

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



**NGUYỄN THỊ NGỌC LOAN**

**KIỂM SOÁT VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP  
NƯỚC NGOÀI**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2008**

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Tính đến cuối năm 2007, cả nước có trên 9.500 dự án đầu tư nước ngoài được cấp giấy phép đầu tư với vốn đăng ký trên 98 tỷ USD. Cũng như các nước đang phát triển trên thế giới, Việt Nam cũng trải qua hai làn sóng nước ngoài đổ vào. Làn sóng thứ nhất khởi đầu từ những năm đầu của thời kỳ đổi mới, khi Quốc hội khoá VIII thông qua Luật đầu tư nước ngoài, tạo cơ sở pháp lý cho thu hút đầu tư nước ngoài, đạt đỉnh cao vào năm 1996, sau đó giảm dần vì chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á 1997 – 1998. Làn sóng thứ hai bắt đầu từ năm 2000, tăng mạnh vào năm 2006 và đặc biệt là năm 2007, khi vốn FDI đăng ký đạt kỷ lục ở mức 20,3 tỷ USD.

Ngoài vốn FDI, ODA, kiều hối, dòng vốn đầu tư gián tiếp (FPI) vào Việt Nam đã được cải thiện, số lượng và quy mô hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam tăng đáng kể.

Đây là nguồn vốn quan trọng có tác dụng tăng tổng lượng vốn cần thiết cho Việt Nam phát triển, trực tiếp thúc đẩy thị trường chứng khoán và tạo ra sự hấp dẫn cổ phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên tác động tiêu cực của nó tới nền kinh tế lại rất lớn, không chỉ dừng ở khả năng mua bán, sáp nhập, thôn tính doanh nghiệp, tăng hoạt động đầu cơ mà có thể gây đổ vỡ thị trường tài chính nếu nhà đầu tư đồng loạt rút vốn. Vì vậy Việt Nam cần đến những biện pháp để kiểm soát dòng vốn vào và ngăn ngừa sự đảo ngược của dòng vốn này.

### 2. Mục tiêu của đề tài

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài là nhằm phân tích thực trạng vốn đầu tư gián tiếp trong những năm qua trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trên cơ sở những tác động và hậu quả của dòng vốn này, đề tài sẽ đề xuất những giải pháp hoàn thiện hơn cho việc kiểm soát dòng vốn FPI trên TTCK Việt Nam.

### 3. Hệ thống phương pháp nghiên cứu

Đề tài sử dụng các phương pháp thống kê, kế thừa có chọn lọc đồng thời vận dụng cơ sở lý luận để tìm hiểu, phân tích và đánh giá thực trạng FPI cũng như những giải pháp thiết thực nhằm kiểm soát dòng vốn này trên TTCK Việt Nam thời kỳ hậu WTO.

#### **4. Kết cấu đề tài**

Đề tài gồm có 3 chương chính:

- **Chương 1:** Tổng quan về dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam
- **Chương 2:** Thực trạng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam
- **Chương 3:** Giải pháp kiểm soát dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán Việt Nam.

## **CHƯƠNG 1**

### **TỔNG QUAN VỀ DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **1.1. Đầu tư gián tiếp nước ngoài**

##### **1.1.1. Khái niệm**

Theo luật đầu tư năm 2005 của Việt Nam thì đầu tư gián tiếp nước ngoài là hình thức đầu tư thông qua việc mua cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu, các giấy tờ có giá khác; quỹ đầu tư chứng khoán hoặc thông qua các định chế tài chính trung gian khác mà nhà đầu tư không tham gia quản lý hoạt động đầu tư.

##### **1.1.2. Tầm quan trọng của vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài**

Đầu tư gián tiếp đã hình thành và phát triển từ lâu ở Mỹ và các nước Châu Âu, nơi có thị trường tài chính phát triển nhanh chóng và mạnh mẽ. Loại hình đầu tư này đã mở ra cho các doanh nghiệp cách thức tiếp cận với các nguồn vốn mới bên cạnh các nguồn vốn truyền thống, góp phần vào việc thúc đẩy kinh tế phát triển, đồng thời cũng thúc đẩy đầu tư trên thế giới phát triển theo một xu thế mới.

