

Đánh giá thành quả danh mục đầu tư

Thạc sĩ TRẦN THỊ HẢI LÝ

Một trong các vấn đề quan trọng trong quản lý danh mục đầu tư đó là đánh giá thành quả. Cũng tương tự như đánh giá kết quả hoạt động của một doanh nghiệp, người đánh giá cần có một "mốc so sánh" để tiến hành so sánh, đánh giá. Trong quản lý danh mục, chúng ta thường nghe tới mốc so sánh đó qua thuật ngữ "điểm chuẩn – Benchmark". Những nhà đầu tư chịu trách nhiệm giám sát một danh mục đầu tư cho chính họ hay cho một tổ chức nào đó, thường xem xét các điểm chuẩn để có cái nhìn về việc họ đang làm như thế nào. Các kết quả tuyệt đối không nói cho các nhà đầu tư biết gì nhiều về nguyên nhân tại sao xảy ra một khoản lãi hay lỗ trong danh mục đầu tư của họ; chẳng hạn như, đó có phải là kết cục của các quyết định mua, của việc định tỷ trọng đầu tư vào các lĩnh vực, của các xu hướng thị trường, hay một sự kết hợp? Những kết quả tương đối đạt được thông qua việc so sánh với các chỉ số thị trường có thể đưa ra một phương diện đáng quan tâm hơn về các vấn đề như thế.

Tất cả các chỉ số thị trường chủ yếu được xây dựng bởi các công ty được thành lập lâu đời, được tín nhiệm rộng rãi, và nói chung các nhà đầu tư cho rằng tất cả các chỉ số thị trường đều là những đại diện phù hợp và như nhau cho thành quả của thị trường. Nếu được áp dụng đúng đắn, các chỉ số này thật sự là những công cụ có giá trị để đánh giá tỷ suất sinh lợi đầu tư. Tuy nhiên nhiều nhà đầu tư không nhận ra rằng rất có thể xảy ra tình trạng áp dụng các tỷ suất sinh lợi chỉ số này một cách thiếu chính xác. Các chỉ số từ các nhà cung cấp khác nhau được xây dựng rất khác nhau. Sự khác nhau trong phương pháp luận có thể dẫn đến các kết quả hết sức khác nhau, ngay cả khi các chỉ số đó cùng đo lường trên một phân đoạn thị trường. Điều này có thể dẫn đến các kết luận lệch lạc về thành quả đầu tư tương đối của một nhà quản trị danh mục hay một quỹ đầu tư.

Điểm chuẩn đã trở thành vấn đề tiềm tàng đối với các quyết định đầu tư của nhà quản trị danh mục lẫn những người chịu trách nhiệm đánh giá các nhà quản trị, hiểu biết về công

cụ đo lường thành quả được sử dụng là một vấn đề cực kỳ quan trọng. Bài viết này sẽ xem xét cách thức những nhà cung cấp các danh mục chuẩn nổi tiếng nhất trên thị trường Mỹ xây dựng và duy trì các thước đo thành quả đó như thế nào, đồng thời nhìn nhận các giới hạn và khó khăn của một vài phương pháp luận. Nhà đầu tư cần phải phân tích các điểm chuẩn một cách có luận cứ để đảm bảo những điểm chuẩn mà họ sử dụng phù hợp cho các danh mục đầu tư liên quan. Chỉ khi đó các khác biệt trong thành quả mới thực sự được phân tích một cách đáng tin cậy. Ở một quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển như Mỹ, có rất nhiều điểm chuẩn, vậy danh mục của một nhà quản trị nào đó nên được so sánh với danh mục chuẩn nào cho phù hợp, bài viết này cũng xin đưa ra các đề xuất về lựa chọn một "danh mục chuẩn" phù hợp nhằm giúp các nhà đầu tư đánh giá đúng thành quả đầu tư. Những cách thức xây dựng và quy trì danh mục được trình bày dưới đây rất có thể là những vấn đề mà các nhà cung cấp chỉ số và những nhà đánh giá thành quả đầu tư trong tương lai của Việt Nam cần quan tâm.

Bảng 1 và 2 dưới đây cho chúng ta thấy một số nhà cung cấp chỉ số chủ yếu khác nhau trên các phương diện cụ thể chẳng hạn như khác nhau về số lượng chứng khoán, loại chứng khoán, yêu cầu về tính thanh khoản và các phương pháp xác định tỷ trọng.

