

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HCM

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**THU HÚT DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP
NƯỚC NGOÀI THÔNG QUA THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

NGUYỄN DUY SƠN

Mã số: 60.31.12

NGƯỜI HƯỚNG DẪN: TS. NGUYỄN THÒ LIEÂN HOA

TP. HỒ CHÍ MINH - 2007

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

FDI: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài
FPI: Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài
ODA: Vốn viện trợ phát triển chính thức
OFI: Vốn đầu tư nước ngoài khác
CK: Chứng khoán
TTCK: Thị trường chứng khoán
ĐTTN: Đầu tư trong nước
ĐTNN: Đầu tư nước ngoài
QMTT: Quy mô thị trường.
DN: Doanh nghiệp
DNNN: Doanh nghiệp Nhà nước
TNDN: Thu nhập doanh nghiệp
CtyCK: Công ty chứng khoán
CtyQLQ: Công ty quản lý quỹ
CtyNY: Công ty niêm yết
TTGDCK: Trung tâm giao dịch chứng khoán
SGDCK: Sở giao dịch chứng khoán
UBCKNN: Ủy ban chứng khoán nhà nước
GDP: Tổng sản phẩm quốc dân
WTO: Tổ chức thương mại thế giới
SGX: Thị trường chứng khoán Singapore
WB: Ngân hàng thế giới
IMF: Quỹ tiền tệ quốc tế
NHNN: Ngân hàng Nhà nước
NHTM: Ngân hàng thương mại
TCTC: Tổ chức tài chính
ĐNÁ: Đông Nam Á
CNTT: Công nghệ thông tin

DANH MỤC CÁC BẢNG VÀ HÌNH

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1.1: Nhưng nhân tố tác động đến dòng vốn FPI .

Bảng 1.2: Tỷ trọng vốn FPI chảy vào các nước theo mức độ nợ và thu nhập, thời kỳ 1999-2004.

Bảng 1.3: Dòng vốn FPI ròng chảy vào Trung Quốc thời kỳ 1990-2002.

Bảng 2.1: Tốc độ tăng trưởng sản phẩm trong nước 6 năm 2001-2006

Bảng 2.2: Các quỹ ĐTNN hoạt động tại Việt Nam giai đoạn 1991-2000

Bảng 2.3: Tình hình thu hút vốn ĐTNN tại Việt Nam qua các năm 1998 -2006

Bảng 2.4: Tình hình niêm yết chứng khoán đến ngày 20/8/2007

DANH MỤC CÁC HÌNH

Hình 1.1: Tỷ trọng dòng vốn Quốc tế chảy vào các thị trường đang nổi thời kỳ 1990-1996 và thời kỳ 1997-2001

Hình 1.2: Cơ cấu dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi

Hình 2.1: Tốc độ tăng tổng sản phẩm trong nước 6 năm 2001-2006

MỤC LỤC

Trang

LỜI MỞ ĐẦU

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI 01

1.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến sự dịch chuyển dòng vốn quốc tế 01

1.2. Tác động của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến sự phát triển nền kinh tế 03

1.2.1. Đặc trưng của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài 03

1.2.1.1. Tính thanh khoản 03

1.2.1.2. Tính bất ổn 03

1.2.1.3. Tính đa dạng 03

1.2.2. Ảnh hưởng của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến nền kinh tế .. 04

1.2.3. Lợi ích và rủi ro trong việc tiếp cận dòng vốn FPI 08

1.2.3.1. Lợi ích của dòng vốn FPI 08

1.2.3.2. Những rủi ro của dòng vốn FPI 09

1.3. Thực trạng và xu hướng của dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi giai đoạn 1990 – 2006 10

1.3.1. Thực trạng và xu hướng của dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi giai đoạn 1990 – 2006 10

1.3.2. Đặc điểm của dòng vốn FPI chảy vào các các thị trường đang nổi giai đoạn 1990 – 2006. 14

1.4. Kinh nghiệm thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế ở một số quốc gia trên thế giới 17

1.4.1. Bài học kinh nghiệm từ thực trạng thu hút dòng vốn FPI ở Thái Lan 19

<i>1.4.2. Trung Quốc thành công trong việc điều tiết sự di chuyển dòng vốn FPI (phụ lục số 5)</i>	20
<i>1.4.3. Nhận xét chung về việc thu hút dòng vốn FPI ở Thái Lan và Trung Quốc</i>	21
Kết luận chương 1	23
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG THU HÚT DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI TRÊN TTCK VIỆT NAM THỜI GIAN QUA	
	24
2.1. Bối cảnh chung của nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2001 - 2006	24
<i>2.1.1. Những thành tựu đạt được</i>	24
<i>2.1.2. Hạn chế và tồn tại</i>	25
2.2. Kết quả thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK Việt Nam thời gian qua	26
<i>2.2.1. Môi trường đầu tư trở nên hấp dẫn hơn</i>	26
<i>2.2.2. Kết quả thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua TTCK Việt Nam thời gian qua</i>	33
<i>2.2.2.1. Niêm yết CK trên TTCK quốc tế</i>	34
<i>2.2.2.2. Thông qua các quỹ đầu tư quốc tế</i>	39
2.3. Đánh giá vai trò nhà đầu tư nước ngoài đối với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam (phụ lục số 01)	47
2.4. Đánh giá vai trò của dòng vốn FPI đối với sự tăng trưởng GDP của Việt Nam (phụ lục số 02)	51
Kết luận chương 2	57
CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP THU HÚT DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI THÔNG QUA TTCK VIỆT NAM	
	58
3.1. Xu hướng dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài chảy vào Việt Nam khi Việt Nam gia nhập tổ chức thương mại thế giới	58
<i>3.1.1. Triển vọng bùng nổ đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam</i>	58

3.1.2. Thời cơ và thách thức khi Việt Nam hội nhập tài chính quốc tế.....	59
3.1.2.1. Thời cơ.....	59
3.1.2.2. Những thách thức.....	60
3.2. Giải pháp thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua TTCK Việt Nam	61
3.2.1. Phát triển TTCK Việt Nam.....	63
3.2.1.1. Hoàn thiện hơn nữa khung pháp lý nhằm khuyến khích tổ chức và cá nhân tham gia vào TTCK Việt Nam	63
3.2.1.2. Tăng cung CK cho thị trường về số lượng, chất lượng và chủng loại	63
3.2.1.3. Nâng cao chất lượng hoạt động của các Sở giao dịch và Trung tâm lưu ký CK	64
3.2.1.4. Nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với TTCK.....	65
3.2.1.5. Sở giao dịch CK nên đăng ký một mã số BIS (Bank Identifier Code)	66
3.2.1.6. Khuyến khích phát triển các quỹ đầu tư trong nước	66
3.2.1.7. Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm	67
3.2.2. Khuyến khích các nhà đầu tư quốc tế tham gia vào TTCK Việt Nam.....	67
3.2.2.1. Tăng cường thu hút nhiều quỹ ĐTNN tham gia vào TTCK Việt Nam	67
3.2.2.2. Tăng cường hợp tác Quốc tế	68
3.2.2.3. Bảo đảm môi trường kinh tế vĩ mô ổn định cho việc thu hút dòng vốn FPI	68
3.2.2.4. Mở room đến 100% cho DN niêm yết không thuộc ngành nghề đầu tư có điều kiện	68
3.2.2.5. Quảng bá thông tin về đầu tư tại Việt Nam trên trường quốc tế.....	70
3.2.3. Kiểm soát nhằm hạn chế sự đảo ngược dòng vốn.....	71
3.2.3.1. Kiểm soát trực tiếp.....	72
3.2.3.2. Kiểm soát gián tiếp.....	73
Kết luận chương 3	75

KẾT LUẬN CHUNG 76

PHỤ LỤC

Phụ lục 01: Soá lieäu quy mô giao dòch toång hõp qua caùc thaùng töø naêm 2000 –2006.

Phụ lục 02: Đánh giá vai trò của dòng vốn FPI đối với sự tăng trưởng GDP của Việt Nam.

Phụ lục 03: Khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở một số nước đang phát triển trong thập kỷ 1990.

Phụ lục 04: Trung Quốc thành công trong việc điều tiết sự di chuyển dòng vốn FPI.

Phụ lục 05: Tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ khi thành lập và đi vào hoạt động cho đến nay.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

LỜI MỞ ĐẦU

Qua 20 năm thực hiện đổi mới, chúng ta đã gặt hái được nhiều thành tựu to lớn và quan trọng: Kinh tế phát triển nhanh và bền vững; tổng sản phẩm quốc dân trong nước tăng gấp đôi trong 10 năm qua; nền kinh tế từ chỗ thiếu lương thực, hàng tiêu dùng..., nay đã có dư và xuất khẩu, từ cơ chế tập trung quan liêu bao cấp đã chuyển sang cơ chế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa, từ chỗ chỉ thừa nhận sự tồn tại 2 thành phần kinh tế đã chuyển sang nền kinh tế nhiều thành phần ...

Tuy nhiên, chúng ta cũng có thể nhận ra những khiếm khuyết trong suốt quá trình đổi mới như: lâu nay, chúng ta thường đặt nặng việc tiếp cận đối với dòng vốn FDI, ODA mà ít quan tâm đến dòng vốn tiềm năng khác như FPI. Điều này dẫn đến hậu quả nghiêm trọng cho thị trường tài chính Việt Nam là “hội nhập không cân đối” dòng vốn FDI mỗi năm đã lên đến trên 4 tỷ USD trong khi tổng dòng vốn FPI tích lũy trong năm 2006 chỉ đạt khoản 500 triệu USD. Tính không cân đối này đã làm cho các doanh nghiệp có vốn FPI không thể chuyển hoá các nguồn đầu tư của mình trên TTCK do đó không có khả năng huy động thêm vốn trên TTCK cũng như thoát vốn khi cần thiết; các nguy cơ tụt hậu về kinh tế, tụt quan liêu tham nhũng, các vấn đề xã hội vẫn còn tồn tại và diễn biến phức tạp. Đặc biệt, thách thức lớn nhất có tính chất lâu dài mà chúng ta phải đương đầu đó là tình trạng yếu kém của nền kinh tế, khoảng cách về trình độ phát triển so với nhiều nước trên thế giới là rất lớn, trong khi chúng ta đang trong giai đoạn cạnh tranh quốc tế ngày càng khốc liệt.

Nhận thức về vấn đề này, từ Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ VIII, Đảng ta đã ra chiến lược phát triển kinh tế 10 năm (2001 – 2010), trong đó nhấn mạnh mục tiêu chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo hướng công nghiệp hoá, hiện đại hoá. Để thực hiện các mục tiêu này, chúng ta phải huy động tối đa các nguồn lực trong và ngoài nước, trong đó nguồn vốn đầu tư nước ngoài chiếm một vị trí quan trọng.

Thực tế trong thời gian qua nhịp tăng đầu tư nước ngoài vào Việt Nam đang chững lại. Mặc dù, TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động được hơn 7 năm, song dòng vốn FPI chảy vào Việt Nam rất hạn chế, thêm vào đó bước đầu thực hiện

hội nhập tài chính đã khiến cho những nhà quản lý có những lúng túng nhất định khi đối diện với sự dịch chuyển của các dòng vốn, đặc biệt là dòng vốn FPI. Chính vì vậy, vấn đề thu hút dòng vốn FPI trong giai đoạn hội nhập và cạnh tranh gay gắt như hiện nay đang là một trong những vấn đề được sự quan tâm sâu sắc của nhà nước. Vì lý do này tôi thực hiện đề tài: “Thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua TTCK Việt Nam”.

Thực hiện đề tài này, người viết chỉ mong muốn được giới thiệu một số giải pháp thu hút dòng vốn FPI thông qua TTCK Việt Nam, đồng thời sử dụng phần mềm SPSS để phân tích tác động của dòng vốn FPI đến GDP và vai trò của các nhà ĐTNN đối với quy mô vốn thị trường nhằm đáp ứng yêu cầu trong giai đoạn hội nhập.

Đề tài sử dụng các phương pháp phân tích số liệu thực tế, phương pháp so sánh tương quan, phương pháp duy vật biện chứng làm các phương pháp thực hiện chủ yếu. Nội dung của đề tài bao gồm ba chương như sau:

Chương 1: Tổng quan về dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Chương 2: Thực trạng thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK Việt Nam thời gian qua.

Chương 3: Giải pháp thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI

1.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến sự dịch chuyển dòng vốn quốc tế

Dòng luân chuyển vốn là các giao dịch quốc tế mua bán tài sản thực (thiết bị sản xuất, bất động sản...) và tài sản tài chính (cổ phiếu, trái phiếu, các khoản cho vay và các trái quyền đối với tiền gửi ngân hàng...). Ngoài ra, còn có các loại giao dịch tài khoản vốn khác như: tín dụng tài chính - thương mại, giao dịch trên các tài khoản ngân hàng, các nguồn vốn viện trợ chính thức và không chính thức... Các dòng lưu chuyển vốn này được ghi nhận trong tài khoản vốn của cán cân thanh toán.

Một quốc gia có thâm hụt tài khoản vốn còn được cho là có dòng vốn ra khi dòng vốn ra lớn hơn dòng vốn vào được ghi nhận trên tài khoản vốn, đây là một hình thức tiết kiệm quốc gia. Ngược lại, một quốc gia có thặng dư tài khoản vốn khi dòng vốn ra nhỏ hơn dòng vốn vào.

Tài khoản vốn thường được phân loại thành đầu tư trực tiếp (FDI) và đầu tư theo danh mục, hay còn gọi là đầu tư gián tiếp (FPI). Sự đa dạng hoá và giao thoa giữa hai nguồn vốn tài trợ này càng lớn thì mức độ hội nhập tài chính càng cao.

- Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI): là dòng vốn đầu tư vào quốc gia nhằm mục đích sở hữu và nắm giữ quyền kiểm soát các hoạt động kinh tế nội địa. FDI chủ yếu liên quan đến các giao dịch trên tài khoản thực.

- Đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI): là dòng vốn đầu tư gián tiếp, bao gồm dòng vốn vay nước ngoài của Chính phủ hoặc các DN trong nước và dòng vốn đầu tư cổ phần được tạo thành từ hoạt động của các quỹ đầu tư quốc tế vào các tài sản tài chính nội địa. Như vậy, FPI gồm phần lớn các giao dịch trên các loại CK như cổ phiếu, trái phiếu, khoản vay ngân hàng, CK phái sinh và các hình thức khác nhau của tín dụng (thương mại, tài chính, bảo đảm).

Tuy nhiên, việc phân loại này còn tùy thuộc vào từng quốc gia. Nếu như Thái Lan phân loại dòng vốn thành khoản vay dài hạn, FDI, FPI và loại ĐTNN khác (OFI

- là tổng dòng vốn vay ngắn hạn của NHTM và tài khoản tiền gửi của những người không cư trú bằng bath), thì Malaysia lại phân loại dòng vốn thành vốn vay dài hạn, FPI và OFI (bao gồm cả dòng vốn đầu tư trực tiếp và những khoản nợ ngắn hạn bên ngoài của NHTM).

Có nhiều tác nhân ảnh hưởng đến sự luân chuyển của dòng vốn quốc tế. Khi dòng vốn tự do dịch chuyển, Chính phủ các nước có thẩm quyền đối với dòng tiền lưu chuyển vào nước đó. Chẳng hạn như Chính phủ một nước có thể ấn định một loại thuế đặc biệt đánh trên thu nhập tích lũy của các nhà đầu tư nội địa đã đầu tư ở các thị trường nước ngoài. Một loại thuế như vậy có thể bị trả đũa bằng cách áp dụng một loại thuế tương tự cho dân chúng nước họ. Kết quả là sự sụt giảm ĐTNN của các nhà đầu tư đa quốc gia.

Sự luân chuyển vốn cũng chịu ảnh hưởng bởi các biện pháp kiểm soát vốn của các nước. Việc áp dụng các biện pháp này nhằm đối phó với một sự yếu kém về cấu trúc trong vị thế cán cân thanh toán của quốc gia. Ngay cả những nước như Úc, Đan Mạch, Pháp, Na Uy có lúc cũng đã áp dụng biện pháp hạn chế chuyển nội tệ ra nước ngoài, dù những năm gần đây đã trở nên thoáng hơn. Các nhà trung gian tài chính đang mong chờ một ngày các hạn chế được nới lỏng để họ có thể cạnh tranh mãnh liệt hơn trên cơ sở toàn cầu.

Kết cấu dân số cũng ảnh hưởng đến sự luân chuyển các dòng vốn. Trong thập niên 1980, dân số Mỹ rất trẻ và nhìn chung những người trẻ cần nhiều vốn hơn là cung cấp cho thị trường cơ bản. Thời gian trôi qua, tuổi trung bình của dân số thành niên Mỹ tăng lên, sự thâm hụt vốn giảm và do đó nguồn tài trợ từ các nhà đầu tư không phải của Mỹ cũng giảm.

Các biến động tỷ giá hối đoái dự báo được do các nhà đầu tư vào CK cũng có thể ảnh hưởng đến dòng vốn quốc tế. Nếu nội tệ của một nước được dự kiến mạnh, các nhà ĐTNN có thể sẵn sàng đầu tư vào CK của nước đó để hưởng lợi từ các biến động tiền tệ. Ngược lại, dòng vốn vào của một nước dự kiến sẽ giảm nếu đồng nội tệ của nước đó dự kiến suy yếu, khi các yếu tố khác không đổi. Khi muốn đánh giá tính biến động của dòng vốn vào và ra ta phải xem xét đồng thời tất cả các yếu tố. Một quốc gia có thể có sự sụt giảm trong tài khoản vốn ngay cả khi có lãi suất hấp dẫn, nếu đồng nội tệ của quốc gia này dự kiến sẽ giảm giá. Ngoài ra các tác nhân

thuộc về luật lệ, chính sách điều hành của Chính phủ các nước cũng có tác động nhất định đến các dòng vốn quốc tế. Trong phạm vi đề tài này, chúng ta chỉ quan tâm đến ảnh hưởng dòng vốn FPI đến sự phát triển của nền kinh tế một quốc gia.

1.2. Tác động của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến sự phát triển nền kinh tế

1.2.1. Đặc trưng của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài

1.2.1.1. Tính thanh khoản

Do chỉ quan tâm đến lợi tức (với một mức độ rủi ro nhất định) hoặc mức độ an toàn của CK (với một mức lợi tức nhất định) chứ không quan tâm đến việc quản lý quá trình sản xuất kinh doanh thực tế nên FPI có tính thanh khoản cao (high liquidity). Nói cách khác, nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể dễ dàng bán lại những CK mà họ đang nắm giữ để đầu tư vào những nơi có tỷ suất sinh lợi cao hơn và một mức rủi ro có thể chấp nhận được. Tính thanh khoản cao của FPI khiến cho hình thức đầu tư này mang tính ngắn hạn (short term), mặc dù cổ phiếu được coi là hình thức đầu tư dài hạn và nhiều loại CK có thời hạn lớn hơn một năm.

1.2.1.2. Tính bất ổn

Do có thể thay đổi nhanh để tìm kiếm tỷ suất sinh lợi cao hơn hay để có được một mức độ rủi ro thấp hơn nên FPI có đặc tính là bất ổn (volatility) và dễ bị đảo ngược (reversibility). Tính bất ổn trong một giới hạn nào đó, có thể là có lợi khi nó cung cấp những cơ hội kinh doanh với lợi nhuận cao hoặc những cơ hội kinh doanh chênh lệch giá. Những cơ hội này sẽ thu hút những nhà đầu tư và khiến cho thị trường tài chính nội địa hoạt động hiệu quả hơn. Tính bất ổn còn chỉ ra rằng thị trường đang tìm kiếm những hình thức phân bổ vốn tốt nhất cho những cơ hội kinh doanh hiện hành. Tuy nhiên, nếu tính bất ổn xảy ra thường xuyên và ở mức độ cao sẽ gây ra những tác động tiêu cực đến nền kinh tế nói chung và hệ thống tài chính nói riêng. Hơn thế nữa tính thanh khoản cao cùng với tính bất ổn của FPI còn có thể dẫn đến tình trạng rút vốn ồ ạt khi có sự thay đổi trong quan điểm của giới đầu tư hoặc sự thay đổi các điều kiện kinh tế bên trong cũng như bên ngoài.

1.2.1.3. Tính đa dạng

Ngoài ra, FPI còn tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau (multiform) và rất phức tạp (complexity) như trái phiếu, cổ phiếu, giấy nợ thương mại (commercial paper) hoặc dưới dạng các công cụ phái sinh (derivative): kỳ hạn (forward), tương lai (future), quyền chọn (options)...

1.2.2. Ảnh hưởng của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến nền kinh tế

Trước đây chúng ta coi trọng dòng vốn FDI mà không quan tâm đến dòng vốn FPI. Từ khi TTCK ra đời và đi vào hoạt động đã thu hút ngày càng nhiều nhà ĐTNN với một lượng đáng kể dòng vốn FPI, một ngoại lực cho sự phát triển kinh tế nước nhà. Việc thu hút ngày càng nhiều dòng vốn FPI rõ ràng mang đến nhiều lợi ích.

Thứ nhất, FPI góp phần làm tăng nguồn vốn trên thị trường vốn nội địa và làm giảm chi phí vốn thông qua việc đa dạng hoá rủi ro: Nếu dòng vốn FPI được sử dụng để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mới, thì đây sẽ là nguồn vốn bổ sung quan trọng cho nguồn vốn nội địa mà các nước đang phát triển cần để thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, FPI còn cho phép các ĐTNN có cơ hội chia sẻ rủi ro của mình với các nhà đầu tư nội địa. FPI sẽ khiến cho thị trường vốn nội địa trở nên có tính thanh khoản cao hơn và kéo theo việc đa dạng hoá rủi ro trở nên dễ dàng hơn và kết quả là nguồn vốn dồi dào hơn và chi phí sử dụng vốn sẽ thấp hơn đối với các DN.

Thứ hai, FPI thúc đẩy sự phát triển hệ thống tài chính: Dòng vốn FPI thúc đẩy sự phát triển hệ thống tài chính nội địa thông qua nhiều kênh:

- Cùng với sự xuất hiện của các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài, thúc đẩy thị trường tài chính nội địa hoạt động hiệu quả hơn do có tính thanh khoản cao hơn. Một khi thị trường trở nên có tính thanh khoản cao hơn, sâu hơn, rộng hơn, một loạt các dự án đầu tư khác nhau sẽ được tài trợ. Chẳng hạn như những công ty mới sẽ có cơ hội lớn hơn trong việc thu hút được nguồn vốn tài trợ ban đầu. Người tiết kiệm sẽ có nhiều cơ hội đầu tư hơn với niềm tin rằng họ có thể quản lý được danh mục đầu tư của họ hoặc có thể bán CK đi rất nhanh một khi họ cần đến nguồn tiết kiệm của mình. Bằng cách đó, những thị trường có tính thanh khoản cao sẽ khiến cho đầu tư dài hạn trở nên có sức thu hút hơn.

- FPI còn thúc đẩy sự phát triển của các thị trường cổ phiếu cũng như quyền biểu quyết của các cổ đông trong quá trình điều hành công ty. Một khi các công ty cạnh tranh về nguồn tài trợ, thị trường sẽ ban thưởng cho những công ty tốt hơn. Một khi tính thanh khoản cũng như hoạt động của thị trường được cải thiện, cổ phiếu sẽ ngày càng phản ánh giá trị thực của công ty và điều đó sẽ thúc đẩy phân bổ vốn một cách hiệu quả. Những thị trường cổ phiếu hoạt động tốt sẽ khuyến khích mua lại và đây chính là giao điểm giữa đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp. Mua lại có thể khiến cho một công ty trở nên vững mạnh hơn và đem lại lợi tức cho các nhà đầu tư cũng như cho nền kinh tế nội địa.

- Sự hiện diện của nhà đầu tư thể chế nước ngoài (công ty Bảo hiểm, quỹ hỗ tương, quỹ bảo hiểm rủi ro...) sẽ giúp cho các thể chế tài chính trong nước có cơ hội tiếp cận các thị trường vốn quốc tế; áp dụng các công cụ và kỹ thuật tài chính mới như tương lai, quyền chọn, hoán đổi hoặc những công cụ bảo hiểm khác... với kết quả là rủi ro của các nhà ĐTNN lẫn nội địa sẽ được tăng cường và sức cạnh tranh của các thể chế nội địa sẽ được nâng cao.

- FPI giúp tăng cường kỷ luật đối với các thị trường vốn nội địa. Thực vậy, với một thị trường vốn rộng hơn, các nhà đầu tư sẽ có được những khuyến khích mạnh hơn trong việc mở rộng nguồn lực để tìm kiếm cơ hội đầu tư mới hay sắp xuất hiện. Một khi các công ty cạnh tranh nhau về nguồn tài trợ họ phải đối mặt với áp lực về nhu cầu của thông tin về khối lượng cũng như chất lượng. Sức ép về tính công khai đầy đủ sẽ thúc đẩy tính minh bạch và điều này sẽ có tác động lan tỏa tích cực tới các khu vực khác của nền kinh tế. Do không có lợi thế về những thông tin nội bộ của các cơ hội đầu tư, các nhà ĐTNN đặc biệt yêu cầu một mức độ công khai hoá cao hơn, những chuẩn mực kế toán cao hơn và mang theo những kinh nghiệm của họ trong việc thực hiện những chuẩn mực này.

Cạnh tranh trong việc cung cấp nguồn tài trợ hay các dịch vụ tài chính cũng như trong việc nhận được nguồn tài trợ hay các dịch vụ tài chính, sẽ buộc các thể chế tài chính nội địa và các công ty nội địa phải áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế, thực hiện minh bạch hoá tài chính và cải tiến hoá hình thức quản lý... điều này sẽ khiến cho thị trường tài chính nội địa hoạt động có kỷ luật hơn và có khả năng cạnh tranh cao hơn do giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin, và qua đó giảm được những hiệu ứng bất lợi như sự lựa chọn nghịch và rủi ro đạo đức. Kết quả là

người sử dụng tài chính sẽ có được các dịch vụ tài chính tốt hơn và có chi phí tài chính thấp hơn.

- FPI thúc đẩy cải cách thể chế và nâng cao kỷ luật đối với các chính sách của Chính phủ. Tính bất ổn và dễ bị đảo ngược của dòng vốn FPI sẽ buộc các Chính phủ phải thực hiện những chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh nhằm làm giảm thâm hụt ngân sách, lạm phát, sự mất cân đối với bên ngoài... cũng như các chính sách kinh tế thân thiện với thị trường nói chung và các nhà ĐTNN nói riêng.

Như vậy, thông qua các kênh khác nhau, FPI có thể bổ sung thêm nguồn vốn cho nền kinh tế cũng như thúc đẩy việc củng cố và cải thiện hoạt động của các thị trường vốn nội địa. Điều này sẽ khiến cho vốn và các nguồn lực trong nền kinh tế được phân bổ tốt hơn; tạo cơ hội đa dạng hoá danh mục đầu tư, cải thiện khả năng quản lý rủi ro, thúc đẩy sự gia tăng tiết kiệm quốc gia với kết quả là nền kinh tế trở nên vững mạnh hơn và tăng trưởng kinh tế sẽ được thúc đẩy.

Tuy nhiên thực tế không phải lúc nào cũng đơn giản như những gì các học thuyết kinh tế chỉ ra. *Trước hết, Sự gia tăng mạnh mẽ của dòng vốn FPI sẽ khiến cho nền kinh tế dễ rơi vào tình trạng phát triển quá nóng (kinh tế bong bóng):* Với những đặc trưng cơ bản là tỷ giá hối đoái danh nghĩa hoặc lạm phát gia tăng. Lãi suất giảm là do có sự gia tăng của mức cung tiền sẽ khiến cho nhu cầu nội địa gia tăng và đồng tiền lên giá thực tế. Đến lượt mình, sự lên giá thực tế của đồng tiền nội địa sẽ thúc đẩy sự phát triển của khu vực sản xuất hàng hóa phi thương mại (dịch vụ) và hạn chế sự phát triển của khu vực sản xuất hàng hóa thương mại (hàng chế tạo). Hậu quả là cán cân tài khoản vãng lai sẽ xấu đi do cạnh tranh của hàng hóa và dịch vụ trong nước giảm, nợ nước ngoài sẽ gia tăng. Nói cách khác, nền kinh tế sẽ bị rơi vào tình trạng phát triển quá nóng, dễ bị tổn thương và sẽ rơi vào khủng hoảng một khi gặp phải các cú sốc bên trong cũng như bên ngoài, hoặc khi dòng vốn đảo ngược mạnh.

Có đặc điểm đáng lưu ý là những tác động kể trên của dòng vốn FPI đối với nền kinh tế sẽ phụ thuộc vào việc dòng vốn thu hút được sử dụng như thế nào và được thu hút từ trong nước hay từ thị trường quốc tế. Nếu vốn FPI được sử dụng để tài trợ cho đầu tư mới thì tác động của nó tới nền kinh tế cũng như tác động của FDI. Nếu vốn đó được dùng để trả nợ, áp lực đối với hệ thống ngân hàng sẽ giảm và dự

trữ ngoại tệ sẽ gia tăng. Nếu vốn đó được đầu tư vào thị trường vốn nội địa hay được gửi vào hệ thống ngân hàng, cung tiền nội địa và tín dụng sẽ gia tăng, kéo theo sự gia tăng nhu cầu về tài sản (bao gồm cả bất động sản). Nếu vốn được sử dụng để chi tiêu, tổng cầu sẽ tăng, kéo theo sự gia tăng của sản lượng và lạm phát. Tất cả những điều đó sẽ khiến cho đồng tiền lên giá thực tế, lãi suất giảm và giá cả của khu vực sản xuất hàng hóa phi thương mại cũng như giá tài sản nội địa gia tăng với những hậu quả đối với nền kinh tế như đã trình bày ở trên.

Thứ ba, Thu hút dòng vốn FPI trên thị trường vốn quốc tế sẽ ít có những tác động bất ổn đối với thị trường tài chính nội địa: Bởi vì việc kinh doanh CK tiếp theo sẽ diễn ra trên thị trường nước ngoài và không ảnh hưởng đến sự di chuyển tiếp theo của vốn. Tuy vậy, việc tiếp cận ổn định thị trường vốn quốc tế lại phụ thuộc vào sự đánh giá tích cực của nhà đầu tư đối với tính thanh khoản của các CK cũng như sự tuân thủ của người phát hành đối với các nguyên tắc của thị trường. Nếu giá CK bất ổn trên thị trường quốc tế, việc phát hành mới sẽ khó có thể thực hiện được.

Thứ tư, Sự di chuyển quá mức của dòng vốn FPI sẽ khiến cho hệ thống tài chính trong nước dễ bị tổn thương và rơi vào khủng hoảng một khi gặp phải các cú sốc kinh tế: Nếu khu vực tài chính nội địa không có khả năng đương đầu với sự di chuyển vốn hoặc không được điều tiết, giám sát thận trọng, sự đảo ngược của dòng vốn FPI sẽ dẫn đến khủng hoảng.

Tuy nhiên, khủng hoảng có thể xảy ra mà không liên quan đến các nền tảng cơ bản của nền kinh tế như dưới tác động của sự không hoàn hảo của thị trường vốn quốc tế, những thay đổi bên ngoài và hiệu ứng lây lan.

- Tính không hoàn hảo của thị trường vốn quốc tế cùng với các hiệu ứng của nó như sự lựa chọn nghịch, hành vi bầy đàn, rủi ro đạo đức sẽ tác động mạnh tới hoạt động của thị trường vốn nội địa và khuyến khích các chu kỳ bùng nổ - đổ vỡ của thị trường này. Chẳng hạn, nếu các nhà đầu tư cho rằng tỷ giá hối đoái của một nước là không bền vững thì đầu cơ sẽ xuất hiện với hậu quả là khủng hoảng tiền tệ và cán cân thanh toán sẽ xảy ra với nhiều tác động tiêu cực tới nền kinh tế.

- Thông qua sự di chuyển của dòng vốn FPI, những thay đổi mang tính chu kỳ ở các nước phát triển (đặc biệt là sự thay đổi của lãi suất và tỷ giá giữa các đồng

tiền mạnh...) sẽ nhanh chóng tác động tới hệ thống tài chính nội địa và khủng hoảng sẽ xảy ra nếu hệ thống đó không kịp thời thích nghi với những thay đổi đó.

Thứ năm, FPI làm giảm tính độc lập của chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá: Điều này xảy ra bởi vì cùng với quá trình tự do hoá tài khoản vốn, NHTW của các nước chỉ có thể thực hiện được một trong hai mục tiêu còn lại: sự độc lập của chính sách tiền tệ hay sự độc lập của chính sách tỷ giá hối đoái. Trong điều kiện tự do di chuyển của vốn, nếu NHTW muốn duy trì chính sách tiền tệ độc lập. Việc không tuân thủ nguyên tắc này sẽ khiến cho các chính sách kinh tế vĩ mô trở nên trái ngược nhau và đưa đến hậu quả tiêu cực cho nền kinh tế.

1.2.3. Lợi ích và rủi ro trong việc tiếp cận dòng vốn FPI

1.2.3.1. Lợi ích của dòng vốn FPI

Đầu tư quốc tế nói chung và đầu tư gián tiếp nói riêng có vai trò hết sức to lớn trong sự nghiệp phát triển kinh tế, làm tăng dự trữ ngoại tệ quốc gia và mang lại những tác động tích cực đối với cả nước tiếp nhận vốn đầu tư lẫn nước trực tiếp đầu tư. Vai trò đầu tư quốc tế đặc biệt càng có ý nghĩa sâu sắc đến sự phát triển kinh tế ở những nước phát triển: để thực hiện thành công công nghiệp hoá - hiện đại hoá thì nhu cầu vốn đầu tư thường vượt xa số tiền tiết kiệm có được và tạo ra lỗ hổng tiết kiệm rất lớn. Lỗ hổng này còn bị khoét sâu thêm bởi sự thâm hụt về cán cân mậu dịch. Vì vậy để bổ sung sự thiếu hụt đó, thiết lập lại trạng thái cân bằng vĩ mô thì nền kinh tế đó phải huy động một lượng vốn rất lớn từ bên ngoài.