Khác với đầu tư trực tiếp nước ngoài là đóng góp cho ngành sản xuất công nghiệp, tăng kim ngạch xuất khẩu và tạo công ăn việc làm. Nhưng nguồn vốn này lại không tác động được tới các doanh nghiệp Việt Nam thì đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể giúp vốn cho các doanh nghiệp trong nước, giúp doanh nghiệp tăng trưởng và nâng cao năng lực cạnh tranh. Chính vì thế đầu tư gián tiếp nước ngoài rất quan trọng đối với các doanh nghiệp trong nước đang thiếu vốn. Ngoài việc tiếp cận được với các nguồn vốn mới, doanh nghiệp còn tiếp cận được với kỹ thuật sản xuất và điều hành tiên tiến để thúc đẩy sự phát triển kinh doanh. Do đó, các nguồn vốn gián tiếp có thể giúp các doanh nghiệp trong nước tăng trưởng nhanh, tiến tới việc hình thành các tập đoàn đa quốc gia mang thương hiệu Việt Nam trong tương lai.

Tại Việt Nam đã có khá nhiều công ty (do người Việt Nam nắm toàn bộ quyền chi phối về quản lý) thành công trong kinh doanh như Vinamilk, Bảo Minh, REE, Kinh

Đô, ACB, Sacombank... Các công ty này đều có sự tham gia đồng đảo của công chúng đầu tư trong nước cùng với đầu tư gián tiếp của các tổ chức tài chính nước ngoài.

Nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài ngày càng có ý nghĩa quan trọng trong sự phát triển của các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam. Nó thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế và doanh nghiệp. Để thu hút được nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thì phải có sự đổi mới trong bản thân nền kinh tế, đổi mới thể chế kinh tế, thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển. Các doanh nghiệp cũng cần phải cải tiến công nghệ, áp dụng các công nghệ hiện đại nhằm nâng cao năng suất lao động, sản lượng.

### **1.1.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài**

- Chịu ảnh hưởng bởi sự phát triển và độ mở cửa thị trường chứng khoán, chất lượng của các cổ phiếu, trái phiếu do doanh nghiệp và nhà nước phát hành, cũng như các chứng khoán có giá khác lưu thông trên thị trường tài chính; sự đa dạng và vận hành có hiệu quả của các định chế tài chính trung gian (trước hết là các quỹ đầu tư chứng khoán, công ty đầu tư tài chính các loại, các quỹ đầu tư đại chúng, quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ thành viên); sự phát triển và chất lượng của hệ thống thông tin và dịch vụ chứng khoán, trong đó có các tổ chức cung cấp dịch vụ tư vấn và dịch vụ định mức hệ số tín nhiệm doanh nghiệp và chứng khoán.

- Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài chịu ảnh hưởng bởi các nhân tố như bối cảnh quốc tế (hòa bình, ổn định vĩ mô, các quan hệ ngoại giao và môi trường pháp lý quốc tế thuận lợi); nhu cầu và khả năng đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài; mức độ tự do hoá và sức cạnh tranh (chủ yếu là ưu đãi tài chính và sự thân thiện, thuận tiện của quản lý nhà nước đối với nhà đầu tư) của môi trường đầu tư trong nước; sự phát triển của hệ thống tiền tệ và các dịch vụ hỗ trợ kinh doanh nói riêng, của các thể chế thị trường nói chung của nước tiếp nhận đầu tư...

### **1.1.4. Vai trò của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đối với sự phát triển thị trường chứng khoán**

Thị trường chứng khoán là nơi quan trọng thu hút vốn đầu tư nước ngoài được các nước trên thế giới ngày nay đặc biệt quan tâm. Tiền vốn của khu vực Đông Nam Á thông qua thị trường cổ phiếu chảy vào Hồng Kông. Tiền vốn các nước sản xuất dầu Trung Đông cũng thông qua thị trường chứng khoán chảy vào Nhật Bản. Không chỉ có các nước đang phát triển xem cổ phiếu là một biện pháp quan trọng thu hút vốn nước ngoài. Sau chiến tranh thế giới thứ hai, sự phát triển sản xuất quốc tế lớn và tiền vốn quốc tế hoá, thông qua thị trường quốc tế góp vốn đã trở thành con đường quan trọng lợi dụng vốn nước ngoài.

