

CÁC THỊ TRƯỜNG VỐN CỔ PHẦN MỚI NỔI LÀM TĂNG HIỆU QUẢ CỦA DANH MỤC ĐẦU TƯ QUỐC TẾ NHƯ THẾ NÀO?

ThS. TRẦN THỊ HẢI LÝ

Những năm gần đây, thị trường vốn cổ phần mới nổi nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế, dòng vốn chảy vào các thị trường này ngày càng tăng. Bài viết này sẽ xem xét một vài đặc trưng của các thị trường mới nổi, phân tích nguyên nhân dẫn đến sự gia tăng dòng vốn nước ngoài vào các thị trường này và để đánh giá hiệu quả của danh mục đầu tư quốc tế, phân tích thống kê mô tả về rủi ro, tỷ suất sinh lợi, tương quan giữa 35 thị trường (trong đó gồm 14 thị trường đã phát triển và 21 thị trường mới nổi điển hình) được thực hiện. Kết quả cho thấy, danh mục đa dạng hóa giữa hai nhóm thị trường có hiệu quả vượt trội hơn so với chỉ đa dạng hóa trong phạm vi các thị trường đã phát triển. Bài viết cũng đưa ra một vài suy nghĩ về đa dạng hóa đầu tư của các quỹ đầu tư quốc tế vào thị trường VN cũng như của các quỹ đầu tư VN ra các thị trường khu vực và quốc tế.

Những đặc trưng của thị trường mới nổi

Không có một định nghĩa chính xác tuyệt đối và thống nhất về thị trường mới nổi vì thực chất "thị trường mới nổi" hàm chứa một số các dạng thị trường. Công ty tài chính quốc tế IFC đề xuất một vài thuộc tính định tính của một thị trường mới nổi như: Thị trường đó nằm ở một quốc gia đang phát triển, thị trường chứng khoán chính thức đóng góp mức độ cao vào hệ thống tài chính và mức độ đóng góp này được đo lường bằng tỷ số vốn hóa thị trường (giá trị của tất cả các tài sản

tài chính được niêm yết trên thị trường chính thức chia cho GDP), mức độ thanh khoản của thị trường chưa cao, thị trường hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nội địa cũng như các nhà đầu tư nước ngoài.

Những gợi ý định tính này gợi ra những vấn đề mà các thị trường chứng khoán chính thức phải đối mặt, chẳng hạn như: Quy mô thị trường nhỏ, thị trường phân đoạn, vốn hóa thị trường tập trung vào một số ít doanh nghiệp, sự yếu kém trong điều hành và khung pháp lý, tính thanh khoản kém, rủi ro khá cao nhưng tiềm năng tỷ suất sinh lợi cũng khá lớn.

Những đặc tính trên tương đối khác nhau ở các thị trường nên chúng thường không thể được xem như là một nhóm các thị trường đồng nhất. Sự khác biệt quan trọng giữa các thị trường này tồn tại ở cấp độ cấu trúc vi mô (tức là tổ chức thị trường) cũng như mức độ hoạt động. Một vài thị trường chứng khoán mới nổi đã tồn tại rất lâu, một số đang ở thời kỳ đầu của sự phát triển và một số khác có thể tương đương với các thị trường của những quốc gia đã phát triển. Một số nghiên cứu về thị trường mới nổi đã phân quá trình phát triển của một thị trường mới nổi ra 4 giai đoạn:

- **Giai đoạn khởi đầu:** Đặc trưng của giai đoạn này là hệ thống khớp lệnh còn sơ khai, được tổ chức mỗi lần một ngày với từ 2,3,4, hoặc 5 ngày một tuần, mức độ xử lý tự động các hoạt động của thị trường thấp, và khối lượng giao dịch nhỏ. Các

luật lệ và quy định còn sơ khai. Thị trường chứng khoán chính thức chưa nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà đầu tư tài chính.

- **Giai đoạn hoạt động thấp:** Nhiều quốc gia đang phát triển tự do hóa nền kinh tế theo đề xuất của quỹ tiền tệ quốc tế (IMF). Theo đó, bước đầu tiên là các quốc gia này tiến tới giảm thâm hụt ngân sách và cải thiện vấn đề nợ quá mức. Một trong những đề xuất của IMF đối với việc tự do hóa là thực hiện chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước. Chương trình này đưa đến một động lực mới cho thị trường và tạo xuất phát điểm cho giai đoạn thứ hai trong tiến trình phát triển của các thị trường mới nổi. Cổ phần hóa mở rộng kênh tài trợ và đầu tư. Quan trọng hơn, cổ phần hóa tạo nên những bước nhảy vọt trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và sự gia tăng sau đó trong vốn hóa thị trường, gia tăng khối lượng niêm yết trên thị trường chính thức. Tiềm năng đầu cơ và sự biến động giá cổ phiếu khá lớn. Để kiểm soát được những thay đổi trong hoạt động của thị trường, các nhà hoạch định chính sách bắt đầu bám theo những xu hướng phát triển trên thị trường để sửa đổi bổ sung các luật lệ về tổ chức và hoạt động của thị trường chứng khoán.