Mặc dù có nhiều sự tương đồng

Bảng 1: Các chỉ số vốn cổ phần chủ yếu

	S&P	Wilshire	Russell	MSCI
Số lượng chứng khoán	Số lượng cổ phiếu cố định (chẳng hạn như chỉ số S&P 500 bao gồm 500 cổ phiếu)	Chỉ số Wilshire 5.000 bao gồm tất cả các công ty có trụ sở và được giao dịch ở thị trường Mỹ; số lượng chứng khoán thay đổi qua thời gian.	Số lượng cổ phiếu cố định (chẳng hạn như chỉ số Russell 3.000 bao gồm 3.000 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất)	Mục tiêu là 85% giá trị thị trường đầy đủ trong mỗi nhóm ngành; số lượng chứng khoán thay đổi theo thời gian.
Yêu cầu về tính thanh khoản	Các tiêu chuẩn do ủy ban S&P xác định	Cổ phiếu phải đáp ứng được mức tối thiểu về số lượng giao dịch	Cổ phiếu phải được giao dịch vào ngày 31.5	Các tiêu chuẩn bao gồm quy mô, khối lượng giao dịch và phần giao dịch tự do được xác định bởi MSCI.
Các chứng khoán có mặt trong chỉ số	Các công ty có các điều kiện về kinh tế tổng hợp ở hiện tại thỏa mãn yêu cầu của ủy ban S&P	Các cổ phiếu thường, REITs và các công ty hợp danh.	Các công ty đại chúng trên lãnh thổ nước Mỹ	Các cổ phần quốc tế đáp ứng được các yêu cầu và mục tiêu của MSCI (Morgan Stanley Capital International)
Xác định tỷ trọng theo	Toàn bộ giá trị thị trường	Toàn bộ giá trị thị trường	Toàn bộ giá trị thị trường, đã điều chỉnh đối với những cổ phiếu giao dịch tự do, sự điều chỉnh chỉ thực hiện sau khi các cổ phiếu đó đã có mặt trong chỉ số.	Toàn bộ giá trị thị trường, đã điều chỉnh các cổ phiếu tự do giao dịch trước khi được chọn vào trong chỉ số.

Nguồn: S&P: Standard & Poor's Index Services, "US Benchmark Review". Wilshire: www.Wilshire.com "Broad Market Index Comparison". Russell: www.Russell.com, "Construction & Methodology Details". MSCI: www.MSCI.com, "Equity Index Overview".

giữa các nhà cung cấp chỉ số, nhưng mỗi nhà cung cấp chỉ số vẫn có những khía cạnh riêng biệt. Ví dụ, Wilshire là nhà cung cấp duy nhất duy trì một chỉ số bao trùm toàn bộ thị trường vốn cổ phần Mỹ. Các chỉ số S&P được duy trì theo những tiêu chuẩn dưới sự giám sát một cách chủ quan bởi ủy ban của tổ chức này, Lehman kết hợp với một hiệp hội đầu tư để tạo lập và duy trì các quy tắc, trong khi đó Citigroup lại thiết lập và duy trì các quy tắc của mình với rất ít sự hỗ trợ từ bên ngoài.

Ba vấn đề chủ yếu cần quyết định khi xây dựng một chỉ số đó là lựa chọn chứng khoán, xác định tỷ trọng chứng khoán, và công thức toán học được sử dụng để tính toán tỷ suất sinh lợi của chỉ số.

• **Lựa chọn chứng khoán:** Các chứng khoán được lựa chọn dựa trên cơ sở khách quan hoặc chủ quan. Phương pháp dựa trên cơ sở chủ quan chọn ra các chứng khoán điển hình theo một loạt các tiêu chuẩn, các tiêu chuẩn này có thể thay đổi và thường xuyên được đánh giá lại, phương pháp chủ quan được áp dụng bởi Citigroup, Lehman, MSCI, và S&P. Phương pháp dựa trên cơ sở khách quan chỉ đơn giản là áp dụng các quy tắc để tính toán sự thích hợp của một chứng khoán cho một chỉ số. Chẳng hạn như Russell và Wilshire tiến hành xếp hạng các cổ phiếu theo thứ tự vốn hóa thị trường giảm dần và sau đó phân chúng vào các chỉ số thích hợp.