Bằng thực nghiệm, các nhà kinh tế đã chứng minh rằng: vốn đầu tư đã đóng góp một tỷ lệ rất lớn vào tổng thu nhập quốc gia. Tính quan trọng đặc biệt của vốn thể hiện ở chỗ thiếu nó những nguồn lực lao động, tài nguyên chỉ nằm dưới dạng tiềm năng. Muốn khai thác các nguồn lực kinh tế đó, đòi hỏi các nền kinh tế luôn phải duy trì một tỷ lệ vốn đầu tư nhất định.

Theo phương trình Harrod Domar:

$$\text{Mức tăng GDP} = \text{Tỷ lệ đầu tư} / \text{ICOR}$$

Từ phương trình trên ta thấy, mức tăng GDP quan hệ tỷ lệ thuận với tỷ lệ vốn đầu tư. Với hệ số ICOR (hệ số tăng vốn đầu tư) nhất định, tỷ lệ vốn đầu tư tăng lên sẽ làm tăng tốc độ tăng trưởng và ngược lại.

Ở các nước phát triển hệ số ICOR thường cao, vì vậy để tăng GDP cần có một lượng vốn đầu tư lớn hơn gấp nhiều lần. Vốn đầu tư bao gồm FDI và FPI. Tuy nhiên hiện nay nguồn vốn FDI trở nên khan hiếm do sự cạnh tranh gay gắt giữa các quốc gia trong việc thu hút dòng vốn này. Do đó dòng vốn FPI với những ưu điểm của mình rất cần được bổ sung cho nền kinh tế như sự thay thế hoàn hảo cho dòng vốn FDI ngày càng ít đi này.

Đầu tư gián tiếp tồn tại dưới các hình thức đầu tư vốn mạo hiểm, trái phiếu Chính phủ và trái phiếu DN. Nó tác động trực tiếp lên đầu ra của nền kinh tế thông qua việc bơm vốn vào TTCK. Dòng vốn FPI này sẽ làm gia tăng lợi nhuận cho nước tiếp nhận đầu tư, thúc đẩy cấu trúc thị trường tài chính hiệu quả hơn giữa cạnh tranh gay gắt, đồng thời để khai thác thị trường vốn quốc tế nhiều hơn.

Với vai trò là đối tượng tham gia trên TTCK, nhà ĐTNN có những tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường. Họ tạo ra sự vận động của các dòng vốn FPI trên các TTCK, gắn liền với những biến động diễn ra trong nền kinh tế thế giới. Sự vận động của các dòng vốn này sẽ góp phần thúc đẩy nhanh chóng sự phát triển, hội nhập và quốc tế hoá TTCK.

Hoạt động của các nhà ĐTNN cũng góp phần phản ánh đúng đắn hơn sức khoẻ của nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng. Thực tế cho thấy cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á đã khiến lượng vốn FPI vào các thị trường mới nổi giảm một cách đáng kể trong năm 1998 (0,3 tỷ USD) và năm 1999 (4,8 tỷ USD). Tuy nhiên sau đó tổng vốn đầu tư ròng vào các nước châu Á bị khủng hoảng tăng nhẹ từ 12,8 tỷ USD năm 1999 lên 13,2 tỷ USD năm 2000. Nguyên nhân chủ yếu tạo nên sự gia tăng dòng vốn FPI là do chủ trương thu hút đầu tư vào ngành công nghệ thông tin, nền tảng cho sự phục hồi kinh tế tại các quốc gia khủng hoảng này.

Với tiềm lực tài chính mạnh cộng với kinh nghiệm trên trường quốc tế, các nhà ĐTNN sẽ góp phần ổn định TTCK. Nguồn vốn FPI sẽ tác động tới sự phát triển kinh tế của các nước, đặc biệt là thúc đẩy sản xuất và tăng trưởng kinh tế, mở rộng nguồn thu cho Chính phủ, góp phần giải quyết công ăn việc làm và kiềm chế lạm phát. Sự phát triển kinh tế sẽ quay lại tác động đến TTCK, giúp thị trường ngày càng phát triển và không ngừng hoàn thiện.

Ngoài ra, TTCK là một tấm gương phản chiếu chất lượng hoạt động sản xuất kinh doanh của từng CtyNY. TTCK là nơi để các nhà ĐTNN quan sát theo dõi và nhận định về các ngành nghề của các tổ chức kinh tế trong nước; nhờ đó thực hiện đầu tư có hiệu quả vì giá mua cổ phiếu phản ánh thực trạng công ty. Như vậy, muốn thu hút nguồn vốn FPI để phát triển buộc các DN phải hoạt động có hiệu quả hơn và minh bạch hơn.

Tuy nhiên bên cạnh những vai trò tích cực của mình thì không phải không có những tác động tiêu cực của các nhà ĐTNN đối với TTCK.

1.2.3.2. Những rủi ro của dòng vốn FPI

Đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể mang lại những lợi ích như việc gia tăng dòng vốn. Bên cạnh đó, chúng ta có thể gặp những cạm bẫy do sự thay đổi của dòng vốn mà trên hết là đầu tư gián tiếp và những khoản vay nước ngoài, và những rủi ro tài chính trên TTCK có khả năng xảy ra là:

Đa số các nhà ĐTNN là những người có kiến thức tích lũy, bề dày kinh nghiệm và tiềm lực kinh tế có thể tiến hành các hoạt động đầu cơ, thao túng thị trường. Yếu tố đầu cơ dễ xảy ra khi có nhiều người cùng cấu kết với nhau để mua vào hoặc bán ra một lượng lớn CK của một số công ty nào đó. Sự cấu kết này sẽ tạo ra một sự khan hiếm hay thừa thãi giả tạo, làm cho giá CK có thể lên hoặc xuống một cách đột ngột.

Cơ sở CK làm tài sản của các nhà đầu tư bỗng chốc trở thành khổng lồ. Nhà đầu tư có trong tay một lượng giá trị tài sản kết xù nên sẵn sàng đầu tư vào các lĩnh vực khác có độ rủi ro cao hơn nhưng với mức sinh lời hấp dẫn hơn.

Trong thời kỳ đầu, sự gia tăng giá trị tài sản trên TTCK đã kích thích nhu cầu đầu tư và sự tăng trưởng, theo đó có thể gia tăng lạm phát. Khi giá CK có xu hướng giảm, một trong những phản ứng dây chuyền của thị trường là một sự rút vốn ồ ạt của các nhà ĐTNN càng làm sụt giảm nghiêm trọng làm giá cả trên TTCK giảm mạnh. Đối tượng bị ảnh hưởng trước tiên là các cổ đông trong nước, theo đó các rủi ro trong kinh doanh được bùng nổ thực sự.

Cùng với việc sụt giảm giá cổ phiếu, việc rút vốn đột ngột ra khỏi tài sản đầu tư gián tiếp có thể sẽ gây ra áp lực đối với tỷ giá hối đoái, đặc biệt khi các nhà

ĐTNN phải thực hiện chuyển đổi sang ngoại tệ từ số tiền có được khi bán cổ phiếu. Tính ổn định của hoạt động tài chính trong nước sẽ bị đe dọa nếu như hệ thống tài chính không đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ, lượng dự trữ ngoại tệ không đủ mạnh để chống lại các rủi ro. Như vậy, trong nhiều trường hợp, rủi ro tài chính là mầm mống khởi đầu gây ra khủng hoảng tài chính và khủng hoảng kinh tế.

1.3. Thực trạng và xu hướng của dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi giai đoạn 1990 - 2006

1.3.1. Thực trạng và xu hướng dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi giai đoạn 1990 - 2006

Dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi trong thời kỳ 1990-2006 có thể chia ra thành 3 giai đoạn chính:

- Giai đoạn tăng trưởng mạnh 1990 -1996.
- Giai đoạn giảm sút mạnh 1997 - 2001.
- Giai đoạn phục hồi sau năm 2001.

- ***Giai đoạn tăng trưởng mạnh 1990 - 1996***

Dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi đã tăng trưởng rất nhanh và đạt giá trị trung bình 55 tỷ USD/năm, với tốc độ tăng trưởng là 104%/năm. Nghĩa là dòng vốn FPI có xu hướng tăng gấp đôi cứ sau mỗi năm. Đặc biệt, năm 1996 dòng vốn này đã đạt mức cao nhất trong suốt thời kỳ được nghiên cứu: 11,2 tỷ USD. Nguyên nhân dòng vốn FPI tăng trưởng nhanh là do:

- Sự phát triển của CNTT đã tăng cường cung cấp thông tin, giảm chi phí vận tải; việc phát minh ra các công cụ tài chính mới cải tiến quản lý rủi ro, cho phép nhà đầu tư quốc tế đa dạng hoá rủi ro bằng cách đầu tư gián tiếp vào các thị trường đang nổi.

- Những nước công nghiệp phát triển như Mỹ, Anh, Pháp, Nhật Bản, Đức... và nhiều nước phát triển khác ở Châu Á (Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Philippin, Indonesia) và khu vực Mỹ Latinh (Mehico, Chilê...) đã tiến hành các cải cách cơ bản:

+ Về tài chính: tự do hoá lãi suất với việc xoá bỏ những quy định đối với mức trần và sàn lãi suất tiền gửi và cho vay, điều tiết cung tiền bằng các công cụ thị trường như lãi suất chiết khấu và dự trữ bắt buộc, thiết lập và mở rộng khu vực quốc tế của các thị trường tài chính (mở cửa cho các nhà ĐTNN tham gia vào thị trường nội địa một cách bình đẳng như các nhà ĐTTN; tự do hoá tài khoản vốn; đưa ra những ưu đãi đối với các nhà ĐTNN

+ TTCK: xoá bỏ thuế lợi tức CK đối với người không cư trú, cho phép các ngân hàng tham gia những giao dịch trên TTCK.

Bảng 1.1: Những nhân tố tác động đến dòng vốn FPI

Những nhân tố mang tính quốc tế	Những nhân tố mang tính thị trường
<ul style="list-style-type: none"> - Các nền tảng kinh tế cơ bản; - Tăng trưởng kinh tế tiềm năng; - Sự ổn định chính trị; - Sự điều tiết thị trường; - Lãi suất nội địa; - Sự điều tiết ngoại hối; - Rủi ro tỷ giá. 	<ul style="list-style-type: none"> - Sự phong phú của các loại CK với chất lượng khác nhau; - Rủi ro lợi tức tiềm năng; - Tính thanh khoản của thị trường; - Tỷ số giá cả/thu nhập (P/E); - Mức vốn hoá thị trường; - Mức độ công khai của các công ty trong các báo cáo hàng năm; - Sự phong phú của các công cụ thị trường; - Hệ thống thanh khoản giao dịch; - Chi phí giao dịch; - Chính sách cổ tức của các công ty;

Nguồn : Nomura Research Institute (1998), Copping with Capital Flow in East Asia.

- Lãi suất thấp và tăng trưởng chậm ở các nước công nghiệp phát triển đồng thời với mức lãi suất cao ở các thị trường đang nổi, cũng như triển vọng tăng trưởng

cao ở những nước này trong những năm đầu của thập kỷ 1990 đã khuyến khích các nhà ĐTNN đầu tư vào các thị trường đang nổi.

- Việc thu nhập bình quân đầu người tăng và nợ giảm ở các thị trường đang nổi trong những năm đầu của thập kỷ 1990 đã cải tiến việc tiếp cận thị trường vốn của những nước này. Riêng thời kỳ 1994-1995, khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở một nước công nghiệp phát triển, đặc biệt là Mêxicô làm cho dòng vốn FPI chảy mạnh vào các thị trường đang nổi.

- ***Giai đoạn giảm sút mạnh 1997 - 2001***

Trong giai đoạn 1997-2001, dòng vốn FPI vào các thị trường đang nổi đã liên tục giảm sút và chỉ đạt giá trị 43,2 tỷ USD/năm với tốc độ tăng trưởng trung bình luôn âm và bằng -28%.

Sự gia tăng của lãi suất thế giới cùng với một loạt các cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ xảy ra ở các thị trường đang nổi, đặc biệt là ở Châu Á và khu vực Mỹ Latinh là những nguyên nhân cơ bản khiến dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi giảm sút trong thời kỳ kể trên.

- ***Giai đoạn sau năm 2001***

Dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi đã bắt đầu phục hồi. Nguyên nhân chính là do sự tăng trưởng trở lại của các nền kinh tế đang phát triển ở Châu Á, cùng với bối cảnh không thuận lợi tại thị trường vốn ở Châu Âu và Bắc Mỹ.

Đặc biệt, trong năm 2006 đầu tư gián tiếp vào các thị trường đang nổi đạt mức cao kỷ lục (70 tỷ USD). Dự báo năm 2007 luồng vốn này sẽ giảm xuống còn 63 tỷ USD, một phần do các hoạt động phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) giảm sút. Tuy nhiên, các hoạt động phát hành cổ phiếu công ty và đầu tư vào TTCK đang nổi tại một số nước vẫn sẽ tiếp tục. Xu hướng này sẽ phát triển cùng với sự lớn mạnh của hệ thống cơ sở hạ tầng tại các thị trường đang nổi và với sự quan tâm ngày càng lớn của các nhà đầu tư. Các quỹ đầu tư mang tính dài hạn hơn như quỹ hưu trí đang ngày càng dành nhiều tiền đầu tư vào cổ phiếu tại các thị trường đang nổi. Ở cấp độ DN, việc lợi nhuận DN ở các thị trường đang nổi tiếp tục tăng sẽ giúp thúc đẩy hơn nữa luồng vốn gián tiếp.

Tuy nhiên, cổ phiếu của các thị trường đang nổi vẫn bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố rủi ro, chẳng hạn như môi trường toàn cầu có thể kém thuận lợi hơn do tính thanh khoản thấp. Đồng thời giá cổ phiếu cao ở mức kỷ lục tại một số nền kinh tế đang nổi bắt đầu khiến các nhà đầu tư lo lắng. Nhưng, những thống kê cho thấy lợi nhuận thu được từ đầu tư gián tiếp của các thị trường đang nổi sẽ tăng khoảng 12% trong năm 2007, chỉ thấp hơn chút ít so với năm 2006.

Châu Á - Thái Bình Dương: Năm 2006, luồng vốn FPI vào khu vực Châu Á - Thái Bình Dương đạt mức cao kỷ lục: 46 tỉ USD. Dự báo, luồng vốn gián tiếp vào khu vực này năm 2007 sẽ giảm xuống còn khoảng 40 tỉ USD. Tuy nhiên, khu vực này sẽ vẫn chiếm khoảng 2/3 tổng luồng vốn FPI vào thị trường đang nổi.

Đầu tư gián tiếp ròng vào Trung Quốc năm 2006 đạt mức 32 tỉ USD. Năm 2006, hoạt động IPO đã diễn ra khá mạnh tại Trung Quốc. Những quy định được ban hành vào tháng 6 năm 2006 tại Thượng Hải đã tạo điều kiện khởi động lại một thị trường cho hoạt động IPO - thị trường được kỳ vọng sẽ giúp kích thích các luồng vốn. Tuy nhiên, trong năm 2007 hoạt động IPO có thể sẽ chững lại khi các hoạt động huy động vốn của các DNNN và các ngân hàng giảm xuống. Tất cả các công ty phi tài chính trong năm nay có thể có vai trò nổi bật trong các hoạt động IPO. Dự báo năm 2007 luồng vốn gián tiếp ròng vào Trung Quốc sẽ giảm xuống còn 18 tỉ USD.

Tại Ấn Độ: Năm 2006, cùng với xu thế chung của thế giới, TTCK nước này phải đối mặt với mức tăng trưởng lợi nhuận thấp. Mức tăng lợi nhuận của công ty theo chỉ số BSE quốc gia (chỉ có CK Bombay quốc gia) đã giảm xuống còn 12% so với mức 30% trước đây do chi phí đầu vào tăng và các công ty năng lượng phải chịu một phần chi phí trợ giá dầu cùng với Chính phủ. Dự báo, năm 2007, luồng vốn FPI ròng vào thị trường này sẽ giảm không đáng kể, đạt 10,5 tỉ USD.

Năm 2006, Hàn Quốc là nước duy nhất trong khu vực có vốn đầu tư gián tiếp ròng ra bên ngoài. Cụ thể, Hàn Quốc đầu tư 6 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp ra nước ngoài, chủ yếu nhờ vào việc nhà ĐTTN bán Ngân hàng ngoại hối Hàn Quốc (KEB) cho các ĐTTN với giá nhiều tỷ USD. Tuy nhiên, năm 2007 Hàn Quốc có thể sẽ có luồng vốn gián tiếp ròng vào trong nước đạt 2,5 tỷ USD. Triển vọng nền kinh tế Hàn Quốc phát triển tốt cũng góp phần giúp nước này thu hút thêm các nhà đầu tư

nhưng xu hướng này cũng sẽ bị hạn chế bởi hiện các nhà ĐTNN đã nắm giữ hơn 40% cổ phiếu phổ thông của Hàn Quốc.

Châu Âu: Tại các nền kinh tế Châu Âu đang nổi, đầu tư gián tiếp ròng đạt 7 tỷ USD trong năm 2006, do luồng vốn này tăng lên tại Thổ Nhĩ Kỳ và Cộng hòa Séc. Dự báo luồng vốn này sẽ tăng lên hơn 9 tỷ USD trong năm 2007.

Châu Mỹ Latinh: Tại Châu Mỹ Latinh, vốn đầu tư gián tiếp ròng năm 2006 đạt 4,5 tỷ USD. Năm 2007, dự kiến đầu tư gián tiếp ròng vào khu vực này có thể cao hơn so với năm trước, đạt 6,5 tỷ USD.

Châu Phi - Trung Đông: Năm 2006, khu vực này nhận 12 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp. Cùng với Châu Mỹ Latinh, khu vực Châu Phi - Trung Đông có vẻ như sẽ là những khu vực có mức đầu tư gián tiếp ròng thấp trong năm 2007 với mức 7 tỷ USD.

1.3.2. Đặc điểm của dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi giai đoạn 1990 - 2006

- *Thứ nhất, so với các dòng vốn khác, dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi trong giai đoạn 1990 - 2006 bất ổn và nhạy cảm hơn.*

Dòng vốn này gia tăng nhanh hơn trong giai đoạn 1990 - 1996 nhưng cũng giảm nhanh hơn nhiều trong giai đoạn 1997 - 2001. So với năm 1990, năm 1996 dòng vốn FPI vào các thị trường đang nổi đã tăng gần 217%, trong khi đó dòng vốn FDI chỉ tăng 43,4%; vốn vay ngân hàng tăng 906% và vốn ODA giảm 47%. Ngược lại so với năm 2001 dòng vốn FPI vào các thị trường đang nổi đã giảm tới 85%; vốn vay ngân hàng cũng giảm gần 137% trong khi vốn FDI và vốn ODA lại tăng lần lượt là 31% và gần 90%.

Trong giai đoạn 1990 - 2002, tỷ trọng của dòng vốn FPI tính trung bình chiếm 22,1% tổng dòng vốn vào.

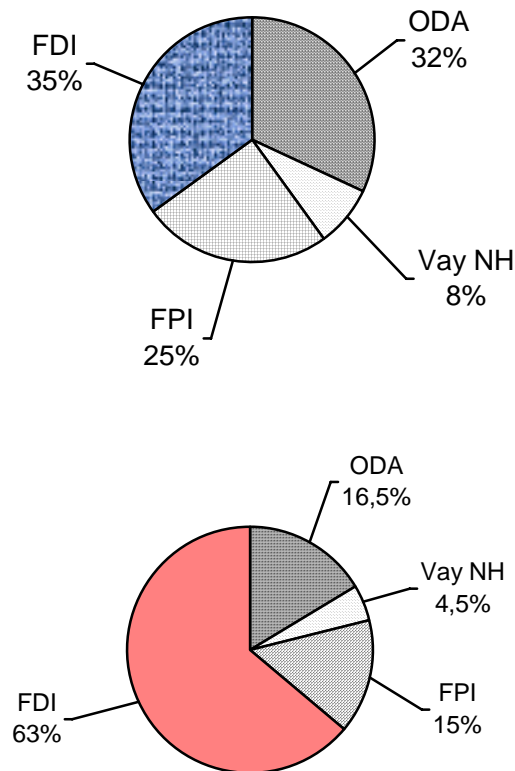
Nếu xét trong toàn thời kỳ tăng trưởng giai đoạn 1990 - 1996, dòng vốn FPI chiếm tỷ trọng 25% cao hơn mức trung bình 22,1%. Trong khi đó vốn FDI chiếm 35%, ODA là 32%, còn vốn vay ngân hàng là 8% trên tổng nguồn vốn.

Ngược lại trong thời kỳ giảm sút 1997 - 2001, dòng vốn FPI chỉ chiếm 15%, trong khi đó dòng vốn FDI chiếm tới 64%, vốn vay ngân hàng chiếm 4,5% và vốn ODA chiếm 16,5%.

Như vậy, có thể khẳng định rằng dòng vốn FPI có tính bất ổn qua từng thời kỳ.

Hình 1.1: Tỷ trọng dòng vốn Quốc tế chảy vào các thị trường đang nổi

Thời kỳ 1990 - 1996 và thời kỳ 1997 - 2001



Nguồn: World Bank, Global Development Finance

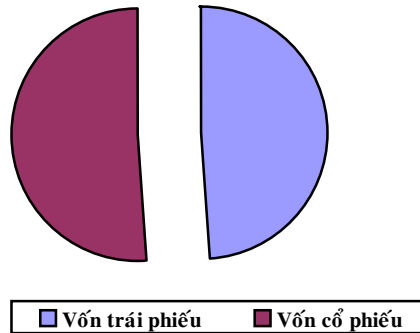
▪ Thứ hai, trong cấu trúc vốn FPI thì vốn trái phiếu có tỷ trọng lớn hơn và ổn định hơn so với vốn cổ phiếu.

Tính trung bình, trong thời kỳ 1990 - 2006 vốn trái phiếu chiếm tới 54,48% trong khi vốn cổ phiếu chỉ chiếm 45,52%. Ngoài ra nếu trong thời kỳ tăng trưởng

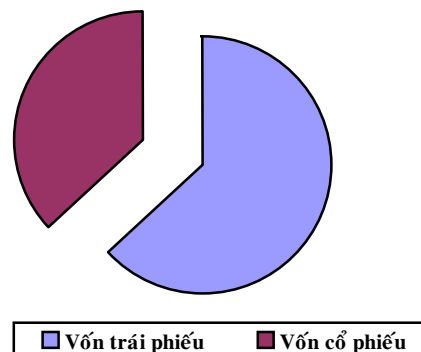
1990 - 1996, tỷ trọng của vốn trái phiếu (48,3%) gần bằng tỷ trọng của vốn cổ phiếu (50,7%) thì trong thời kỳ giảm sút 1997 - 2001, tỷ trọng của vốn trái phiếu lại lớn hơn nhiều (63%). Điều này đồng nghĩa với việc động thái của dòng vốn FPI trong thời kỳ được xem xét chủ yếu được quyết định bởi động thái của vốn trái phiếu.

Hình 1.2: Cơ cấu dòng vốn FPI chảy vào các thị trường đang nổi

Thời kỳ 1990 - 1996



Thời kỳ 1997 - 2001



- Thứ ba, dòng vốn FPI được phân bổ không đồng đều giữa các thị trường đang nổi

Xét về khía cạnh khu vực địa lý, tính trung bình trong giai đoạn 1995 - 2002, Mỹ Latinh và Caribê là khu vực thu hút được nhiều vốn FPI nhất (chiếm 34% tổng dòng vốn FPI vào các thị trường đang nổi), đứng thứ hai là Đông Á -Thái Bình Dương (chiếm gần 25%), Châu Âu và Trung Á đứng thứ ba (20%). Nam Sahara Châu Phi; Nam Á, Trung Đông và Bắc Mỹ là những khu vực nhận được ít vốn FPI nhất với tỷ trọng lần lượt là hơn 10%; hơn 6,5% và hơn 4%.

Xét về khía cạnh thu nhập và nợ, những thị trường đang nổi có mức thu nhập trung bình và mức nợ vừa phải luôn đứng đầu trong việc thu hút được vốn FPI. Những nước thu hút được vốn FPI ít nhất là những nước có mức thu nhập thấp và mức nợ trầm trọng. Đáng lưu ý là khả năng thu hút vốn FPI ở các thị trường đang nổi phụ thuộc vào mức thu nhập hơn là vào mức nợ của những nước đó. Bằng chứng là, những nước có thu nhập trung bình và mức nợ trầm trọng vẫn thu hút được nhiều vốn FPI hơn là những nước có thu nhập thấp và mức nợ vừa phải.

Bảng 1.2: Tỷ trọng vốn FPI chảy vào các nước theo mức độ nợ và thu nhập, thời kỳ 1999-2004.

Khu vực	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Những nước có thu nhập thấp và mức nợ trầm trọng	2,0	2,1	1,4	4,6	12,7	3,4
Những nước có thu nhập trung bình và mức nợ trầm trọng	36,0	39,4	50,4	12,3	26,5	47,9
Những nước có thu nhập thấp và mức nợ vừa phải	11,5	18,3	17,3	0,0	0,0	0,0
Những nước có thu nhập trung bình và mức nợ vừa phải	50,5	40,1	30,9	83,1	60,8	48,7

Nguồn: World Bank, Global Development Finance 1999; 2000; 2001; 2002; 2003; 2004.

1.4. Kinh nghiệm thu hút dòng vốn FPI trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế ở một số quốc gia trên thế giới

Vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài chảy vào các thị trường đang nổi là vốn tư nhân nước ngoài đầu tư vào CK vốn (equity securities) và CK nợ (debt securities) của các thị trường đang nổi. Dòng vốn này có những đặc điểm cơ bản: tính thanh khoản cao, ngắn hạn, bất ổn dễ bị đảo ngược cũng như tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau và rất phức tạp. Do vậy, việc thu thập dữ liệu về dòng vốn này rất khó khăn và thường được chỉ ra trong cán cân thanh toán.

Những đặc trưng cơ bản trên cũng chính là những khác biệt của vốn FPI so với FDI là dòng vốn mang tính dài hạn, ổn định và khó bị đảo ngược. Ngoài ra, hai dòng vốn này còn khác nhau ở những yêu cầu và lợi ích tiềm tàng của chúng đối với nước tiếp nhận đầu tư. FDI đặt ra nhiều yêu cầu hơn đối với nền kinh tế thực, còn FPI lại đặt ra nhiều yêu cầu hơn đối với thị trường tài chính; FDI thúc đẩy chuyển giao công nghệ, kỹ năng quản lý..., còn FPI thúc đẩy sự phát triển của thị trường vốn thông qua việc nâng cao tính thanh khoản của thị trường... Tuy nhiên, hai hình thức ĐTNN này lại có một số điểm tương đồng nhất định, có mối quan hệ chặt chẽ với nhau và bổ sung cho nhau. Vốn FPI có những tác động nhiều chiều đối với nước tiếp nhận. Một mặt, FPI góp phần làm tăng vốn trên thị trường vốn nội địa và làm giảm chi phí vốn thông qua việc đa dạng hoá rủi ro; thúc đẩy sự phát triển của hệ thống tài chính nội địa; thúc đẩy cải cách thể chế và nâng cao kỹ thuật đối với các chính sách của Chính phủ. Mặt khác, sự gia tăng quá mức của dòng vốn FPI vào trong nước sẽ khiến cho nền kinh tế dễ rơi vào tình trạng phát triển quá nóng, hệ thống tài chính trong nước dễ bị tổn thương và rơi vào khủng hoảng một khi gặp phải những cú sốc kinh tế; FPI còn làm giảm tính độc lập của chính sách tiền tệ và tỷ giá.

Kể từ thập kỷ 1990, dòng vốn FPI đã chảy mạnh vào các thị trường đang nổi dưới tác động của nhiều nhân tố khác nhau, từ những nhân tố mang tính quốc gia (triển vọng tăng trưởng, lãi suất, mức độ tự do hoá...) cho đến những nhân tố mang tính thị trường (sự phát triển của TTCK) và những xu hướng phát triển chung của tài chính quốc tế (sự phát minh ra các công cụ mới, quá trình tự do hoá tài chính ở các nước công nghiệp phát triển và nhiều nước đang phát triển...). Dòng vốn này có đặc điểm là bất ổn cao và nhạy cảm hơn với các dòng vốn khác, đặc biệt là so với dòng vốn FDI. Dòng vốn FPI chảy vào các nước luôn có tỷ trọng nhỏ hơn so với dòng vốn FDI và phân bố không đồng đều giữa các thị trường đang nổi xét trên khía cạnh thu nhập cũng như khu vực.

Có hai quan điểm trái ngược nhau về sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài: quan điểm ủng hộ tự do di chuyển vốn và quan điểm ủng hộ kiểm soát vốn. Quan điểm ủng hộ tự do di chuyển vốn thường nhấn mạnh tới những tác động tích cực của dòng vốn nước ngoài còn quan điểm kia lại nhấn mạnh tới những tác động tiêu cực tiềm tàng của chúng.

Điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài là tập hợp những chính sách và biện pháp kiểm soát trực tiếp (kiểm soát vốn) đối với sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài hoặc gián tiếp (điều tiết thận trọng các thể chế tài chính nội địa) nhằm đảm bảo cho hệ thống tài chính nội địa nói riêng và toàn bộ nền kinh tế nói chung hoạt động vững mạnh, an toàn và hiệu quả (đảm bảo sự ổn định và thúc đẩy sự phát triển của hệ thống tài chính nội địa; thúc đẩy những dạng đầu tư và những thoả thuận tài trợ đáng mong muốn và hạn chế những hình thức hoặc chiến lược đầu tư không mong muốn; tăng cường tính độc lập của chính sách kinh tế và xã hội; giúp tránh được sự phụ thuộc bên ngoài).

Để điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài, trong đó có vốn FPI, các thị trường đang nổi có thể áp dụng một loạt các chính sách khác nhau từ can thiệp vô hiệu, điều tiết tỷ giá hối đoái, thắt chặt tài chính và kiểm soát vốn cho tới việc điều tiết thận trọng đối với hệ thống ngân hàng và xây dựng hệ thống thu nhập và xử lý thông tin về sự di chuyển của dòng vốn nước ngoài ra, vào trong nước. Những chính sách đó có thể được thực hiện dưới dạng động hoặc tĩnh, bằng các biện pháp hành chính hoặc mang tính thị trường hoặc kết hợp cả hai.

Thực tế điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài nói chung và vốn gián tiếp nói riêng ở Trung quốc và Thái Lan cho thấy trong khi những chính sách điều tiết của Trung Quốc gặt hái được nhiều thành công thì lại thất bại ở Thái Lan.

1.4.1. Bài học kinh nghiệm từ thực trạng thu hút dòng vốn FPI ở Thái Lan

Trong suốt thập kỷ 1990, thậm chí ngày cả khi xảy ra khủng hoảng tài chính - tiền tệ 1997 - 1998, Thái Lan đã kiên trì thực hiện chính sách tự do hoá tài chính của mình và không có những chính sách điều tiết thận trọng đối với sự di chuyển của các dòng vốn nước ngoài trong đó có dòng vốn FPI. Tuy nhiên, nói một cách chính xác, Thái Lan cũng đã thực hiện một số biện pháp về quản lý ngoại hối và can thiệp vô hiệu đối với dòng vốn vào nhưng những biện pháp này đã không mang lại kết quả vì không có sự phối hợp với các chính sách kinh tế vĩ mô khác cũng như không thực hiện cùng với việc giám sát và điều tiết thận trọng hệ thống tài chính nội địa.

Khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở Thái Lan còn cho thấy, để có được sự độc lập trong chính sách tiền tệ và tự do hoá sự di chuyển vốn, một chế độ tỷ giá hối

đoái linh hoạt hơn cần được áp dụng. Ngược lại, nếu muốn di trì chế độ tỷ giá hối đoái cố định và sự độc lập của chính sách tiền tệ, cần thực hiện những biện pháp điều tiết thận trọng đối với sự di chuyển vốn. Việc không tôn trọng quy luật này đã khiến cho Thái Lan bị tác động mạnh của hiệu ứng rủi ro tháo chạy của các nhà đầu tư và rơi vào khủng hoảng.

1.4.2. Trung Quốc thành công trong việc điều tiết sự di chuyển dòng vốn FPI (phụ lục số 05)

Trung Quốc điều tiết sự di chuyển dòng vốn FPI hướng đến các mục tiêu:

- Đảm bảo ổn định tài chính, tính cạnh tranh của tỷ giá hối đoái, tính độc lập của chính sách tiền tệ và tránh sự lây lan của khủng hoảng từ bên ngoài.
- Thay đổi cơ cấu của dòng vốn nước ngoài vào trong nước thông qua việc khuyến khích dòng vốn dài hạn và hạn chế dòng vốn ngắn hạn.
- Đảm bảo sự độc lập về chính trị.
- Trợ giúp chính sách công nghiệp, thực hiện quá trình tự do hoá từ từ và có thể kiểm soát được, tăng tiết kiệm nội địa và dự trữ ngoại tệ.