- **Giai đoạn hoạt động:** Đây là giai đoạn tiếp tục đổi mới để cải thiện hiệu quả của thị trường và minh bạch thông tin liên quan đến các hoạt động trên thị trường chính thức. Đặc trưng của giai đoạn này là hệ thống xử lý giao dịch tự động và hiệu quả hơn. Đây cũng thường là giai đoạn mở cửa cho dòng vốn nước ngoài chảy vào và thị trường nhận được sự quan tâm hơn của các nhà đầu tư nước ngoài nhất là các nhà đầu tư tổ chức như các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm. Tính thanh khoản của thị trường gia tăng mạnh mẽ.

- **Giai đoạn sung mãn:** Các luật lệ cho hoạt động thị trường đã hoàn thiện. Thị trường chính thức giống với thị trường của các nước đã phát triển cả về tổ chức thị trường lẫn mức độ hoạt động. Ở giai đoạn này, thị trường chính thức dành được sự tin cậy của các nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ các danh mục đầu tư quốc tế. Thị trường này bắt đầu hội nhập sâu vào thị trường tài chính quốc tế. Tuy nhiên, dù ở giai đoạn sung mãn nhưng các thị trường mới nổi vẫn rất nhạy cảm hơn trước những cú sốc bất ngờ so với các thị trường ở những quốc gia đã phát triển.

Xu hướng di chuyển của dòng vốn đầu tư vào các thị trường vốn cổ phần mới nổi

Vào cuối những năm 1980, ở các thị trường đang phát triển, nguồn tài trợ bằng nợ vay từ các tổ chức tài chính như ngân hàng dường như được ưa thích nhất và là nguồn tài trợ chính thức của các doanh nghiệp. Sự phát triển của các thị trường chứng khoán ở những quốc gia này bị hạn chế vì một số các nguyên nhân như quy mô các doanh nghiệp niêm yết nhỏ, thiếu các khoản tiết kiệm trong nền kinh tế và những khó khăn trong việc tích lũy vốn. Vì lẽ đó mà các nhà đầu tư nói chung khá thờ ơ với thị trường chứng khoán chính thức ở những quốc gia này.

Tuy nhiên, từ đầu những năm 1990, cổ phiếu ở các thị trường mới nổi thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư cả trong nước và quốc tế. Đặc biệt trong một vài năm trở lại đây chúng ta chứng kiến một sự gia tăng mạnh mẽ trong các đầu tư vốn cổ phần ở tất cả các thị trường mới nổi khu vực. Vốn hóa thị trường đã vượt quá GDP, đặc biệt ở châu Á, trong năm 2007 đã có nhiều hơn một nửa trong số 23 các thị trường mới nổi chủ yếu có vốn hóa thị trường vượt quá quy mô tổng sản phẩm quốc nội hàng năm. Quy mô hoạt động của các thị trường này tăng mạnh mà quan trọng hơn là quy mô của thị trường vốn cổ phần đã lớn hơn quy mô của thị trường chứng nợ trong hầu hết các quốc gia mới nổi. Điều này có thể khó xảy ra nếu những quốc gia mới nổi không thực hiện các thay đổi sâu rộng về mặt cấu trúc và cải cách kinh tế. Trong nỗ lực duy trì tăng trưởng kinh tế cao và gia tăng hiệu quả của hệ thống tài chính, các quốc gia mới nổi buộc phải theo sát những thay đổi mang tính quốc tế khi tiến hành cải tổ hệ thống tài chính và ngân hàng. Việc này đã ảnh hưởng khá tích cực lên thị trường chứng khoán chính thức. Cùng lúc đó xu hướng phát triển mạnh mẽ của các quỹ đầu tư quốc tế. Sự hội nhập (có thể là từng phần tùy vào mức độ tự do hóa và mở cửa thị trường vốn) của các thị trường mới nổi vào thị trường tài chính toàn cầu mở ra thêm cơ hội đa dạng hóa đầu tư cho các nhà đầu tư quốc tế. Theo IMF, đầu tư gián tiếp mà các quốc gia công nghiệp lớn nắm giữ tăng từ 574 USD vào năm 2001 lên gần 2.000 tỷ USD trong năm 2006, trong đó tỷ trọng vốn cổ phần tăng mạnh từ 60 lên 74% trong thời gian này. Một số thị trường đứng đầu trong việc thu hút dòng vốn đầu tư quốc tế như Brazil và Ấn Độ. Năm 2007, vốn đầu tư gián tiếp nước

ngoài vào thị trường Brazil lên tới 214,14 tỷ USD, trong đó 77% đầu tư vào vốn cổ phần, 19% vào các trái phiếu chính phủ, 0,8% vào chứng khoán phái sinh, 0,5% vào các thương phiếu doanh nghiệp và 2,7% vào các công cụ tài chính khác.