Ngày nay số lượng vốn tự do của nhiều nước đưa vào thị trường chứng khoán quốc tế với nhiều hình thức khác nhau, vì vậy trên TTCK có thể dung vốn nước ngoài với quy mô rất lớn.

Ví dụ: TTCK Mỹ chia thị trường thành hai cấp: thị trường cấp một và thị trường cấp hai. Thị trường cấp một là nơi phát hành chứng khoán, thị trường cấp hai là nơi lưu thông chứng khoán. Chia làm tám loại chứng khoán từ giao dịch TTCK: trái phiếu công ty; cổ phiếu phổ thông; cổ phiếu ưu tiên; chứng khoán có thể chuyển đổi; công trái chính phủ; chứng khoán có thể chấp; chứng khoán thị trường tiền tệ và cổ phiếu công ty đầu tư.

Các loại trái phiếu chính phủ Liên bang Mỹ cũng không giống nhau, nó gồm ba loại: một là Quốc khố, tức là công trái Chính phủ liên bang thời hạn một năm; hai là trái phiếu tài chính trung hạn, tức thời hạn trên một năm; ba là công trái dài hạn, tức là công trái chính phủ Mỹ phát hành rất lớn.

TTCK tư bản có đặc điểm rõ rệt là phần mua bán tiền vốn lâu dài, có thể cung cấp vốn trung hạn và dài hạn. Như TTCK NewYork là một trong những thị trường tiền vốn lớn nhất thế giới, nghiệp vụ chủ yếu là vay và cho vay tiền vốn dài hạn và trung hạn. Ngân hàng thương nghiệp, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư và các quỹ khác là những người cung cấp vốn dài hạn trên TTCK NewYork. Người vay vốn chủ yếu là những công ty lớn. Họ phát hành trái phiếu công ty góp vốn, hạn ngạch chiếm trên 50% vốn

thị trường. Ngoài ra chính phủ liên bang cũng thông qua phát hành quốc khố trung hạn và dài hạn để thu hút vốn.

### **1.1.5. Dòng vốn đầu tư gián tiếp tạo nên “chiều sâu tài chính”.**

Trong tác phẩm “ The Order of Economic Liberalization Financial Control in the Transition to a Market Economy”, Mc Kinnon đã đề cập nhiều đến thuật ngữ “chiều sâu tài chính”. Trong đó Mc Kinnon chứng minh rằng quá trình tự do hóa tài chính và việc áp dụng lãi suất thực dương là nguyên nhân dẫn đến chiều sâu tài chính.

Phát triển tài chính theo chiều sâu là sự gia tăng giá trị các tài sản tài chính so với tổng sản phẩm nội địa. Các thước đo độ sâu tài chính là:  $M2/GDP$ ,  $M3/GDP$

Như vậy để phát triển tài chính theo chiều sâu, cần phải gia tăng các tài sản: tiền gửi, tiền vay, phiếu nợ ngắn hạn, trái phiếu, cổ phiếu, bảo hiểm, tài sản hưu.. Mà dòng vốn FPI chính là dòng vốn quan trọng góp phần làm cho TTCK Việt Nam phát triển, làm tăng lượng vốn đầu tư vào TTCK, tạo tiền đề cho việc tăng tích lũy vốn đưa đến một nền kinh tế tăng trưởng.

### **1.1.6. Tác động của dòng vốn FPI đến sự phát triển nền kinh tế**

Kể 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. FPI đã được quan tâm và có tầm quan trọng không kém dòng vốn FDI. Việc thu hút ngày càng nhiều dòng vốn này đã mang lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế.