• **Xác định tỷ trọng các chứng khoán:** Những nhà cung cấp chỉ số khác nhau sử dụng các cách xác định tỷ trọng khác nhau: xác định tỷ trọng theo vốn hóa thị trường, xác định tỷ trọng theo giá hay xác định tỷ trọng

bằng nhau đối với tất cả các chứng khoán. Trong các thị trường vốn cổ phần, tỷ trọng vốn hóa thị trường là phương pháp được sử dụng phổ biến nhất. Cách xác định tỷ trọng theo giá và xác định tỷ trọng các chứng khoán bằng nhau cũng được sử dụng nhưng ở mức độ hạn chế hơn nhiều. Các chỉ số chứng khoán có thu nhập cố định dùng tỷ trọng thị trường của các chứng khoán đang lưu hành để định tỷ trọng mỗi công ty.

• **Tính toán tỷ suất sinh lợi:** Nhìn chung việc tính toán tỷ suất sinh lợi là tương tự nhau cho tất cả các phương pháp luận. Giá trị của các chứng khoán riêng lẻ được tổng cộng lại và tổng đó được so sánh với giá trị ban đầu, giá trị ban đầu này cần được điều chỉnh để xây dựng lại chỉ số, và phản ánh các sự kiện ảnh hưởng đến các cổ phần đang lưu hành chẳng hạn như những đợt phát hành mới, mua lại, chia cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành các chứng chỉ đặc quyền. Các chỉ số thu nhập cố định nói chung cho rằng mỗi chứng khoán được mua ở đầu kỳ và bán ở cuối kỳ.

Duy trì chỉ số: Tất cả các nhà cung cấp chỉ số vốn cổ phần đều chỉnh tư cách thành viên của chỉ số theo từng kỳ để phản ánh những thay đổi xảy ra trên thị trường cũng như những thay đổi do các hoạt động của công ty tạo ra như sáp nhập hay chia tách. Tuy nhiên mỗi nhà cung cấp chỉ số có những nét đặc trưng riêng. Ví dụ việc điều chỉnh chỉ số Wilshire thường được tiến hành cuối mỗi tháng. Các chỉ số S&P được tái xây dựng khi cần thiết, ủy ban chỉ số của S&P thường họp hàng tháng để đánh giá các danh mục chuẩn, nhưng cũng có thể họp thường xuyên hơn. Morgan Stanley Capital International

tổ chức các cuộc họp hàng quý để đánh giá các điều kiện kinh tế và thị trường và một cuộc họp hàng năm để đánh giá lại tất cả vốn cổ phần của các quốc gia. Russell điều chỉnh các chỉ số của mình hàng năm, bằng cách sử dụng dữ liệu vốn hóa thị trường ngày 31 tháng 5 và thực hiện các thay đổi vào ngày 30.6. Đối với các nhà cung cấp chỉ số chứng khoán có thu nhập cố định, cả Lehman và Citigroup tái xây dựng các chỉ số xếp hạng đầu tư của họ vào cuối mỗi tháng. Các tỷ suất sinh lợi của mỗi tháng được dựa trên các chứng khoán có mặt trong chỉ số ở đầu của tháng đó.

Các nhà đầu tư và những người có trách nhiệm đánh giá thành quả đầu tư cần am hiểu về những vấn đề có thể gây ảnh hưởng đến việc đánh giá nhằm đánh giá thành quả đầu tư một cách chính xác và có luận cứ. Những vấn đề chủ yếu có thể có ảnh hưởng đến kết quả đánh giá bao gồm: ảnh hưởng của phương pháp xác định tỷ trọng các chứng khoán trong chỉ số, ảnh hưởng của việc xử lý phần giao dịch tự do, thay đổi trong những định nghĩa về loại chứng khoán, và chi phí giao dịch. Hiểu biết về những vấn đề này có thể cung cấp một sự am hiểu sâu hơn về thành quả tương đối của nhà quản trị danh mục hay của chỉ số.