Bảng 1: Dòng vốn đầu tư vào các nền kinh tế mới nổi (tỷ USD)

Giai đoạn	Dòng vốn vào
1993 – 1996	280
1997 – 2001	269
2002 – 2007	951
2008(*)	619

Nguồn: IMF, Balance of Payments Statistics; (*)Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies

Bảng sau đây cho thấy vốn hóa thị trường (thuộc đo quy mô thị trường) và tỷ số giao dịch (thuộc đo tính thanh khoản) của các thị trường mới nổi theo khu vực và số quốc gia tăng nhanh như thế nào trong những năm vừa qua.

Bảng 2: Vốn hóa thị trường và tỷ số giao dịch của các thị trường vốn cổ phần

Khu vực/ Quốc gia	Giá trị giao dịch/ Vốn hóa thị trường		Vốn hóa thị trường/GDP	
	2001	2007	2001	2007
Châu Á	142	110	47	258
Trung Quốc	85	161	40	138
Ấn Độ	122	28	43	317
Châu Mỹ	27	31	24	70
Latinh Brazil	35	38	34	104
Mexico	32	27	20	45
Trung Âu	34	45	15	49
Nga	30	45	25	117
Nam Phi	83	48	71	293
Nước khác	82	52	34	117

Nguồn: CGFS paper N0 33 Capital Flows and Emerging Economies (Bank for International Settlements)

Tại sao các thị trường mới nổi lại có được sự hấp dẫn như vậy đối với dòng vốn đầu tư quốc tế? Các nhà kinh tế đã có nhiều tranh luận về vấn đề này, nhưng nhìn chung các nhân tố tác động đến dòng vốn vào các thị trường mới nổi được chia làm hai nhóm. Thứ nhất là các nhân tố bên ngoài, nghĩa là các nhân tố phản ánh điều kiện của quốc gia đầu tư. Thứ hai là những nhân tố bên trong

của các quốc gia mới nổi.

Các lập luận ủng hộ cho nhóm nhân tố thứ nhất cho rằng dòng vốn vào các quốc gia mới nổi tăng khi điều kiện tài trợ ở các quốc gia đi đầu tư trở nên dễ dàng chẳng hạn như chính sách lãi suất thấp và tăng trưởng mạnh trong cung tiền và nhân tố chu kỳ kinh tế ở các quốc gia này. Lãi suất ở các quốc gia đã phát triển thấp sẽ khuyến khích các nhà đầu tư quốc tế tìm kiếm các cơ hội đầu tư có tỷ suất sinh lợi cao hơn ở những quốc gia khác. Tăng trưởng mạnh trong cung tiền dẫn đến gia tăng dư thừa trong tổng phương tiện thanh toán của các quốc gia đã phát triển, nếu những điều kiện khác không đổi thì dư thừa tổng phương tiện thanh toán này sẽ được đổ vào các thị trường tài chính. Chu kỳ kinh tế ở các quốc gia đã phát triển có thể có tác động hai mặt đối với dòng vốn vào các quốc gia mới nổi. Sự sụt giảm của nền kinh tế ở các quốc gia đã phát triển có thể làm cho các cơ hội đầu tư vào các quốc gia mới nổi hấp dẫn hơn và khuyến khích dòng vốn vào tuy nhiên khi điều kiện kinh tế ở các quốc gia phát triển đã được cải thiện, đầu tư trong nước có thể dành được sự quan tâm hơn, nhưng điều này có dẫn đến sự giảm sút trong dòng vốn vào các quốc gia mới nổi hay không còn tùy thuộc vào tương quan trong khả năng sinh lợi giữa hai nhóm quốc gia này. Một lập luận khác ủng hộ cho nhóm nhân tố thứ nhất nữa đó là nhu cầu đa dạng hóa đầu tư của các nhà đầu tư quốc tế có thể dẫn đến xu hướng gia tăng dòng vốn đầu tư vào các thị trường mới nổi. Đặc biệt khi mà tổng tài sản tài chính tích lũy của các nhà đầu tư tổ chức như quỹ hưu bổng, các công ty bảo hiểm ở châu Âu, Nhật, Anh và Mỹ đạt tới 34 nghìn tỷ vào cuối năm 2007, thì chỉ cần một tỷ lệ phân bổ khá nhỏ vào các thị trường mới nổi cũng có thể tạo ra sự gia tăng lớn trong dòng vốn vào các quốc gia này.