- 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 hóa rủi ro: FPI 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 giúp các nhà ĐTNN có cơ hội chia sẻ rủi ro của mình với các nhà đầu tư nội địa. FPI làm cho thị trường vốn nội địa có tính thanh khoản cao hơn và kéo theo việc đa dạng hóa rủi ro trở nên dễ dàng hơn. Kết quả là nguồn vốn trở nên dồi dào hơn và chi phí sử dụng vốn thấp hơn đối với các doanh nghiệp.

- Thứ hai, FPI thúc đẩy sự phát triển tài chính thông qua nhiều kênh, có thể kể đến như sau:

. Khi thị trường có tính thanh khoản cao hơn, sâu rộng hơn thì một loạt các dự án đầu tư khác nhau sẽ được tài trợ. Những công ty mới sẽ có cơ hội lớn hơn trong việc thu hút được nguồn 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 hoặc có thể bán chứng khoán đi rất nhanh khi họ cần đến nguồn tiết kiệm. Như vậy, những thị trường có tính thanh khoản cao sẽ thu hút được nguồn vốn đầu tư dài hạn 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. Khi các công ty cạnh tranh với nhau về nguồn tài trợ, thị trường vốn sẽ cung ứng cho những công ty hoạt động kinh doanh khả thi hơn. Cổ phiếu sẽ ngày càng phản ánh giá trị thực của công ty và điều này sẽ thúc đẩy phân bổ vốn một cách hiệu quả.

. FPI làm tăng cường tính kỷ luật đối với các thị trường vốn nội địa. Vì các nhà đầu tư sẽ tìm kiếm nhiều cơ hội đầu tư mới hay sắp xuất hiện. Khiến cho các công ty cạnh tranh nhau về nguồn tài trợ, họ phải đối mặt với áp lực về nhau 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. Các nhà ĐTNN yêu cầu một mức độ công khai hóa 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.

. FPI thúc đẩy cải cách thể chế và nâng cao kỷ luật đối với các chính sách của Chính phủ.

Như vậy, 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. Vốn và các nguồn lực trong nền kinh tế được phân bổ tốt hơn, tạo cơ hội đa dạng hóa danh mục đầu tư,



cải thiện khả năng quản lý rủi ro, thúc đẩy gia tăng tiết kiệm quốc gia, kết quả là nền kinh tế tăng trưởng bền vững hơn.

- Thứ ba, sự 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: Việc tiếp cận ổn định thị trường vốn quốc tế lại phụ thuộc vào đánh giá tích cực của nhà đầu tư với tính thanh khoản của các chứng khoán. Nếu giá cả chứng khoán 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 những cú sốc từ bên trong cũng như bên ngoài nền kinh tế.

- Thứ năm, FPI làm giảm tính độc lập của chính sách tiền tệ và tỷ giá: bởi vì cùng với quá trình tự do hóa tài khoản vốn, NHTW 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 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. Lợi ích và rủi ro gắn liền với dòng vốn gián tiếp**

### **1.2.1. Lợi ích của FPI**

Khác với nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đóng vai trò trực tiếp thúc đẩy sản xuất thì đầu tư gián tiếp lại có tác dụng kích thích sự phát triển của thị trường tài chính, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn, nâng cao vai trò quản lý và có tác dụng thúc đẩy lành mạnh hoá các quan hệ kinh tế, từ đó thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế, đặc biệt là ở những nước đang phát triển.

Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài mang đến nhiều lợi ích thể hiện trên các mặt sau:

*Thứ nhất*, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đổ vào thị trường tài chính thông qua việc mua bán các loại chứng khoán trên thị trường chứng khoán và làm các

loại chứng khoán được niêm yết có tính thanh khoản cao hơn, thị trường năng động hơn và quy mô của thị trường qua đó cũng mở rộng hơn. Một thị trường chứng khoán năng động cũng đồng nghĩa với một nền kinh tế lành mạnh và các doanh nghiệp khi đó sẽ dễ dàng tiếp cận được với những nguồn vốn nhàn rỗi hơn.