❖ Nhận xét

Những biện pháp điều tiết sự di chuyển của dòng vốn nước ngoài nói chung và dòng vốn FPI nói riêng vào Trung Quốc được thực hiện chủ yếu bằng các biện pháp hành chính chứ không dựa trên yếu tố thị trường (market based). Mục đích là khuyến khích sự chảy vào của dòng vốn dài hạn và hạn chế sự di chuyển của dòng vốn ngắn hạn. Những biện pháp điều tiết này trong một nghĩa nào đó mang tính lưỡng cực: tài khoản vốn được kiểm soát chặt chẽ hơn so với tài khoản vãng lai; tự do hóa sự di chuyển của dòng vốn FPI đối với một số lĩnh vực đồng thời kiểm soát chặt chẽ sự di chuyển của dòng vốn này đối với một số lĩnh vực khác như: ngân hàng, bảo hiểm, TTCK...;

Mặc dù còn những hạn chế nhất định song những chính sách này được coi là thành công vì chúng đã giúp cho Trung Quốc ổn định kinh tế vĩ mô (trong đó có ổn định tỷ giá); bảo vệ khu vực nội địa trước sức ép cạnh tranh của các nhà ĐTNN; đảm bảo được tính độc lập của chính sách tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng (thông qua việc khuyến khích đầu tư và tăng cường khả năng cạnh tranh của xuất khẩu) và bảo

vệ nền kinh tế trước những tác động tiêu cực của khủng hoảng tài chính từ bên ngoài.

Thành công của những biện pháp điều tiết kể trên được quyết định bởi các nhân tố sau:

- Chính sách điều tiết sự di chuyển của dòng vốn FPI nói riêng và dòng vốn nước ngoài nói chung được đặt trong chiến lược phát triển chung của nền kinh tế. Chúng được thực hiện một cách khá triệt để và nhất quán nhưng cũng khá linh hoạt và luôn được điều chỉnh cho phù hợp với tình hình thực tế bên trong cũng như bên ngoài;

- Quá trình điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài được tiến hành trong điều kiện Trung Quốc thực hiện tự do hóa nền kinh tế một cách từ từ với những khác biệt so với trình tự tự do hóa mà nhiều nước đang phát triển khác đã thực hiện. Thông thường, quá trình tự do hóa được bắt đầu từ tự do hóa thương mại, sau đó là nới lỏng những hạn chế về quản lý ngoại hối, tiếp theo là tự do hóa dòng vốn dài hạn và cuối cùng là tự do hóa dòng vốn ngắn hạn. Quá trình tự do hóa ở Trung Quốc được thực hiện một cách có lựa chọn, trên cơ sở thử nghiệm, thậm chí đảo ngược khi cần thiết.

1.4.3. Nhận xét chung về việc thu hút dòng vốn FPI ở Thái Lan và Trung Quốc

❖ *Các nước được xem xét đã áp dụng đa dạng các biện pháp để điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân nước ngoài:*

- Kiểm soát dòng vốn vào thông qua các biện pháp mang tính thị trường (bằng cách đánh thuế dòng vốn vào) hoặc mang tính hành chính (bằng cách phân tách thị trường vốn thành hai thị trường độc lập dành riêng cho các nhà đầu tư nội địa và ĐTNN ở Trung Quốc).

- Kiểm soát dòng vốn ra bằng các biện pháp điều tiết động: từ những biện pháp mang tính hành chính chuyển sang các biện pháp mang tính thị trường.

- Can thiệp vô hiệu và thực hiện chính sách tài khoá thắt chặt.

- Thực hiện việc điều tiết và giám sát thận trọng đối với hệ thống tài chính trong nước.

❖ *Kết quả thực hiện chính sách ở những nước được xem xét như sau:*

Thay đổi được cơ cấu và thời hạn của dòng vốn vào trong nước theo hướng tăng vốn dài hạn và giảm vốn ngắn hạn; đảm bảo được sự ổn định tài chính và tránh được nguy cơ lây lan của khủng hoảng; đảm bảo được sự độc lập của chính sách tiền tệ.

Hạn chế những tác động tiêu cực của khủng hoảng, trợ giúp cho chính sách công nghiệp và chính sách tăng trưởng dựa vào xuất khẩu, tăng tiết kiệm nội địa.

❖ *Thành công của những chính sách điều tiết của trung Quốc được quyết định bởi những nhân tố:*

- Chính phủ có năng lực và quyết tâm trong việc thực hiện chính sách.
- Các chính sách điều tiết được thiết kế kỹ càng và được thực hiện một cách nhất quán nhưng mềm dẻo theo sự thay đổi của tình hình thực tế.
- Các nền tảng kinh tế vĩ mô lành mạnh.
- Các Chính phủ có kinh nghiệm trong việc điều tiết nền kinh tế, tự do hoá kinh tế được tiến hành từ từ.

❖ *Một số hạn chế trong việc áp dụng các chính sách điều tiết:*

- Tăng chi phí vốn cho nền kinh tế, đặc biệt đối với các công ty vừa và nhỏ.
- Khuyến khích tình trạng tham nhũng và móc ngoặc.
- Hạn chế sự phát triển của khu vực tài chính góp phần làm tăng những khoản cho vay không hiệu quả của hệ thống ngân hàng.

❖ *Khủng hoảng tài chính - tiền tệ năm 1997-1998 ở Thái Lan cho thấy:*

Nước này đã không thực hiện việc điều tiết sự di chuyển của dòng vốn nước ngoài một cách thận trọng và do đó họ đã thất bại (những biện pháp điều tiết của Thái Lan đã được thực hiện mà không có sự phối hợp của các chính sách kinh tế vĩ mô khác); quá trình tự do hoá tài khoản vốn ở Thái Lan đã diễn ra quá nhanh và không được tiến hành cùng quá trình giám sát và điều tiết thận trọng hệ thống tài chính nội địa, đặc biệt là hệ thống ngân hàng; Chính phủ Thái Lan đã đứng ra bảo lãnh cho hoạt động của hệ thống tài chính và điều đó đã dẫn tới hiệu ứng “rủi ro đạo đức”.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Qua kinh nghiệm thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài ở một số nước trên thế giới, đề tài rút ra một số nhận xét sau:

Dòng vốn gián tiếp nước ngoài chảy vào các thị trường đang nổi có những đặc điểm cơ bản: tính thanh khoản cao, ngắn hạn, bất ổn dễ bị đảo ngược cũng như tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau và rất phức tạp.

Thái Lan đã không thành công trong việc thu hút dòng vốn gián tiếp nước ngoài, do nước này đã không thực hiện việc điều tiết sự di chuyển của dòng vốn nước ngoài một cách thận trọng và do đó họ đã thất bại (những biện pháp điều tiết của Thái Lan đã được thực hiện mà không có sự phối hợp của các chính sách kinh tế vĩ mô khác; quá trình tự do hoá tài khoản vốn ở Thái Lan đã diễn ra quá nhanh và không được tiến hành cùng quá tình giám sát và điều tiết thận trọng hệ thống tài chính nội địa, đặc biệt là hệ thống ngân hàng.

Trong khi đó Trung Quốc lại thành công trong việc thu hút dòng vốn FPI do Trung Quốc có những chính sách điều tiết thận trọng đối với sự di chuyển của các dòng vốn nước ngoài, trong đó có dòng vốn FPI. Qua đó cho thấy dòng vốn gián tiếp nước ngoài có tính bất ổn cao dễ bị đảo ngược.

Để thành công, Việt Nam cần thận trọng, linh hoạt trong việc sử dụng các chính sách nhằm thu hút dòng vốn gián tiếp nước ngoài. Vấn đề đặt ra đối với Việt Nam trong giai đoạn hội nhập là thu hút dòng vốn gián tiếp nước ngoài nhưng phải có sự kiểm soát nhằm hạn chế sự đảo ngược dòng vốn giống Thái Lan.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG THU HÚT DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI TRÊN TTCK VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

2.1. Bối cảnh chung của nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2001 - 2006

2.1.1. Những thành tựu đạt được

Trong 6 năm 2001-2006 bình quân mỗi năm tổng sản phẩm trong nước tăng 7,59%, trong khi đó khu vực nông, lâm nghiệp và thuỷ sản tăng 3,63%/ năm; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 11,35%/năm; khu vực dịch vụ tăng 7,15%/năm.

Bảng 2.1: Tốc độ tăng tổng sản phẩm trong nước 6 năm 2001-2006

Đơn vị tính: %

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Bình quân mỗi năm 2001-2005
Tổng số	6,89	7,04	7,24	7,79	8,4	8,17	7,59
Nông, lâm nghiệp và thuỷ sản	2,89	4,06	3,23	3,3	4,9	3,4	3,63
Công nghiệp và xây dựng	10,39	9,44	10,42	10,3	17,2	10,37	11,35
Dịch vụ	6,10	6,54	6,46	7,3	8,2	8,29	7,15

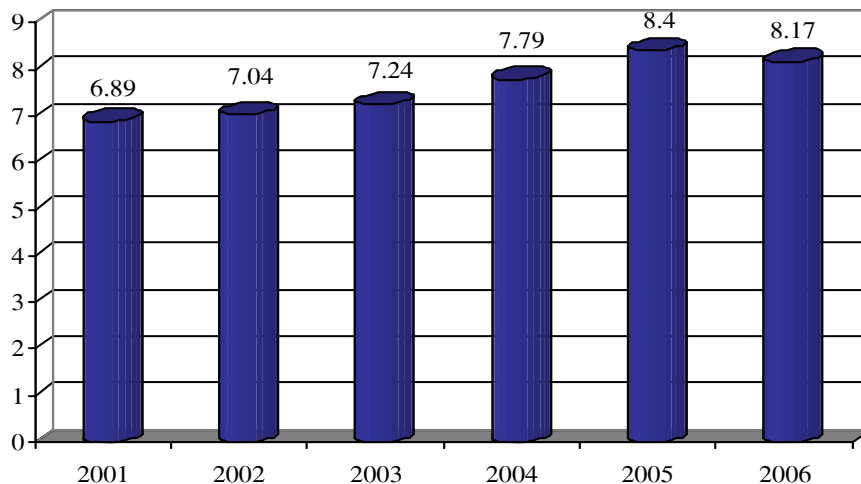
Nguồn: Tổng cục thống kê.

Trong 6 năm 2001-2006, kinh tế nước ta không những tăng trưởng tương đối cao mà cơ cấu kinh tế còn tiếp tục chuyển dịch theo hướng công nghiệp hoá, hiện đại hoá, tỷ trọng giá trị tăng thêm theo giá thực tế chiếm trong tổng sản phẩm trong nước của khu vực công nghiệp và xây dựng đã không ngừng tăng lên qua các năm: Tăng trưởng kinh tế của VN liên tục tăng lên, năm sau cao hơn năm trước (năm 1999 đạt 4,77% thì năm 2000 tăng 6,79%, năm 2001 tăng 6,89%, năm 2002 tăng 7,04%, năm 2003 tăng 7,24%, năm 2004 tăng 7,79%, năm 2005 tăng 8,4%, năm 2006 tăng 8,17%) và năm 2005 tăng cao nhất. Tiết kiệm trong nước gia tăng cả về

quy mô, cả về tỷ lệ so với GDP (tỷ lệ tổng tích lũy tài sản so với GDP đạt 29,6% năm 2000 đã tăng lên đạt 35,6% năm 2004, nếu trừ đi chênh lệch xuất, nhập khẩu hàng hoá, dịch vụ thì tỷ lệ trên đã tăng tương ứng từ 27,1% lên 28%). Xuất khẩu tăng nhanh cả về quy mô, kim ngạch, cả về mặt hàng, cả về thị trường. Kim ngạch xuất khẩu năm 2006 ước tính đạt 39,6 tỷ USD và đã vượt 4,9% so với kế hoạch cả năm. Năm nay, có thêm cao su và cà phê đạt kim ngạch xuất khẩu trên 1 tỷ USD nâng tổng số các mặt hàng có kim ngạch từ 1 tỷ USD trở lên là 9. Điều này chứng tỏ độ mở cửa thị trường của VN khá cao, số lượng mặt hàng xuất khẩu tăng nhanh. Việt Nam đã có quan hệ buôn bán với hầu hết các nước và vùng lãnh thổ trên thế giới, trong đó đạt kim ngạch xuất khẩu cao với các nước lớn, các nước phát triển.

Hình 2.1: Tốc độ tăng tổng sản phẩm trong nước 6 năm 2001-2006

Đơn vị tính :%



Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam

Hệ thống luật pháp Việt Nam được cải cách đáng kể cả về tiến độ, số lĩnh vực, tính minh bạch công khai, độ mở cửa và thể chế kinh tế thị trường. Uy tín tài chính quốc tế của Việt Nam tăng lên phản ánh việc thực hiện tích cực cam kết của Việt Nam tiến tới nền kinh tế thị trường và đẩy nhanh tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế.

2.1.2. Hạn chế và tồn tại

Bên cạnh những thành tựu mới đạt được như trên, diễn biến kinh tế 6 năm 2001-2006 vẫn còn nhiều mặt hạn chế và bất cập, nổi bật là tốc độ tăng trưởng kinh

tế bình quân mỗi năm mới đạt 7,59%/năm. Có nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan làm cho tốc độ tăng trưởng kinh tế chưa đạt được mục tiêu đề ra, nhưng trước hết là do thiếu thị trường tiêu thụ sản phẩm hàng hoá, dịch vụ; khu vực dịch vụ tăng trưởng chậm. Cơ cấu kinh tế của nước ta tuy chuyển dịch theo hướng tích cực, nhìn chung vẫn chưa ra khỏi cơ cấu ngành truyền thống với tỷ trọng tương đối cao của khu vực sản xuất vật chất nói chung và của khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản nói riêng.

2.2. Kết quả thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK Việt Nam thời gian qua

2.2.1. Môi trường đầu tư trở nên hấp dẫn hơn

Việt Nam đang cố gắng làm hết sức mình để tạo môi trường đầu tư thông thoáng và bình đẳng cho các thành phần kinh tế. Sự nới lỏng quản lý ngoại hối đối với lĩnh vực CK cho phép nhà ĐTNN được chuyển ngoại tệ ra nước ngoài bất kỳ lúc nào, mà không yêu cầu nắm giữ 12 tháng như trước đây là một bằng chứng. Luật đầu tư chung đã được Quốc hội thông qua đã không hạn chế tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của các nhà ĐTNN ở những lĩnh vực không có điều kiện cũng được cộng đồng các nhà đầu tư đánh giá là “một bước đột phá” trong việc cải thiện môi trường đầu tư của Việt Nam. Thêm vào đó là tình hình kinh tế tăng trưởng, chính trị ổn định so với các nước trong khu vực và thế giới. Tại sao môi trường đầu tư dần thông thoáng, cởi mở, thu hút được nhiều sự quan tâm của các nhà ĐTNN? Để thấy được điều này cần đi sâu phân tích quy định về giới hạn tỷ lệ tham gia của nhà ĐTNN vào các CtyNY và quy định về thuế chuyển lợi nhuận từ đầu tư CK về nước.

❖ Quy định về giới hạn tỷ lệ tham gia của nhà ĐTNN:

Theo các nhà đầu tư, nguyên nhân chính và quan trọng nhất cản trở luồng đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam trong thời gian qua là việc giới hạn tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào CtyNY. Tỷ lệ khống chế ở mức thấp đang khiến cho dòng vốn FPI vào Việt Nam hầu như không chuyển động và quá ít so với dòng vốn FDI.

Theo Quyết định 146/2003/QĐ-TTg ngày 17/7/2003, quy định về việc các nhà ĐTNN được góp vốn, mua cổ phần của DN Việt Nam tối đa là 30% vốn điều lệ của DN hoạt động trong các lĩnh vực, ngành nghề do Thủ tướng Chính phủ quy định

hoặc uỷ quyền cho Bộ Kế hoạch và đầu tư công bố trong từng thời kỳ. Đối với các DN có cổ phần niêm yết trên TTCK tập trung, tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài được quy định tối đa là 30% tổng số cổ phiếu niêm yết của tổ chức phát hành.

Theo quyết định số 289/2004/QĐ-UBCK ngày 27/10/2004 được Bộ Tài chính hướng dẫn tại công văn số 12468/2004/TC-UBCK ngày 29/10/2004 về tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ quỹ đầu tư đã niêm yết của nhà ĐTNN. Theo đó các tổ chức, cá nhân mua bán chứng chỉ quỹ đầu tư trên TTCK Việt Nam được phép nắm giữ tối đa 30% tổng số chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết của một quỹ đầu tư.

Hai quyết định trên khiến nhà ĐTNN chỉ có thể là cổ đông thiểu số trong công ty cổ phần vì bị khống chế tỷ lệ. Trong khi đó, đại bộ phận DN Việt Nam đều là DN nhỏ so với thế giới, cho nên số vốn đầu tư dành cho nhà ĐTNN trên thực tế là rất thấp, không đạt yêu cầu về quản lý danh mục đầu tư. Theo các nhà đầu tư, muốn đầu tư nhiều hơn vào TTCK Việt Nam như quỹ đầu tư Dragon Capital đang có tiêu chí đầu tư vào một công ty ít nhất là 2 triệu USD, tức là tương đương 32 tỷ VNĐ, thì với quy định tỷ lệ 30% đòi hỏi quy mô của DN đó ít nhất là 100 tỷ VNĐ. Nhưng ở Việt Nam hiện nay không có nhiều những DN có số vốn như vậy sẵn sàng bán cổ phiếu cho nhà ĐTNN.

Tỷ lệ khống chế không quá 30% đối với các nhà ĐTNN đầu tư trong các DN Việt Nam là quá thấp và quá cứng nhắc, nó đang trở thành rào cản đối với dòng vốn FPI vào Việt Nam. Bởi vì với tỷ lệ khống chế ở mức thấp như vậy khiến các nhà ĐTNN khó có khả năng tác động tới phương thức quản trị DN, nhất là khi DN gặp khó khăn trong kinh doanh hoặc kinh doanh không hiệu quả. Đây chính là rủi ro về đầu tư, làm cho cổ phiếu kém thanh khoản, từ đó hạn chế khả năng huy động vốn của DN và nhà ĐTNN bị động trong những tính huống khó khăn.

Đó là về phía các nhà đầu tư, còn về phía các bên nhận đầu tư là các DN Việt Nam đang cần vốn, công nghệ quản lý tiên tiến, đối tác đầu tư chiến lược, thì với tỷ lệ khống chế như vậy sẽ gây khó khăn cho họ trong việc giải quyết tình trạng thiếu vốn và thiếu kinh nghiệm quản lý, gây tổn hại đến khả năng cạnh tranh của họ trên thị trường khu vực và thế giới trong điều kiện Chính phủ đang đẩy mạnh cổ phần hoá DNNN trong đó có cả các Tổng công ty, các DN lớn. Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ (nay được thay thế bằng

109/2007/NĐ-CP) về chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần, đã cho phép rộng rãi các nhà ĐTTN, nước ngoài tham gia đấu giá cổ phần của các DNNN cổ phần hoá, nhưng việc giới hạn tỷ lệ tham gia của các nhà ĐTTN tối đa là 30% đã không tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có nguồn lực tài chính, công nghệ tiên tiến tham gia vào quá trình cổ phần hoá và làm hạn chế hiệu quả cổ phần hoá.

Từ những bất cập và hạn chế trên, Quyết định 238/2005/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 29/9/2005 về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam được chính thức ban hành thay thế Quyết định 146/2003/QĐ-TTg. Một trong những nội dung quan trọng được thị trường đón đợi trong Quyết định này là tỷ lệ CK mà các nhà ĐTTN được phép sở hữu trong các CtyNY trên thị trường được quy định cụ thể như sau: tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán CK trên TTCK Việt Nam được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết đăng ký giao dịch trên các TTDGCK. Không giới hạn tỷ lệ nắm giữ đối với CK lưu hành của các tổ chức phát hành.

Sự ra đời của Quyết định 238/2005/QĐ-TTg có ý nghĩa không chỉ tại thời điểm được ban hành với tác động kích hoạt thị trường hình thành xu thế tăng trưởng mới mà nó còn có ý nghĩa quan trọng trong quá trình hoạt động và phát triển của TTCK Việt Nam. Là cơ hội mới mở ra cho nhà ĐTTN đầu tư vào TTCK Việt Nam đầy tiềm năng và phát triển trong tương lai. Quyết định 238/2005/QĐ-TTg đã làm thay đổi cơ bản quy mô TTCK và thúc đẩy tiến trình cổ phần hoá DNNN.

Như vậy, về cơ bản Chính phủ đã tạo ra nền tảng về mặt pháp lý về đầu tư CK của các nhà ĐTTN trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên cơ sở pháp lý về đầu tư CK của nhà ĐTTN trên TTCK Việt Nam vẫn còn nhiều rào cản và bất cập.

Quyết định 238/2005/QĐ-TTg chỉ cho phép tỷ lệ cổ phần tối đa mà nhà ĐTTN được quyền nắm giữ trong các CtyNY là 49%. Điều này gây một số khó khăn cho các CtyNY:

- *Thứ nhất*, việc huy động vốn của các CtyNY từ các nhà đầu tư tổ chức cả trong lẫn ngoài nước bị giới hạn.

- *Thứ hai*, hạn chế quyền của DN trong việc hợp tác với các đối tác nước ngoài, nhất là với các nhà đầu tư chiến lược.

- *Thứ ba*, việc giới hạn tỷ lệ mua cổ phần của các nhà ĐTNN sẽ hạn chế trào lưu mua bán, sáp nhập, hợp nhất DN và đây chính rào cản trong việc hình thành các tập đoàn kinh tế tư nhân hùng mạnh.

- *Thứ tư*, tính thanh khoản của thị trường vốn không cao, làm tăng rủi ro trong đầu tư CK và như vậy sẽ mang lại nhiều bất lợi cho nhà đầu tư. Một khi tính thanh khoản của cổ phiếu không cao thì DN sẽ rất khó khăn trong việc áp dụng các hình thức trả lương phi vật chất, như phát hành cổ phiếu ưu đãi, phát hành quyền cho người lao động... và sẽ khó khăn trong tiến trình tích tụ vốn.

- *Hơn nữa*, theo tinh thần Luật Đầu tư là không hạn chế các nhà ĐTNN đầu tư vào những ngành nghề, lĩnh vực mà pháp luật không cấm (tức là nhà ĐTNN được quyền nắm giữ 100% cổ phần trong CtyNY). Vào thời điểm Luật Đầu tư có hiệu lực thi hành, hầu hết thành viên thị trường vẫn nhìn nhận việc mua cổ phần của nhà ĐTNN trên TTCK phải thực hiện theo Quyết định 238/2005/QĐ-TTg (nhà đầu tư được đầu tư tối đa 49% vốn vào CtyNY), còn việc góp vốn, mua cổ phần trong DN Việt Nam nói chung thì phải thực hiện theo Quyết định 36/2003/QĐ-TTg (nhà ĐTNN được đầu tư tối đa 30% vốn vào DN nói chung). Trong khi đó, phía cơ quan quản lý TTCK lại có nhiều ý kiến không rõ sau thời điểm 1/7/2006, Quyết định 36/2003/QĐ-TTg và Quyết định 238/2005/QĐ-TTg có còn hiệu lực hay không và vì thế không phân định được một cách rành mạch về những thay đổi căn bản trong đầu tư gián tiếp tại Việt Nam theo tinh thần của Luật Đầu tư.

❖ *Bất cập trong quy định về thuế chuyển lợi nhuận từ đầu tư CK về nước:*

Thông tư số 100/2004/TT-BTC về các loại thuế trên TTCK gần đây đã giải quyết gần như đầy đủ các khuất mắt về thuế cho các nhà đầu tư trên TTCK, đặc biệt là thuế thu nhập trong hoạt động giao dịch CK. Đây là một bước tiến được các nhà ĐTNN đánh giá cao. Tuy nhiên, Thông tư này lại không đề cập đến thuế chuyển thu nhập ra nước ngoài mà trước đây cơ quan thuế xác định là 5%. Điều này đã làm nhiều nhà ĐTNN bức xúc trước việc sau hơn 4 năm đầu tư trên TTCK Việt Nam vẫn chưa có cá nhân hoặc tổ chức nào được chuyển lợi nhuận về nước. Tiền của họ hiện vẫn bị treo ở các ngân hàng lưu ký (do chưa có quyết toán thuế) đã và đang làm nhiều nhà đầu tư sốt ruột.

Tất cả các nhà đầu tư đều lúng túng không biết khoản lợi nhuận từ đầu tư CK có phải chịu thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài theo mức 5% hay không? Và thủ tục khai báo thuế như thế nào? Vì Thông tư số 26/2004/TT-BTC hướng dẫn về thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài quy định: “từ ngày 01/01/2004, các khoản thu nhập hợp pháp mà các tổ chức kinh tế hoặc cá nhân nước ngoài thu được do tham gia đầu tư vốn dưới bất kỳ hình thức nào theo quy định của Luật ĐTNN tại Việt Nam, kể cả những cá nhân là người Việt Nam định cư ở nước ngoài đầu tư về nước và người nước ngoài thường trú ở Việt Nam đầu tư theo Luật khuyến khích ĐTTN, khi chuyển lợi nhuận ra khỏi lãnh thổ Việt Nam hoặc giữ lại ngoài Việt Nam không phải nộp thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài”. Với quy định trên, CtyCK không rõ nhà ĐTNN có được miễn thuế chuyển lợi nhuận đối với phần thu nhập từ đầu tư trên TTCK Việt Nam hay không? Theo cục thuế TP.HCM khoản thu nhập từ đầu tư CK của các nhà ĐTNN không thuộc diện được miễn thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài mà vẫn phải chịu thuế suất 5% nhưng chưa quy định rõ về thủ tục kê khai thuế. Đồng thời quyền lợi và trách nhiệm của nhà ĐTNN đối với việc nộp thuế tại Việt Nam cũng chưa được rõ ràng. Xem ra con đường tìm kiếm thủ tục để chuyển lợi nhuận từ đầu tư CK về nước của tổ chức hỗ trợ (CtyCK) vẫn còn nhiều gian nan.

Ngược lại với cục thuế TP.HCM, đại diện Vụ chính sách thuế (BTC) khẳng định quy định hiện hành bãi bỏ hoàn toàn khoản thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài, điều này được quy định ngay trong Điều 31 Luật thuế TNDN (có hiệu lực từ ngày 01/01/2004) và do không phải nộp thuế này nên không có thủ tục hướng dẫn. Vì vậy, việc Cục thuế TP.HCM vẫn buộc các nhà ĐTNN chịu thuế suất 5%, có lẽ do cục thuế đã áp dụng nhầm Luật thuế TNDN cũ (ban hành ngày 10/5/1997-1998 và hết hiệu lực 01/01/2004) và bởi sợ bỏ sót nguồn thu. Vậy dù Luật đã có quy định nhưng nếu người thi hành pháp luật không thông thì những quan điểm chính sách mới vẫn khó đi vào cuộc sống.

Việc chuyển lợi nhuận của các nhà ĐTNN về nước là một vấn đề cốt lõi để giữ chân và thu hút thêm dòng vốn ĐTNN. Vì theo tâm lý đề phòng rủi ro, trước tiên các nhà ĐTNN muốn kiểm tra khả năng rút tiền khỏi Việt Nam, sau đó mới có thể mạnh dạn đầu tư vào TTCK Việt Nam. Nếu gỡ nút thắt này thì chắc chắn TTCK Việt Nam sẽ trở nên hấp dẫn hơn đối với nhà ĐTNN.

Bên cạnh những hạn chế về mặt pháp lý, các nhà ĐTNN còn vấp phải một số hạn chế.

❖ *TTCK Việt Nam chưa phát triển:* Các vấn đề chính mà nhà đầu tư quan tâm nhất vẫn là khung pháp lý, cơ chế và sách lược phát triển TTCK. Nhà đầu tư gián tiếp nào cũng quan tâm đến việc họ mang vốn vào Việt Nam rồi mang ra có dễ không? Đầu tư vào DN Việt Nam, khi hết thời hạn đầu tư họ muốn bán lại hoặc chuyển nhượng vốn thì có người mua không? Tính đến 31/05/2007 toàn thị trường đã có 193 cổ phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch với tổng giá trị vốn hóa đạt trên 304.000 tỷ đồng, bằng hơn 31% GDP năm 2006. Trong đó, số lượng cổ phiếu giao dịch thực sự chỉ chiếm 50% vì phần lớn là do nhà nước nắm giữ, hơn nữa thị trường OTC chưa được tổ chức tốt nên cổ phiếu có tính thanh khoản kém. Cho nên muốn giải quyết nỗi lo cho các nhà đầu tư chỉ còn cách phát triển thị trường vốn đủ mạnh để người mua - người bán có thể chuyển nhượng vốn một cách nhanh chóng.

❖ *Các nhà đầu tư trên thế giới chưa có nhiều thông tin và hiểu biết về Việt Nam:* Theo ông Klaus Rohland - giám đốc quốc gia của World Bank tại Việt Nam nhận định: Việt Nam đang ở giai đoạn thuận lợi để mở cửa, phát triển nguồn vốn FDI. Tuy vậy, với khoảng 80% các định chế ĐTNN chưa hề đến Việt Nam. Người nước ngoài chỉ biết đến Việt Nam qua tivi, phim ảnh,... Nên để lôi kéo họ vào cuộc chơi quả là không dễ dàng. Vẫn còn nhiều điều nhà đầu tư băn khoăn khi muốn đổ vốn vào Việt Nam.

❖ *Hệ thống ngân hàng được bảo vệ quá mức cần thiết:* Việt Nam cần chú trọng hơn đến vấn đề phát triển ngân hàng, không nên để ngân hàng phát triển quá rộng mà nên chú trọng đến việc phát triển các dịch vụ cao cấp hỗ trợ cho hoạt động của các nhà ĐTNN.

❖ *Thị trường tài chính không minh bạch:* Hệ thống pháp lý và các quy phạm chưa hoàn thiện, khả năng quản trị DN của các công ty còn thấp, một số tiêu chí đánh giá chưa theo chuẩn quốc tế ... Đối với các nhà ĐTNN chuyên nghiệp thì đầu tư vào thị trường tài chính không minh bạch sẽ là một quyết định không khôn ngoan.

❖ *Hệ thống kế toán kiểm toán còn nhiều khuyết điểm và thông tin không minh bạch:* Theo các nhà ĐTNN, khó khăn lớn nhất của nhà đầu tư là tìm hiểu thông tin tài chính của DN Việt Nam, bởi hệ thống kế toán, tài chính hiện nay của DN chủ

yếu phục vụ cho công tác báo cáo thuế, chứ không phục vụ cho điều hành, quản lý DN và cung cấp cho nhà đầu tư. Ngay khi các DN muốn có thông tin tài chính để quản trị thì hệ thống kế toán, tài chính cũng chưa đáp ứng được. Việc ghi nhận giá trị tài sản DN trên sổ sách kế toán được ghi nhận theo quy định, chứ không dựa vào đánh giá giá trị tài sản trên thực tế.

Ngoài ra, các DN Việt Nam chưa có thói quen minh bạch thông tin tài chính. Hội đồng quản trị thường không độc lập và thiếu các cơ chế để kiểm soát giao dịch nội gián (giao dịch giữa thành viên hội đồng quản trị và các công ty có liên quan).

❖ *Việc kiểm tra quyết toán thuế chưa tạo được niềm tin đối với các nhà ĐTNN:* Cơ quan thuế kiểm tra quyết toán thuế sau vài năm và khi đó họ mới biết còn nợ bao nhiêu tiền thuế. Các báo cáo tài chính của các CtyNY mặc dù đã thông qua kiểm toán nhưng hầu như thị trường không tin tưởng vào các báo cáo này, điển hình là trường hợp thông tin không minh bạch đã làm cho không biết bao nhiêu nhà đầu tư thua lỗ như trong trường hợp của công ty cổ phiếu đồ hộp Hạ Long và Bibica trong thời gian qua. Ngoài ra, hiện nay chưa có các chuẩn mực kế toán riêng áp dụng cho các CtyQLQ và các quỹ đầu tư CK. Chính vì thế mà các nhà đầu tư vẫn còn dè dặt và họ tỏ ra khá thận trọng trong quá trình tìm hiểu thông tin về DN.

❖ *Những rào cản về kiểm soát vốn:* Những quy định thận trọng trên các giao dịch của tài khoản vốn tuy cần thiết nhằm đề phòng những thất thoát vốn trên cán cân thanh toán nhưng theo đánh giá của các tổ chức tài chính quốc tế thì những quy định hiện nay là quá mức thận trọng. Mặc dù hiện nay Chính phủ nới lỏng tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà ĐTNN lên 49% nhưng quy mô TTCK quá nhỏ bé chưa thể hấp thụ một lượng vốn lớn từ các nhà ĐTNN. Hoặc các quy định về quản lý ngoại hối quá chặt gây nhiều bất tiện cho các nhà đầu tư. Theo đánh giá của các nhà kinh tế, vấn đề chính của các nhà ĐTNN giữ vốn ở lại Việt Nam nằm ở chỗ môi trường đầu tư của chúng ta có tốt lên hay không chứ không nằm ở các rào cản mang tính hành chính.

❖ *Chưa có chính sách thu hút vốn và quản lý đầu tư gián tiếp nước ngoài hiệu quả:* Sau cuộc khủng hoảng tài chính khu vực, vai trò, tiềm năng và các tác động tiêu cực của dòng vốn FPI chưa được phân tích, đánh giá đúng. Do đó, các nhà hoạch định chính sách còn khá e ngại trước dòng vốn FPI biểu hiện thông qua sự

phân biệt đối xử, ban hành những quy định nhằm hạn chế ngành nghề và tỷ lệ cổ phần của các nhà ĐTNN trong DN Việt Nam.