Các lập luận ủng hộ cho nhóm nhân tố thứ hai được xem là quan trọng hơn. Đó là, sự gia tăng nhu cầu đầu tư của các nhà đầu tư quốc tế vào những thị trường mới nổi do đây là những thị trường có tỷ suất sinh lợi tiềm năng cao xuất phát từ các thành quả kinh tế vĩ mô được cải thiện. Các quốc gia mới nổi đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế vượt bậc so với các nền kinh tế đã phát triển. Bảng 3 dưới đây là một dẫn chứng cho điều này. Một lý do nữa là vị thế tài chính của các thị trường mới nổi đang mạnh lên, một số quốc gia đã tiến rất gần với các quốc gia đã phát triển.

Bảng 3: Tăng trưởng kinh tế của các thị trường ở các quốc gia mới nổi và các quốc gia phát triển

	Tăng trưởng GDP	
	Thị trường mới nổi	Thị trường đã phát triển
1993 – 96	3,0	2,7
2006 – 07	7,6	2,9
2008 (*)	6,4	1,1

Nguồn: IMF world economic outlook and International Finance Statistic;

(*) Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies

Thêm vào đó do sự tháo bỏ các rào cản đầu tư, các thị trường mới nổi hội nhập sâu rộng hơn và tiến hành tự do hóa nền kinh tế bằng việc nới lỏng hoặc dỡ bỏ các hạn chế đối với các nhà đầu tư nước ngoài về lĩnh vực được phép tham gia đầu tư, gia tăng mức độ sở hữu và các quy định về quản lý ngoại hối cũng theo hướng thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Đa dạng hóa vào các thị trường chứng khoán mới nổi – Tỷ suất sinh lợi và rủi ro

Lợi ích mà nhà đầu tư nhận được từ việc đầu tư vào các thị trường mới nổi tùy thuộc vào tỷ số giữa tỷ suất sinh lợi và rủi ro. Phần lớn tỷ suất sinh lợi tiềm năng của việc đầu tư vào những thị trường mới nổi xuất phát từ xu hướng tăng trưởng vượt bậc của chúng. Tuy nhiên, rủi ro ở các thị trường này cũng lớn hơn các thị trường đã phát triển. Thị trường mới nổi ở các quốc gia đang phát triển gánh chịu nhiều rào cản. Những rào cản này có thể trực tiếp và xuất phát từ các luật lệ kinh tế hoặc gián tiếp như thiếu sự phát triển về mặt kinh tế và tài chính của các thị trường chính thức. Nền kinh tế của các thị trường mới nổi phụ thuộc vào hoàn cảnh kinh tế chung (vì đây là những nền kinh tế hướng đến xuất khẩu). Sự lệ thuộc này cùng với thu nhập quốc dân thấp có thể gây ảnh hưởng lên quy trình tích lũy vốn và năng lực tiết kiệm. Ngoài ra rủi ro cao ở những thị trường này còn xuất phát từ các luật lệ (quy định) đầu tư, chính sách quản lý ngoại hối; thiếu cơ sở hạ tầng tin cậy để phát triển thị trường, thiếu các công cụ bảo vệ nhà đầu tư, vấn đề minh bạch thông tin và mức độ tin cậy của các báo cáo tài chính thấp, rủi ro thanh khoản và bất ổn chính trị cao thấp

cũng góp phần tạo nên mức độ biến động cao trong giá cổ phần và do đó biến động cao trong tỷ suất sinh lợi. Mặc dù vậy những rủi ro này có thể thuyên giảm do đa dạng hóa mang lại. Các nhà đầu tư có thể nhận được lợi ích từ đa dạng hóa đầu tư vào các thị trường mới nổi vì mối tương quan của tỷ suất sinh lợi ở các thị trường này với các thị trường đã phát triển thấp hơn so với tương quan giữa các thị trường phát triển.

Lý thuyết danh mục của Harry Markowitz được sử dụng làm công cụ giúp đánh giá lợi ích đa dạng hóa do đầu tư vào các thị trường mới nổi so với chỉ đầu tư vào thị trường đã phát triển. Để xem xét đa dạng hóa, giả sử rằng quyết định phân bổ tài sản của một nhà đầu tư quốc tế được thực hiện dựa chỉ trên cơ sở các đặc tính rủi ro, và độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi tài sản. Nếu đa dạng hóa vào n tài sản rủi ro trong danh mục với tỷ trọng $w' = (w_1, \dots, w_n)$ và nếu ma trận hiệp phương sai của các tỷ suất sinh lợi là V, lúc đó phương sai của danh mục là $w'Vw$. Các danh mục đầu tư tối ưu là danh mục hoặc rủi ro nhỏ nhất với một mức tỷ suất sinh lợi nào đó hoặc với một mức độ rủi ro nào đó tỷ suất sinh lợi là lớn nhất. Nếu không có các giới hạn bán khống thì kết quả của bài toán tối ưu ở trên sẽ là $w' = (w'_1, \dots, w'_n)$.