• **Ảnh hưởng của phương pháp xác định tỷ trọng:** Như đã đề cập, cách thức định tỷ trọng các chứng khoán có một ảnh hưởng quan trọng lên tỷ suất sinh lợi của chỉ số. Mặc dù các danh mục chuẩn được định tỷ trọng theo giá và định tỷ trọng bằng nhau được nói tới trong các ấn phẩm tài chính, nhưng thành quả của hầu hết các nhà quản trị vốn cổ phần lại được so sánh với các chỉ số theo tỷ

Bảng 2: Các chỉ số chứng khoán có thu nhập cố định chủ yếu

	Lehman	Citigroup
Số lượng chứng khoán	Bao gồm tất cả các chứng khoán nợ chưa thanh toán.	Bao gồm tất cả các chứng khoán nợ chưa thanh toán.
Yêu cầu về tính thanh khoản	Tối thiểu là 150 triệu USD đối với trái phiếu chính phủ, 150 triệu USD đối với trái phiếu công ty.	Tối thiểu là 1 tỷ USD đối với trái phiếu kho bạc Mỹ, 200 triệu đối với trái phiếu cơ quan chính phủ và công ty.
Các chứng khoán bao gồm	Chứng khoán nợ có lãi suất cố định được xếp hạng ở mức đầu tư trở lên.	Chứng khoán nợ có lãi suất cố định được xếp hạng ở mức đầu tư trở lên.
Xác định tỷ trọng theo	Tổng giá trị thị trường của chứng khoán nợ chưa thanh toán, sử dụng giá trị thị trường đầu kỳ.	Tổng giá trị thị trường của chứng khoán nợ chưa thanh toán, sử dụng giá trị thị trường đầu kỳ.
Xếp hạng tối thiểu	Baa3 bởi Moody's	BBB bởi S&P hoặc Baa3 bởi Moody's

Nguồn: Lehman: Lehman Brothers, "A Guide the Lehman Global Family of Fixed Income Indices" tháng 2 năm 2002. Citigroup: Salomon Smith Barney, Global Index Catalog 2001.

trọng vốn hóa thị trường. Tất cả các chỉ số chứng khoán có thu nhập cố định được xác định tỷ trọng theo giá trị thị trường, nhưng phương pháp được sử dụng có thể thể hiện những mối quan tâm đặc biệt trong quy trình đánh giá.

Thành quả của chỉ số được xây dựng dựa trên vốn hóa thị trường chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi các công ty lớn nhất có mặt trong chỉ số. Trong khi đó, các chỉ số được định tỷ trọng theo giá có xu hướng ủng hộ các cổ phiếu có giá cao mà không quan tâm tới quy mô thực tế của công ty. Các chỉ số được định tỷ trọng bằng nhau ủng hộ các công ty nhỏ hơn vì hai nguyên nhân: có nhiều công ty nhỏ hơn là các công ty lớn và các công ty nhỏ hơn thường có xu hướng tăng trưởng nhanh hơn các công ty lớn.

• **Tổng giá trị thị trường so với giá trị giao dịch tự do:** Khi những người trong công ty, chính phủ hay các danh nghiệp sở hữu cổ phần mà họ không có ý định bán chúng, những cổ phần đó không sẵn được giao dịch trên thị trường tự do. Để một danh mục chuẩn là đại diện đúng nghĩa cho các cổ phần có thể giao dịch thì cần thiết phải tiến hành điều chỉnh giá trị không được giao dịch này. Giá trị của các cổ phần không thể giao dịch phải được trừ ra khỏi tỷ trọng của cổ phiếu đó trong chỉ số. Nếu không thực hiện việc điều chỉnh này, các công ty có nhiều cổ phần không sẵn có cho giao dịch sẽ gây một ảnh hưởng trong chỉ số lớn hơn trong thị trường tự do. Tỷ suất sinh lợi của chúng ảnh hưởng đến việc tính toán chỉ số một cách mất cân đối và lúc đó tỷ suất sinh lợi chỉ số không phản ánh chính xác thị trường. Yếu tố này ảnh hưởng lên kết quả phân tích không chỉ đối với các khoản đầu tư có mặt trong chỉ số mà còn đối với các danh mục được quản trị năng động. Các nhà cung cấp chỉ số không điều chỉnh phần giá trị giao dịch tự do này tin rằng việc đại diện cho giá trị kinh tế đúng của mỗi công ty là điều quan trọng. Các cổ phần không được giao dịch vẫn đại diện một phần giá trị cơ sở của công ty. Tuy nhiên, một chỉ số bao gồm cả các cổ phần không thể giao dịch đại diện một phần giá trị thị trường nhưng lại

không thực sự sẵn có cho các nhà quản trị danh mục và các nhà đầu tư. Ở khía cạnh đó, chỉ số này là một tiêu chuẩn so sánh ít hữu ích hơn cho thành quả của họ.