❖ *Quy mô và chất lượng các sản phẩm thị trường tài chính Việt Nam còn hạn chế:* Đây là nguyên nhân cơ bản khiến các quỹ đầu tư chưa thật nhiều và chưa tương xứng với tiềm năng thị trường.

❖ *Tiến trình cổ phần hoá các DN còn chậm, quy mô của các DN nhỏ:* Các DN cổ phần hoá phần lớn chưa niêm yết trên TTCK.

❖ *Những suy nghĩ thiếu thiện cảm về các quỹ ĐTNN:* Khi đề xuất về mặt chính sách nhằm thu hút nguồn vốn FPI từ các quỹ ĐTNN, các cơ quan chức năng cần tránh những nhận thức sai lầm, rằng các quỹ ĐTNN chỉ đầu tư vào các DN Việt Nam làm ăn sinh lãi cao và gắn liền với các quỹ ĐTNN là những khả năng thất thoát vốn cho nền kinh tế. Có thể thấy những cách nhìn không thân thiện với quỹ ĐTNN hiện nay được hiểu ngầm thông qua các chính sách đối với khu vực này. Các chính sách thu hút vốn nước ngoài trong thời gian qua chỉ thiên về những ưu đãi quá mức đối với các dòng vốn FDI. Với những nhận thức như thế, các cơ quan chức năng trên thực tế thường đưa ra những rào cản quá mức cần thiết để hạn chế hoạt động của các quỹ ĐTNN.

Việc thực hiện các cam kết khi gia nhập WTO là một trong những giải pháp quan trọng để Việt Nam giải quyết các rào cản trong thu hút FPI. Một số chính sách được các chuyên gia kiến nghị là:

- Sớm ban hành và thực thi chính sách mở cửa thu hút FPI, và xem xét nới lỏng phạm vi ngành nghề hoạt động và tỷ lệ nắm giữ cổ phần đối với các nhà ĐTNN.

- Thực hiện các giải pháp đồng bộ nhằm gia tăng tính minh bạch thị trường tài chính, gia tăng quy mô và chất lượng các sản phẩm tài chính. Sớm có những hướng dẫn cụ thể Luật CK; khuyến khích phát triển các CtyQLQ.

- Tăng cường an ninh tài chính, thực hiện các chính sách kiểm soát các dòng vốn khi cần thiết. Tăng cường phối hợp giữa chính sách tiền tệ, chính sách tài khoá và chính sách thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài; đảm bảo sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan ngân hàng - tài chính - CK trong việc quản lý các dòng vốn nhằm đảm bảo sự an toàn, vững chắc và lành mạnh của hệ thống tài chính.

- Thúc đẩy nhanh quá trình cổ phần hoá và niêm yết cổ phiếu trên TTCK đối với các DNNN.
- Tiếp tục chính sách tự do hoá tài sản vãng lai nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho sự luân chuyển của dòng vốn.
- Tăng cường các kênh thông tin, quảng bá hình ảnh Việt Nam ra thế giới.

2.2.2. Kết quả thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua TTCK Việt Nam thời gian qua.

Khảo sát gần đây của Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) cho thấy, năm 2001 lợi nhuận từ vốn FPI thế giới tăng gấp 2 lần vốn FDI. Trong vòng 4 năm, đầu tư gián tiếp toàn cầu đã tăng 2 lần; nước có tỷ trọng đầu tư gián tiếp lớn nhất là Mỹ (24,5%), tiếp đó là Anh (10%). Dòng vốn FPI đang trở dậy mạnh mẽ sau cuộc khủng hoảng tài chính 1997-1998 và đang chuyển hướng đầu tư sang các quốc gia đang phát triển có tiềm năng, nhằm hạn chế các rủi ro đầu tư.

Hiện có khoảng trên 100 định chế đầu tư tài chính chuyên nghiệp trên thế giới đang quản lý một khối lượng tài sản khổng lồ, khoảng 300 tỷ USD. Chỉ cần họ chấp nhận đầu tư vào Việt Nam 1% là Việt Nam sẽ có khoảng 3 tỷ USD.

Như vậy, nguồn vốn FPI Là một nguồn vốn tiềm năng rất lớn đối với hoạt động thu hút ĐTNN của Việt Nam. Với các yếu tố khách quan thuận lợi, vị thế đang lên, Việt Nam hoàn toàn có khả năng khai thác nguồn vốn FPI của thế giới phục vụ cho mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội.

Làn sóng đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam trong thời gian gần đây có xu hướng tăng mạnh, nhất là từ thời điểm những tháng cuối năm 2006 và sáu tháng đầu năm 2007, khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO. Kết thúc năm 2006, Việt Nam thu hút được khoảng 500 triệu USD vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, bằng 1/3 tổng số vốn Việt Nam thu hút từ trước tới nay.

Tuy nhiên, có thể thấy Việt Nam đã có những thành công trong thu hút nguồn vốn FDI, nhưng chưa quan tâm thích đáng đến nguồn vốn FPI. Sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997-1998, nguồn vốn FPI vào Việt Nam có xu hướng tăng, nhưng quy mô còn nhỏ và chiếm tỷ lệ thấp so với vốn FDI. Tổng cộng đến nay, FPI mà Việt Nam thu hút được bằng khoảng 2-3% so với tổng vốn FDI đã thu hút được

trong cùng thời kỳ. So với tỷ lệ trung bình 30-40% của các nước trong khu vực thì đây là tỷ lệ khiêm tốn...

Thị trường tài chính Việt Nam có thể thu hút nguồn vốn đầu tư thông qua các kênh như đầu tư trực tiếp nước ngoài, đầu tư gián tiếp nước ngoài và viện trợ phát triển chính thức ... Lâu nay, chúng ta thường đặt nặng việc tiếp cận đối với dòng vốn FDI, ODA mà ít quan tâm đến dòng vốn tiềm năng khác như FPI. Điều này dẫn đến hậu quả nghiêm trọng cho thị trường tài chính Việt Nam là “hội nhập không cân đối” dòng vốn FDI mỗi năm đã lên đến trên 4 tỷ USD trong khi tổng dòng vốn FPI tích lũy trong năm 2006 chỉ đạt khoản 500 triệu USD. Tính không cân đối này đã làm cho các DN có vốn FPI không thể chuyển hoá các nguồn đầu tư của mình trên TTCK do đó không có khả năng huy động thêm vốn trên TTCK cũng như thoát vốn khi cần thiết.

Dòng vốn FPI chảy vào Việt Nam hiện nay chủ yếu qua hai kênh: niêm yết CK trên TTCK quốc tế và thông qua các quỹ ĐTN.

2.2.2.1. Niêm yết CK trên TTCK quốc tế:

Việc phát hành CK ra thị trường nước ngoài được xem là một kênh huy động vốn của DN. Đối với các DN Việt Nam, kênh huy động vốn này tuy hấp dẫn nhưng vẫn còn khá mới mẻ. Thời gian gần đây, việc lựa chọn và đưa một vài DN Việt Nam niêm yết thí điểm trên TTCK quốc tế, cụ thể là TTCK Singapore (SGX) đang được Bộ Tài chính xem xét và tiến hành với mong muốn sẽ mở ra một hướng đi mới hiệu quả trong việc thu hút vốn FPI từ các nhà ĐTN vào Việt Nam. Ý định này cũng được công ty Gemadept quan tâm và chủ động đề xuất xin niêm yết tại SGX cách đây hơn ba năm nhưng cuối cùng không thực hiện được. Việc lựa chọn và đưa một vài DN Việt Nam ra niêm yết trên SGX là ý tưởng của hai Thủ tướng Việt Nam và Singapore về việc kết nối thị trường vốn. Sau thất bại của Gemadept về ý định niêm yết trên SGX, mới đây Bộ Tài chính cũng yêu cầu UBCKNN tư vấn và giúp đỡ công ty Vinamilk niêm yết trên SGX. Sở dĩ Singapore là điểm ngắm đầu tiên của Việt Nam khi hướng ra TTCK thế giới là do quy mô SGX khá lớn được giới đầu tư tài chính Châu Á, Châu Âu đặc biệt quan tâm. Cho đến cuối năm 2006, trên thị trường này đã có gần 800 CtyNY với tổng vốn theo giá thị trường đạt trên 500 tỷ SGD (tương đương 253 tỷ USD, lớn gấp vài chục lần so với TTCK Việt Nam), trong

đó nước ngoài chiếm khoản 30% số CtyNY và tổng giá trị vốn chiếm 45% toàn thị trường. Không chỉ niêm yết ở SGX, cổ phiếu của các DN Việt Nam còn hướng đến TTCK ở các nước trong khu vực Asian. Nói chung, việc niêm yết cổ phiếu ra thị trường nước ngoài đã được giới đầu tư CK, tài chính Việt Nam đề cập đến vài năm nay nhưng đến thời điểm này điều đó mới chỉ bắt đầu.

Cuộc chạy đua niêm yết trên TTCK nước ngoài hứa hẹn nhiều cơ hội tiếp cận nguồn vốn quốc tế cho DN trong nước, song cũng đầy mạo hiểm nếu không có sự chuẩn bị kỹ lưỡng.

Luật CK ra đời đã tạo ra khung pháp lý cho DN Việt Nam được niêm yết ở TTCK nước ngoài. Tuy nhiên, DN chỉ được niêm yết ở những nước có SGDCCK hay TTGDCK đã ký biên bản hợp tác với UBCKNN (SSC). Đồng thời phải đảm bảo tỷ lệ tham gia của nhà ĐTNN ở mức thấp hơn 49%. Nếu niêm yết đồng thời ở hai sàn thì phải có báo cáo tài chính theo quy định của Việt Nam và quốc tế. Đồng tiền thanh toán sẽ là đồng tiền của nơi niêm yết. Riêng việc chuyển tiền phải tuân thủ theo quy định quản lý ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Muốn niêm yết sàn nước ngoài, DN Việt Nam phải đáp ứng được những yêu cầu tùy theo từng thị trường. Những yêu cầu này không khó nhưng không phải công ty nào cũng đáp ứng được. Chẳng hạn muốn niêm yết tại Bursa Malaysia, DN phải có quy mô giá trị vốn hóa là 1 tỷ MYR (đơn vị tiền tệ Malaysia), tương đương 4.000 tỷ đồng; chuẩn kế toán quốc tế (IAS) được áp dụng là chuẩn FRS, lợi nhuận phải đạt 60 triệu MYR trong một năm. Tuy nhiên, ưu đãi CtyNY lần đầu sẽ được miễn thu phí năm đầu (20.000 MYR/năm), những công ty có tiềm năng sẽ được linh hoạt điều chỉnh những quy định trên. Riêng SGX không yêu cầu lợi nhuận trước thuế nếu vốn hóa thị trường cao hơn 80 triệu SGD (tương đương 8.240 tỷ đồng), thấp hơn mức này sẽ có hai chọn lựa. Thứ nhất, lợi nhuận tích lũy 3 năm trước đạt 7,5 triệu SGD và lợi nhuận trước thuế trong mỗi năm ít nhất 1 triệu SGD. Thứ hai, lợi nhuận tích lũy trước thuế ít nhất 10 triệu SGD trong 1-2 năm gần nhất. Về tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu phải có 25% cổ phần do 1.000 nhà đầu tư nắm giữ. Chuẩn mực kế toán áp dụng là chuẩn của Singapore, Mỹ và quốc tế.

Để niêm yết trên TTCK Hàn Quốc, DN phải có vốn điều lệ trên 10 triệu USD đối với thị trường thứ cấp và trên 3 triệu USD đối với thị trường sơ cấp; doanh

thu năm gần nhất phải đạt trên 30 triệu USD và bình quân 3 năm liên tiếp đạt trên 20 triệu USD; lợi nhuận DN đạt được trong năm gần nhất trước khi niêm yết phải đạt trên 2,5 triệu USD và bình quân 3 năm tiếp theo là trên 5 triệu USD. Tuy nhiên, cổ phiếu niêm yết ở đây sẽ được ký hợp đồng cung cấp tính thanh khoản trong trường hợp cổ phiếu của DN không đạt được giao dịch như mong muốn. Với TTCK Thượng Hải (Shanghai Stock Exchange - SSE) của Trung Quốc, muốn niêm yết DN phải có mức vốn không thấp hơn 50 triệu NDT, tương đương 100 tỷ đồng; 3 năm liên tục trước khi niêm yết phải có lãi, những cổ đông nắm giữ cổ phiếu có giá trị 1.000 NDT phải không dưới 1.000 người. Riêng những công ty có vốn 400 triệu NDT, lượng cổ phiếu phát hành ra công chúng tối thiểu là 15%.

Khi chưa có những hướng dẫn cụ thể từ Luật CK, vào tháng 5/2006, Công ty cổ phần xây dựng và đầu tư Việt Nam (Cavico) đã trở thành công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường giao dịch cổ phiếu tự do Prink Sheets (Mỹ), thông qua việc sáp nhập với công ty đang niêm yết tại đây là Agent 155 Media Group. Prink Sheets là thị trường dành cho các công ty vừa và nhỏ, khi niêm yết ở đây Cavico có mã cổ phiếu là CVCP. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) mới thực sự là một trong những công ty đầu tiên có kế hoạch niêm yết ở thị trường chính thống nước ngoài là TTCK Singapore (SGX). Trong thời gian tới, sẽ có khoảng 5 DN khác tìm đến thị trường Malaysia. Sẽ không có gì lạ khi năm 2008 các cổ phiếu Blue chips của Việt Nam sẽ có mặt tại các SGDCK nước ngoài...

Qua phân tích, đánh giá thực trạng niêm yết CK trên TTCK quốc tế của Việt Nam trong thời gian qua, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm có thể vận dụng vào thực tiễn như sau:

- *Vai trò của các tổ chức trung gian:* Việc thuê tư vấn để thực hiện các giao dịch liên quan đến phát hành CK quốc tế là điều kiện cần. Giao dịch phát hành CK quốc tế có nhiều bên tham gia và liên quan đến nhiều quy định, tập quán và khung pháp lý khác nhau của các thị trường nước ngoài. Các tổ chức trung gian sẽ làm tất cả các công đoạn liên quan đến các văn kiện phát hành CK quốc tế như: hồ sơ chuẩn bị cho đánh giá hệ số tín nhiệm, các hợp đồng giữa bên phát hành với nhà quản lý chính, bên bảo lãnh phát hành, đại lý tài chính (thanh toán), hồ sơ đăng ký phát hành CK, bản cáo bạch,... Nếu chọn được bên tư vấn có kinh nghiệm, DN có thể giảm được rất nhiều chi phí trực tiếp (chi phí lãi vay) và gián tiếp (các chi phí

liên quan đến việc chuẩn bị hồ sơ phát hành) cũng như đạt được những điều kiện phát hành và cơ cấu phát hành có lợi nhất.

- *Đánh giá hệ số tín nhiệm:* Để phát hành CK quốc tế, bên phát hành cần phải được xác định hệ số tín nhiệm, tuy nhiên trong một số trường hợp có thể không phải xác định hệ số tín nhiệm tùy theo đòi hỏi của thị trường (chào bán ra công chúng hoặc chào bán riêng lẻ) và uy tín bên phát hành. Thông thường, muốn CK được phát hành thành công, CK phải được đánh giá hệ số tín nhiệm của 2 tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm.

Đối với các nước đang phát triển như Việt Nam, một số DN hoạt động trong các lĩnh vực đem lại thu nhập cao cho đất nước như dầu khí, viễn thông..., khi phát hành CK quốc tế, nếu có cơ cấu phát hành hợp lý để đảm bảo được nguồn trả nợ (có tài sản đảm bảo thường là các khoản thu ổn định trong tương lai) thì có thể có mức xếp hạng cao hơn mức xếp hạng của quốc gia và nhờ đó, huy động được vốn với chi phí thấp hơn và hiệu quả hơn.

- *Lựa chọn thị trường phát hành:* Việc phân tích đầy đủ các yếu tố và lựa chọn mức độ phù hợp của các yếu tố trên giúp nhà phát hành có thể lựa chọn được thị trường phát hành thích hợp. Lựa chọn được thị trường thích hợp sau đó sẽ giúp bên phát hành xây dựng được cơ cấu phát hành hợp lý và hiệu quả nhất.

- *Xác định thời điểm phát hành:* Thời điểm phát hành có ý nghĩa hết sức quan trọng đối với kết quả huy động vốn. Đối với những CK có hệ số tín nhiệm thấp thì nên tránh những thời điểm có biến động lớn trên thị trường. Nếu phát hành vào thời điểm các nước có khối lượng lớn CK không bán được thì sẽ bị ép giá, chi phí có thể cao và không đảm bảo khả năng chắc chắn thành công. Để đảm bảo thành công của một đợt phát hành CK quốc tế, vấn đề cơ bản là phải thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư. Muốn thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư, các DN cần phải xác định được thời điểm phát hành và vị trí của mình trên thị trường quốc tế. Việc xác định thời điểm phát hành và vị trí DN phụ thuộc vào tình hình phát triển kinh tế và chính trị toàn cầu và biến động lãi suất trên thị trường vốn quốc tế.

- *Xây dựng cơ cấu phát hành:* Việc xây dựng cơ cấu phát hành hợp lý là điểm mấu chốt quyết định thành công của một giao dịch phát hành CK quốc tế. Một cơ cấu phát hành hợp lý phải đảm bảo cho CK được phát hành với chi phí hiệu quả

nhất cho nhà phát hành và đảm bảo khả năng thanh toán cao nhất cho nhà đầu tư. Một cơ cấu phát hành hợp lý có thể nâng cao hệ số tín nhiệm, giảm chi phí thuế, đảm bảo phương thức phát hành phù hợp nhất.

- *Xem xét cơ sở pháp lý:* Như đã trình bày ở trên, giao dịch phát hành CK quốc tế là một giao dịch phức tạp với nhiều bên tham gia và diễn ra ở nhiều nước. Do đó, luật pháp điều chỉnh các giao dịch này cũng rất phức tạp và liên quan đến nhiều lĩnh vực khác nhau. Tại nước của nhà phát hành, giao dịch phát hành CK quốc tế chịu sự điều chỉnh của các quy định liên quan đến việc cho phép các DN của mình phát hành CK ra thị trường quốc tế cùng với các quy định về vấn đề thuế, hạch toán kế toán, thành lập công ty ở nước ngoài, quản lý ngoại hối, quản lý vay nợ, các điều ước quốc tế mà nước của bên phát hành ký kết có liên quan đến giao dịch phát hành CK quốc tế... Tại nước của thị trường phát hành, giao dịch phát hành CK quốc tế chịu sự điều chỉnh của các quy định của Ủy ban CK từng nước cũng như các quy định về CK, bảo lãnh, tài sản thế chấp... có nhân tố nước ngoài. Vì vậy, để đảm bảo giao dịch phát hành CK quốc tế tuân thủ đúng các quy định của luật pháp trong nước và quốc tế, vai trò của tư vấn luật là rất quan trọng.

Tuy nhiên, các chuyên gia khuyến cáo, DN nên cân nhắc kỹ trước khi đưa cổ phiếu ra TTCK nước ngoài bởi chi phí lớn và chịu nhiều áp lực trước những cổ phiếu mạnh trên sàn nước ngoài.

Việc niêm yết cổ phiếu ra thị TTCK nước ngoài có một số ưu điểm sau:

- *Đầu tiên*, huy động được nguồn vốn ngoại tệ với giá rẻ cho bản thân DN và cho chính sách thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài của Nhà nước, bước đầu tạo cơ sở cho sự hoà nhập vào TTCK quốc tế của Việt Nam, đồng thời rút ngắn khoảng cách phát triển giữa TTCK trong nước và quốc tế.
- *Thứ hai*, nâng cao hình ảnh, uy tín của DN trên thị trường vốn quốc tế. Nhờ đó DN ngày càng tìm được nhiều đối tác tham gia hay mua hàng hoá, việc kinh doanh có tốc độ tăng trưởng cao, thu nhiều lợi nhuận, có điều kiện so sánh với các đối thủ trong khu vực và trên thế giới, qua đó tác động mạnh đến giá cổ phiếu, giúp cổ phiếu DN có tính thanh khoản cao.

▪ *Thứ ba*, DN được định giá và kiểm toán bởi các công ty kiểm toán quốc tế, do vậy độ tin cậy về tính chân thật trong báo cáo là rất cao, tạo được sự yên tâm cho nhà đầu tư.

Nhược điểm cho việc niêm yết ra nước ngoài là rất ít, thách thức lớn của các DN trong nước hiện nay chính là kiểm toán và tính minh bạch. Tuy nhiên, nhìn chung thì DN vẫn được lợi nhiều hơn.

2.2.2.2. *Thông qua các quỹ đầu tư quốc tế:*

❖ Tình hình hoạt động của các quỹ ĐTNN tại Việt Nam giai đoạn 1991-2000: Vào những năm 90 của thế kỷ XX, nguồn vốn FPI đã đổ khá nhiều vào Việt Nam. Sự xuất hiện của hơn 10 quỹ đầu tư đã thể hiện các nhà ĐTNN coi thị trường Việt Nam là một thị trường hấp dẫn. Trong thời gian đầu họ hoạt động dưới dạng vốn đầu tư mạo hiểm. Tất cả những nhà đầu tư đều do các công ty nước ngoài quản lý, tập hợp tất cả các nguồn vốn ĐTNN vào Việt Nam. Tất cả các quỹ đầu tư trên đều là quỹ đầu tư dạng đóng có thời gian hoạt động từ 10 đến 30 năm (trong thời gian này các cổ đông không được rút vốn). Những quỹ này mang vào thị trường Việt Nam với tham vọng trở thành những người kiến tạo thị trường tài chính trực tiếp tại Việt Nam.

Bảng 2.2: Các quỹ ĐTNN hoạt động tại Việt Nam giai đoạn 1991-2000

Tên công ty	Tên Quỹ đầu tư	Vốn hoạt động (triệu USD)
Dragon Capital	Vietnam Enterprise Investment Fund (VEIL)	185
	Vietnam Growth Fund (VGF)	115
	Vietnam Dragon Fund (VGF*)	35
Mekong Capital	Mekong Enterprise Fund I	19
	Mekong Enterprise Fund II	40

PXP sset Management	PXP Vietnam Fund Ltd	25
	PXP Vietnam Emerging Eguity Fund **	14
Vietnam Pioneer Partners	Vietnam Pioneer Fund	Tăng thêm 50
Vietnam Capital	Vietnam Opportunities Fund	170

Nguồn: Merrill Lynch Asia Pacific Equity Strategy Group

❖ Từ năm 1994 trở đi chỉ còn 8 quỹ ĐTNN hoạt động với tổng số vốn đăng ký 415,1 triệu USD. Ở giai đoạn này, hoạt động của các quỹ ĐTNN đã không thu được kết quả tốt, do các nhà quản lý quỹ đã vấp phải hàng loạt các rào cản và những bất lợi đối với hoạt động đầu tư gián tiếp như:

- Hành lang pháp lý đối với hoạt động đầu tư chuyên nghiệp do các CtyQLQ thực hiện còn nhiều hạn chế (hệ thống các văn bản về tài chính, ngân hàng liên quan đến hoạt động của quỹ đầu tư chưa đồng bộ và rõ ràng, các quy định về hoạt động của quỹ chưa cụ thể nên còn nhiều lúng túng).

- TTCK Việt Nam chưa ra đời. Do đó, đối với các khoản đầu tư có hiệu quả thì các quỹ lại không thể chuyển nhượng để thu hồi vốn đầu tư.

- Hầu hết các nhà quản lý quỹ cao cấp đều là người nước ngoài nên khả năng nắm bắt các cơ hội ĐTTN còn nhiều hạn chế. Mặt khác, các nhà quản lý quỹ còn thiếu kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư vốn mạo hiểm và không có kinh nghiệm hoạt động kinh doanh tại Việt Nam.

- Ngoài ra, cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở khu vực châu Á vào năm 1997-1998 đã ít nhiều ảnh hưởng đến nền kinh tế Việt Nam, từ đó ảnh hưởng đến tình hình hoạt động của các quỹ ĐTNN tại Việt Nam.

Xuất phát từ hoạt động đầu tư kém hiệu quả, các quỹ ĐTNN đã lần lượt bán lại các cổ phần của mình để trả lại cho các cổ đông và rút vốn khỏi thị trường Việt Nam. Cụ thể là Templeton Vietnam Opportunities Fund đã tổ chức đại hội cổ đông bất thường để quyết định chuyển khoản vốn đầu tư 90 triệu USD của quỹ đầu tư vào

ĐNÁ sang cho một quỹ đầu tư khác. Laza Vietnam Fund cũng thanh lý hoạt động của quỹ trước thời hạn trong năm 1998 bằng cách bán 6,6 triệu USD cổ phần trong công ty đường Nagarjuna cho một tổ chức của Ấn Độ, quỹ này cũng bán 6,6% cổ phần của nó trong công ty Ree cho Dragon Capital Ltd (quản lý quỹ VEIL) với giá trị 1 triệu USD và chấm dứt hoạt động tại Việt Nam.

❖ Giai đoạn từ khi TTCK Việt Nam đi vào hoạt động đến nay:

Với những kết quả hoạt động đáng thất vọng trong nửa cuối thập niên 90, đã có 6/8 quỹ đầu tư trong giai đoạn 1991-2000 giải thể và rút vốn khỏi Việt Nam. Cho đến khi TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động thì chỉ còn 2 quỹ đầu tư tiếp tục hoạt động, đó là quỹ đầu tư Vietnam Enterprise Investment Ltd.Co (VEIL) do Cty QLQ Capital quản lý và quỹ đầu tư Vietnam Frontier Fund (VFF) do công ty Finansa quản lý. Từ năm 2002 trở đi, đã có nhiều quỹ ĐTNN được thành lập tại Việt Nam như quỹ Mekong Enterprise Fund do công ty Mekong Capital quản lý. Quỹ Vietnam Opportunities Fund do công ty Vina Capital quản lý, quỹ đầu tư PXP Vietnam Fund do công ty PXP quản lý... Vào tháng 7/2004, quỹ VFF bán lại tài sản để giải thể quỹ, kết thúc 10 năm hoạt động tại Việt Nam, sau khi giải thể quỹ VFF, CtyQLQ Finasa đang nỗ lực gọi vốn để thành lập một quỹ đầu tư mới có tên Vietnam Equity Fund với mục đích đầu tư vào thị trường Việt Nam.

Sau những thành công của quỹ VEIL và đứng trước những cơ hội rất hấp dẫn của nền kinh tế Việt Nam, vào tháng 7 năm 2004 Công ty Dragon Capital Ltd đã huy động vốn để thành lập quỹ tăng trưởng Việt Nam (Vietnam Growth Fund- VGF) với quy mô vốn từ 50 - 75 triệu USD. Mục tiêu đầu tư của quỹ VGF là hướng đến các công ty cổ phần chuẩn bị niêm yết, các CtyNY và các loại trái phiếu Chính phủ.

Trong năm 2006 đã xuất hiện thêm nhiều quỹ đầu tư mới, trong đó có nhiều quỹ hiện hữu công khai kế hoạch tăng vốn. Đơn cử, Quỹ VOF vừa thông báo tăng thêm 76 triệu USD nâng quy mô vốn hiện tại lên 171 triệu USD. Phía Vina Capital đơn vị quản lý quỹ VOF kỳ vọng sẽ đầu tư hết khoản vốn tăng thêm này trong vòng 6 đến 9 tháng sau đó sẽ gọi vốn để tăng quy mô của quỹ VOF lên 250 triệu USD vào cuối năm nay. Không riêng VOF tăng vốn, sự xuất hiện của hai Công ty liên doanh quản lý quỹ VCBF (liên doanh giữa Vietcombank và VietCapital Holdings Pte Ltd Singapore) và BIDV - Vietnam Partners (BVP) liên doanh giữ BIDV và

Vietnam Partners LLC Mỹ cũng hứa hẹn sẽ kích thích hoạt động đầu tư gián tiếp. Trong đó, VCBF quản lý quỹ VPF1 quy mô 12,5 triệu USD, còn BVP sẽ quản lý 3 quỹ đầu tư có tổng quy mô 300 triệu USD gồm: quỹ đầu tư Việt Nam, quỹ song sinh và quỹ công chúng. Dự kiến trong năm nay VCBF sẽ tiếp tục xây dựng quỹ thứ 2 là VPF2 với quy mô từ 50 - 70 triệu USD. Ngoài ra, một số CtyQLQ khác đang hoạt động tại Việt Nam cũng rục rịch kế hoạch lập quỹ mới để đón đầu các cơ hội đầu tư. Chẳng hạn, Mekong Capital chuẩn bị lập thêm quỹ đầu tư thứ hai có quy mô vốn 40 triệu USD sau quỹ Mekong Enterprise Fund với quy mô vốn 18,5 triệu USD. Prudential sẽ lập quỹ công chúng (sau quỹ Bảo phí); VFM dự định lập quỹ hưu trí (sau quỹ VF1), VinaCapital lập quỹ hạ tầng... Đó là chưa kể quỹ Vinaland do VinaCapital có quy mô vốn 50 triệu USD.

Sau khi Merrill Lynch tung ra báo cáo về kết quả khả quan của nền kinh tế Việt Nam, các quỹ ĐTNN đã liên tục công bố kế hoạch tăng vốn, TTCK và thị trường OTC biến động mạnh.

Giữa tháng 3/2006 CtyQLQ VinaCapital mới chính thức khai trương quỹ bất động sản VinaLand với số vốn lên đến 65 triệu USD vượt qua mức dự kiến 15 triệu USD.

Ngoài VinaLand, VinaCapital đang nỗ lực giải ngân số tiền còn lại chừng 50 triệu USD trong tổng số 170 triệu USD của VOF. Hưởng đầu tư chính của VOF vẫn là cổ phiếu trên thị trường OTC và địa ốc. VinaCapital sẽ lấn sân đầu tư vào cơ sở hạ tầng. Công ty cũng dự định năm sau sẽ khai sinh một quỹ mới là Technology Fund để đầu tư vào các dự án có hàm lượng công nghệ cao.

Không chỉ có VinaCapital nhận ra cơ hội đầu tư tài chính ở Việt Nam đang bùng nổ; mà Dragon Capital CtyQLQ có thâm niên nhất ở Việt Nam vừa nhận quản lý thêm một quỹ mới: Vietnam Dragon Fund với số vốn 35 triệu USD. Đây là quỹ thứ 3 của Dragon Capital cùng với 2 quỹ khác là VEIL: 185 triệu USD và Vietnam Growth Fund: 115 triệu USD.

CtyQLQ Mekong Capital đã đầu tư hết số vốn 18,5 triệu USD của Mekong Enterprise Fund vào các DN cổ phần.

Quỹ Finasa vốn 18 triệu với những cổ đông chính thức như Progaco (Pháp) và DIG (Đức) mới hình thành từ tháng 8/2005 nhưng cũng đã đầu tư thành công vào một số xí nghiệp vừa và nhỏ.

Đáng mừng là sự quay lại của quỹ Templeton với số vốn khoảng 50 triệu USD (những năm 90 quỹ này đã từng đầu tư với số vốn 105 triệu USD) bên cạnh đó còn có sự đầu tư mới của các quỹ đến từ các quốc gia như: Cộng hoà Séc, Thụy Sĩ, Nhật Bản và hai quỹ khác cũng đang rụt rịch tham gia vào thị trường: Pioneer Fund và Piorison Fund.

Có mặt tại Việt Nam từ đầu năm 2003, đến nay IDG Ventures Vietnam - quỹ đầu tư mạo hiểm 100% vốn góp từ Mỹ đang quản lý số vốn 100 triệu USD - đã đầu tư tổng cộng 16 dự án trong lĩnh vực CNTT tại Việt Nam với tổng vốn đầu tư khoảng 25 triệu USD. Hai dự án đầu tư mới nhất của IDG trong tháng 7 vừa qua là đầu tư vào Công ty Goldsun Focus Media, hoạt động trong lĩnh vực quảng cáo điện tử và Công ty Vega Software hiện là một trong những công ty phần mềm thành công tại Việt Nam. Mục tiêu của IDG là đưa 2 công ty này trở thành những công ty hàng đầu trong lĩnh vực phát triển phần mềm và dịch vụ trực tuyến tại Việt Nam cũng như trong khu vực. Bà Đường Thu Hương, Giám đốc đối ngoại của IDG cho biết, 25 triệu USD chỉ là đợt đầu tư đầu tiên tại 16 dự án, số vốn đầu tư có thể tăng trong các đợt đầu tư tới tùy theo tình hình tiến triển của các dự án này. Dự kiến, từ nay đến cuối năm 2007, IDG sẽ tiếp tục đầu tư khoảng 6-8 dự án (trung bình mỗi tháng một dự án).

Indochina Capital là một trong những quỹ ĐTNN nổi tiếng tại Việt Nam với 45% vốn góp từ các nhà đầu tư Mỹ. Trong gần 16 năm hoạt động tại Việt Nam, Indochina Capital đã đầu tư hơn 1 tỉ USD vào các dự án bất động sản gồm: các khu phức hợp, khách sạn, khu nghỉ mát... và đầu tư tài chính, tư vấn cổ phần hóa DN và niêm yết trên TTCK. Tại Việt Nam, Indochina Capital đã thành lập 2 quỹ bất động sản là Indochina Land I & II với tổng vốn hơn 300 triệu USD. Ngoài ra còn có thể kể một quỹ đầu tư quy mô vốn 100 triệu USD do Công ty VietNam Partners liên doanh với Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam thành lập, trong đó vốn góp từ các nhà đầu tư Mỹ là 30%. Hay Dragon Capital, hiện đang quản lý nguồn vốn khoảng 600 triệu USD tại Việt Nam, trong đó có tới 30% là vốn từ các nhà đầu tư Mỹ...