Với $W_i = \frac{\Psi_i}{\sum \Psi_i}$, trong đó Ψ_i tổng các thành phần trong cột thứ i của ma trận đảo V^{-1} và $\sum \Psi_i$ là tổng tất cả các thành phần của ma trận V^{-1} . Phương sai của danh mục có phương sai tối thiểu, V^* , bằng $\frac{1}{\sum \Psi_i}$. Trong trường hợp không cho phép bán khống bài toán tối ưu cần thêm ràng buộc không âm cho các tỷ trọng đầu tư.

Để phân tích khả năng đa dạng hóa của danh mục đầu tư trên viên cảnh quốc tế, tác giả sử dụng 35 thị trường (trong đó 14 thị trường đã phát triển và 21 thị trường mới nổi), dữ liệu theo tháng từ tháng 1/1995 đến tháng 12/2008 được lấy từ Morgan Stanley Capital International. Nói chung, các thị trường trong danh mục này thuộc nhiều quốc gia nhằm mục đích đại diện cho tất cả các khu vực trên thế giới (châu Âu, châu Á, châu Phi, Trung Đông, châu Mỹ Latinh). Những thị trường này đều cho phép sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài và có sẵn dữ liệu để phân tích tương quan và xây dựng danh mục đa dạng hóa.

Bảng 4 cho chúng ta thấy mức độ tỷ suất sinh lợi (mean) và rủi ro (Std. Deviation) của một số thị trường mới nổi và phát triển trong mẫu 35 thị trường xem xét, ngoài ra chúng tôi cũng đưa vào

hai chỉ số thị trường mới nổi của khu vực châu Mỹ Latinh (EM Latin America), châu Âu (EM Europe), và một chỉ số đại diện cho các thị trường mới nổi (EM), một chỉ số đại diện cho tất cả các quốc gia phát triển (MSCI world).

Bảng 4: Thống kê mô tả của các tỷ suất sinh lợi thị trường

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tỷ suất sinh lợi EM Latin America	168	-.3910	1.347	.009577	.0710594
Tỷ suất sinh lợi EM EUROPE	168	-.4096	2.344	.011102	.099892
Tỷ suất sinh lợi EM	168	-.3139	1.277	.004054	.0639914
Tỷ suất sinh lợi India	168	-.2847	1.728	.005466	.0828438
Tỷ suất sinh lợi Indonesia	168	-.4295	4.081	.006570	.1105414
Tỷ suất sinh lợi Korea	168	-.3212	4.278	.003131	.0978368
Tỷ suất sinh lợi Argentina	168	-.4628	4.272	.000166	.1153613
Tỷ suất sinh lợi Brazil	168	-.4626	2.069	.010779	.0918004
Tỷ suất sinh lợi Czech	168	-.2703	2.234	.006826	.0770590
Tỷ suất sinh lợi Hungary	168	-.4531	4.167	.011767	.1010781
Tỷ suất sinh lợi Turkey	168	-.4737	5.899	.027417	.1468270
Tỷ suất sinh lợi US	168	-.1893	.0542	.004069	.0452253
Tỷ suất sinh lợi Japan	168	-.2365	1.175	-.003323	.0520969
Tỷ suất sinh lợi UK	168	-.1398	.0649	.002014	.0401538
Tỷ suất sinh lợi Italy	168	-.1672	1.971	.001491	.0607783
Tỷ suất sinh lợi Germany	168	-.2667	1.796	.003138	.0659480
Tỷ suất sinh lợi France	168	-.1741	1.221	.003880	.0551373
Tỷ suất sinh lợi chỉ số quốc tế	168	-.1798	.0774	.002337	.0427686
Valid N (listwise)	168				

Nguồn: Dữ liệu từ Morgan Stanley Capital International, tính toán của tác giả.