• **Các cách xác định loại cổ phiếu:** Các tiêu chuẩn khác nhau đối với việc xác định loại cổ phiếu có thể thường dẫn đến các tín hiệu hỗn tạp về kết quả danh mục. Nhà cung cấp chỉ S&P sử dụng đơn biến, tỷ số giá thị trường/giá sổ sách, để xác định một cổ phiếu là cổ phiếu tăng trưởng hay cổ phiếu giá trị bằng cách, đầu tiên xếp hạng các công ty trong S&P theo tỷ số giá thị trường/giá sổ sách, sau đó chia các cổ phiếu sao cho 50% vốn hóa thị trường được phân bổ cho chỉ số tăng trưởng và 50% phân bổ cho chỉ số giá trị; Russell đưa mô hình xa hơn một bước bằng cách sử dụng kết hợp cả chỉ số giá thị trường/giá sổ sách và dự báo tăng trưởng thu nhập trung bình dài hạn để đưa ra một điểm số kết hợp. Điểm số này sau đó được Russell sử dụng để xác định một cổ phiếu là cổ phiếu tăng trưởng hay cổ phiếu giá trị; MSCI thêm vào nhiều tham số hơn như các chỉ số giá trị bao gồm tỷ số giá sổ sách/giá thị trường, tỷ số thu nhập của 12 tháng tới/giá thị trường, tỷ số cổ tức và các chỉ số tăng trưởng gồm tỷ lệ tăng trưởng của EPS dài hạn, tỷ lệ tăng trưởng của EPS ngắn hạn trong tương lai, tỷ lệ tăng trưởng nội tại. Trong thế giới thực, khi xác định sự thiên lệch về loại của một cổ phiếu các nhà quản trị danh mục thường xem xét đa biến chứ không phải chỉ một hay hai biến. Dựa trên thực tế này, MSCI đã nỗ lực tạo ra nhiều điểm chuẩn theo loại cổ phiếu hiệu quả hơn.

• **Chi phí giao dịch:** Trên thực tế một chỉ số không thực hiện mua và bán các chứng khoán, nên sự gia tăng hay giảm bớt số chứng khoán trong chỉ số không phải gánh chịu chi phí giao dịch. Nhưng các nhà quản trị thực sự phải gánh chịu chi phí giao dịch khi họ mua và bán các chứng khoán. Chi phí giao dịch thực sự đã làm giảm thành quả của nhà quản trị. Việc giảm sút trong thành quả như thế có thể là vấn đề trầm trọng đối các quỹ hỗ tương theo sát danh mục chuẩn có doanh số cao hơn. Chi phí

giao dịch cũng cản trở những so sánh thành quả trên một phương diện khác: Các chỉ số không phải tìm kiếm người mua hoặc người bán trong khi các nhà quản trị phải làm điều đó. Vấn đề này đặc biệt quan trọng đối với các chỉ số có thu nhập cố định. Khi một trái phiếu không còn đủ chất lượng để có mặt trong chỉ số chẳng hạn như do thay đổi xếp hạng tín nhiệm, nó sẽ bị loại ngay ra khỏi chỉ số. Tùy thuộc vào xu hướng thay đổi trong xếp hạng mà tính thanh khoản của các chứng khoán có thể giảm đáng kể. Nếu như một nhà quản trị phải bán một chứng khoán nào đó vì nó không còn đáp ứng được các tiêu chuẩn về chất lượng tín dụng của danh mục, có thể nhà quản trị đó phải đợi cho đến khi xuất hiện người mua. Tạm thời sự hiện diện tiếp tục của chứng khoán này trong danh mục có thể gây thiệt hại đáng kể cho thành quả của danh mục so với chỉ số.

Rõ ràng, tất cả các thước đo thành quả được tạo ra dựa trên những phương pháp và tiêu chuẩn khác nhau và không có thước đo nào là hoàn hảo cho mọi tình huống. Các phương pháp tính và cách xây dựng khác nhau có thể dẫn đến các kết quả khác nhau, thậm chí còn trái ngược nhau. Sau đây chúng tôi xin đưa ra một số đề xuất đối với các nhà đầu tư và những người chịu trách nhiệm đánh giá thành quả đầu tư:

Thứ nhất: Trước khi làm một quyết định đầu tư mà chỉ dựa vào việc so sánh thành quả với một chỉ số, hãy xét xem điểm chuẩn có đại diện tốt cho quỹ mà nhà đầu tư hướng tới hay không. Điểm chuẩn có phù hợp nhất đối với đầu tư trong vai trò mà nhà đầu tư đã ấn định cho nó hay không? Nếu mục tiêu đầu tư là duy trì độ nhạy cảm theo một phân khúc thị trường cụ thể nào đó – chẳng hạn như giá trị vốn hóa lớn – lúc đó cả quỹ mà nhà đầu tư lựa chọn và danh mục chuẩn được sử dụng để đánh giá phải là một đại diện phù hợp của phân khúc thị trường vốn hóa lớn. Do đó, có thể là một sai phạm nếu quyết định lựa chọn hay loại bỏ quỹ trên cơ sở so sánh nó với chỉ số tổng thể hay chỉ số vốn hóa nhỏ.

(Xem tiếp trang 27)

trách nhiệm đối với nguồn ngân sách của cấp mình. Ngân sách nhà nước thật sự đủ mạnh, có hiệu quả khi mỗi cấp ngân sách quản lý, sử dụng có hiệu quả nguồn ngân sách của mình.

Chính quyền địa phương cần chủ động hoàn toàn công việc của địa phương (quản lý địa phương, cung ứng dịch vụ công cho cộng đồng dân cư ở địa phương) và trên cơ sở đó tự tạo nguồn thu. Việc chuyển giao nhiều nguồn thu về địa phương, trao cho địa phương (Hội đồng nhân dân) quyền phê duyệt và quyết toán thu chi hàng năm. Đây cũng là cách thức trao cho chính quyền địa phương quyền thực sự trong hoạt động quản lý nhà nước cũng như cung ứng dịch vụ công trên địa bàn lãnh thổ.

Phân cấp quản lý ngân sách nhà nước đòi hỏi gắn liền với việc phân cấp, chuyển giao trách nhiệm cung cấp dịch vụ công cho chính quyền địa phương. Hai nội dung phân cấp trách nhiệm về tài chính và cung cấp dịch vụ công gắn liền với nhau. Nếu chuyển giao quyền về tạo nguồn thu nhưng không xác định trách nhiệm cung cấp dịch vụ công tốt nhất cho người dân sẽ không làm thay đổi chất lượng hoạt động quản lý nhà nước cũng như cung cấp dịch vụ công.

Cùng với việc trao quyền là cần tăng cường trách nhiệm của các cấp chính quyền địa phương đối với việc quản lý và sử dụng ngân sách. Cần đưa vào Luật những quy định cụ thể về nguồn thu, cơ quan thu, cơ quan chịu trách nhiệm chi và nếu thu, chi sai phải xử lý người đứng đầu cơ quan đó theo những quy định cụ thể, cũng như đền bù thiệt hại bằng chính nguồn tài chính của riêng mình hoặc phải xử lý bằng hình sự.

Hoàn thiện phân cấp quản lý ngân sách, trao thêm quyền thu và trách nhiệm chi ngân sách là vấn đề phức tạp. Gắn chặt giữa trao thêm quyền tự chủ và tự chịu trách nhiệm (cụ thể) là một giải pháp nhằm chấm dứt tình trạng chi tiêu bừa bãi, lãng phí không hiệu quả.

- Việc mở rộng nguồn thu ngân sách.

Tăng cường phân cấp quản lý ngân sách cũng đặt ra vấn đề quyền của chính quyền địa phương các cấp trong việc vay vốn thị trường tài chính cũng như vay các nguồn tín dụng của Nhà nước. Đây là một cách tiếp cận để địa phương tự cân đối thu chi ngân sách địa phương và tạo

cơ hội để đầu tư phát triển. Việc vay vốn là cần thiết, vì nhiều nguyên nhân (như thực hiện những dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, phát triển kinh tế - xã hội) mà chính quyền địa phương không có khả năng thanh toán. Việc vay vốn của chính quyền của chính quyền địa phương được quy định ở điều 8, Luật ngân sách nhà nước (năm 2002). Luật quy định mức dư nợ từ nguồn vốn huy động không vượt quá 30% vốn đầu tư xây dựng cơ bản hàng năm của cấp tỉnh và phải cân đối ngân sách cấp tỉnh hàng năm để trả nợ khi đến hạn. Trong Báo cáo quản lý chi tiêu công năm 2005 cho thấy, cho đến nay chính quyền các tỉnh đã vay vốn trong nước từ hai nguồn: phát hành trái phiếu và vay thế chấp. Mức nợ ở cấp địa phương vẫn còn khá thấp so với tiêu chuẩn quốc tế (0,43% GDP trong năm 2003).