*Thứ hai*, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài dùng để đầu tư vào các doanh nghiệp cổ phần thông qua các quỹ đầu tư tạo điều kiện cho các doanh nghiệp này tăng cường khả năng về vốn hoạt động mà không phải ngân hàng nào cũng có thể đáp ứng được. Trong bối cảnh của nước ta hiện nay, đa số là các doanh nghiệp vừa và nhỏ mà thị trường thì lại rộng lớn nên các doanh nghiệp này rất cần đến những số vốn thực sự lớn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Bên cạnh đó, những công ty cổ phần trong giai đoạn đầu của sự phát triển rất cần đến nguồn vốn đầu tư từ các quỹ đầu tư mạo hiểm để gia tăng nguồn vốn cổ phần của mình. Thu hút được càng nhiều những luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài sẽ càng tạo điều kiện thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp trong nước.

*Thứ ba*, hầu hết vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đổ vào các doanh nghiệp trong nước. Những nhà đầu tư nước ngoài bỏ vốn đầu tư vào công ty cổ phần không phải là họ muốn làm chủ công ty mà họ chỉ muốn góp tiếng nói trong hội đồng quản trị, đại hội cổ đông... để việc quản lý công ty được tốt hơn. Lợi ích lớn nhất của các vấn đề này là các công ty này không những được tiếp cận với những nguồn vốn lớn mà còn học hỏi được những kinh nghiệm quản lý tiên tiến trên thế giới cũng như tiếp cận được với những công nghệ sản xuất hiện đại.

*Thứ tư*, để thu hút được nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thì phải xây dựng một nền kinh tế dân chủ, coi trọng sự phát triển của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, phá bỏ quyền lực của những doanh nghiệp thống lĩnh thị trường, chống câu kết chính trị - kinh doanh. Khi thực hiện được những vấn đề nêu trên thì mới tạo được sự tin tưởng nơi những nhà đầu tư và họ sẽ bỏ vốn để đầu tư mà không phải hồi hộp, lo sợ và tránh được những sự tháo chạy hàng loạt. Bên cạnh đó nền kinh tế trong nước sẽ mạnh

hơn do các quan hệ kinh tế lành mạnh, minh bạch sẽ lại là một tiền đề mới để thu hút thêm vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài

Tuy nhiên bên cạnh những vai trò tích cực của mình thì không phải không có những tác động tiêu cực của nhà đầu tư nước ngoài đối với thị trường chứng khoán.

### **1.2.2. Rủi ro của FPI**

Bên cạnh những lợi ích to lớn từ đầu tư gián tiếp nước ngoài mang lại thì nguồn vốn này cũng tiềm ẩn rất nhiều nguy cơ rủi ro khác nhau. Cuộc khủng hoảng tài chính trong khu vực năm 1997 xuất phát từ cuộc tháo chạy của những luồng vốn gián tiếp trên thị trường tài chính. Niềm tin sụp đổ nên đã kéo theo hàng loạt thị trường tài chính các nước lâm vào cảnh khốn cùng. Ngân hàng Trung ương của các nước trong khu vực không can thiệp được một cách có hiệu quả nên càng làm cho tình hình nghiêm trọng thêm. Đây là một rủi ro có hệ thống và không phải lúc nào cũng có thể xảy ra.

Với tiềm lực tài chính mạnh mẽ của mình, các quỹ đầu tư tài chính trên khắp thế giới không gặp khó khăn nào trong việc khống chế thị trường tài chính của các nước đang phát triển. Đối với Việt Nam, các quỹ đầu tư nước ngoài được phép sở hữu đến 49% cổ phần của doanh nghiệp trong nước nên chưa thể khống chế hoàn toàn. Nhưng với xu thế mở cửa ngày càng mạnh mẽ và để tăng cường thu hút vốn đầu tư nước ngoài thì sớm hay muộn chúng ta cũng phải bãi bỏ giới hạn này và nếu không có những biện pháp kịp thời ngay từ bây giờ thì có thể sẽ có rất nhiều các doanh nghiệp bị thôn tính hoàn toàn.