Thống kê mô tả cho thấy các thị trường mới nổi như Ấn Độ, Indonesia, Hàn Quốc, Brazil, Hungary, Argentina, Thổ Nhĩ Kỳ và Cộng hòa Czech có tỷ suất sinh lợi vượt trội hơn so với các thị trường đã phát triển Mỹ, Nhật, Anh, Ý, Đức và Pháp. Các thị trường Thổ Nhĩ Kỳ, Hungary và Brazil có tỷ suất sinh lợi hàng tháng cao nhất tương ứng là 2,72%, 1,17% và 1,08% trong khi tỷ suất sinh lợi cao nhất của hai trong 6 thị trường đã phát triển là 0,46% (Pháp), 0,31% (Đức). Tỷ suất sinh lợi của các chỉ số mới nổi cũng cao hơn nhiều so với chỉ số thị trường quốc tế, 1,11% đối với chỉ số thị trường mới nổi châu Âu, 0,9% đối với chỉ số thị trường mới nổi châu Mỹ Latinh, 0,4% đối với chỉ số đại diện cho các thị trường mới nổi EM, trong khi tỷ suất sinh lợi của chỉ số quốc tế (đại diện cho các quốc gia đã phát triển) MSCI world là 0,23%. Song đi kèm với tỷ suất sinh lợi cao ở các thị trường mới nổi là độ biến động của tỷ suất sinh lợi khá lớn. Tỷ suất sinh lợi tối đa của các thị trường mới nổi cao nhất là 58,9% (Argentina) thấp nhất -48,2% (Brazil) trong khi ở thị trường đã phát triển tỷ suất sinh lợi chỉ dao động từ -28,6% (Đức) đến 19,7% (Ý). Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi của các chỉ số thị trường mới nổi cao nhất là 14,6% (Thổ Nhĩ Kỳ) và thấp nhất là 0,82% (Ấn Độ), độ lệch chuẩn của các thị trường phát triển cao nhất là 6,5% (Đức) và thấp nhất là 4,1% (Anh). Độ lệch chuẩn của các chỉ số mới nổi

của khu vực cũng cao hơn nhiều, cụ thể là 8,8% (châu Âu), 7,1% (châu Mỹ Latinh) và 6,3% (chỉ số đại diện cho các thị trường mới nổi), so với độ lệch chuẩn 4,2% của chỉ số quốc tế MSCI world.

Khả năng đa dạng hóa sẽ được đánh giá thông qua tương quan theo từng cặp tỷ suất sinh lợi ở hai nhóm thị trường. Nếu như tương quan giữa các thị trường mới nổi thấp và thấp hơn tương quan giữa các thị trường này với thị trường quốc tế nghĩa là có cơ hội để đa dạng hóa thông qua việc đầu tư vào các thị trường này. Nếu như tương quan giữa các thị trường cao thì nhà đầu tư có thể ít có được lợi ích từ đa dạng hóa.

Bảng 5 cho thấy tương quan giữa các cặp thị trường. Chúng ta có thể thấy tương quan

giữa các thị mới nổi thấp hơn so với tương quan giữa các thị trường phát triển. Cụ thể, tương quan cao nhất giữa các thị trường mới nổi là 0,64 giữa Cộng hòa Czech và Hungary, kể đến là 0,629 giữa Brazil và Hungary. Tương quan thấp nhất là 0,257 giữa Indonesia và Thổ Nhĩ Kỳ. Trong khi đó tương quan giữa các thị trường phát triển cao hơn nhiều, với mức tương quan cao nhất là 0,896 giữa Đức và Pháp và tương quan thấp nhất 0,49 giữa Ý và Nhật. Tương quan giữa thị trường mới nổi và phát triển cao nhất là 0,73 giữa Mỹ và Ấn Độ thấp nhất là 0,34 giữa Ý và Czech. Hệ số tương quan thấp giữa tỷ suất sinh lợi ở các thị trường chứng khoán mới nổi và phát triển là một chỉ báo về lợi ích tiềm năng của đa dạng hóa của các danh mục đầu tư quốc tế vào các thị trường mới nổi.