Theo thống kê của một ngân hàng nước ngoài đang quản lý số lượng tài khoản lớn nhất cho các tổ chức đầu tư tài chính, tính đến tháng 6 năm 2007 có khoảng 74 quỹ ĐTNN đang rót tiền vào Việt Nam, bao gồm 22 quỹ thành lập từ đầu năm đến nay. Trong số những quỹ mới có những tên tuổi như Sumitomo Misui VietNam, Fullerton VietNam Fund, TongYang VietNam, Maxford Growth-VietNam Focus, VietNam Resource, Credit Agricole Fund...

Hàn Quốc đang nổi lên như là một nhà đầu tư lớn với 8 quỹ được thành lập từ đầu năm đến nay, tổng số vốn huy động trên 1 tỉ USD. Một trong những đại diện cho "làn sóng" Hàn Quốc là Tập đoàn tài chính Golden Bridge. Trong vòng sáu tháng Golden Bridge đã thành lập hai quỹ tại Việt Nam, tổng số vốn 70 triệu USD với trọng tâm đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu DN, bất động sản, khoáng sản...

Trong bối cảnh vốn của các nhà đầu tư Việt Nam còn nhỏ và phân tán, các quỹ này tiếp tục gánh vác "sứ mệnh" là tác nhân chính tạo tính thanh khoản cho thị trường. Họ cũng được kỳ vọng sẽ "hâm nóng" các đợt phát hành cổ phần lần đầu ra công chúng của các DNNN lớn sắp đến do hầu hết các quỹ đang hiện diện tại Việt Nam đã cạn tiền và chưa sẵn sàng cho các đợt huy động mới. Đã 15 năm trôi qua kể từ khi Việt Nam mở cửa thị trường cho dòng vốn FPI, dòng vốn FPI đổ vào Việt Nam ước tính khoảng 5 tỷ USD.

Tuy nhiên, ranh giới giữa dòng vốn FPI và FDI đang bị xóa dần. Tập đoàn VinaCapital đầu tư 29,9 triệu USD để sở hữu 70% khách sạn Hilton Hà Nội, 18,6 triệu USD để mua lại 70% phần hùn của khách sạn Omni Saigon và đầu tư hàng loạt dự án bất động sản như Danang Resort 260 ha với tổng vốn 24,8 triệu USD, Century 21 với 41,2 triệu USD... Nếu như họ đầu tư một phần hùn đủ lớn để nắm quyền định đoạt đối với số phận dự án thì có nên tiếp tục đưa họ vào thống kê dòng vốn FPI nữa hay không? cần nhận dạng và lọc ra để chọn cách xử lý phù hợp.

Làn sóng thứ nhất của các quỹ ĐTNN kết thúc cuối những năm 90 với sự thất bại và ra đi của đa số các quỹ. Làn sóng thứ hai hình thành từ năm 2000 đang gặt hái thành công. Liệu làn sóng thứ ba sẽ bắt đầu vào năm 2007 hay 2008? Điều này hoàn toàn phụ thuộc vào tốc độ phát triển của thị trường tài chính.

Tuy nhiên so với đầu tư trực tiếp nước ngoài 5-6 tỷ USD/năm thì đầu tư gián tiếp nước ngoài hiện nay còn quá thấp. Bên cạnh sự ổn định chính trị, mức tăng

trường kinh tế cao đã được khẳng định đối với các quỹ ĐTNN, vấn đề cần cải thiện hiện nay chính là vốn hoá thị trường vốn.

Sự xuất hiện của các quỹ ĐTNN đã đóng góp không nhỏ vào tiến trình phát triển nền kinh tế Việt Nam:

- *Đối với TTCK Việt Nam:* Các quỹ ĐTNN đã đóng góp rất lớn trong việc giúp ổn định thị trường, định hướng đầu tư và thúc đẩy sự hình thành các quỹ ĐTTN. Mặt khác, các quỹ ĐTNN đã góp phần hình thành nên một đội ngũ các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp, phong cách đầu tư CK chuyên nghiệp. Đây là những nền tảng hết sức quý báu cho sự phát triển loại hình quỹ đầu tư tại Việt Nam, cũng như sự phát triển TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

- *Đối với Nhà nước:* Sự xuất hiện của các quỹ ĐTNN tại Việt Nam đã giúp cho các nhà làm luật Việt Nam có sự tiếp cận thực tế để từ đó sửa đổi, bổ sung nhiều quy định liên quan đến quỹ đầu tư theo hướng tạo môi trường thuận lợi cho sự ra đời và phát triển của các quỹ.

- *Đối với DN:* là những nhà đầu tư tài chính dài hạn, các quỹ đã tham gia vào hoạt động quản trị các công ty như: trường hợp VFF tham gia vào hội đồng quản trị Bibica, quỹ VEIL tham gia hội đồng quản trị của các Công ty Ree, Halong, CanFoco, Lafooco, Thủy sản 4, Sacombank, Viti Bank..., giúp các công ty này nâng cao năng lực quản trị, tăng cường tính công khai minh bạch trong hoạt động kinh doanh và tăng cường tính hiệu quả của các CtyNY.

❖ Những thuận lợi và khó khăn đối với hoạt động của quỹ ĐTNN tại Việt Nam

▪ *Thuận lợi*

- Chính sách thuế của Nhà nước đã sửa đổi tạo điều kiện cho sự ra đời và hoạt động của các quỹ đầu tư CK. Theo Thông tư mà Bộ Tài chính ban hành trong tháng 10/2004 thì quỹ đầu tư CK không thuộc đối tượng chịu thuế TNDN. Đối tượng đầu tư của các quỹ là các DNNN, CtyNY, ... cũng được ưu đãi thuế TNDN từ 2 đến 6 năm.

- Môi trường pháp lý về đầu tư đã có những cải cách đáng kể tạo một hành lang pháp lý thông thoáng cho nhà ĐTNN, đồng thời tiến tới phù hợp với thông lệ quốc tế. Chính phủ đã chủ trương mở rộng quyền tự chủ về tài chính cho DN, thực hiện cải cách hệ thống ngân hàng đã tạo điều kiện cho các chủ thể trong nền kinh tế

phát huy năng lực của mình, đóng góp ngày càng nhiều cho sự tăng trưởng kinh tế chung.

- Việc ban hành Nghị định 114/2003/NĐ-CP về CK và TTCK vào ngày 28/11/2003 và Quyết định số 73/2004/QĐ-BTC về quy chế tổ chức và hoạt động của Quỹ đầu tư và CtyQLQ thì hệ thống văn bản pháp luật về hoạt động của CtyQLQ đầu tư CK về cơ bản đã đầy đủ và rõ ràng, tạo cơ sở pháp lý quan trọng cho các quỹ đầu tư hoạt động.

- Cổ phần hoá DNNN tạo nhiều cơ hội đầu tư lý tưởng cho các nhà ĐTNN. Chính phủ đã đẩy mạnh cổ phần hoá các DNNN với mục tiêu sẽ cổ phần hoá khoảng 2.000 DN trong vòng 3 năm tới. Các DN sẽ cổ phần bao gồm các DN thương mại quốc doanh, các tổng công ty lớn của Nhà nước và các NHTM quốc doanh. Chứng tỏ nguồn cung CK có chất lượng sẽ rất dồi dào trong thời gian tới, tạo điều kiện thuận lợi cho các quỹ hoạt động.

- Sức hấp dẫn của TTCK Việt Nam cũng thu hút nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư, quy mô của TTCK Việt Nam sẽ được mở rộng trong thời gian tới với việc cho phép niêm yết các NHTM quốc doanh, cụ thể là ngân hàng Sài Gòn Thương tín đã niêm yết vào ngày 12/7/2006; các công ty lớn của Nhà nước, các DN có vốn ĐTNN đã lần lượt lên sàn góp phần không nhỏ cho sự sôi động của TTCK non trẻ Việt Nam. Mặt khác hoạt động kinh doanh khá hiệu quả của các CtyNY thể hiện tốc độ tăng trưởng EPS bình quân hàng năm trên 10% và tỷ số ROE bình quân của các CtyNY đều trên 20%/năm. Đây là cơ hội rất tốt cho hoạt động của các quỹ đầu tư.

- Bên cạnh những chính sách, môi trường đầu tư thuận lợi, nền kinh tế, chính trị, xã hội ổn định đã thu hút nhiều sự quan tâm của các nhà ĐTNN nhưng chúng ta vẫn chưa thể lạc quan với tình hình đầu tư của các quỹ do những khó khăn thử thách trong gian đoạn tới khi Việt Nam đã là thành viên chính thức thứ 150 của WTO.

▪ *Khó khăn*

- Mặc dù hoạt động của các DN Việt Nam trong thời gian qua khá hiệu quả song hầu hết các DN có quy mô vốn nhỏ, thời gian hoạt động không dài so với mặt bằng chung khu vực, thiếu định hướng lâu dài và mang tính bộc phát. Tính công khai

minh bạch tài chính không được các DN quan tâm một cách đúng mực là những rào cản không nhỏ trong việc thu hút các nhà ĐTNN.

- Quy mô TTCK quá nhỏ bé chưa thể hấp thụ một lượng vốn lớn từ các nhà ĐTNN.

▪ *Đánh giá chung*

Từ những phân tích trên, có thể thấy rằng trong hai phương thức thu hút dòng vốn FPI, thì phương thức trước mắt và khả thi nhất là tận dụng nguồn tài trợ từ các quỹ ĐTNN hiện đang hoạt động tại Việt Nam. Trong dài hạn, Chính phủ cũng cần có những chính sách để các DN Việt Nam có thể tiếp cận với thị trường vốn quốc tế thông qua việc phát hành CK quốc tế.

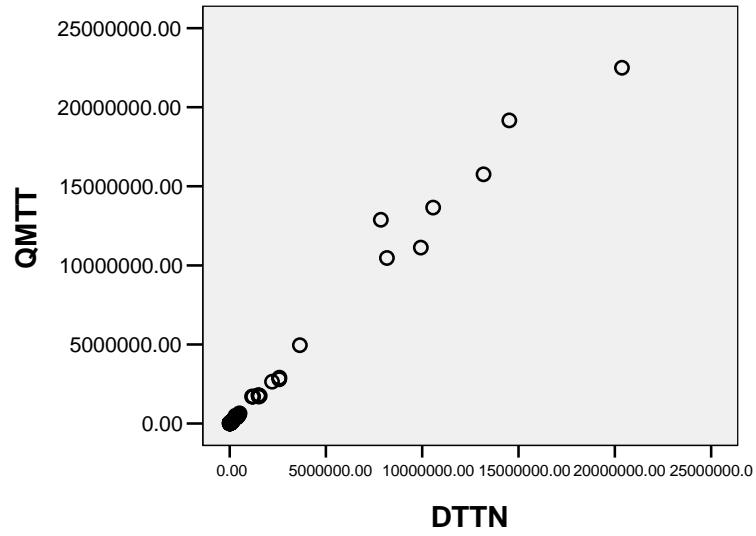
2.3. Đánh giá vai trò nhà ĐTNN đối với sự phát triển TTCK Việt Nam (phụ lục số 01)

Sử dụng phần mềm SPSS, lập mô hình để kiểm định vai trò của các nhà ĐTNN có ảnh hưởng như thế nào đến QMTT.

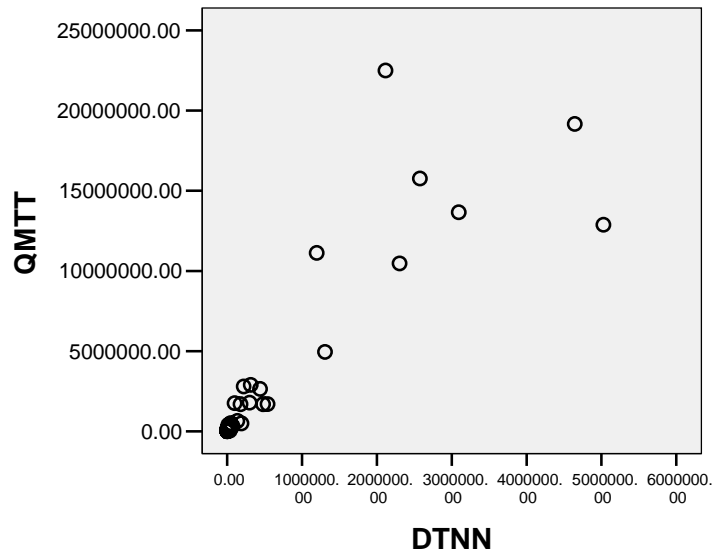
Bước 1:

Vẽ đồ thị phân tán giữa các cặp biến QMTT - ĐTTN, QMTT - ĐTNN

QMTT - DTTN



QMTT - DTNN

**Bước 2:**

Tính hệ số tương quan giữa các biến cần khảo sát.

Correlations

Correlations

		QMTT	ĐTTN	ĐTNN
QMTT	Pearson Correlation	1	,995(**)	,685(**)
	Sig. (2-tailed)		,000	,000
	N	84	84	84
ĐTTN	Pearson Correlation	,995(**)	1	,614(**)
	Sig. (2-tailed)	,000		,000
	N	84	84	84
ĐTNN	Pearson Correlation	,685(**)	,614(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	
	N	84	84	84

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Bước 3:

Dùng kiểm định T-test để một lần nữa kiểm tra xem các biến ĐTTN, ĐTNN có thể dùng để giải thích cho biến phụ thuộc QMTT không?

T-Test

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	QMTT - ĐTTN	17046,232	36793,353	4429,399	10597,1176	23495,346	3,848	83	,000
Pair 2	QMTT - ĐTTN	115329,42	214125,717	25777,707	77797,608	152861,232	4,474	83	,000

Bước 4:

Chúng ta tiến hành xây dựng mô hình

Regression

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ĐTNN, ĐTTN(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: QMTT

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	1,000(a)	1,000	1,000	5063,7093636

a Predictors: (Constant), ĐTTN, ĐTNN

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3585,341	709,886		-5,051	,000
	ĐTTN	1,060	,004	,923	277,952	,000
	ĐTNN	,881	,025	,118	35,492	,000

a Dependent Variable: QMTT

Dựa vào bảng Correlations ở bước 2, ta thấy mối quan hệ giữa các biến thể hiện qua hệ số tương quan như sau:

+ QMTT - ĐTTN: hệ số tương quan r là 0,995 tương quan mật thiết.

+ QMTT - ĐTNN: hệ số tương quan r là 0,685 có tương quan với nhau, nhưng không mật thiết như QMTT - ĐTTN.

+ ĐTTN - ĐTNN: hệ số tương quan r là 0,614 có tương quan với nhau.

Như vậy, nhìn chung các biến QMTT, ĐTTN, ĐTNN đều có mối quan hệ tương quan với nhau, trong đó ĐTTN tương quan chặt chẽ với QMTT.

Qua bảng Paired Samples Test ở bước 3, ta thấy với mức ý nghĩa hai phía Sig. (2-tailed) của 02 biến độc lập đều = 0% nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% ta có thể kết luận các biến ĐTTN, ĐTNN có thể dùng để giải thích biến QMTT.

Qua bảng Coefficients(a) ở bước 4, ta có mô hình cần xác định là:

$$QMTT = -3.585,341 + 1,060 * ĐTTN + 0,881 * ĐTNN$$

Đánh giá mức độ phù hợp của mô hình vừa thiết lập.

Để kiểm định mức độ phù hợp của mô hình hồi quy tổng thể, chúng ta lập giả thuyết hệ số R_{Square} của tổng thể bằng 0; nếu sau khi tiến hành bài toán kiểm định

chúng ta có đủ bằng chứng bác bỏ giả thuyết $H_0: R^2_{\text{change}<\text{pop}>} = 0$ thì đây là thành công bước đầu của mô hình hồi quy tuyến tính ($R^2_{\text{change}<\text{pop}>}$ là tổng thể của R_{Square}).

Ta thấy $R_{\text{Square}} = 1$, thể hiện 100% biến thiên của QMTT được giải thích bằng 2 biến độc lập ĐTTN, ĐTNN. Vì thế mô hình xác định hoàn toàn phù hợp.

Ngoài hệ số R_{Square} , bảng Coefficients(a) chỉ ra rằng các biến độc lập dùng để giải thích biến phụ thuộc, nhưng nếu giá trị Sig lớn hơn mức ý nghĩa 5% thì các biến đưa vào mô hình hoàn toàn không có ý nghĩa (Tức là đưa hay không đưa các biến độc lập vào mô hình để giải thích cho biến phụ thuộc là không quan trọng).

Từ bảng Coefficients(a), ta thấy Sig. của ĐTTN và ĐTNN đều bằng 0%. Như vậy, một lần nữa ta khẳng định các biến ĐTTN, ĐTNN đưa vào mô hình đều phù hợp và có ý nghĩa.

KẾT LUẬN

Mô hình:

$$\text{QMTT} = -3.585,341 + 1,060 * \text{ĐTTN} + 0,881 * \text{ĐTNN}$$

Theo mô hình trên, ta thấy:

+ Nếu không có ĐTTN và ĐTNN thì QMTT không những không được mở rộng mà còn bị sụt giảm một lượng là 3.585,341 triệu đồng vào mỗi tháng.

+ Nếu có sự tham gia của ĐTTN và ĐTNN giữ nguyên cố định mỗi tháng không đổi thì ĐTTN tăng lên 1 đơn vị sẽ làm cho QMTT tăng lên 1,060 đơn vị.

+ Ngược lại nếu có sự tham gia của ĐTNN và ĐTTN giữ nguyên cố định mỗi tháng không đổi thì ĐTNN tăng lên 1 đơn vị sẽ làm cho QMTT chỉ tăng lên 0,881 đơn vị.

Như vậy, ta thấy dòng vốn ĐTTN và ĐTNN đều có ý nghĩa trọng đối với sự phát triển QMTT. Nếu như dòng vốn ĐTTN là quyết định thì dòng vốn ĐTNN là quan trọng. Thực tế, thì việc phát triển TTCK của một quốc gia luôn dựa vào nội lực bên trong của mình là chính, đồng thời cũng chú trọng thu hút dòng vốn ĐTNN (bởi dòng vốn ĐTNN có khả năng thúc đẩy sự tăng trưởng QMTT không thua kém nhiều so với dòng vốn ĐTTN).

Nhưng cũng cần chú trọng đến việc thu hút dòng vốn ĐTTN và ĐTNN sao cho đủ bù đắp lượng hao hụt 3.585,341 triệu mỗi tháng. Tức QMTT sẽ phát triển khi thu được lượng vốn ĐTTN và ĐTNN tối thiểu là 3.585,341 triệu đồng.

Thật vậy, khía cạnh đề tài đang nghiên cứu là dòng vốn FPI; trong đó một trong những kênh thu hút FPI quan trọng là TTCK. Vì vậy nếu chúng ta thu hút dòng vốn ĐTNN tối thiểu mỗi tháng là 4.069,63 triệu (3.585,341 : 0,881) thì sẽ góp phần thúc đẩy thị trường một cách to lớn.

2.4. Đánh giá vai trò của dòng vốn FPI đối với sự tăng trưởng GDP của Việt Nam (phụ lục số 02)

Bảng 2.3: Tình hình thu hút vốn ĐTNN tại Việt Nam qua các năm 1998 -2006

Đơn vị: Triệu USD

Năm	GDP	FDI	ODA	FPI
1998	27.300	1.840	1.242	9,40
1999	28.400	1.620	1.350	2,80
2000	31.300	1.920	1.650	2,80
2001	32.700	2.050	1.500	2,80
2002	35.100	2.050	1.500	12,10
2003	39.000	2.450	1.600	35,40
2004	45.500	2.800	1.200	75,29
2005	51.600	3.200	1.500	760
2006	60.900	4.100	4.450	500

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của IMF, WB, Tổng cục thống kê.

Mục tiêu của việc lập mô hình là để kiểm định xem các dòng vốn FDI, ODA, FPI có ảnh hưởng như thế nào đến sự tăng trưởng của GDP.

Với bảng số liệu trên, sử dụng phần mềm SPSS để kiểm định.

Từ đồ thị ở bước 1, ta có nhận xét:

+ Đồ thị GDP - FDI: các điểm phân tán hội tụ như một đường thẳng, ta xem xét mối liên hệ giữa hai biến gần như là tuyến tính.

+ Đồ thị GDP - ODA: các điểm phân tán đều nhau.

+ Đồ thị GDP - FPI: các điểm phân tán hội tụ gần như một đường thẳng, ta xem xét mối liên hệ giữa hai biến gần như là tuyến tính.

Dựa vào bảng Correlations ở bước 2, ta thấy các cặp biến GDP - FDI, GDP - FPI có mối quan hệ tương quan với nhau khá chặt chẽ, thể hiện qua hệ số tương quan r lần lượt là 0.978 và 0.779; còn cặp biến GDP - ODA có quan hệ tương quan không mật thiết lắm, thể hiện qua hệ số tương quan r là 0.044. Ngoài ra, chúng ta cũng cần phải xét thêm mối liên hệ giữa các biến FDI, FPI, ODA với nhau.

+ FDI - ODA: hệ số tương quan r là 0.017.

+ FDI - FPI: hệ số tương quan r là 0.752.

+ ODA - FPI: hệ số tương quan r là 0.137.

Như vậy, ta thấy mối tương quan giữa FDI - FPI là khá cao, còn FDI - ODA, ODA - FPI lại không cao, hầu như không mật thiết.

Với mức ý nghĩa quan sát hai phía Sig.(2-tailed) của 03 biến độc lập đều bằng 0% nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% ta có thể kết luận các biến độc lập trên có thể dùng để giải thích biến phụ thuộc GDP.

Từ bảng Coefficients(a) trong bước 4, ta xác định được mô hình:

$$\text{GDP} = 1.597,398 + 14,559 * \text{FDI} + 0,80 * \text{ODA} + 3,090 * \text{FPI}$$

Đánh giá mức độ phù hợp của mô hình vừa thiết lập.

- Kiểm định độ phù hợp của mô hình hồi quy tổng thể, chúng ta lập giả thiết hệ số R_{Square} của tổng thể bằng 0. nếu sau khi tiến hành bài toán kiểm định chúng ta có đủ bằng chứng bác bỏ giả thuyết $H_0: R^2_{\text{change}<\text{pop}>} = 0$ thì đây là thành công bước đầu của mô hình hồi quy tuyến tính ($R^2_{\text{change}<\text{pop}>}$ là tổng thể của R_{Square}).

- Dựa vào bảng Model Summary (a) chúng ta thấy Adjusted R_{Square} (R^2 điều chỉnh) = 0.932 thể hiện rằng có 93.2% biến thiên của GDP là có thể được giải thích bởi sự phụ thuộc tuyến tính của GDP vào các biến độc lập.

- Do hệ số Adjusted R_{Square} (R^2 điều chỉnh) khá cao và giá trị Sign $F_{\text{change}} = 0,003$ (hay 3%) nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên chúng ta xác định là hoàn toàn phù hợp.

▪ Ngoài hệ số R_{square} , bảng Coefficients(a) chỉ ra rằng các biến độc lập dùng để giải thích biến phụ thuộc; nhưng nếu giá trị Sig. lớn hơn mức ý nghĩa 5% thì các biến đưa vào mô hình hoàn toàn không có ý nghĩa (Tức là đưa hay không đưa các biến độc lập vào mô hình để giải thích cho biến phụ thuộc là không quan trọng).

▪ Nhưng trong bảng Coefficients(a), giá trị Sig. của ODA và FPI lại rất cao, cho thấy rằng hai biến độc lập này không có ý nghĩa trong mô hình, trong khi đó biến độc lập FDI có giá trị Sig. = 0,004 (hay 4%) nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%, ta kết luận biến độc lập FDI có ý nghĩa trong mô hình.

Để làm rõ vấn đề này chúng ta sẽ xem xét ý nghĩa của việc đưa các biến vào trong mô hình.

Từ bảng 1 Model summary (d) trong bước 5 ta thấy:

+ Mô hình 1: Nếu mô hình chỉ có một biến độc lập FDI thì:

$$R_{\text{square}} = 0.956$$

$$R_{\text{change}} = 0.956$$

+ Mô hình 2: Nếu mô hình có hai biến độc lập FDI và ODA thì:

$$R_{\text{square}} = 0.957$$

$$R_{\text{change}} = 0.957 - 0.956 = 0.001$$

+ Mô hình 3: Nếu mô hình có ba biến độc lập FDI, ODA và FPI thì:

$$R_{\text{square}} = 0.961$$

$$R_{\text{change}} = 0.961 - 0.957 = 0.004$$

Như vậy, nếu ta chắc chắn được giá trị thực của R_{square} , R_{change} trong tổng thể ($R^2_{\text{change} < \text{pop} >}$) khác 0 thì các biến độc lập FDI, ODA và FPI đều có ý nghĩa với mô hình. Nghi ngờ này được kiểm định bằng giả thuyết:

$$H_0 : (R^2_{\text{change} < \text{pop} >}) = 0$$

Đại lượng kiểm định FPI được tính theo công thức:

$$F_{\text{change}} = \frac{R^2_{\text{change}} (N-p-1)}{q (1-R^2)}$$

Trong đó:

N : số quan sát

p : tổng số biến độc lập

q : biến được đưa vào phương trình trong bước này

Với giả thuyết cho rằng mức độ thay đổi bằng không, ta có thể tính mức ý nghĩa của giá trị F_{change} từ phân phối F với q và (N-p-1) bậc tự do.

Dựa vào bảng Model summary (d) cho ta kết quả:

+ Sig. F_{change} (mô hình 1) = 0.000

+ Sig. F_{change} (mô hình 2) = 0.783

+ Sig. F_{change} (mô hình 3) = 0.568

Với mức ý nghĩa của giá trị F_{change} (Sig. F_{change}) như trên, ta thấy:

Mô hình 2: ODA hoàn toàn không có ý nghĩa trong mô hình do Sig. = 0,783 (hay 78,3%) lớn hơn nhiều so với mức ý nghĩa 5%. Do đó chấp nhận giả thuyết H_0 : $(R^2_{\text{change}<\text{pop}>}) = 0$ tức là biến độc lập ODA có tồn tại trong mô hình hay không là điều không quan trọng.

Mô hình 3: tương tự như trên, ta thấy 02 biến độc lập ODA và FPI hoàn toàn không có ý nghĩa trong mô hình.

KẾT LUẬN

Giải thích ý nghĩa mô hình:

$$\text{GDP} = 1.597,398 + 14,559 * \text{FDI} + 0,80 * \text{ODA} + 3,090 * \text{FPI}$$

Căn cứ vào mô hình trên ta thấy:

+ Nếu không có 3 dòng vốn FDI, ODA và FPI thì GDP mỗi năm vẫn tăng 1.597.398 triệu USD. Điều này hợp lý vì bên cạnh ba dòng vốn trên, còn có nhiều nhân tố khác có thể thúc đẩy làm gia tăng GDP.

+ Nếu giữ nguyên ODA và FPI mỗi năm không thay đổi, nếu FDI mỗi năm tăng 1 đơn vị tức tăng 1 triệu USD sẽ làm cho GDP tăng 14,559 đơn vị tức tăng

14,559 triệu USD. Qua đó cho thấy dòng vốn FDI có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong việc gia tăng GDP mỗi năm ở nước ta.

Nói về tầm quan trọng của FDI đã có nhiều đề tài nghiên cứu. Trong phạm vi hạn hẹp của đề tài chúng ta không đề cập nhiều đến dòng vốn FDI. Tuy nhiên, qua mô hình một lần nữa khẳng định FDI có vai trò quan trọng nhất trong ba dòng vốn mà mô hình đề cập đến là FDI, ODA, FPI.

+ Nếu giữ nguyên FDI và FPI mỗi năm không đổi, nếu ODA mỗi năm tăng 1 đơn vị tức tăng 1 triệu USD sẽ làm cho GDP tăng 0,80 đơn vị tức tăng 0,80 triệu USD. Trên thực tế dòng vốn ODA chính là dòng viện trợ (nợ nước ngoài).

- Nếu xét một cách cơ học như :

Bước 4 - đánh giá mức độ phù hợp của mô hình.

Bước 5 - xem xét ý nghĩa của việc đưa các biến vào mô hình thì dòng vốn ODA không có ý nghĩa trong mô hình.

Tuy nhiên, do số lượng mẫu của chúng ta thu nhập được không nhiều, hơn nữa bản chất của dòng vốn ODA không có tác động tức thời. Dòng vốn ODA thường được Chính phủ sử dụng để cải tạo hệ thống cơ sở hạ tầng, cải tạo hành chính... mà những vấn đề ấy không thể hoàn thành trong tức thời, có những dự án phải kéo dài nhiều năm, cũng như việc ứng dụng những cải tạo trên chỉ có thể tạo ra trong tương lai. Do đó, trước mắt chúng ta không thấy được ý nghĩa, tầm quan trọng của dòng vốn này. Như vậy, chúng ta không nên gia tăng dòng vốn này một cách quá mức. Bởi tăng ODA tức là tăng nợ cho quốc gia, tăng gánh nặng trả nợ cho các thế hệ mai sau. Thực tế, qua mô hình kiểm định ta thấy: nếu tăng ODA (tăng nợ) lên 1 triệu USD, thì tính hiệu quả của nó không cao, chỉ làm tăng GDP lên có 0.80 triệu USD.

Vậy, việc vay nợ của quốc gia thực sự đạt hiệu quả chưa khi mà chúng ta đi vay nhằm mục đích gia tăng GDP nhưng vay 1 mà gia tăng chỉ được 0.80. Mức gia tăng GDP chưa đủ để trả nợ, hơn thế việc trả nợ còn đi kèm với việc trả lãi.

+ Nếu giữ nguyên FDI, ODA mỗi năm không thay đổi, FPI tăng 1 đơn vị tức tăng 1 triệu USD thì sẽ góp phần làm cho GDP tăng lên 3.090 triệu USD.

- Nếu xét một cách cơ học như :

Bước 4 - đánh giá mức độ phù hợp của mô hình.

Bước 5 - xem xét ý nghĩa của việc đưa các biến vào mô hình thì FPI hoàn toàn không có ý nghĩa trong mô hình. Ta thấy, dòng vốn FPI là dòng vốn đầu tư gián tiếp, việc chảy vào thị trường Việt Nam hay tháo chạy khỏi thị trường diễn ra nhanh chóng. Và FPI là một dòng vốn tương đối mới với Việt Nam, chỉ đóng góp một cách hạn hẹp vào thị trường vốn ở nước ta, mẫu số liệu thu thập được còn ít, nên không thể thấy ý nghĩa của FPI trong mô hình.

Nhưng trên thực tế, dòng vốn FDI không phải vô hạn và nó có sự luân chuyển giữa các nước, giữa các khu vực đầu tư trên thế giới. Vì thế việc chú trọng, định hướng chỉ thu hút 1 dòng vốn FDI là không khả thi, dễ gây ra mất cân đối trong vấn đề tìm kiếm và tạo nguồn vốn cho các DN trong nước. Do đó, FPI là một kênh vốn quan trọng mà chúng ta cần chú tâm đến. Tuy nhiên, để thu hút dòng vốn FPI, Việt Nam cần quan tâm phát triển ở nhiều lĩnh vực khác nhau, đặc biệt cần chú trọng đến lĩnh vực CK. Cụ thể, đối với sàn giao dịch CK, cần quan tâm nhiều hơn nữa đến cổ phiếu trên thị trường OTC. Chính phủ phải tạo điều kiện cho các công ty, đặc biệt là các công ty lớn sớm có cơ hội niêm yết và giao dịch trên sàn giao dịch.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trong thời gian qua nền kinh tế Việt Nam có những bước phát triển vượt bậc, chính trị ổn định. TTCK được thành lập và đi vào hoạt động, bước đầu được sự quan tâm của nhiều giới trong và ngoài nước, tuy nhiên vẫn còn nhiều mặt hạn chế và bất cập: đặc biệt là kết quả thu hút dòng vốn FPI qua TTCK chưa thật sự tương xứng với tiềm năng và sự mong đợi của Chính phủ. Theo giới chuyên môn, có nhiều nguyên nhân cản trở dòng vốn FPI vào Việt Nam trong thời gian qua, trong đó nguyên nhân chính và quan trọng nhất là việc giới hạn tỷ lệ tham của bên nước ngoài vào CtyNY. Tỷ lệ khống chế ở mức thấp đang khiến cho dòng vốn FPI vào Việt Nam hầu như không chuyển động và quá ít so với dòng vốn FDI.

Qua phân tích chúng ta đều thấy vai trò to lớn của dòng vốn FDI đối với sự phát triển kinh tế của một quốc gia. Nhưng trên thực tế, dòng vốn FDI không phải vô hạn và nó có sự luân chuyển giữa các quốc gia, các khu vực đầu tư trên thế giới. Vì thế, nếu chúng ta chỉ quan tâm thu hút dòng vốn FDI là không khả thi và dễ gây ra mất cân đối trong vấn đề tìm kiếm và tạo nguồn vốn cho các DN trong nước. Do đó, bên cạnh dòng vốn FDI thì dòng vốn FPI cũng là một kênh quan trọng mà chúng ta cần chú tâm đến. Tuy nhiên, để thu hút dòng vốn FPI, Chính phủ Việt Nam cần phải quan tâm đến nhiều khâu trong đó có TTCK.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP THU HÚT DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI THÔNG QUA TTCK VIỆT NAM

3.1. Xu hướng dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài chảy vào Việt Nam khi Việt Nam gia nhập tổ chức thương mại thế giới

3.1.1. Triển vọng bùng nổ đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam

Cùng với sự khởi sắc của TTCK, năm 2006 đánh dấu một năm sôi động trong hoạt động đầu tư gián tiếp tại Việt Nam. Hàng loạt các quỹ đầu tư thành lập mới hoặc tiếp tục tăng vốn; nhiều định chế tài chính quốc tế lớn đã xuất hiện và rục rịch chuyển tiền vào Việt Nam để đầu tư. Với tốc độ tăng trưởng nhanh chóng của các quỹ ĐTNN trong thời gian qua cùng với việc Việt Nam trở thành thành viên chính thức thứ 150 của WTO, giới chuyên môn dự báo trong những năm tiếp theo dòng vốn FPI ồ ạt chảy vào Việt Nam qua nhiều kênh khác nhau, đặc biệt thông qua TTCK.