Bên cạnh việc tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trong nước phát triển thì một lượng lớn ngoại tệ đổ vào trong nước có thể dẫn đến tình trạng thừa ngoại tệ và gây sức ép tăng giá lên đồng nội tệ. Chính vì vậy, việc Ngân hàng nhà nước phải tính toán và có những quy định hợp lý trong việc quản lý ngoại hối là rất cần thiết. Dự trữ ngoại tệ cũng là một vấn đề rất quan trọng trong vấn đề mở cửa thị trường tài chính. Nếu lượng dự trữ ngoại tệ không đủ và có bất ổn trong nền kinh tế thì đó cũng chính là những khởi đầu kích thích cho một cuộc khủng hoảng tài chính toàn diện. Để đối phó với việc

tăng giá của đồng nội tệ thì nhà nước phải phát hành trái phiếu nhằm ổn định thị trường tiền tệ trong nước.

Đa số các nhà đầu tư nước ngoài 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 chứng khoán 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 chứng khoán có thể lên hoặc xuống một cách đột ngột.

Con số chứng khoán 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 thị trường chứng khoán đã kích thích nhu cầu đầu tư và sự tăng trưởng, theo đó có thể gia tăng lạm phát. Khi giá chứng khoán có xu hướng giảm, một trong những phản ứng dây chuyền của thị trường là một sự rút vốn ồ ạt của các nhà đầu tư nước ngoài càng làm sụt giảm nghiêm trọng làm giá cả trên thị trường chứng khoán giảm mạnh. Đối tượng bị ảnh hưởng trước tiên là các cổ đông trong nước, theo đó các rủi ro trong kinh doanh 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 tỷ giá hối đoái, đặc biệt khi các nhà đầu tư nước ngoài phải thực hiện việc 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 các 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.

Tuy những rủi ro có thể xuất hiện bất cứ lúc nào nhưng không vì thế mà ta bỏ qua hình thức đầu tư này. Vấn đề chính là ở chỗ chúng ta đánh giá đúng tầm quan

trọng của luồng vốn này để tận dụng những ưu thế của nó trong việc phát triển nền kinh tế quốc gia.

### 1.3. Kiểm soát vốn

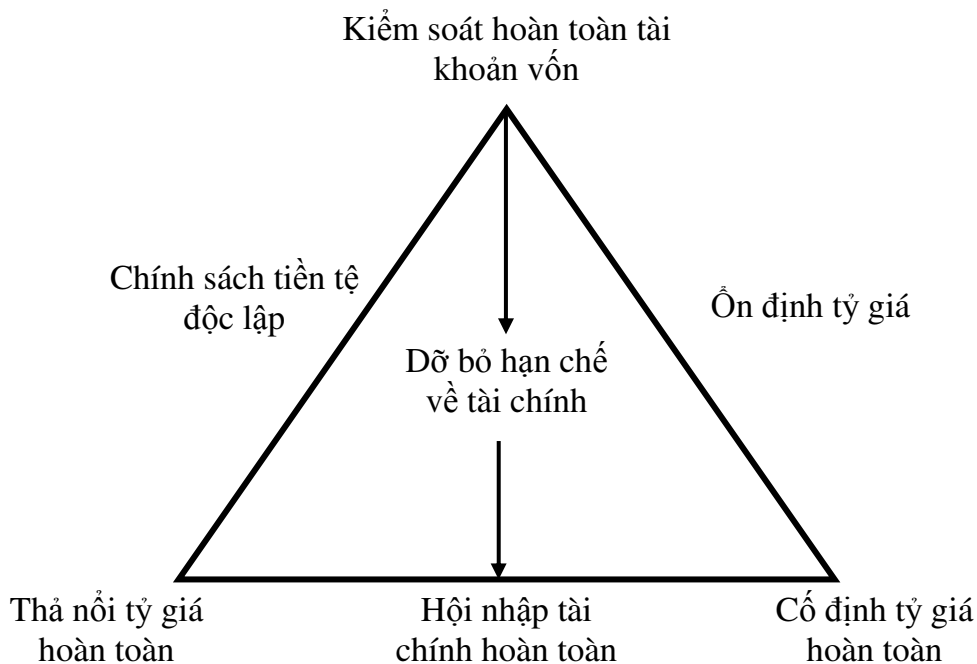
#### 1.3.1. Khái niệm

Kiểm soát vốn là biện pháp can thiệp của chính phủ dưới nhiều hình thức khác nhau, để tác động (hạn chế) lên dòng vốn nước ngoài chảy vào và chảy ra khỏi một quốc gia nhằm đạt mục tiêu nhất định của chính phủ