Bảng 5: Tương quan giữa các chuỗi tỷ suất sinh lợi chỉ số

	EM Latin America	EM Europe	EM	India	Indonesia	Korea	Argentina	Brazil	Czech	Hungary	Turkey	US	Japan	UK	Italy	Germany	France	MSCI World
EM Latin America	1	752	907	500	482	438	720	938	516	682	478	879	599	837	586	623	624	747
EM Europe	752	1	909	455	454	376	501	693	632	756	736	620	499	617	557	594	643	688
EM	907	909	1	625	564	618	571	828	598	690	546	731	546	687	593	691	684	806
India	500	455	625	1	349	347	338	481	457	403	290	396	446	348	442	399	404	485
Indonesia	482	454	564	349	1	382	377	437	330	430	257	420	436	414	413	413	427	486
Korea	438	376	618	347	382	1	344	368	301	313	263	465	477	475	354	379	403	515
Argentina	720	501	571	338	377	344	1	568	422	492	325	423	411	383	391	367	390	475
Brazil	938	693	828	481	437	368	568	1	471	629	424	609	567	580	516	589	589	693
Czech	516	632	598	457	330	301	422	471	1	640	350	386	403	363	340	411	402	458
Hungary	682	756	690	403	430	313	482	629	640	1	508	582	398	519	523	563	585	625
Turkey	478	736	546	290	257	263	325	424	350	500	1	484	366	401	491	490	544	529
US	879	620	731	396	420	465	423	609	386	582	484	1	541	794	636	774	774	854
Japan	599	499	617	442	413	475	411	567	403	398	366	541	1	542	493	522	562	696
UK	637	617	687	348	414	475	383	580	363	519	481	794	542	1	703	772	813	874
Italy	586	557	593	442	413	354	391	516	340	523	481	636	493	703	1	743	816	745
Germany	623	594	691	399	413	379	367	586	411	553	490	774	522	772	743	1	896	864
France	624	643	684	404	422	403	390	509	402	505	544	774	562	813	816	896	1	992
MSCI World	747	688	806	465	486	515	475	683	458	625	529	954	696	874	745	864	882	1

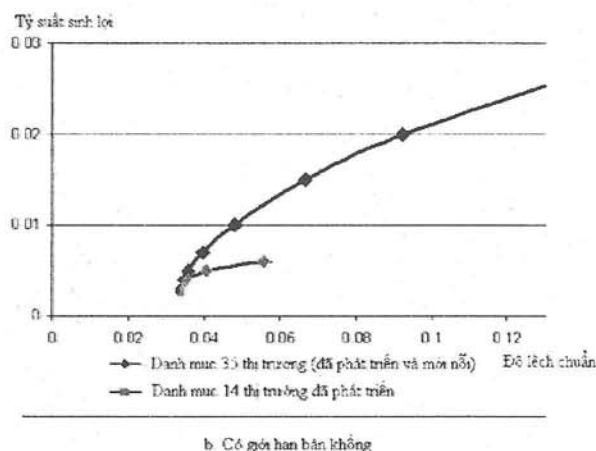
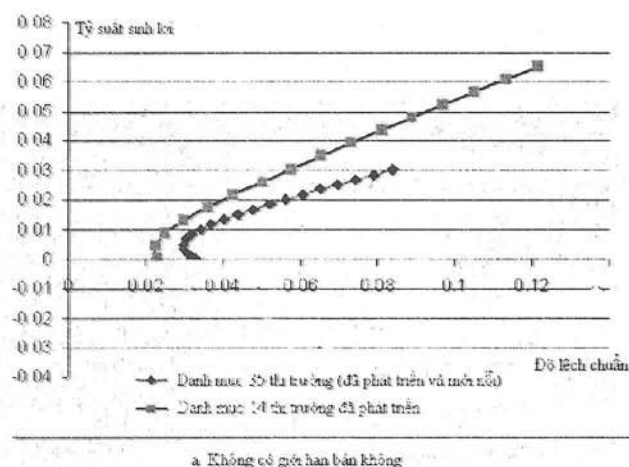
Nguồn: Dữ liệu từ Morgan Stanley Capital International, tính toán của tác giả

Hình 1 cho thấy đường biên hiệu quả được tính toán dựa trên thuật toán tìm danh mục tối ưu Harry Markowitz, trên chuỗi dữ liệu tỷ suất sinh lợi các chỉ số thị trường của 21 thị trường mới nổi và 14 thị trường đã phát triển. Chúng ta thấy rằng, trong cả hai trường hợp có và không có giới hạn bán khống thì đường biên hiệu quả của danh mục đa dạng hóa đầu tư quốc tế vào cả hai nhóm thị trường này đều nằm trên đường biên hiệu quả của 14 thị trường mới nổi, nghĩa là các danh mục đa dạng hóa quốc tế (35 thị trường) cho các kết hợp đầu tư tốt hơn so với danh mục chỉ đầu tư vào các thị trường phát triển (14 thị trường). Kết hợp các tài sản tài chính từ hai loại thị trường trên vào trong danh mục đưa đến tỷ số tỷ suất sinh lợi/rủi ro hấp dẫn hơn một danh mục chỉ gồm các cổ phiếu thị trường đã phát triển.