Dự báo trên là có cơ sở khi tính đến tháng 6-2007 có khoảng 74 quỹ ĐTNN đang rót tiền vào Việt Nam (tăng 55 quỹ đầu tư so với tháng 6-2006), trong đó có 22 quỹ được thành lập mới từ đầu năm đến nay và nhiều quỹ hiện hữu công khai kế hoạch tăng vốn.

Về phía nhà đầu tư cá nhân, các nhà đầu tư Nhật Bản và Trung Quốc là hai đối tượng quan tâm nhiều nhất đến TTCK Việt Nam. Ông Trần Đắc Sinh, giám đốc TTGDCK TP.HCM cho biết, vài tháng trở lại đây, tuần nào ông cũng tiếp vài ba đoàn khách Nhật Bản và Trung Quốc vào tìm hiểu tình hình đầu tư CK.

Đặc biệt sau khi Merrill Lynch tung ra báo cáo về sự tăng trưởng khả quan của nền kinh tế Việt Nam. Bốn NHTM quốc doanh đang hoàn tất thủ tục và dự kiến bán cổ phần vào cuối năm 2007, trong đó Vietcombank có kế hoạch niêm yết trên TTCK nước ngoài. Trong khi đó, các quỹ ĐTNN đang có mặt tại Việt Nam và một số quỹ nội địa công bố kế hoạch tăng vốn; TTCK và thị trường cổ phiếu chưa niêm

yết (OTC) biến động mạnh. Những dấu hiệu “bùng nổ” đầu tư tài chính năm 2006 và những năm tiếp theo đang bắt đầu.

Với tốc độ tăng trưởng như hiện nay, Việt Nam huy động nguồn vốn FPI vài trăm triệu USD, thậm chí hàng tỷ USD một năm là không khó. Vấn đề quan trọng nhất là thị trường vốn phải thực sự phát triển, bởi vì những nhà ĐTNN ngồi ở New York, London, Tokyo... để nhìn thế giới và nơi nào thị trường hấp dẫn họ sẽ bỏ vốn vào đầu tư. Những nhà ĐTNN quyết định đầu tư vốn vào khu vực này nhiều hay ít còn phụ thuộc rất nhiều vào quy mô của thị trường vốn, trong khi đó thị trường vốn Việt Nam hiện nay còn quá nhỏ bé chưa tương xứng với tiềm năng của nó. Các nhà đầu tư lớn vẫn còn dè dặt thăm dò chứ chưa thực sự đầu tư mạnh vào Việt Nam. Mặt dù TTCK Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường phát triển nhanh nhất thế giới về vốn hóa thị trường bên cạnh những lợi thế như rừng nhiệt đới, biển rộng, lâm khoáng sản ... đặc biệt nguồn nhân lực trong độ tuổi lao động dồi dào với giá nhân công rẻ. Và đây chính là nghịch lý trong việc thu hút dòng vốn FPI vào Việt Nam .

3.1.2. Thời cơ và thách thức khi Việt Nam hội nhập tài chính quốc tế

3.1.2.1. Thời cơ

Việt Nam chủ động tham gia hội nhập tài chính quốc tế là một xu thế tất yếu của thời đại. Hội nhập mang lại cho chúng ta những thời cơ mới như:

- Khi hội nhập tài chính, Việt Nam có khả năng thúc đẩy sự tăng trưởng do gia tăng mức độ đầu tư và nâng cao tỷ suất sinh lợi của đầu tư nhờ được tiếp cận kinh nghiệm quản lý hiện đại, các thành tựu khoa học trên thế giới và đặc biệt tiếp cận được tác động của thị trường hiệu quả - thị trường mà các thông tin được phản hồi đầy đủ và kịp thời vào trong giá đối với nhà đầu tư. Nó cũng cho phép những thể nhân, pháp nhân kinh tế của nước ta tự bảo hiểm chống lại sự phát triển không cân đối trong nền kinh tế bằng cách đa dạng hoá đầu tư và khai thác thị trường toàn cầu để làm dịu đi sự suy giảm tạm thời trong thu nhập.

- Hội nhập tài chính giúp cho Việt Nam phát triển chiều sâu tài chính. Như vậy, thực chất chiều sâu tài chính là quá trình phát triển trung gian tài chính, nó chẳng những bao gồm cả quá trình tự do hoá tài chính khu vực ngân hàng mà còn cao hơn thế nữa, liên quan đến việc phát triển một thị trường cổ phiếu và trái phiếu

năng động. Tuy nhiên, bởi vì việc phát triển một TTCK thứ cấp diễn ra khá muộn màng ở các nước đang phát triển cho nên những chứng cứ thực về thước đo trình độ chiều sâu tài chính tập trung chủ yếu vào lĩnh vực ngân hàng. Theo đánh giá thì mức độ chiều sâu tài chính của Việt Nam hiện nay khá cao nhưng liệu có ổn định hay không vẫn còn là một dấu hỏi. ĐTNN là một tác nhân kích thích sự phát triển thị trường vốn ở các nước đang phát triển thông qua việc tăng chiều sâu và tính thanh khoản của thị trường vốn. Ngoài ra, chênh lệch trong chi phí sử dụng vốn ở các nước đang phát triển thường cao hơn rất nhiều so với các nước công nghiệp, cũng cho chúng ta thấy rằng những lợi ích gián tiếp này cùng với hội nhập tài chính có thể làm giảm đáng kể chi phí sử dụng vốn cho các DN và giảm rủi ro cho nhà đầu tư.

- Một thời cơ nữa mà hội nhập tài chính có thể mang lại cho Việt Nam, đó là sự thúc đẩy và bắt buộc phải cải cách chính sách vĩ mô, nâng cao hiệu lực của các chính sách này và kỷ luật của thị trường. Thật vậy, hội nhập tài chính làm gia tăng cái giá phải trả từ các lỗi lầm trong các hoạch định chính sách, làm tăng thêm những ràng buộc và hạn chế đối với việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển. Tuy nhiên đây là điều tất yếu phải xảy ra trong quá trình hội nhập. Trong khi đó tính kỷ luật thị trường đến lượt nó lại tác động trở lại hội nhập và làm cho các chính sách kinh tế vĩ mô ổn định hơn và đáng tin cậy hơn đối với nhà ĐTNN, mà những tác động này lại có hiệu quả dài hạn đối với việc phát triển kinh tế của một quốc gia.

Cơ hội từ hội nhập tài chính mở ra cho tất cả các quốc gia, tuy nhiên, để có thể nắm bắt một cách triệt để thì đòi hỏi mỗi quốc gia phải có những kế sách riêng để đối phó với những thách thức do hội nhập mang lại.

3.1.2.2. Những thách thức

- Đầu tiên là quốc gia sẽ phải đối phó với những dòng vốn chảy vào ồ ạt. Đây là hiện tượng phổ biến ở các nước đang phát triển khi mới tiến hành hội nhập. Việt Nam cũng không ngoại lệ. Thách thức tiếp theo là sự đảo ngược dòng vốn. Sự đảo ngược của dòng vốn tư nhân nước ngoài là mối đe dọa lớn nhất đối với các nước trong quá trình hội nhập. Đặc điểm chung của sự đảo ngược dòng vốn ở hầu hết các nước đều do thị trường thiếu niềm tin vào chính sách kinh tế vĩ mô trong nước. Đây

là bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong việc hạn chế sự đảo ngược dòng vốn nói chung, đặc biệt là dòng vốn FPI nói riêng.

- Ngoài tính dễ bị tổn thương bởi sự đảo ngược dòng vốn, các nhà đầu tư cũng lo ngại tính biến động gia tăng cùng với dòng vốn tư nhân, đặc biệt là dòng vốn FPI. Hội nhập có thể làm tăng sự bất ổn theo hai cách: thứ nhất, nó có thể mở toang nền kinh tế của các thị trường đang nổi, tiếp cận trực diện với những nguồn gốc mới của những cú sốc trong kinh tế quốc tế; thứ hai, khuếch đại những cú sốc trong nước. Mối lo ngại này trở nên quan trọng hơn bao giờ hết vì mức độ tự chủ của quốc gia trong việc hoạch định chính sách suy giảm dần cùng với mức độ tăng trưởng trong hội nhập tài chính.

- Những nguồn gốc quốc tế chủ yếu của sự biến động là do những thay đổi trong tỷ suất sinh lợi mong đợi (lãi suất quốc tế và tỷ suất sinh lợi trên TTCK). Những thay đổi trong lãi suất quốc tế sẽ làm dịch chuyển dòng vốn bằng cách thay đổi những nền tảng cơ bản của nền kinh tế. Trong khi đó, xu hướng bầy đàn và nhiễm bệnh thậm chí còn có sức công phá mạnh hơn nữa, nó có thể làm chuyển dịch cơ cấu đầu tư trong một quốc gia ngay cả khi những nền tảng cơ bản của nước đó vẫn không thay đổi. Mặc dù sự thay đổi trong lãi suất quốc tế vẫn còn ảnh hưởng mạnh đến dòng vốn FPI, những mức độ ảnh hưởng này sẽ giảm đi nếu các yếu tố đặc thù của từng quốc gia trở nên quan trọng hơn.

3.2. Giải pháp thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua TTCK Việt Nam

Thông qua việc phân tích 2 mô hình ở chương 2:

Mô hình 1: vai trò nhà ĐTNN đối với sự phát triển của TTCK Việt Nam.

Mô hình 2: vai trò của dòng vốn FPI đối với sự tăng trưởng GDP của Việt Nam.

Ta thấy, ở mô hình 1 thì vai trò của nhà ĐTNN đã được khẳng định bằng việc đầu tư gián tiếp thông qua CK, góp phần thúc đẩy sự phát triển TTCK, mà sự phát triển của TTCK sẽ góp phần không nhỏ vào việc tăng trưởng GDP của quốc gia. Còn ở mô hình 2 do số liệu thu nhập còn ít nên ta chưa thấy được vai trò của dòng vốn FPI đối với sự tăng trưởng GDP của quốc gia. Nhưng trên thực tế thì dòng vốn

FPI lại là nguồn vốn quan trọng mà hiện nay Việt Nam chưa thực sự quan tâm. Như vậy dòng vốn FPI là một trong những nguồn vốn quan trọng mà Việt Nam cần thu hút để góp phần tăng trưởng GDP. Tuy nhiên, việc thu hút dòng vốn FPI như thế nào, đường lối, chính sách ra sao, đòi hỏi chúng ta phải có một cái nhìn rõ nét về tính hai mặt của dòng vốn FPI.

- Trước tiên, FPI góp phần làm tăng nguồn vốn trên thị trường vốn nội địa và làm giảm chi phí vốn thông qua việc đa dạng hóa rủi ro;
- Thứ hai, FPI thúc đẩy sự phát triển của hệ thống tài chính.

Bên cạnh những mặt tích cực nêu trên, nếu một sự gia tăng quá mức của dòng vốn FPI sẽ khiến cho nền kinh tế dễ rơi vào tình trạng phát triển quá nóng (kinh tế bong bóng).

Thu hút dòng vốn FPI trên thị trường vốn quốc tế sẽ ít có những tác động bất ổn đối với thị trường tài chính nội địa. Nếu giá CK biến động trên thị trường vốn quốc tế thì việc phát hành mới sẽ khó có thể thực hiện được.

FPI làm giảm tính độc lập của chính sách tiền tệ và tỷ giá: Sự di chuyển quá mức của dòng vốn FPI sẽ khiến cho hệ thống tài chính trong nước dễ bị tổn thương và rơi vào khủng hoảng một khi gặp phải cú sốc từ bên trong cũng như bên ngoài nền kinh tế.

Hơn nữa, qua kinh nghiệm thu hút dòng vốn FPI ở Thái Lan và Trung Quốc, chúng ta thấy rằng dòng vốn FPI góp phần quan trọng vào việc phát triển kinh tế. Thông qua các kênh khác nhau, đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể bổ sung thêm nguồn vốn cho nền kinh tế cũng như thúc đẩy việc củng cố và cải thiện hoạt động của các thị trường vốn nội địa. Điều này sẽ khiến cho vốn và các nguồn lực trong nền kinh tế được phân bổ tốt hơn; tạo cơ hội đa dạng hoá danh mục đầu tư, cải thiện khả năng quản lý rủi ro, thúc đẩy sự gia tăng tiết kiệm quốc gia với kết quả là nền kinh tế trở nên vững mạnh hơn và tăng trưởng kinh tế sẽ được thúc đẩy. Tuy nhiên chúng ta không chỉ quan tâm đến mặt tích cực của dòng vốn này, mà còn phải chú trọng đến tính bất ổn, rủi ro tiềm tàng của nó. *Do đó, việc thu hút dòng vốn FPI không chỉ đặt nặng vấn đề thu hút mà còn phải đề cao cảnh giác tình trạng đảo ngược dòng vốn (tức là phải kiểm soát dòng vốn vào vừa đảm bảo cung ứng đủ vốn vừa không gây biến động lớn cho nền kinh tế).*

Mặc dù dòng vốn FPI vào Việt Nam hiện tại còn chưa đáng kể nhưng những nhu cầu về vốn trong quá trình công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước cùng với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế đang diễn ra mạnh mẽ (như việc thực hiện Hiệp định Việt - Mỹ; thực hiện hoàn toàn AFTA; việc gia nhập Tổ chức WTO...) sẽ khiến cho dòng vốn nước ngoài nói chung và dòng vốn FPI nói riêng vào Việt Nam gia tăng trong tương lai. Sự di chuyển mạnh mẽ của dòng vốn này sẽ đặt ra vấn đề cần đảm bảo sự ổn định cho hoạt động của hệ thống tài chính, đặc biệt là hệ thống ngân hàng, thông qua các chính sách tiền tệ và tỷ giá, trong đó đáng chú ý là chính sách lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái phù hợp. Hơn nữa sự di chuyển này sẽ còn khuếch đại những yếu kém vốn có của hệ thống tài chính, đặc biệt là hệ thống ngân hàng và khiến cho hệ thống này dễ rơi vào tình trạng dễ bị tổn thương khi gặp phải những cú sốc kinh tế.

Để có thể hấp thụ được mức cao nhất những lợi ích của dòng vốn FPI và giảm thiểu những tác động tiêu cực của chúng cũng như để đảm bảo cho hệ thống tài chính trong nước hoạt động an toàn, vững mạnh và hiệu quả, Việt Nam cần thực hiện những biện pháp sau:

3.2.1. Phát triển TTCK Việt Nam

3.2.1.1. Hoàn thiện hơn nữa khung pháp lý nhằm khuyến khích tổ chức và cá nhân tham gia vào TTCK Việt Nam

TTCK Việt Nam đi vào hoạt động được 7 năm, Luật CK đã được ban hành và áp dụng. Tuy nhiên, Luật CK ra đời chưa lâu còn trong giai đoạn hoàn thiện nên việc xuất hiện nhiều bất cập trong thực tiễn là khó tránh khỏi. Bên cạnh Luật CK, nhiều văn bản liên quan đến CK và TTCK cũng được ban hành song vẫn chưa thể hiện rõ vai trò của mình trong việc bảo vệ nhà đầu tư và thúc đẩy thị trường phát triển. Hầu như các quy định, nghị định được ban hành chỉ mang tính nhất thời khi thị trường có những biến cố xảy ra chứ không mang tính dài hạn. Mặt dù, được sự quan tâm chỉ đạo của Chính phủ, tham khảo Luật CK của các nước có TTCK phát triển mạnh cũng như sự góp ý của các nhà đầu tư song tốc độ hoàn thiện Luật CK diễn ra chậm so với nhu cầu phát triển của thị trường. Chính vì vậy, chúng ta cần phải thúc đẩy hơn nữa việc hoàn thiện Luật CK, điều chỉnh hoạt động của TTCK theo hướng bao quát, toàn diện và phù hợp với thực tiễn thị trường. Một khi Luật CK được hoàn

thiện sẽ giúp cho TTCK phát triển mạnh và ổn định, phù hợp với nguyện vọng của các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

3.2.1.2. Tăng cung CK cho thị trường về số lượng, chất lượng và chủng loại

Cải tiến phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ: tăng cường phát hành theo phương thức đấu thầu và bảo đảm phát hành trái phiếu, đa dạng hoá các kỳ hạn trái phiếu Chính phủ để tạo ra đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường vốn, phát hành trái phiếu theo lịch biểu nhằm cung cấp trái phiếu cho thị trường. Bởi vì, các nhà ĐTTN và ĐTNN đều lấy trái phiếu Chính phủ làm thước đo độ an toàn cho hoạt động đầu tư của mình. Vì vậy, một khi có sự tham gia của trái phiếu Chính phủ sẽ tạo ra tính hấp dẫn cho thị trường. Tuy nhiên, Chính phủ cũng cần có những điều chỉnh thích hợp trong việc phát hành trái phiếu của mình. Chính phủ một mặt tạo ra hàng hoá cho thị trường, mặt khác Chính phủ đảm bảo cho thị trường ổn định thông qua việc sử dụng hợp lý nguồn vốn thu được từ thị trường.

Thúc đẩy hơn nữa việc cổ phần hoá các DN nhằm tạo ra lượng hàng hoá cho thị trường: hiện nay, quy mô giao dịch của hai TTGDCK TP.HCM và Hà Nội không đáp ứng nổi nhu cầu đầu tư của thị trường. Các nhà đầu tư chuyển hướng sang thị trường OTC hoặc các DN cổ phần hoá. Thực tế, sau 7 năm hoạt động thị trường đã có 193 cổ phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch (bao gồm TTGDCK TP.HCM và Hà Nội), một con số quá nhỏ cho một thị trường tiềm năng như nước ta. Điều đáng nói ở đây là số lượng cổ phiếu niêm yết chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng số cổ phiếu của một công ty cổ phần niêm yết trên sàn giao dịch. Muốn DN mạnh mà lên sàn, chúng ta phải dẹp bỏ tư tưởng: một khi lên sàn thì “vạch áo cho người xem lưng” kèm theo áp lực cổ tức phải trả khi huy động quá cao (cao hơn lãi suất ngân hàng).

Mở rộng việc chuyển các DN có vốn ĐTNN thành các công ty cổ phần, thực tế cho thấy các DN có vốn nước ngoài hoạt động hiệu quả đều muốn huy động vốn thông qua TTCK. Các DN trong nước cũng như nước ngoài đều có mong muốn tìm được một nguồn vốn ngay tại nước sở tại. Chính vì điều đó, chúng ta cần đưa ra những chính sách cũng như biện pháp thích hợp thúc đẩy, tạo điều kiện để những DN có vốn nước ngoài được niêm yết.

3.2.1.3. Nâng cao chất lượng hoạt động của các Sở giao dịch và Trung tâm lưu ký CK

Việc TTGDCK Hà Nội chính thức đi vào hoạt động đã chứng tỏ Việt Nam đã đủ điều kiện thiết lập cho mình sàn giao dịch, trên cơ sở ứng dụng khoa học kỹ thuật tiên tiến, hiện đại. Chúng ta cần tăng cường việc kết nối mạng diện rộng giữa hệ thống giao dịch của TTGDCK với các CtyCK thành viên, kèm theo xây dựng hệ thống công bố thông tin có thể truyền phát rộng và truy cập dễ dàng cho các đối tượng tham gia TTCK. Tự động hoá hệ thống lưu ký và thanh toán bù trừ CK, thực hiện dịch vụ lưu ký cho các CK chưa niêm yết, giảm thời gian thanh toán, giao dịch CK nhằm nâng cao tính thanh khoản cho các thị trường. Đối với thị trường OTC, UBCKNN cần lập lại trật tự nhằm bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ đồng thời còn tạo lập một thị trường minh bạch, phát huy kênh huy động vốn hiệu quả cho DN. Ngoài ra cần rút ngắn thời gian hiệu lực lệnh trên thị trường OTC từ 3 ngày xuống còn 1 ngày như thị trường niêm yết nhằm giúp cho việc xử lý lệnh giao dịch thuận tiện hơn vì nhà đầu tư chỉ được mở 1 tài khoản duy nhất và tại đó lưu ký cả CK niêm yết và chưa niêm yết.

Áp dụng biện pháp cưỡng chế thực thi quy định về quản trị công ty theo thông lệ quốc tế đối với các CtyNY, CtyCK, CtyQLQ và chế độ công bố thông tin theo luật định. Tăng cường số lượng và chất lượng nhân viên thực hiện nghiệp vụ kinh doanh CK, nhất là phải có quy tắc đạo đức nghề nghiệp. Nâng cao chất lượng kiểm toán, báo cáo tài chính của các tổ chức phát hành, niêm yết, kinh doanh CK.

3.2.1.4. Nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với TTCK

Công văn số 20/TB-VPCP của Văn phòng Chính phủ mới đây dẫn đến ý kiến chỉ đạo của Thủ tướng cũng nêu rõ: “Sự phát triển của TTCK hiện đang đặt ra một số vấn đề phải quan tâm xử lý như: giá một số cổ phiếu liên tục ở mức cao; chất lượng dịch vụ của các tổ chức tài chính trung gian, hoạt động tư vấn, giám sát, định giá cổ phần để niêm yết, chất lượng và quản lý thông tin còn hạn chế; các quy định về quản lý, kiểm soát thị trường đảm bảo phát triển bền vững còn thiếu và chưa đồng bộ. Vì vậy việc phối hợp quản lý là “Để tiếp tục tạo điều kiện cho TTCK phát triển ổn định, bền vững, thực sự trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế; đồng thời, bảo đảm lợi ích hợp pháp cho nhà đầu tư, góp phần hoàn thiện và phát triển đồng bộ thị trường tài chính Việt Nam”.

Như vậy, để nâng cao năng lực quản lý nhà nước đối với TTCK, cần có sự phối hợp nhịp nhàng giữa các cơ quan quản lý nhà nước: (i) Đối với các TCTD: Để bảo đảm hoạt động ngân hàng tiếp tục tăng trưởng ổn định, an toàn, hiệu quả, các TCTD cần quan tâm: Tiếp tục đa dạng và phát triển các hoạt động dịch vụ ngân hàng, bảo đảm tăng nguồn thu từ dịch vụ phi tín dụng. Đồng thời tăng trưởng tín dụng hiệu quả thông qua đa dạng hóa dịch vụ tín dụng, nhằm phân tán rủi ro tín dụng. Nắm bắt và theo dõi thường xuyên, sát sao diễn biến thị trường, đánh giá đúng hiệu quả phương án, dự án cho vay bảo đảm hạn chế rủi ro do biến động của thị trường. Trong lĩnh vực cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán, cho vay có bảo đảm bằng cầm cố chứng khoán, các TCTD cần thực hiện nghiêm túc quy trình nghiệp vụ cho vay, trích lập dự phòng rủi ro, bảo đảm các tỉ lệ an toàn trong hoạt động ngân hàng, giới hạn cho vay lĩnh vực này chiếm tỉ lệ thấp so với số vốn điều lệ; (ii) Đối với NHNN: Điều hành chính sách tiền tệ thận trọng, linh hoạt bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô; chỉ đạo các TCTD thực hiện các biện pháp kiểm soát khối lượng tín dụng, bảo đảm an toàn tín dụng; tăng cường thanh tra hoạt động tín dụng; thiết lập kênh thông tin theo dõi, thống kê thường xuyên tình hình đầu tư nước ngoài vào TTCK và tình hình cấp tín dụng của các TCTD cho kinh doanh, đầu tư CK; (iii) Đối với Chính phủ: *Thứ nhất*, tiếp tục đồng bộ hệ thống luật pháp, điều tiết trên TTCK. Hệ thống kiểm soát ngoại hối liên quan đến tự do hóa tài khoản vốn cũng là mối quan tâm lớn của các nhà ĐTNN. Các chính sách tự do hóa tài khoản vốn tại Việt Nam phải rất thận trọng; *Thứ hai*, cần tiếp tục các chính sách mở rộng thị trường tài chính về cả quy mô và chất lượng, theo một lộ trình thích hợp, phù hợp với các chính sách mở cửa thị trường. Cần xem xét các nội dung hoạt động chính như sau: Hỗ trợ cung thị trường; nâng cao chất lượng các sản phẩm thị trường, xây dựng năng lực các trung gian thị trường, đồng bộ việc tổ chức, cơ cấu và giám sát thị trường của các cơ quan quản lý Nhà nước trong lĩnh vực tài chính và ngân hàng, cải thiện cơ sở hạ tầng thị trường vốn, hệ thống giao dịch và hệ thống cung cấp thông tin; *Thứ ba*, áp dụng thông lệ quốc tế về quản trị công ty và tiếp tục cải cách hệ thống hành chính và quản lý kinh tế Nhà nước; *Thứ tư*, ban hành các chính sách khuyến khích hoạt động dài hạn của các nhà đầu tư thể chế nước ngoài; (iv) Đối với UBCKNN: phát triển kỹ năng giám sát thích hợp để phát hiện các giao dịch bất

thường. Áp dụng các biện pháp chế tài dân sự đối với các hành vi vi phạm pháp luật về CK và TTCK.

3.2.1.5. Sở giao dịch CK nên đăng ký một mã số BIC (Bank Identifier Code)

Để các định chế tài chính trên toàn cầu biết đến mình, cũng như biết đến TTCK Việt Nam. Theo HSBC, tất cả các ngân hàng lưu ký CK toàn cầu hoạt động kinh doanh CK thông qua một hệ thống thông tin liên lạc bằng điện SWIFT mang tính an ninh rất cao. Hệ thống thông tin này rất phổ biến trong giới ngân hàng, mà hiện nay, các NHTM Việt Nam cũng đang là thành viên sử dụng. Gần đây, yêu cầu của ngân hàng trong việc sử dụng mạng SWIFT để giao dịch và thanh toán, bắt buộc các khách hàng phải sử dụng mạng SWIFT. Trong đó, các ngân hàng lưu ký toàn cầu phải cung cấp mã số BIC của trung tâm lưu ký bù trừ của các nước để bức điện thanh toán được chạy tự động hoá đến các ngân hàng lưu ký từ tài khoản của khách hàng ở nước ngoài, nhằm xác định tính an toàn của giao dịch. Việc sở hữu một mã số BIC sẽ không tốn một khoản chi phí nào, nhưng lại giúp tất cả các thị trường trên thế giới biết đến TTCK Việt Nam.

3.2.1.6. Khuyến khích phát triển các quỹ đầu tư trong nước

Để khuyến khích các nhà đầu tư trong nước đến với TTCK, SGDCK đã thiết lập một loạt các định chế tài chính mới trong đó có các quỹ đầu tư CK. Các quỹ đầu tư này có vai trò tập hợp các nguồn vốn nhàn rỗi từ các nhà đầu tư riêng lẻ, thiếu kinh nghiệm nhằm thiết lập những danh mục đầu tư thông qua TTCK. Thông thường khi được hình thành các quỹ đầu tư này sẽ đầu tư dài hạn với mục tiêu nhằm vào cả thu nhập cổ tức và kinh doanh chênh lệch giá CK. Khuyến khích các định chế tài chính trung gian như: các NHTM, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm thành lập quỹ đầu tư cho riêng mình,... Hiện tại, các quỹ tiền tệ tập thể như: các quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm xã hội và các công ty xổ số kiến thiết tại Việt Nam đang sở hữu một lượng vốn nhàn rỗi rất lớn. Vì vậy, việc khuyến khích các tổ chức đầu tư tập thể này tham gia vào TTCK sẽ tạo ra lượng cầu rất lớn cho thị trường. Sự góp mặt của các quỹ đầu tư tập thể không những thể hiện tính chuyên nghiệp trong hoạt động đầu tư CK mà còn hạn chế rủi ro cho các nhà đầu tư cá thể thiếu kinh nghiệm. Ngoài ra, nó còn giúp cho việc huy động vốn nhàn rỗi đạt hiệu quả cao, mang lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế.

3.2.1.7. Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm

Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm nhằm đánh giá tổng hợp mức độ rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính ở hiện tại và tương lai các chủ thể phát hành CK. Đối với các nhà đầu tư, định mức tín nhiệm cung cấp cho họ một bức tranh tổng thể về thể trạng của các công ty mà họ định đầu tư để họ xem xét trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Một CK nào đó được định mức tín nhiệm ở mức cao thì rủi ro càng ít (tỷ suất sinh lợi thấp). Ngược lại, một CK nào đó được định mức tín nhiệm ở mức thấp thì rủi ro càng cao (tỷ suất sinh lợi lớn), loại CK này chỉ phù hợp với các nhà đầu cơ hoặc các quỹ đầu tư kinh doanh mạo hiểm sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao để kỳ vọng một tỷ suất sinh lợi lớn. Chính bảng định mức tín nhiệm sẽ giúp các nhà đầu tư yên tâm khi tiếp cận TTCK. Đối với doanh nghiệp, định mức tín nhiệm cho biết vị thế của mình trên thị trường để từ đó có những điều chỉnh phù hợp với xu hướng phát triển của thị trường. Ngoài ra, định mức tín nhiệm còn giúp Chính phủ kiểm soát thị trường hiệu quả hơn. Chính điều đó, cần sớm thành lập và đưa tổ chức này đi vào hoạt động.

3.2.2. Khuyến khích các nhà đầu tư quốc tế tham gia vào TTCK Việt Nam

3.2.2.1. Tăng cường thu hút nhiều quỹ ĐTNN tham gia vào TTCK Việt Nam

Quỹ ĐTNN có vai trò rất lớn trong việc thu hút dòng vốn FPI. Hiện nay, ở nước ta có nhiều quỹ ĐTNN đang hoạt động như những vệ tinh để nghiên cứu thị trường Việt Nam. Chính điều đó, cần tạo điều kiện nhiều hơn nữa để khuyến khích các nhà ĐTNN tham gia vào TTCK Việt Nam.

- Chính phủ cần có những chính sách ưu đãi đối với hoạt động của các quỹ ĐTNN.

- DN cần chủ động trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ từ các quỹ ĐTNN thông qua các đối tác kinh doanh. Cần mạnh dạn chia sẻ ý tưởng kinh doanh, đừng sợ chia sẻ quyền lực kiểm soát với người nước ngoài. Chính sự tham gia của các quỹ đầu tư này sẽ giúp doanh nghiệp học hỏi những phương thức quản lý tiến bộ, áp dụng những công nghệ tiên tiến của người nước ngoài, ...

3.2.2.2. Tăng cường hợp tác Quốc tế

Bài học kinh nghiệm từ Thái Lan, Trung Quốc... đòi hỏi chúng ta không ngừng hợp tác với các nước trong khu vực và thế giới. Hợp tác Quốc tế sẽ giúp chúng ta trên các mặt tư vấn, xây dựng chính sách phát triển và quản lý thị trường, xây dựng khuôn khổ pháp luật cho TTCK, đào tạo nhân viên...

3.2.2.3. Đảm bảo môi trường kinh tế vĩ mô ổn định cho việc thu hút dòng vốn FPI

Để thực hiện điều đó, những chính sách điều tiết vĩ mô của NHNN cần được sử dụng linh hoạt hơn, đặc biệt là chính sách tỷ giá hối đoái với việc chuyển sang một chế độ tỷ giá hối đoái linh hoạt bằng các biện pháp như: nới lỏng biên độ của tỷ giá và tiến tới việc xoá bỏ chúng; cải cách hoạt động của thị trường ngoại tệ liên ngân hàng theo hướng giảm độc quyền và mở rộng việc thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh và bảo hiểm tỷ giá, đặc biệt là nghiệp vụ hoán đổi tiền tệ (swap), tương lai (future) và quyền chọn (options); điều hành một cách linh hoạt dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ theo những thay đổi của tình hình tài chính - tiền tệ trong nước cũng như ngoài nước; nâng cao và đa dạng hoá dự trữ ngoại tệ chính thức; tăng cường hợp tác tiền tệ với các tổ chức tiền tệ quốc tế (IMF, WB...) và với các nước trong khu vực như trao đổi thông tin, ký các hiệp định về hoán đổi tiền tệ (currency swap...) nhằm ổn định thị trường và đề phòng những cú sốc kinh tế.

3.2.2.4. Mở room 100% cho CtyNY không thuộc ngành nghề đầu tư có điều kiện

Nếu Quyết định 238/2005/QĐ-TTg được sửa đổi theo hướng mở rộng room đến 100% cho CtyNY không thuộc ngành nghề đầu tư có điều kiện thì trước hết Luật Đầu tư sớm được hoàn thiện. Bên cạnh đó, còn góp phần tăng quy mô và tính ổn định cho TTCK, bởi TTCK đang có xu hướng phát triển chậm lại. Đồng thời, việc mở rộng room cho nhà ĐTNN cũng sẽ thúc đẩy hơn nữa tiến trình cổ phần hoá DNNN. Việc mở room từ 49% lên 100% sẽ mở rộng tối đa quyền của DN trong việc hợp tác với các đối tác nước ngoài, nhất là với nhà đầu tư chiến lược. Việc huy động vốn của DN sẽ trở nên dễ dàng hơn trước do được gia tăng tỷ lệ góp vốn của các nhà đầu tư tổ chức cả trong và ngoài nước. Cơ cấu cổ đông sẽ được thay đổi cơ bản, cụ thể, tỷ lệ nhà đầu tư tổ chức sẽ tăng lên, tỷ lệ nhà đầu tư cá thể sẽ giảm tương ứng. Điều này sẽ xảy ra tại các DN lớn, kinh doanh hiệu quả. Việc cho phép nhà ĐTNN mua cổ phần không hạn chế sẽ dẫn tới trào lưu mua bán, sáp nhập, hợp nhất DN và đây là con đường để hình thành những tập đoàn kinh tế tư nhân hùng mạnh.