Thoạt nhìn gần như chưa thấy nguy cơ mất ổn định tài chính trong nước do vay mượn của chính quyền địa phương, nhưng với thiếu hụt nghiêm trọng về tài chính và nhu cầu rất lớn về đầu tư xây

dựng cơ sở hạ tầng ở các địa phương trong cả nước, thì việc vay vốn phải được thực hiện có trật tự và tuân thủ các nguyên tắc về ngân sách và hệ thống ghi nợ trong nước và quy trình phân tích rủi ro phải xây dựng tốt hơn.

Trong vấn đề huy động vốn của chính quyền địa phương cần tiếp tục nghiên cứu việc củng cố các quy định về vay vốn; đặc biệt là quy định về giới hạn nợ không vượt quá 30% vốn đầu tư xây dựng cơ bản hàng năm của cấp tỉnh. Nhà nước nên quy định lại là tổng nợ không vượt quá tỷ lệ phần trăm nhất định của số thu của chính quyền địa phương trong năm. Mặt khác, Nhà nước cần bảo đảm tất cả trái phiếu của các tỉnh ban hành được thể hiện trong ngân sách nhà nước ■

Tài liệu tham khảo:

1. Chính phủ Việt Nam và Ngân hàng Thế giới, Việt Nam quản lý chi tiêu công để tăng trưởng và giảm nghèo, tập 1 và tập 2, Hà Nội, 2005.
2. Các nhà tài trợ cho Hội nghị Nhóm tư vấn các nhà tài trợ Việt Nam, Báo cáo phát triển Việt Nam 2005: Quản lý và điều hành, Hà Nội, 2004.

(Tiếp theo trang 22)

Đánh giá thành quả ...

Thứ hai: Khi phân tích thành quả của một khoản đầu tư, hãy chú ý tới các đặc tính của khoản đầu tư đó và các đặc tính của điểm chuẩn đang sử dụng. Chúng so sánh các chỉ số như tỷ số giá/thu nhập, tỷ số giá thị trường/giá sổ sách, tỷ suất sinh lợi như thế nào? Nếu có khuynh hướng thay đổi trong thành quả tương đối, thì nguyên nhân là do nhà quản trị đầu tư đã làm điều gì đó khác thường hay là do điểm chuẩn đã thay đổi? Kết quả đầu tư khác với kết quả của điểm chuẩn có phải là vì nhà quản trị đi chệch với kiểu đầu tư hay quy mô đầu tư đã đặt ra một cách vô tình hay cố ý.

Thứ ba: Khi xem những phân tích kinh tế trên các ấn phẩm báo chí hay trên các báo cáo tài chính từ một công ty, hãy xem xét các so sánh thành quả một cách cẩn trọng. Một nhà quản trị danh mục đang được tấn thưởng hay bị chỉ trích có phải vì kết quả của nhà quản trị này khác với kết quả của các

chỉ số thị trường chủ yếu hay không? Nếu có, hãy quan tâm xem đó có phải là một so sánh có căn cứ và hợp lý hay không. Nguyên nhân cơ bản của sự khác nhau trong thành quả nên được đánh giá trong bối cảnh phù hợp, chứ không nên đánh giá trên những điều được báo cáo chung chung.

Tóm lại: Các nhà đầu tư không nên sử dụng một thước đo thành quả nào đó duy nhất. Bằng việc xem xét cẩn thận để đảm bảo rằng những công cụ đo lường thành quả được lựa chọn là phù hợp cho việc đánh giá thành quả tương đối, các nhà đầu tư có thể đạt được một sự hiểu biết tốt hơn về thành quả mà danh mục của họ đạt được so với các mục tiêu đầu tư đã đặt ra ■

Tài liệu tham khảo:

- Reilly, Frank K., and Rashid A. Akhtar, "The Benchmark Error Problem with Global Capital Markets" Journal of Portfolio Management 22, no. 1 (1995) 33-52.
- www.Russell.com, "Construction & Methodology Details"
- www.MSCI.com "MSCI Indexes Calculation Methodology"
- Lehman Brothers, "A Guide the Lehman Global Family of Fixed Income Indices" tháng 2 năm 2002.
- www.S&P.com - Standard & Poor's Index Service.