Đa dạng hoá của các nhà đầu tư quốc tế vào VN và các quỹ đầu tư của VN ra nước ngoài

Trong năm 2006 và 2007, với những thành tích về tăng trưởng cao (8,4% trong năm 2007, 6,23% trong năm 2008) cùng sự hoàn thiện dần các luật lệ và quy định tạo hành lang pháp lý, hoạt động của thị trường vốn cổ phần của VN đã trở nên hấp dẫn và thu hút nhiều nhà đầu tư quốc tế. Quy mô thị trường được cải thiện đáng kể so với những năm trước đó. Tuy nhiên, chỉ với thành tích tăng trưởng thôi thì chưa đủ mạnh để có thể tiếp tục thu hút đầu tư bởi lẽ đây là lợi thế chung của nhiều quốc gia khác như Trung Quốc (tăng trưởng 11,4% trong năm 2007, 9% trong năm 2008), Ấn Độ (tăng trưởng 9,6% trong năm 2007, 7% trong năm 2008). Mặc dù việc đa dạng hóa danh mục đầu tư quốc tế là cần thiết nhưng các quỹ đầu tư

Hình 1 Danh mục đa dạng hóa đầu tư quốc tế



Nguồn: Dữ liệu từ Morgan Stanley Capital International, tính toán của tác giả

cũng đánh giá và so sánh lợi thế giữa các thị trường trên nhiều khía cạnh khác nhau để đưa ra chiến lược phân bổ tài sản của mình. Để là một thị trường hấp dẫn, VN phải tự tạo ra những lợi thế riêng cho mình thông qua việc nâng cao hơn nữa năng lực quản lý vĩ mô, tạo lòng tin cho các nhà đầu tư thông qua việc đẩy nhanh tiến độ thực hiện kế hoạch cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước theo. Cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước nhất là các doanh nghiệp độc quyền sẽ mang lại nhiều lợi ích (đã có nhiều bài viết của nhiều tác giả đề cập), gia tăng kiểm soát của các nhà đầu tư bên ngoài. Tăng tính minh bạch về thông tin thông qua hiệu quả của của hoạt động kiểm toán và chế độ công bố thông tin tới thị trường. Xử lý mạnh các trường hợp giao dịch nội gián, làm giá, chi phối và lũng đoạn thị trường.

Khủng hoảng tài chính năm 2008 đã làm sụt giảm dòng vốn của các nhà đầu tư quốc tế vào các thị trường mới nổi nói chung và thị trường VN nói riêng, nhưng khủng hoảng cũng là cơ hội cho quốc gia nào biết nhanh chóng cải thiện chính mình. Khủng hoảng tài chính sẽ dẫn đến nhiều khả năng tái điều chỉnh danh mục đầu tư của các quỹ đầu tư quốc tế. Thị trường VN có phải là thị trường hấp dẫn cho các nhà đầu tư nước ngoài hay không tùy thuộc vào khả năng cải thiện những vấn đề nêu trên. VN cũng cần sớm đưa ra thị trường các sản phẩm mới (nhất là các sản phẩm phái sinh, trước mắt có thể áp dụng cho các chỉ số (index)), nhằm cho nhà đầu tư nhiều lựa chọn hơn để có thể tăng hiệu quả danh mục đầu tư của họ hơn.

Bên cạnh đó, phân tích đa dạng hóa ở trên cũng gợi ra cách thức gia tăng hiệu quả (và do đó

tăng khả năng cạnh tranh) của các quỹ đầu tư VN. Về phía mình, bản thân các quỹ này cần có chiến lược đa dạng hóa phù hợp, tìm kiếm những cơ hội đầu tư ở các quốc gia tiềm năng trong khu vực và xa hơn nữa là trên phạm vi quốc tế. Tuy nhiên để các quỹ đầu tư trong nước có thể làm được điều đó thì về phía quản lý nhà nước, các cơ quan quản lý có thẩm quyền cần sớm tạo lập hành lang pháp lý và các điều kiện cho hoạt động đầu tư tài chính ra nước ngoài của các tổ chức đầu tư nội địa ■

Tài liệu tham khảo

1. PGS.TS Trần Ngọc Thơ (2005), *Kinh tế VN trên đường hội nhập – Quản lý quá trình tự do hóa tài chính*, NXB Thống kê, 2005
2. Trần Ngọc Thơ – Vũ Việt Quảng (2007), *Lập mô hình tài chính*, NXB Lao động Xã hội, 2007.
3. TS. Phan Thị Bích Nguyệt (2006), *Đầu tư tài chính – Quản lý danh mục đầu tư*, NXB Thống kê, 2006
4. Committee on the Global Financial System, *Capital flows and emerging market economies*, CGFS paper No 44, December 2008
5. Bekaert, G, Harvey, C (2003), "Research in emerging Market Finance: Looking to the future", *Emerging Markets Review*.
6. IMF (2008), *World Economic Outlook*, October 2008.
7. Committee on the Global Financial System, *Institutional investors, global savings and asset allocation*, CGFS Paper No 27, February 2007.
8. Divecha, Arjun B., Jaime Drach & Dan Stefek (1992), "Emerging Markets: A quantitative Perspective", *Journal of Portfolio Management*, 19(1): 41-50.

