, R. (2010), “The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, pp. 1993 - 2009.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33 No. 1, pp. 3 - 56.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2010), “Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns”, *The Journal of Finance*, Vol. 65 No. 5, pp. 1915 - 1947.
- Ferruz Agudo, L. & Sarto Marzal, J.L. (2004), “An analysis of Spanish investment fund performance: some considerations concerning Sharpe’s ratio”, *Omega, Elsevier*, Vol. 32 No. 4, pp. 273 - 284.
- Golec, J.H. (1996), “The effects of mutual fund managers’ characteristics on their portfolio performance, risk and fees”, *Financial Services Review*, Vol. 5 No. 2, pp. 133 - 147.
- Huij, J. & Post, T. (2011), “On the performance of emerging market equity mutual funds”, *Emerging Markets Review*, Vol. 12 No. 3, pp. 238 - 249.
- Iglesias, E.M. (2015), “Value at Risk and expected shortfall of firms in the main European Union stock market indexes: a detailed analysis by economic sectors and geographical situation”, *Economic Modelling*, Vol 50, pp. 1 - 8.
- Jensen, C.M. (1968)., “The performance of mutual funds in the period 1945-1964”, *Journal of Finance*, Vol. 23 No. 2, pp. 389 - 416.
- Lai, M.M. & Lau, S.H. (2010), “Evaluating mutual fund performance in an emerging Asian economy: the Malaysian experience”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 21 No. 4, pp. 378 - 390.
- Lamb, J.D. & Tee, K. (2012), “Resampling DEA estimates of investment fund performance”, *European Journal of Operational Research*, Vol. 223 No. 3, pp. 834 - 841.
- Lannoo, K., Pyykkö, E. & Barslund, M. (2013), *Household debt and the European crisis*, No. 13, European Credit Research Institute, Belgium.
- Mallin, C.A., Saadouni, B. & Briston, R.J. (1995), “The financial performance of ethical investment funds”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, pp. 483 - 483.
- Naqvi, B., Rizvi, S.K.A., Mirza, N. & Reddy, K. (2018), “Religion based investing and illusion of Islamic Alpha and Beta”, *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 52, pp. 82 - 106.
- Nguyễn, L. (2020), “Các quỹ ETF thu hẹp quy mô tại Đông Nam Á vì dịch Covid 19”, <https://diendandoanhnghiep.vn/cac-quy-etf-thu-hep-quy-mo-tai-dong-nam-a-vi-dich-COVID-19-170665.html>, truy cập ngày 23/07/2021.
- Otten, R.R.A.E. & Bams, W.F.M. (2002), “European Mutual Fund Performance”, *European Financial Management*, Vol. 8 No. 1, pp. 75 - 101.
- Pedersen, C.S. & Rudholm-Alfvén, T. (2003), “Selecting a risk-adjusted shareholder performance measure”, *Journal of Asset Management*, Vol. 4 No. 3, pp. 152 - 172.
- Pezier, J. & White, A. (2006), “The relative merits of investable hedge fund indices and of funds of hedge funds in optimal passive portfolios”, *ICMA Centre Discussion Papers in Finance*, pp. 1 - 32.
- Reddy, K., Mirza, N., Naqvi, B. & Fu, M. (2017), “Comparative risk adjusted performance of Islamic, socially responsible and conventional funds: evidence from United Kingdom”, *Economic Modelling*, Vol. 66, pp. 233 - 243.

- Reilly, F.K. & Brown, K.C. (2020), *Investment analysis and portfolio management*, South Western Cengage Learning.
- Rizvi, S.K.A., Mirza, N., Naqvi, B. & Rahat, B. (2020), “COVID-19 and asset management in EU: a preliminary assessment of performance and investment style”, *Journal of Asset Management*, Vol. 21 No. 4, pp 281 - 291.
- Sangiseti, M. & Bondu, A. (2020), “Performance evaluation of mutual funds before and during the outbreak of COVID-19 pandemic in India (a case study of selected companies)”, *European journal of Molecular & Clinical Medicine*, Vol. 7 No. 8, pp. 2286 - 2305.
- Su, J.Bin. (2015), “Value-at-risk estimates of the stock indices in developed and emerging markets including the spillover effects of currency market”, *Economic Modelling*, Vol 46, pp. 204 - 224.
- Scholz, H. (2007), “Refinements to the Sharpe ratio: comparing alternatives for bear markets”, *Journal of Asset Management*, Vol. 7 No. 5, pp 347 - 357.
- Sharpe, W.F. (1966), “Mutual fund performance”, *Journal of Business*, Vol. 39, pp. 119 - 138.
- Sharpe, W. (1992), “Asset allocation: management style and performance measurement”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 18 No. 2, pp 7 - 19.
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. (2021), “Thống kê thị trường chứng khoán”, [http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vipages\\_vithongtinthitruong?\\_adf.ctrl-state=ucu9dkf71\\_86&\\_afLoop=98978096317000](http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vipages_vithongtinthitruong?_adf.ctrl-state=ucu9dkf71_86&_afLoop=98978096317000), truy cập ngày 15/07/2021.
- Van, A. (2020), “Investment funds of VFM dropped by COVID-19”, <https://www.vir.com.vn/investment-funds-of-vfm-dropped-by-COVID-19-74785.html>, truy cập ngày 23/07/2021.
- Việt, A. (2020), “Gần 70 triệu USD bị rút ra khỏi các quỹ ETFs trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ đầu năm tới nay”, <https://mekongsean.vn/gan-70-trieu-usd-bi-rut-ra-khoi-cac-quy-etfs-tren-ttck-viet-nam-tu-dau-nam-toi-nay.html>, truy cập ngày 23/07/2021.
- Vershinina, A.A., Goryainova, L.V., Zhdanova, O.A. & Maksimova, T.P. (2016), “State of the investment fund market of as an indicator of the country’s socio-economic development”, *Journal of Internet Banking and Commerce*, Vol. 21 No. S3, pp. 1 – 17.
- Zabai, A. (2017), “Household debt: recent developments and challenges”, *BIS Quarterly Review*, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1712f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1712f.htm), truy cập ngày 23/07/2021.