#### 1.3.2. Các phương pháp kiểm soát

Sự tăng vọt phi thường của các luồng tài chính toàn cầu là đặc trưng nổi bật nhất của tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn cuối của thế kỷ XX. Sự gia tăng luồng tài chính đã đi liền với sự gia tăng tính bất ổn của nền kinh tế. Kết quả là dẫn đến hàng loạt các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra ở Châu Á, Nga, Châu Mỹ la tinh. Do đó nổi lên yêu cầu là chính phủ các nước cần thiết phải kiểm soát các dòng vốn quốc tế vào và ra khỏi quốc gia mình...

#### *Mục tiêu kiểm soát vốn và lý thuyết “Bộ 3 bất khả thi”*



Lý thuyết bộ ba bất khả thi (The Impossible Trinity (hay Inconsistent Trinity hay Triangle of Impossibility)) là một chính sách kinh tế quốc tế. Lý thuyết phát biểu rằng: một quốc gia không thể đồng thời thực hiện cùng một lúc 3 mục tiêu chính sách vĩ mô:

- Ổn định tỷ giá
- Tự do hóa dòng vốn
- Chính sách tiền tệ độc lập

Không thể có đồng thời tất cả: một quốc gia chỉ có thể chọn tối đa 2 trong 3. Nó có thể chọn một chính sách ổn định tỷ giá nhưng phải hi sinh tự do hóa dòng vốn tức là tiếp tục kiểm soát vốn (giống như Trung Quốc ngày nay), nó có thể chọn một chính sách tự do hóa dòng vốn nhưng vẫn tự chủ về tiền tệ, song phải để tỷ giá thả nổi (giống như Anh hoặc Canada), hoặc nó có thể chọn kiểm soát vốn và ổn định chính sách tiền tệ, nhưng phải thả nổi lãi suất để chống lạm phát hoặc suy thoái (giống như Argentina hoặc hầu hết Châu Âu).

Đây là mô hình lý thuyết rất phổ biến, gọi là mô hình Mundell- Fleming được Robert Mundell và Marcus Fleming phát triển trong những năm 1960. Và vào những năm 1980 khi vấn đề kiểm soát vốn bị thất bại ở nhiều quốc gia cùng với mâu thuẫn giữa việc neo giữ tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập ngày càng rõ ràng thì Lý thuyết bộ ba bất khả thi đã trở thành nền tảng cho kinh tế học vĩ mô của nền kinh tế mở.

Với một chính sách ổn định tỷ giá hoàn hảo, với một tài khoản vốn mở (không bị kiểm soát) hoàn hảo, nhưng một quốc gia vẫn hoàn toàn không thể tự chủ chính sách tiền tệ. Những ví dụ lặp lại trên thế giới cho thấy ở những nơi và thời điểm mà tài khoản vốn bắt đầu được tự do, thì cùng lúc xuất hiện một chính sách tỷ giá cứng nhắc hơn và sự tự chủ về chính sách tiền tệ cũng giảm đi.

Song song với sự phát triển thương mại và dịch vụ trong thế giới hiện đại, kiểm soát vốn rất dễ bị lãng quên. Thêm nữa, vấn đề kiểm soát vốn còn thể hiện những thay đổi của quốc gia không đúng thực tế. Do vậy rất khó để một quốc gia có được một hệ

thống kiểm soát vốn thật sự hiệu quả. Lý thuyết bộ ba bất khả thi khẳng định rằng: trong điều kiện ngày nay, một quốc gia phải lựa chọn giữa việc giảm thiểu sự thay đổi tỷ giá hoặc điều hành một chính sách tiền tệ độc lập ổn định. Nó không thể có đồng thời cả hai.