Việc điều chỉnh này sẽ được tiếp thêm sức mạnh của nhà ĐTNN. Tính thanh khoản của thị trường vốn được nâng lên, làm giảm thiểu rủi ro trong đầu tư CK và như vậy, sẽ mang lại nhiều lợi ích cho nhà đầu tư. Một khi tính thanh khoản của cổ phiếu được nâng lên thì DN sẽ dễ dàng áp dụng các hình thức trả lương phi vật chất, như phát hành cổ phần ưu đãi, phát hành quyền cho người lao động... và sẽ đẩy mạnh tiến trình tích tụ vốn.

Đồng thời việc mở room đến 100% là một trong những nội dung của Luật DN, Luật Đầu tư và phù hợp với những cam kết của Việt Nam trong đàm phán gia nhập WTO. Với mong muốn TTCK phát triển ổn định và liên tục, đồng thời tạo khả năng thu hút được hàng nghìn tỷ đồng (giá trị gia tăng) cho Ngân sách nhà nước từ việc bán cổ phần trong thời gian tới. Trong một DN có ba thành phần quan trọng: người lao động, nhà đầu tư và ban quản lý.

Nếu được phép mở room đến 100% thì tất cả các đối tượng trên đều hưởng lợi. Trước tiên, nhà đầu tư luôn mong muốn giá trị đầu tư của mình tăng lên; kể đến người lao động luôn mong muốn DN phát triển ổn định để duy trì công ăn việc làm và tạo thu nhập, vì vậy việc có một đối tác trở thành cổ đông chiến lược và chi phối đa phần sẽ mang lại lợi ích nhiều hơn cho họ; Cuối cùng nhờ có sự tham gia góp vốn của các cổ đông chiến lược sẽ giúp cho ban quản lý có thêm kinh nghiệm quản lý và điều hành từ các nhà ĐTNN đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức.

Giảm gánh nặng cho Chính phủ trong việc quản lý DN: Chính phủ chỉ nên nắm giữ những ngành nghề, lĩnh vực then chốt tầm cỡ quốc gia.

Tác hại của việc mở room 100% là rất ít, có chăng là khi các nhà đầu tư nước ngoài hình thành các liên minh nhằm thao túng thị trường. Tuy nhiên, việc này có thể khắc phục được nhờ vào những hình thức chế tài chống bán phá giá của Chính phủ.

3.2.2.5. Quảng bá thông tin về đầu tư tại Việt Nam trên trường quốc tế

Một nghịch lý đang tồn tại trong suy nghĩ của bộ phận không nhỏ những cư dân trên thế giới là Việt Nam vẫn đang còn chiến tranh, chưa có hoà bình... điều đó chứng tỏ công tác tuyên truyền, tiếp thị, quảng bá thông tin về Việt Nam vẫn còn nhiều bất cập và yếu kém cần được giải quyết, khắc phục ngay tức khắc. Một đất nước mà tốc độ tăng trưởng kinh tế đứng thứ hai thế giới chỉ sau Trung Quốc và

được thế giới công nhận là ổn định về chính trị lại tồn tại trong suy nghĩ là một đất nước chiến tranh, lạc hậu... Chúng ta cần tăng cường hơn nữa trong việc quảng bá chính chúng ta. Không thể ngồi một chỗ để đợi mọi người biết chúng ta, phải chủ động cho mọi người thấy rằng chúng ta là một đất nước tươi đẹp. Trên bình diện nền kinh tế nói chung, Việt Nam đã từng bước cử các chuyên gia đi tiếp thị và mời gọi đầu tư. Tuy nhiên, phần lớn các nhà ĐTNN đều không hài lòng đối với các cuộc gặp gỡ, xúc tiến thương mại. Hạn chế lớn nhất là phong cách làm việc, ngôn ngữ trao đổi... trong các cuộc tiếp xúc, những câu hỏi của các nhà đầu tư được trả lời không thoả đáng bởi rào cản ngôn ngữ, bởi các nhà Lãnh đạo với tính cách bảo thủ không chịu nhường cho những người có năng lực đi tiếp thị. Cần phải học cách tiếp thị chuyên nghiệp của những nước xung quanh. Quảng cáo trên báo, tạp chí, qua các Tham tán Đại sứ... đã không được chú trọng. Cần phải cho mọi người biết hình ảnh Việt Nam là một đất nước luôn dang rộng cánh tay đón chào các nhà đầu tư trên thế giới.

Trên bình diện riêng của TTCK, mặc dù UBCKNN vẫn tiếp tục kế hoạch phối hợp hoạt động cùng với UBND TP.HCM để đẩy mạnh phát triển thị trường hơn nữa, nhưng kế hoạch này chỉ nhằm quảng bá hình ảnh TTCK Việt Nam cho các công ty cổ phần là nhà ĐTTN, chưa tiếp thị một cách đúng mức với nhà ĐTNN, đặc biệt là các tổ chức đầu tư lớn trên thế giới.

Hầu hết các CtyNY khi tổ chức đại hội cổ đông đều không chuẩn bị tài liệu bằng tiếng Anh, ngay cả khi công ty có cổ đông là người nước ngoài và ngay cả các CtyCK đều như vậy. Cho đến nay, hầu hết các CtyCK không xây dựng trang thông tin bằng tiếng Anh trên Website của mình, hoặc nếu có cũng chưa được đầy đủ thông tin cần thiết cho các nhà ĐTNN. Ngoài ra các văn bản pháp luật cũng cần nhanh chóng có bản tiếng Anh để nhà ĐTNN tham khảo.

Điều đơn giản và dễ thực hiện là phát hành bản tin TTCK của TTGDCK TP.HCM bằng tiếng Anh cũng chưa được thực hiện. Đây là một kênh thông tin chính thức của TTCK, nhưng hiện chỉ tập trung phát hành trong nước. Do đó cần phải có những quảng bá trên Website mới có thể thu hút nhà ĐTNN. Nhà ĐTNN cần biết về tính an toàn khi đổ tiền đầu tư vào TTCK Việt Nam, đặc biệt là chính sách thuế và quản lý ngoại hối

3.2.3. Kiểm soát nhằm hạn chế sự đảo ngược dòng vốn

NHNN ban hành cơ chế mang ngoại tệ xuất nhập cảnh, có hiệu lực từ ngày 01/01/2001. Theo đó, công dân Việt Nam được phép mang ngoại tệ tiết kiệm của mình đi học hoặc đi chữa bệnh ở nước ngoài, thay vì phải mua ngoại tệ của ngân hàng như thời gian qua. Mỗi người khi xuất cảnh được mang tối đa 3.000 USD không phải khai báo và không phải xin giấy phép. Ngoài số tiền này, du học sinh, người đi chữa bệnh được phép mang thêm tương ứng 5.000 USD và 10.000 USD (ngoài tiền học phí và viện phí), nhưng phải có giấy phép của NHNN. Nhà ĐTNN được quyền chuyển lợi nhuận, doanh thu được chia và thu nhập hợp pháp khác ra nước ngoài sau khi hoàn thành nghĩa vụ tài chính đối với nhà nước. Khi chuyển lợi nhuận ra nước ngoài phải nộp một khoản thuế là 3%, 5%, 7% số lợi nhuận chuyển ra nước ngoài, tùy thuộc vào mức góp vốn của nhà ĐTNN vào vốn pháp định của DN có vốn ĐTNN hoặc vốn thực hiện hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Theo Nghị định số 22/1999/NĐ-CP quy định về đầu tư ra nước ngoài của DN Việt Nam và Thông tư số 01/2001/TT-NHNN ngày 19/01/2001 của NHNN hướng dẫn về quản lý ngoại hối đối với đầu tư trực tiếp ra nước ngoài của DN Việt Nam, để thực hiện dự án đầu tư ra nước ngoài, DN phải mở một tài khoản ngoại tệ tại ngân hàng Việt Nam được phép hoạt động ngoại hối. Mọi giao dịch chuyển tiền ra, vào Việt Nam liên quan đến hoạt động đầu tư ra nước ngoài của DN phải thực hiện thông qua tài khoản này trong đó có việc góp vốn đầu tư. DN chỉ được phép sử dụng nguồn ngoại tệ trên tài khoản tiền gửi của mình mở tại Ngân hàng được phép để chuyển ra nước ngoài góp vốn đầu tư trên cơ sở quy định tại giấy phép đầu tư do cơ quan có thẩm quyền cấp. Đồng thời hàng năm các nhà đầu tư Việt Nam ở nước ngoài phải chuyển lợi nhuận và các khoản doanh thu về nước trong thời gian chậm nhất là 6 tháng kể từ khi kết thúc năm tài chính của nước tiếp nhận đầu tư. Khi kết thúc dự án, giải thể trước hạn hoặc không triển khai được dự án, nhà đầu tư phải chuyển vốn đầu tư về nước trong thời hạn 6 tháng kể từ ngày kết thúc thanh lý. Khi kết thúc năm tài chính hay chấm dứt đầu tư phải báo cáo tình hình chuyển vốn, lợi nhuận và các khoản thu nhập hợp pháp khác cho NHNN.

Ngày 15/8/2001, NHNN ban hành Thông tư số 04 hướng dẫn về quản lý ngoại hối đối với DN có vốn ĐTNN và bên nước ngoài tham gia hoạt động kinh doanh, các Ngân hàng không được bán ngoại tệ cho DN có vốn ĐTNN và bên nước

ngoài tham gia hợp đồng hợp tác kinh doanh giữ lại trên tài khoản. Thời hạn từ khi mua ngoại tệ chuyển vào tài khoản tiền gửi vốn chuyên dùng ngoại tệ đến khi chuyển ra thanh toán cho nước ngoài tối đa không quá 5 ngày làm việc. Ngoài ra, kiểm soát dòng vốn ra còn thể hiện qua các quy định về chống chuyển giá của Chính phủ đối với các DN có vốn ĐTNN tại Việt Nam (Thông tư 89/1999/TT-BTC ngày 16/7/1999 của Bộ Tài chính).

Để đối phó sự tháo chạy của dòng vốn tư nhân nước ngoài, Chính phủ cần nhất quán trong hệ thống quản lý nhằm điều tiết dòng vốn ra, tạo điều kiện để Chính phủ có thời gian chuẩn bị và đưa ra các biện pháp ứng phó kịp thời sự sụt giảm nghiêm trọng nguồn ngoại tệ trong nước, sự tăng lên của đồng nội tệ và cơ chế giám sát hiệu quả mọi hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài.

3.2.3.1. Kiểm soát trực tiếp

Với vị thế là nước có hệ thống tài chính non yếu, Việt Nam cần áp dụng các biện pháp kiểm soát trực tiếp thận trọng nhưng không quá lộ liễu, vừa bảo vệ hệ thống tài chính trong nước, vừa không vi phạm đến bước đi hội nhập, tự do hoá tài chính của quốc gia.

- Chính phủ có thể quy định duy trì trong 12 tháng đối với việc hồi hương của các dòng vốn ĐTNN thông qua danh mục đầu tư cũng như đặt ra các hạn chế áp dụng cho các khoản đầu tư của công dân trong nước ra nước ngoài. Việc làm này sẽ hữu ích trong việc hạn chế dòng vốn ngầm chảy ra nước ngoài.

- Ngăn cấm các giao dịch giữa tài khoản trong nước với nước ngoài hoặc các tài khoản nước ngoài với nhau, đồng thời loại bỏ việc cấp tín dụng dễ dàng đối với người nước ngoài để tránh sự đảo ngược dòng vốn.

- Đặc biệt, việc làm đóng băng tài khoản vốn quốc tế có thể ngăn chặn việc thoát vốn từ tài khoản này sang tài khoản khác; ngăn ngừa sự chuyển đổi đồng nội tệ sang ngoại tệ để sử dụng trong các giao dịch thanh toán hoặc cho những người không cư trú vay từ đó hạn chế một cách hiệu quả sự tháo chạy của dòng vốn quốc tế.

- Các giao dịch ngoại hối chỉ được phép khi có sự đồng ý của cơ quan có thẩm quyền và phải có các giấy tờ chứng minh mục đích của tài khoản hiện tại. Chính

phủ có thể ban hành các đạo luật tài chính để ngăn chặn tình trạng lẩn tránh kiểm soát vốn.

3.2.3.2. Kiểm soát gián tiếp

Một chính sách thuế đánh trên các dòng vốn ra ngắn hạn có thể được áp dụng để thay thế cho chính sách ngăn cấm trực tiếp lên sự đảo ngược dòng vốn, trong khi vẫn bảo đảm thực hiện những chính sách dài ngọ cho dòng đầu tư dài hạn vào Việt Nam đúng với xu thế hội nhập. Hướng đi của biện pháp này chính là ngăn cản được dòng vốn đầu tư trong ngắn hạn, từ đó chuyển hướng cho nhà ĐTNN đẩy mạnh các dòng đầu tư trong dài hạn.

Ngoài ra, Chính phủ có thể áp dụng các khoản thuế trực tiếp đánh lên các dòng chảy vốn xuyên biên giới: bao gồm các khoản thuế và các nghĩa vụ tài chính đánh lên các giao dịch tài chính xuyên quốc gia, các khoản thu nhập chuyển ra nước ngoài của những công dân nước ngoài sở hữu tài sản tài chính ở trong nước. Các khoản thuế này làm cho chi phí của việc vốn hoá tài sản quốc tế trở nên cao hơn, vì thế tỷ suất sinh lợi từ hoạt động đầu tư này trở nên thấp hơn, từ đó làm giảm nhiệt tính đầu cơ. Các loại thuế suất khác nhau được áp dụng cho các loại giao dịch khác nhau hoặc khác thời gian đáo hạn, tùy vào mục đích kiểm soát của Chính phủ các nước.

Chính sách ngăn chặn dòng vốn ra phản ảnh một sự kết hợp của các nhân tố. Nhóm nhân tố đầu tiên có liên quan đến việc lập kế hoạch và thực hiện các biện pháp kiểm soát sao cho mang lại hiệu quả. Những nhân tố này bao gồm:

- Hàng loạt các biện pháp kiểm soát tự nhiên bao trùm toàn bộ những lỗ hổng tiềm tàng quan trọng trong hệ thống.

Việc thực hiện và bắt buộc thực hiện các biện pháp kiểm soát thông qua NHNN Việt Nam, đồng thời áp dụng kỷ luật nghiêm khắc cho hệ thống ngân hàng, trong đó có giải thích rõ ràng các biện pháp và không nhằm tìm ra các lỗ hổng tiềm tàng. NHNN Việt Nam cần nỗ lực trong việc truyền đạt những thông tin về bản chất của các quy tắc kiểm soát ngoại hối và làm tăng thêm tính minh bạch và dễ hiểu của những biện pháp này.

▪ Thực ra chính sách ngăn chặn dòng vốn cũng cho thấy có vài nhân tố có thể làm giảm việc khuyến khích các hành động phá hoại so với cái giá phải trả của hành động đó. Nhóm nhân tố này gồm:

- Dự trữ đầy đủ ngoại tệ.

- Lựa chọn thời gian, thời điểm và hoàn cảnh để thực hiện các biện pháp kiểm soát vốn.

- Nỗ lực tăng tốc trong quá trình cải cách kinh tế vĩ mô, tài chính từ đó tạo thêm niềm tin chương trình chính sách chung của Chính phủ.

- Tạo niềm tin cho các nhà đầu tư đối với khu vực nói chung.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Sự di chuyển vốn giữa các quốc gia ngày càng được tự do hoá trong thời gian qua đã đem lại lợi ích cho toàn bộ nền kinh tế thế giới, cả những nước cung cấp lẫn những nước tiếp nhận vốn. Các dòng vốn này được xem là động lực mang lại sự tăng trưởng kinh tế thần kỳ ở các quốc gia đang phát triển và các nền kinh tế mới nổi.

Tương tự như mâu dịch tự do, hội nhập tài chính mang lại cho Việt Nam những lợi ích tiềm tàng rất to lớn bao gồm lợi ích từ học tập kinh nghiệm quản lý, cạnh tranh cao và sâu hơn, thúc đẩy việc cải thiện khuôn khổ pháp lý và thể chế. Tuy nhiên sự gia tăng hội nhập tài chính sẽ gây nên bất ổn định thị trường tài chính, đặc biệt là đối với các quốc gia có chính sách tài khoá yếu, hệ thống ngân hàng được bảo vệ quá mức cần thiết hoặc quản lý tồi và thị trường vốn nội địa lại kém phát triển như Việt Nam. Dù vậy, để có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, tăng cường năng lực cạnh tranh của hàng hoá, góp phần nâng cao vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế, chúng ta cần nỗ lực vượt qua những khó khăn để tiến tới hội nhập và hội nhập có hiệu quả bằng cách khai thác triệt để các dòng vốn quốc tế, đặc biệt cần quan tâm hơn nữa dòng vốn FPI bên cạnh dòng vốn FDI. Để thu hút dòng vốn FPI đạt kết quả tốt, đề tài đã đưa ra các biện pháp khuyến khích các nhà đầu tư quốc tế tham gia vào TTCK, kiểm soát sự đảo ngược dòng vốn, khắc phục những hạn chế để TTCK Việt Nam phát triển vững mạnh tạo môi trường đầu tư hiệu quả nâng cao tính chuyên nghiệp của các nhà đầu tư thông qua vai trò của các nhà ĐTNN.

KẾT LUẬN CHUNG

Năm 2006 được đánh giá là năm khởi sắc của TTCK Việt Nam, một năm sôi động của hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam. Với tốc độ tăng trưởng ổn định ở mức 7% - 8% trong vòng 6 năm qua, đứng thứ hai thế giới chỉ sau Trung Quốc. Cùng với chính sách thông thoáng của Chính phủ trong việc cố gắng tạo ra môi trường thuận lợi cho các nhà ĐTNN đầu tư vào Việt Nam. Gần đây Việt Nam được sự quan tâm của khu vực và thế giới đặc biệt là sau sự kiện Việt Nam trở thành thành viên chính thức của WTO, cộng thêm sự thành công của các nhà đầu tư hiện hữu tại Việt Nam. Những yếu tố trên là động lực để thu hút dòng vốn FPI vào Việt Nam trong tương lai.

Để thấy được nỗ lực của Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn FPI qua TTCK, một thị trường chỉ mới thành lập được 7 năm còn quá non trẻ so với các nước trong khu vực. Đề tài đã phân tích, đánh giá thực trạng về việc thu hút vốn đầu tư gián tiếp của Việt Nam qua các năm, đồng thời so sánh kinh tế Việt Nam với các nước Châu Á trong những năm gần đây (dựa theo tài liệu báo cáo của công ty tư vấn và quản lý hàng đầu thế giới Merrill Lynch) để thấy được tiềm năng thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam trong tương lai. Bên cạnh đó đề tài cũng đánh giá những chính sách của Chính phủ nhằm thu hút ĐTNN và từ đó đưa ra những gợi ý chính sách nhằm khuyến khích và sử dụng hiệu quả nguồn vốn này.

Các nhà ĐTNN hi vọng vào sự phát triển của Việt Nam trong tương lai. Vì vậy để chiếm được lòng tin của họ, Việt Nam không ngừng đổi mới về cơ chế quản lý, thay đổi trong cách nghĩ, tư duy cũng như cả cung cách làm việc để có được những chính sách quản lý đúng đắn và hiệu quả để trong tương lai không xa chúng ta tin rằng Việt Nam sẽ phát triển ngang tầm với các nước trong khu vực và thế giới.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

DANH MỤC TÀI LIỆU TRONG NƯỚC

1. PGS.TS. TRẦN NGỌC THƠ, Tài chính doanh nghiệp hiện đại, NXB Thống Kê – 2005.
2. PGS.TS. TRẦN NGỌC THƠ & TS. NGUYỄN NGỌC ĐỊNH, Tài Chính Quốc Tế, NXB Thống Kê – 2005.
3. TS. PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT, Đầu tư Tài chính, NXB Thống Kê – 2006.
4. TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG – “Những kinh nghiệm của các nước trong tiến trình hội nhập tài chính khu vực và thế giới” – Tạp chí phát triển kinh tế 12/2001.
5. BÁO CÁO CỦA IMF VÀ WORLD BANK – Việt Nam tiến tới minh bạch tài chính.
6. FREDERIC S. MISHKIN (1994) – Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính – NXB Khoa học và Kỹ thuật Hà Nội.
7. BÁO CÁO CỦA IMF VÀ WORLD BANK – Việt Nam tiến tới minh bạch tài chính.
8. NIÊN GIÁM THỐNG KÊ qua các năm.
9. TẠP CHÍ CÁC LOẠI.
10. INTERNET.

DANH MỤC TÀI LIỆU NƯỚC NGOÀI

1. World Bank (1997), Global Development Finance 1997.
2. World Bank (1998), Global Development Finance 1998.
3. World Bank (1999), Global Development Finance 1999.
4. World Bank (2000), Global Development Finance 2000.

5. World Bank (2001), Global Development Finance 2001.
6. World Bank (2001), Global Development Finance 2002.
7. World Bank (2003), Global Development Finance 2003.
8. World Bank (2004), Global Development Finance 2004.
9. World Bank (2005), Global Development Finance 2005.
10. World Bank (2006), Global Development Finance 2006.
11. IMF (1998), International Capital Markets: Development, Prospect, and Police Issues.
12. IMF (1999), World Economic Outlook 1999, Washington, D.C.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 01: QUY MÔ GIAO DỊCH TỔNG HỢP QUA CÁC THÁNG TỪ NĂM 2000-2007

Đơn vị tính: Triệu đồng

Tháng, năm	Quy mô thị trường (QMTT)	Đầu tư trong nước (ĐTTN)	Đầu tư nước ngoài (ĐTNN)
07/2000		250	0
08/2000	10.910	10.910	0
09/2000	12.650	12.650	0
10/2000	14.700	14.700	0
11/2000	23.810	23.810	0
12/2000	30.040	30.040	0
01/2001	32.150	32.150	0
02/2001	62.040	62.040	0
03/2001	70.540	69.860	680
04/2001	75.370	66.270	9.100
05/2001	55.920	54.580	1.340
06/2001	156.330	152.230	4.100
07/2001	144.200	143.470	730
08/2001	107.450	107.450	0
09/2001	76.700	76.700	0
10/2001	42.170	42.170	0
11/2001	58.610	55.070	3.540
12/2001	49.680	47.970	1.710
01/2002	60.270	57.400	2.870
02/2002	40.170	38.270	1.900
03/2002	101.250	81.230	20.020
04/2002	93.480	89.370	4.110
05/2002	130.520	118.670	11.850
06/2002	54.550	47.950	6.600
07/2002	74.560	62.380	12.180

08/2002	70.070	59.870	10.200
09/2002	43.340	43.340	0
10/2002	39.840	4.840	35.000
11/2002	30.040	30.020	20
12/2002	49.950	48.970	980
01/2003	25.240	24.690	550
02/2003	25.640	25.200	440
03/2003	33.360	32.300	1.060
04/2003	44.430	41.450	2.980
05/2003	43.580	39.210	4.370
06/2003	27.470	26.280	1.190
07/2003	17.240	17.240	0
08/2003	21.180	16.520	4.660
09/2003	15.460	14.860	600
10/2003	23.970	15.120	8.850
11/2003	69.340	54.220	15.120
12/2003	69.790	69.790	0
01/2004	87.790	73.390	14.400
02/2004	325.120	253.660	71.460
03/2004	493.750	302.890	190.860
04/2004	156.980	140.920	16.060
05/2004	78.130	71.990	6.140
06/2004	96.400	73.650	22.750
07/2004	66.920	58.490	8.430
08/2004	103.400	89.280	14.120
09/2004	41.710	34.920	6.790
10/2004	71.210	67.430	3.780
11/2004	87.740	76.800	10.940
12/2004	126.610	105.540	21.070
01/2005	59.390	53.730	5.660
02/2005	37.460	32.450	5.010
03/2005	162.180	130.840	31.340
04/2005	135.500	124.340	11.160
05/2005	75.610	62.790	12.820
06/2005	121.370	105.480	15.890

07/2005	132.860	120.550	12.310
08/2005	186.250	172.120	14.130
09/2005	399.280	384.560	14.720
10/2005	515.980	469.320	46.660
11/2005	403.520	362.550	40.970
12/2005	261.390	214.460	46.930
01/2006	183.400	149.870	33.530
02/2006	646.460	510.750	135.710
03/2006	1.657.950	1.557.800	100.150
04/2006	1.644.002	1.541.792	102.210
05/2006	1.685.234	1.353.999	331.235
06/2006	1.697.652	1.115.387	582.265
07/2006	1.700.291	1.108.913	591.378
08/2006	2.640.369	2.090.721	549.648
09/2006	2.796.787	2.416.369	380.417
10/2006	2.898.936	2.324.696	574.240
11/2006	4.951.041	3.197.261	1.753.779
12/2006	10.469.106	5.725.564	4.743.542
01/2007	19.163.620	8.077.944	11.085.675
02/2007	13.656.135	5.743.554	7.912.580
03/2007	22.491.289	14.783.701	7.707.587
04/2007	11.120.509	7.792.725	3.327.783
05/2007	15.759.598	9.617.780	6.141.817
06/2007	12.878.369	7.375.693	5.502.675

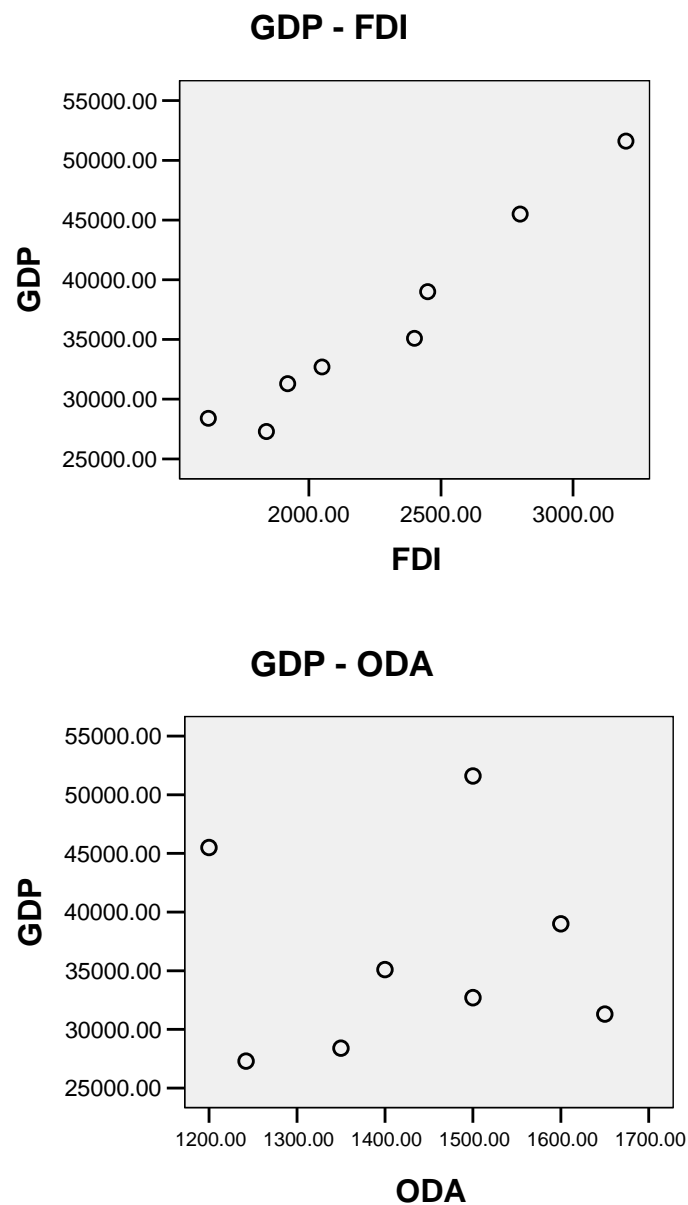
Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

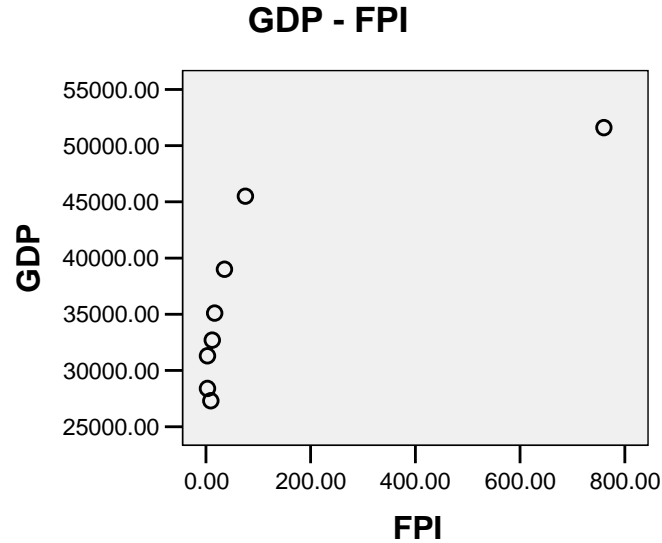
PHỤ LỤC 02: ĐÁNH GIÁ VAI TRÒ CỦA DÒNG VỐN FPI ĐỐI VỚI SỰ TĂNG TRƯỞNG GDP CỦA VIỆT NAM

Bước 1:

Vẽ đồ thị phân tán giữa các cặp biến FDI - GDP, FPI - GDP, ODA - GDP

Graph



**Bước 2:**

Sử dụng phần mềm SPSS, ta tính hệ số tương quan giữa các biến cần khảo sát.

Correlations

		GDP	FDI	ODA	FPI
GDP	Pearson Correlation	1	,978(**)	,044	,779(*)
	Sig. (2-tailed)		,000	,918	,023
	N	9	9	9	9
FDI	Pearson Correlation	,978(**)	1	,017	,752(*)
	Sig. (2-tailed)	,000		,968	,031
	N	9	9	9	9
ODA	Pearson Correlation	,044	,017	1	,137
	Sig. (2-tailed)	,918	,968		,746
	N	9	9	9	9
FPI	Pearson Correlation	,779(*)	,752(*)	,137	1
	Sig. (2-tailed)	,023	,031	,746	
	N	9	9	9	9

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Bước 3:

T-Test

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	85% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	GDP-FDI	34077,50	8007,3301240	2831,0187149	29500,8985371	38654,1014629	12,037	8	,000
Pair 2	GDP-ODA	34932,25	8520,0406060	3012,2892443	30062,6080972	39801,8919028	11,597	8	,000
Pair 3	GDP-FPI	36248,1887	8323,2009625	2942,6959209	31491,0508387	41005,3266613	12,318	8	,000

Bước 4:

Chúng ta tiến hành xây dựng mô hình

Regression

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FPI, ODA, FDI(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: GDP

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
	,980(a)	,961	,932	2229,7443188	,961	32,779	3	5	,003

a Predictors: (Constant), FPI, ODA, FDI

b Dependent Variable: GDP

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	488911711,092	3	162970570,364	32,779	,003(a)
	Residual	19887038,908	5	4971759,727		
	Total	508798750,000	8			

a Predictors: (Constant), FPI, ODA, FDI

b Dependent Variable: GDP

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1597,398	9708,737		,165	,877
	FDI	14,559	2,431	,906	5,990	,004
	ODA	,800	5,313	,015	,151	,888
	FPI	3,090	4,970	,095	,622	,568

a Dependent Variable: GDP

Charts

Bước 5:

Regression

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FDI(a)	.	Enter
2	ODA(a)	.	Enter
3	FPI(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: GDP

Model Summary(d)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,978(a)	,956	,949	1922,6250864	,956	131,644	1	7	,000
2	,978(b)	,957	,940	2088,4910720	,001	,085	1	6	,783
3	,980(c)	,961	,932	2229,7443188	,004	,387	1	5	,568

- a Predictors: (Constant), FDI
 b Predictors: (Constant), FDI, ODA
 c Predictors: (Constant), FDI, ODA, FPI
 d Dependent Variable: GDP

ANOVA(d)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	486619826,664	1		131,644	,000(a)
	Residual	22178923,336	7	3696487,223		
	Total	508798750,000	8			
2	Regression	486989775,211	2	243494887,605	55,824	,000(b)
	Residual	21808974,789	6	4361794,958		
	Total	508798750,000	8			
3	Regression	488911711,092	3	162970570,364	32,779	,003(c)
	Residual	19887038,908	5	4971759,727		
	Total	508798750,000	8			

- a Predictors: (Constant), FDI
 b Predictors: (Constant), FDI, ODA
 c Predictors: (Constant), FDI, ODA, FPI
 d Dependent Variable: GDP

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	464,380	3201,744		,145	,889
	FDI	15,710	1,369	,978	11,474	,000
2	(Constant)	-1554,456	7755,632		-,200	,849
	FDI	15,703	1,488	,977	10,556	,000
	ODA	1,423	4,888	,027	,291	,783
3	(Constant)	1597,398	9708,737		,165	,877
	FDI	14,559	2,431	,906	5,990	,004
	ODA	,800	5,313	,015	,151	,888
	FPI	3,090	4,970	,095	,622	,568

- a Dependent Variable: GDP

PHỤ LỤC 03: KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH - TIỀN TỆ Ở MỘT SỐ NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN TRONG THẬP KỶ 1990.

Khủng hoảng đồng Peso của Mêxico năm 1991-1995: Tháng 12/1994 Chính phủ Mexico không đủ ngoại tệ dự trữ để thanh toán gần 30 tỷ USD trái phiếu nước ngoài, lớn gấp 1,7 lần dự trữ ngoại tệ của Mexico lúc bấy giờ mà nước này đã phát hành để tài trợ cho sự thâm hụt quá mức trong cán cân thanh toán (vốn đạt tới mức 8% GDP năm 1994). Đồng trái phiếu nước ngoài Peso đột ngột giảm giá tới 50% so với đôla Mỹ, khiến cho nền kinh tế nước này đứng trước nguy cơ sụp đổ với những ảnh hưởng tiêu cực của nó không chỉ nằm trong khu vực Mỹ Latinh. Một khoản cứu trợ trọn gói 50 tỷ đôla Mỹ của cộng đồng quốc tế (riêng IMF là 18 tỷ), đứng đầu là Mỹ cùng với một loạt các giải pháp khác đã giúp cho nền kinh tế nước này vượt qua được khủng hoảng và ngăn chặn những hiệu ứng lây lan của nó.

Khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á năm 1997-1998: Ngày 2/7/1997, Thái Lan tuyên bố thả nổi đồng Bath, mở đầu cho một cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ được coi là sâu sắc nhất trong vòng nửa thập kỷ qua. Từ Thái Lan khủng hoảng nhanh chóng lan sang một loạt các nước khác như Malaysia, Indonesia, Hàn Quốc... đồng nội địa bị mất giá so với đôla Mỹ; các nhà ĐTNN mất niềm tin và rút vốn ồ ạt; các chủ nợ từ chối giãn nợ, đảo nợ hoặc cho vay mới... Tất cả những điều đó khiến cho nợ nước ngoài ở những nước này vốn đã đạt đến mức cao trước khi xảy ra khủng hoảng lại càng cao và trở nên không có khả năng thanh khoản, mặc dù một số chỉ số kinh tế vĩ mô tiêu biểu khá lành mạnh: thặng dư ngân sách, tỷ lệ tiết kiệm cao...

Vào thời điểm trước khi xảy ra khủng hoảng, tổng nợ nước ngoài của các nước này đạt mức hơn 274 tỷ đôla Mỹ, trong đó nợ ngắn hạn chiếm 60%. Những năm có số nợ nước ngoài lớn cũng chính là những năm có chỉ số nợ ngắn hạn cao so với dự trữ ngoại tệ. Ở Hàn Quốc chẳng hạn, nợ ngắn hạn vào thời điểm trước khủng hoảng cao gấp đôi dự trữ ngoại tệ. Đứng thứ hai là Indonesia với tỷ lệ 1,7:1 và thứ ba là Thái Lan với tỷ lệ 1,5:1. Để ngăn chặn sự lây lan cuộc khủng hoảng với nguy cơ dẫn tới suy thoái toàn cầu, cộng đồng quốc tế đã bơm vào những nước này những khoản cứu trợ trọn gói lên tới trên 100 tỷ đôla Mỹ. Ngoài ra, Các nước bị khủng hoảng cũng đã áp dụng một số biện pháp nhằm giải quyết vấn đề nợ nước ngoài và cải tổ lại nền kinh tế.

PHỤ LỤC 04: TRUNG QUỐC THÀNH CÔNG TRONG VIỆC ĐIỀU TIẾT SỰ DI CHUYỂN DÒNG VỐN FPI

Việc Trung Quốc điều tiết sự di chuyển dòng vốn FPI hướng đến các mục tiêu:

- Đảm bảo ổn định tài chính, tính cạnh tranh của tỷ giá hối đoái, tính độc lập của chính sách tiền tệ và tránh sự lây lan của khủng hoảng từ bên ngoài.
- Thay đổi cơ cấu của dòng vốn nước ngoài vào trong nước thông qua việc khuyến khích dòng vốn dài hạn và hạn chế dòng vốn ngắn hạn.
- Đảm bảo sự độc lập về chính trị.
- Trợ giúp chính sách công nghiệp, thực hiện quá trình tự do hoá từ từ và có thể kiểm soát được, tăng tiết kiệm nội địa và dự trữ ngoại tệ.

Để điều tiết sự di chuyển của dòng vốn FPI, Trung Quốc đã áp dụng hàng loạt các biện pháp kiểm soát chặt chẽ, trong đó có những biện pháp điều tiết thông qua TTCK.

1.4.2.1. Hạn chế khả năng xâm nhập của các nhà ĐTNN nhưng vẫn tiến hành tự do hóa từ khả năng xâm nhập này

Trung Quốc đã áp dụng những biện pháp hạn chế nghiêm ngặt đối với sự di chuyển của dòng vốn FPI vào trong nước bằng cách hạn chế tối đa sự xâm nhập của các nhà ĐTNN thông qua việc phân tách TTCK thành hai khu vực: Khu vực cổ phiếu A (dành cho người cư trú) và khu vực cổ phiếu B (dành cho người không cư trú), đồng thời không cho phép các nhà ĐTNN đầu tư vào các công cụ nợ và các công cụ phái sinh trên TTCK cũng như trên thị trường tiền tệ.

Những biện pháp điều tiết trên được nới lỏng một phần vào năm 1996 khi NHTW Trung Quốc thông báo cho phép các nhà ĐTNN được phép mua cổ phiếu A thông qua các công ty đầu tư được uỷ quyền. Cụ thể, ngày 01/12/2002, Trung Quốc đã ban hành quyết định cho phép Nhà ĐTNN mua cổ phiếu A của 1.200 công ty với

tổng số vốn thị trường là 550 tỷ đôla Mỹ. Đây được coi là một bước tiến quan trọng trong việc thống nhất TTCK vốn đang bị chia cắt của Trung Quốc.

Bảng 1.3: Dòng vốn FPI ròng chảy vào Trung Quốc thời kỳ 1990 - 2002

Đơn vị tính: triệu USD

Năm	Vốn FPI			Vốn FPI/GDP (%)	Vốn trực tiếp (FDI)	Vốn FPI/FDI (%)
	CK vốn	CK nợ	Tổng cộng			
1990	0	0	0	0	3.487	0
1991	0	565	565	0,1	4.366	13
1992	0	393	393	0,1	11.156	4
1993	0	3.646	3.646	0,6	27.515	13
1994	0	3.923	3.923	0,7	33.787	12
1995	0	710	710	0,1	35.849	2
1996	0	2.372	2.372	0,3	40.180	6
1997-1998	5.657	2.185	7.842	0,9	44.237	18
1998	765	-667	98	0,0	43.751	0
1999	612	-1.311	-699	-0,1	38.753	-2
2000	6.912	405	7.317	0,7	38.399	19
2001	849	400	1.249	0,1	44.241	3
2002	2.249	-497	1.752	0,1	49.308	4

Nguồn: IMF, International Financial Statistics Yearbook 2002 & International Financial Statistics, January 2004.

Tương tự như vậy, Trung Quốc đã liên tục đưa ra các điều kiện ưu đãi, những quy định mới để mở rộng diện phát hành và tăng mức giao dịch cổ phiếu B. Tháng 5/1999, Trung Quốc đã cắt giảm thuế đánh vào các giao dịch cổ phiếu B từ mức 0,4% xuống còn 0,3% trên khối lượng giao dịch. Đầu tháng 6/1999, Trung Quốc lại cho phép các công ty tư nhân được phát hành cổ phiếu B bằng ngoại tệ mạnh (trước

kia chỉ có các DNNN mới được phát hành) và từ năm 2001 bãi bỏ quy định cấm những người cư trú mua cổ phiếu B.

Tháng 11/2002, đối với các nhà đầu tư thể chế nước ngoài khi đầu tư vào Trung Quốc phải đáp ứng một số điều kiện và tiêu chuẩn nhất định về vốn, độ rủi ro...

Ngoài ra, Trung Quốc cũng đã thực hiện sự điều tiết nghiêm ngặt đối với dòng vốn FPI thông qua việc phát hành cổ phiếu trên thị trường quốc tế. Chẳng hạn, để hạn chế những tác động tiêu cực của khủng hoảng tài chính - tiền tệ Châu Á 1997-1998 đối với các CtyNY ở nước ngoài, Ủy ban điều tiết CK Trung Quốc và Ủy ban Kinh tế Nhà nước Trung Quốc đã đưa ra “*Những biện pháp thúc đẩy việc chuẩn mực hóa hoạt động và cải cách sâu đối với các CtyNY ở nước ngoài*” năm 1998. Mục đích của những biện pháp này là nâng cao yêu cầu đối với các CtyNY ở nước ngoài trong việc chuẩn mực hóa hoạt động, tăng cường tính minh bạch và cải tổ công ty. Những biện pháp này còn có mục tiêu bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư, củng cố niềm tin của họ đối với các CtyNY của Trung Quốc và nâng cao hình ảnh của họ trên thị trường tài chính quốc tế.

1.4.2.2. Cải cách từng bước tự do hóa TTCK

Cùng với biện pháp điều tiết trực tiếp sự di chuyển của dòng vốn FPI vào trong nước, trong thập kỷ 90 của thế kỷ XX và những năm đầu của thế kỷ XXI, tháng 4-1998 Trung Quốc đã tiến hành cải cách và tự do hóa từ từ TTCK thông qua việc thống nhất bộ máy điều tiết TTCK; xây dựng và cải tổ khuôn khổ pháp luật cho hoạt động của thị trường (nhiều quy định pháp luật điều tiết hiệu quả TTCK được ban hành, đặc biệt, vào tháng 6-1999, Luật CK ra đời, thiết lập khuôn khổ pháp lý cho việc hợp thức hóa nhiều quy định điều tiết hiện có cũng như những nguyên tắc cho việc phát hành và buôn bán cổ phiếu, trái phiếu và các loại CK khác); tăng cường tính minh bạch và công khai thông tin của thị trường. Ngoài ra, Ủy ban điều tiết CK Trung Quốc còn đưa ra những quy định đòi hỏi các công ty muốn niêm yết CK không những phải công khai về chất lượng tài sản mà còn phải được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán Quốc tế. Từ năm 2001, ngoài việc công bố báo cáo tóm tắt trên báo tài chính được Chính phủ quy định, các công ty còn buộc phải đưa toàn bộ báo cáo của mình lên trang Web chính thức của TTCK nhằm

tăng cường việc phổ biến thông tin...); cải cách hệ thống kế toán theo chuẩn mực quốc tế...

Một số cam kết của Trung Quốc khi gia nhập WTO đối với ngành CK:

- Các CtyCK nước ngoài có thể kinh doanh trực tiếp cổ phiếu loại B.

- Sau khi gia nhập WTO, Trung Quốc sẽ cho phép các CtyCK nước ngoài lập DN liên doanh tại Trung Quốc; thành lập quỹ đầu tư CK và thực hiện nghiệp vụ CK (bảo lãnh cổ phiếu trong nước: cổ phiếu A; bảo lãnh và giao dịch các CK ngoại tệ: cổ phiếu B, nợ công ty và Chính phủ), nhưng phía nước ngoài chỉ có thể nắm giữ dưới 1/3 cổ phần; sau 3 năm, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của phía nước ngoài có thể tăng lên, nhưng cũng không được vượt quá 49%.

1.4.2.3. Chính sách quản lý nợ nước ngoài

Nhằm điều tiết sự di chuyển của dòng FPI vào trong nước, Trung Quốc đã áp dụng chính sách quản lý chặt chẽ đối với việc vay nợ nước ngoài. Chính sách quản lý nợ nước ngoài của Trung Quốc được xây dựng nhằm đạt được bốn mục tiêu cơ bản sau:

i) Hấp thụ vốn nước ngoài theo nhiều kênh khác nhau nhằm đảm bảo nhu cầu phát triển kinh tế;

ii) Giới hạn số lượng nợ nước ngoài dựa trên các chỉ số như tăng trưởng kinh tế, kế hoạch đầu tư, ngân sách và cân bằng cán cân thanh toán...

iii) Hạn chế chuyển đổi ngoại tệ sang Nhân dân tệ nhằm hạn chế tác động của chúng tới hiệu quả của chính sách tiền tệ;

iv) Tối ưu hoá cơ cấu của nợ nước ngoài và không khuyến khích vay nợ ngắn hạn;

Để thực hiện những mục tiêu trên, Trung Quốc đã áp dụng những giải pháp cụ thể sau:

Thứ nhất: việc vay nợ trung dài hạn nước ngoài buộc phải được đưa vào kế hoạch của Chính phủ và mỗi lần vay mượn đều phải được kiểm tra và cấp phép;

Thứ hai: những thể chế tài chính bao gồm ngân hàng và một số thể chế tài chính khác được chỉ định hoạt động như các cửa sổ đặc biệt, qua đó việc vay mượn thương mại và phát hành các trái phiếu trên thị trường quốc tế được thực hiện;

Thứ ba: năm 1996, Trung Quốc đã áp dụng hệ thống báo cáo đối với việc trả nợ và nhận thanh toán quốc tế. Hệ thống này cung cấp cho Chính phủ những số liệu tin cậy để giám sát việc vay nợ nước ngoài bao gồm cả dòng vốn vào và ra ngắn hạn.

Việc quản lý chặt chẽ vay nợ nước ngoài giúp Trung Quốc không bị rơi vào tình trạng nợ nần chồng chất, cơ cấu nợ hợp lý (chủ yếu là nợ dài hạn) và kế hoạch trả nợ luôn được chú trọng. Việc phát hành CK quốc tế cũng chịu sự kiểm soát chặt chẽ của những biện pháp kể trên, nên dòng vốn FPI vào Trung Quốc qua kênh này cũng nằm trong giới hạn cho phép và không gây nên những bất ổn đối với nền kinh tế Trung Quốc.

1.4.2.4. Chính sách tỷ giá và quản lý ngoại hối

Cùng với quá trình cải cách và mở cửa nền kinh tế, chế độ tỷ giá hối đoái ở Trung Quốc luôn được đổi mới. Sau những lần phá giá đồng nhân dân tệ: năm 1981; 1982; 1984; 1985; 1986; 1990 và đặc biệt là năm 1994 với mức phá giá kỷ lục 50% Trung Quốc đã xóa bỏ chế độ đa tỷ giá và tuyên bố thiết lập một chế độ tỷ giá hối đoái “thả nổi có quản lý” thống nhất. Tuy nhiên, trên thực tế, kể từ khi xảy ra khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997-1998, đồng nhân dân tệ đã luôn được duy trì cố định so với đôla Mỹ ở xung quanh mức 8,2 nhân dân tệ = 1 đôla Mỹ.

Song song với việc cải cách chế độ tỷ giá là những thay đổi trong chính sách quản lý ngoại hối như tự do hóa lãi suất tiền gửi ngoại tệ, tự do chuyển đổi đồng nội tệ đối với các giao dịch của tài khoản vãng lai (từ năm 1996); xóa bỏ những hạn chế việc sử dụng ngoại tệ đối với người cư trú; cho phép các DNNN mua và bán ngoại tệ thông qua ngân hàng được chỉ định; xóa bỏ những hạn chế về ngoại hối đối với những giao dịch phi thương mại... Tuy nhiên, chế độ ngoại hối của Trung Quốc vẫn nằm dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ. Điều này được thể hiện ở hai điểm sau :

Thứ nhất: cung - cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng được Chính phủ kiểm soát rất chặt chẽ thông qua việc can thiệp vào thị trường ngoại hối cũng như quy định các DN có nguồn thu ngoại tệ phải bán ngoại tệ cho NHTW và những DN có nhu cầu mua ngoại tệ phải xin phép NHTW;

Thứ hai: Trung Quốc hạn chế khả năng tiếp cận thị trường ngoại hối, đặc biệt đối với các nhà ĐTNN bằng cách quy định chỉ những ngân hàng được chỉ định mới được phép tham gia thị trường ngoại hối...

Trong điều kiện dòng vốn nước ngoài chảy mạnh vào trong nước, những biện pháp kiểm soát ngoại hối chặt chẽ của Trung Quốc đã giúp cho nước này ổn định được tỷ giá và bảo vệ được thị trường tài chính nội địa tránh được những tác động tiêu cực của sự bất ổn trong lãi suất và tỷ giá Thế giới, đặc biệt khi xảy ra khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997-1998.

1.4.2.5. Chính sách cải cách và tự do hóa hệ thống ngân hàng

Trong thập kỷ 1990, hệ thống ngân hàng ở Trung Quốc đã được cải cách theo hướng xây dựng một hệ thống ngân hàng hai cấp bao gồm NHTW (với các chức năng quản lý giám sát tiền tệ, thống kê điều tra phân tích, giám sát NHTM, phát hành tiền mặt, quản lý ngoại hối và thanh toán với các ngân hàng có liên quan), hệ thống các NHTM hoạt động trên cơ sở tự hạch toán và các ngân hàng chính sách. Việc tách các ngân hàng chính sách với chức năng thực hiện các khoản cho vay chính sách, không lấy kết quả hoạt động kinh doanh làm mục đích ra khỏi hệ thống các NHTM đã được thực hiện ở Trung Quốc từ năm 1994. Trong đó, NHTW có chức năng kiểm soát chặt chẽ đối với hoạt động của các ngân hàng tỉnh nhằm giảm bớt rủi ro trong việc cho vay và tăng hiệu quả các khoản vay. Đồng thời, tính độc lập, tính giám sát và tính chuyên môn trong việc quản lý tiền tệ của NHTW cũng được tăng cường bằng các biện pháp cụ thể như giảm bớt các chi nhánh ngân hàng cấp tỉnh; phân loại các ngân hàng yếu kém; giải thể các tổ chức tài chính phi pháp; chống tham nhũng.

Đặc biệt, để chống lại những ảnh hưởng tiêu cực của khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á năm 1997-1998, được sự ủy quyền của Hội đồng nhà nước, NHTW Trung Quốc đã thành lập Ủy ban giám sát các NHTM quốc doanh. Nhưng chức năng chính của Ủy ban này là: kiểm toán các báo cáo tài chính của các NHTM quốc doanh; đánh giá và giám sát chất lượng của tài sản tín dụng; quản lý tỷ lệ tài sản nợ; bổ sung và tăng cường tài sản cho các NHTM quốc doanh; đánh giá và giám sát hiệu quả hoạt động của Chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc các NHTM quốc doanh và đưa ra những kiến nghị về sự thâm nhập và loại trừ, khen thưởng và trừng phạt.

Cùng với việc cải cách hoạt động của NHTW, hoạt động của các NHTM cũng được cải cách theo hướng độc lập trong hoạt động. Nói cách khác, những ngân hàng này không còn phải cho vay theo chỉ đạo. Ngoài ra, các ngân hàng còn tiến hành việc lành mạnh hoá bảng cân đối tài sản của mình bằng cách xử lý nợ khó đòi, cải cách việc quản lý nợ dựa trên đánh giá mức độ rủi ro; tăng cường khả năng tự giám sát nội bộ; tinh giảm biên chế... Bốn ngân hàng quốc doanh lớn nhất đã được chuyển đổi thành các ngân hàng đa năng và tạo thành nền tảng của hệ thống tài chính với 67% tài sản tiền gửi ngân hàng và 56% tổng tài sản tài chính. Hệ thống NHTM Trung Quốc là kênh thu hút vốn quan trọng nhất trên thị trường tài chính của nước này với việc thu hút gần 77% tiết kiệm tài chính hàng năm của các hộ gia đình trong thời kỳ 1998-2001. Tổng tiền gửi ngân hàng đạt mức kỷ lục 150% GDP năm 2001.

Bên cạnh việc cải tổ hệ thống ngân hàng trong nước, Trung Quốc ngày càng cho phép nhiều thể chế kinh doanh tiền tệ nước ngoài được thành lập ở nước này. Tính đến đầu năm 2000 đã có 544 đơn vị quản lý, kinh doanh vốn nước ngoài thành lập văn phòng ở Trung Quốc (trong đó có 277 ngân hàng với 9 ngân hàng được kinh doanh đồng Nhân dân tệ); 181 cơ quan bảo hiểm; 58 cơ quan CK; 9 cơ quan tín dụng; 6 công ty tài chính và 13 loại cơ quan khác. Các ngân hàng nước ngoài có số tài sản chiếm gần 3% tổng tài sản, 2% dư nợ và khoảng 0,1% tiền gửi.

❖ *Những mặt tích cực và hạn chế của các biện pháp điều tiết ở Trung Quốc*

▪ *Những tác động tích cực*

Những biện pháp điều tiết chặt chẽ sự di chuyển của dòng vốn FPI vào Trung Quốc đã giúp cho nước này ổn định được tình hình kinh tế vĩ mô, đảm bảo được sự độc lập của chính sách tiền tệ, trợ giúp cho quá trình tự do hoá nền kinh tế và bảo vệ hệ thống tài chính trong nước trước những tác động tiêu cực từ bên ngoài. Điều tiết đã khiến cho dòng vốn tư nhân nước ngoài vào Trung Quốc chủ yếu là vốn dài hạn, ổn định và ít có nguy cơ bị đảo ngược.

Việc kiểm soát chặt chẽ quá trình vay nợ nước ngoài cho phép Trung Quốc tránh được tình trạng nợ quá mức cũng như sự mất cân đối về cung cầu ngoại tệ giúp cho hệ thống tài chính nội địa hoạt động hiệu quả hơn. Trong khi đó, việc kiểm soát chặt chẽ dòng vốn FPI đã giúp cho nước này tránh được nguy cơ bong bóng của TTCK cũng như những tác động tiêu cực của đầu cơ quốc tế; việc phát hành hai loại

cổ phiếu khác nhau đã bảo đảm được sự ổn định của thị trường do tránh được rủi ro rút vốn (nhà ĐTNN muốn rút vốn phải tìm được nhà ĐTNN khác có nhu cầu về cổ phần mình đang nắm giữ) cũng như những tác động bất ổn của thị trường bên ngoài tới TTCK nội địa

Đồng thời, việc kiểm soát tỷ giá và ngoại hối cũng như kiểm soát các công cụ phái sinh hạn chế được nguy cơ đầu cơ đối với đồng nhân dân tệ và di trì được sự ổn định của tỷ giá. Tất cả những điều đó đã góp phần giúp cho Trung Quốc có được tốc độ tăng trưởng cao và ổn định trong suốt thập kỷ 1990 và trong những năm đầu của thế kỷ XXI.

▪ ***Những hạn chế***

Bên cạnh những tác động tích cực, các biện pháp điều tiết của Trung Quốc cũng chứa đựng một số hạn chế nhất định.

- Việc phân chia TTCK thành hai khu vực tách biệt nhau đã làm giảm tính thanh khoản của thị trường và khuyến khích các hình thức giao dịch phi chính thức (luồn lách và vi phạm luật). Nhận thức được điều này, Trung Quốc đã dần dần thực hiện các biện pháp thống nhất thị trường;

- Sự điều tiết chặt chẽ quá trình di chuyển của dòng vốn FPI đã không ngăn cản được tình trạng chảy vốn ra nước ngoài và hiện tượng “quay vòng vốn”, hiện tượng mà theo đó, vốn từ Trung Quốc chảy ra nước ngoài một cách không chính thức và quay trở lại Trung Quốc dưới dạng ĐTNN.

- Những biện pháp này đã khiến cho TTCK và hệ thống ngân hàng Trung Quốc chưa thể phát triển được theo chiều sâu, thậm chí cùng với những yếu tố khác (chính sách công nghiệp) đã làm tăng các khoản nợ xấu trong hệ thống ngân hàng;

- Chính sách kiểm soát ngoại hối chặt chẽ khiến cho đồng nhân dân tệ nằm trong tình trạng thấp giá gây ra tình trạng xung đột thương mại với các đối tác thương mại trên thế giới.

- Những biện pháp điều tiết của Trung Quốc còn tạo cơ hội cho việc tham nhũng và lạm dụng chức quyền.

PHỤ LỤC 05: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA TTCK VIỆT NAM KỂ TỪ KHI THÀNH LẬP VÀ ĐI VÀO HOẠT ĐỘNG

Vào tháng 7/2000, TTCK Việt Nam được thành lập và đi vào hoạt động đánh dấu một bước tiến và chuyển mình rất đáng khích lệ của nền kinh tế nước ta theo xu thế hội nhập quốc tế và xây dựng nền kinh tế Việt Nam theo cơ chế thị trường có sự quản lý của Nhà nước. Từ nay, hệ thống NHTM Việt Nam đã có thêm người bạn đồng hành trong việc huy động và hỗ trợ vốn trung dài hạn cho nền kinh tế. TTCK ra đời đã nói lên chủ trương đúng đắn của Chính phủ trong việc thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Qua 7 năm hoạt động, TTCK Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường phát triển nhanh nhất thế giới về vốn hóa thị trường. TTCK nước ta đã phát huy tích cực vai trò là một kênh huy động vốn trung dài hạn đáp ứng nhu cầu đầu tư cho nền kinh tế, là một trong những nhân tố thúc đẩy quá trình minh bạch hoá hoạt động của DN.

Trong thời gian mới đi vào hoạt động, do tình trạng mất cân đối cung - cầu nghiêm trọng nên TTCK Việt Nam đã trải qua một năm tăng trưởng với tốc độ chóng mặt, chỉ số VN-Index từ mức 100 điểm trong phiên giao dịch ngày 28/7/2000 đã tăng lên mức kỷ lục là 571,04 điểm trong phiên giao dịch ngày 26/5/2001. Từ thời điểm giữa năm 2001 cho đến tháng 10/2003, chỉ số VN-Index đã trải qua nhiều giai đoạn biến động mạnh theo chiều hướng giảm, mức thấp nhất là ngày 24/10/2003 khi chỉ số này giảm xuống còn 130,90 điểm. Tình hình thị trường năm 2005 đã dần đi vào ổn định nhất là khi có Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg ngày 29/9/2005 cho phép nhà ĐTNN được nâng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu niêm yết và chứng chỉ quỹ đầu tư từ 30% lên 49% làm cho thị trường giao dịch CK của các nhà ĐTNN sôi động hẳn lên. Cho đến cuối năm 2005, tổng số lượng CK giao dịch là 73,86 triệu tương ứng với 5.885,8 tỷ đồng, tăng gần gấp đôi so với năm 2004 và chiếm tỷ trọng khoảng 10% so với mức giao dịch của toàn thị trường. Bước sang năm 2006, TTCK đã bứt lên một tầm cao mới, chỉ số VN-Index tăng nhanh, đạt 751.77 điểm vào phiên giao dịch cuối cùng của năm (29/12/2006), tăng 144% so với 307.5 điểm của phiên cuối cùng năm 2005. Đặc biệt trong 6 tháng đầu năm 2007 TTCK Việt Nam đã có những bước tăng

trường vượt bậc, chỉ số VN-Index tăng lên mức kỷ lục mới với mức 1.170,67 điểm tại phiên giao dịch ngày 12/3/2007. Tính đến 31/05/2007 toàn thị trường đã có 193 cổ phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch (bao gồm cả sàn Hà Nội và TP.HCM) với tổng giá trị vốn hóa đạt trên 304.000 tỷ đồng, bằng hơn 31% GDP năm 2006. Ngoài ra, còn có khoảng 488 loại trái phiếu Chính phủ đã được huy động và niêm yết trên TTCK và hàng loạt chứng chỉ quỹ đầu tư cùng với 3.550 tỷ đồng trái phiếu của các ngân hàng, làm cho hàng hóa trên TTCK càng thêm phong phú. Ngoài việc thu hút ngày càng nhiều các công ty tham gia niêm yết và giao dịch, số lượng nhà đầu tư cũng tăng lên liên tục. Theo thống kê của UBCKNN, tính đến cuối tháng 6/2007, TTCK Việt Nam có 243.809 tài khoản giao dịch tăng 2,3 lần so với tháng 12/2006 (106.393 tài khoản). Trong đó, 242.624 tài khoản của nhà đầu tư cá nhân và 1.185 tài khoản nhà đầu tư có tổ chức. Số lượng các đơn vị liên quan trực tiếp đến TTCK cũng tăng mạnh như đã có hơn 55 CtyCK, 19 CtyQLQ và 61 tổ chức lưu ký hoạt động. Số lượng tài khoản của các nhà ĐTNN cũng đã đạt trên 5.000 tài khoản và có chiều hướng tăng từ nay đến cuối năm và hiện có khoảng 260 quỹ nhà ĐTNN đầu tư vào TTCK Việt Nam với tổng giá trị danh mục đầu tư ước tính khoảng 5 tỷ USD. Theo dự báo số lượng tài khoản sẽ tăng lên rất nhanh từ nay đến cuối năm, các nhà ĐTNN sở hữu 25-30% khối lượng niêm yết. Về công cụ đầu tư, hiện nay các sản phẩm trên TTCK đã được đa dạng, thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư cả trong và ngoài nước.

Với những quy định khá cởi mở, các nhà ĐTNN đã tham gia mạnh mẽ trong thời gian gần đây. Theo quy định, hiện nay nhà ĐTNN được phép nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu niêm yết. Đồng thời, các tổ chức kinh doanh CK nước ngoài được góp vốn và mua cổ phần thành lập liên doanh với tỷ lệ 49% vốn điều lệ. Các nhà ĐTNN được góp vốn tối đa 30% đối với các NHTM.

Nhiều giải pháp kỹ thuật mới cũng đã được đưa vào áp dụng như điều chỉnh biên độ, chia nhỏ lô giao dịch, đưa vào sử dụng loại lệnh mới là ATO, ... cho phép đa dạng hóa loại hình và phương thức giao dịch, đồng thời đã tạo được những tiền đề hết sức cơ bản trong việc chuẩn hóa các loại hình nghiệp vụ kỹ thuật của thị trường. Hệ thống giao dịch của TTGDCK ban đầu cho phép đấu lệnh 300.000 lệnh/phiên với thời hạn thanh toán giao dịch là 4 ngày (T+4), đến nay được nâng cấp với nhiều chức năng hỗ trợ cho quản lý giao dịch và đã thực hiện giảm thời gian thanh toán xuống 3 ngày (T+3). Đặc biệt vào ngày 30/7/2007 lần đầu tiên UBCKNN đã áp dụng phương thức khớp lệnh liên tục bên cạnh phương thức khớp lệnh từng lần. Qua

đó thể hiện sự lớn mạnh của thị trường còn khá non trẻ đồng thời nhằm hạn chế việc làm giá của các nhà đầu tư trong phương thức khớp lệnh từng lần.

Hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ của TTGDCK không ngừng được cải thiện, nâng cao và luôn đảm bảo quy trình thanh toán các giao dịch được diễn ra thông suốt và an toàn.

Ngày 08/8/2007, TTGDCK đã chính thức chuyển đổi thành SGDCK sẽ tách bạch chức năng quản lý nhà nước và chức năng điều hành thị trường, tạo điều kiện gắn kết với thị trường khu vực, thị trường thế giới.

Kết quả trên đây cho thấy hoạt động đấu giá cổ phần trên thị trường sơ cấp đã làm cho thị trường thứ cấp hoạt động sôi động hơn, đồng thời mở ra xu hướng cho các DN lựa chọn phương thức huy động vốn thông qua TTCK.

Cùng với sự phát triển của TTGDCK TP.HCM, ngày 8/3/2005 TTGDCK Hà Nội đã chính thức đi vào hoạt động. Việc ra đời của thị trường này đã góp phần hoàn chỉnh mô hình TTCK Việt Nam. Bên cạnh đó, các tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK cũng đã có sự phát triển về quy mô và chiều sâu, góp phần tích cực thúc đẩy tiến trình cổ phần hoá các DNNN. Đây là bước chuẩn bị quan trọng cho việc đầu tư với quy mô lớn hơn vào TTCK của các tổ chức tài chính. Bước phát triển nhanh và kết quả đạt được của TTCK trong thời gian qua bắt nguồn từ sự chỉ đạo sát sao và quyết liệt của Chính phủ và Bộ Tài chính trong việc ban hành và thực thi các chính sách tạo hàng hoá cho thị trường, thúc đẩy tiến trình cổ phần hoá DNNN, thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia vào TTCK Việt Nam.

Bảng 2.4: Tình hình niêm yết CK đến ngày 20/8/2007

Nội dung	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ	Trái phiếu
Tổng số CK niêm yết	521	112	2	407
Tỷ trọng (%)	100	21,5	0,38	78,12
Khối lượng niêm yết (ngàn CK)	2.486.310,90	1.833.264,03	100.000,00	553.046,87
Tỷ trọng(%)	100	73,73	4,02	22,24
Giá trị CK niêm yết (triệu VNĐ)	74.340.327,34	18.332.640,34	1.000.000,00	55.007.687,00
Tỷ trọng (%)	100	24,66	1,35	73,99

Nguồn : Phòng thông tin thị trường - TTGDCK TP. HCM

Dự kiến thời gian tới, số cổ phiếu niêm yết tại trung tâm được tăng lên rất nhiều do Chính phủ đã chủ trương đưa cổ phiếu của một số tổng công ty lớn, các NHTM quốc doanh cổ phần hoá và niêm yết trên thị trường.

Bên cạnh sự thành công, TTCK vẫn còn một số mặt hạn chế cần khắc phục như: chưa có nhiều DN lớn tham gia niêm yết, đặc biệt là các DN thuộc lĩnh vực nhạy cảm như Ngân hàng, Bảo hiểm; quy mô thị trường còn nhỏ; việc công bố thông tin của các CtyNY và hoạt động của CtyCK còn kém hiệu quả; trình độ công nghệ kỹ thuật của thị trường còn thấp, hệ thống giám sát chưa thật sự đồng bộ.