### *Các phương thức kiểm soát vốn*

#### **1.3.2.1. Kiểm soát vốn trực tiếp**

Là việc hạn chế những giao dịch vốn, những khoản thanh toán liên quan đến giao dịch vốn và việc chuyển giao ngân quỹ bằng những ngăn cấm triệt để, những hạn chế mang tính chất số lượng. Thông thường, loại kiểm soát này áp đặt những nghĩa vụ hành chính lên hệ thống ngân hàng để kiểm tra dòng vốn.

#### **1.3.2.2. Kiểm soát vốn gián tiếp**

Còn gọi là kiểm soát vốn dựa trên cơ sở thị trường, là việc hạn chế những biến động của dòng vốn và những giao dịch khác làm cho chúng phải tốn kém nhiều chi phí hơn mới thực hiện được, từ đó hạn chế (không phải ngăn cấm) các giao dịch này.

#### **1.3.3. Tác động và hậu quả của kiểm soát vốn**

Có nhiều quan điểm làm tưởng rằng nếu như áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn gián tiếp thì sẽ không phải trả giá. Trên thực tế, đã gọi là kiểm soát vốn thì cho dù là áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn như thế nào cũng phải trả một giá nhất định. Cái giá chung nhất chính là sẽ làm chậm lại các cơ hội thu hút vốn đầu tư khi mà các quốc gia ngày càng cạnh tranh quyết liệt để thu hút dòng vốn toàn cầu. Đi vào từng lĩnh vực cụ thể thì kiểm soát vốn sẽ có những tác động nhất định.

- *Thứ nhất*, kiểm soát vốn nếu không khéo sẽ mâu thuẫn với pháp lệnh ngoại hối mới vừa ban hành vào tháng 12 năm 2005, mà tinh thần chung là tự do hoá các giao dịch ngoại hối.

- *Thứ hai*, kiểm soát vốn làm chi phí giao dịch vốn (tính trên tổng quy mô dòng vốn) tăng cao và sẽ làm cho dòng vốn chuyển hướng sang các quốc gia khác.

- Thứ ba, những cái giá phải trả như trên, đến lượt nó, có khả năng làm cho thị trường chứng khoán nước ta vốn đang ở vào giai đoạn khởi sắc có khả năng bị chững lại, mà một khi TTCK rơi vào cảnh tiêu điều như năm 2001 thì lấy lại niềm tin từ các nhà đầu tư một lần nữa là vô cùng khó khăn.

Vì sự phát triển ổn định và lành mạnh của hệ thống tài chính, kiểm soát vốn là cần thiết, tuy nhiên các biện pháp cần phải theo nguyên tắc bất hồi tố, rõ ràng và có thể dự đoán được.

#### **1.4. Kinh nghiệm kiểm soát vốn của các nước**

Khả năng kiểm soát thị trường chứng khoán Việt Nam của cơ quan quản lý chưa tốt, vì vậy, học hỏi kinh nghiệm trong phát triển năng lực quản lý, kiểm soát thị trường; thực hiện phòng ngừa khủng hoảng cho TTCK và bài học kiểm soát vốn của các nước là rất hữu ích cho TTCK Việt Nam

##### **1.4.1. Kinh nghiệm trong phát triển năng lực kiểm soát thị trường, thực hiện phòng ngừa khủng hoảng cho TTCK**

Lĩnh vực này được các chuyên gia Pháp và Trung Quốc chia sẻ như sau: Ông Bruno Gizard, Phó tổng thư ký Cơ quan Quản lý các thị trường tài chính (AMF) cho biết, một trong những hành vi lũng đoạn thị trường được gây ra bởi chính các Công ty Chứng khoán, vì họ vừa tham gia với vai trò là trung gian tài chính, vừa tham gia với vai trò là nhà đầu tư. Theo kinh nghiệm của Pháp, việc kiểm tra nghiêm ngặt mang tính chất định kỳ và thường xuyên sẽ làm cho tính răn đe hiệu quả hơn. Hiện nay, việc thanh tra, giám sát và xử phạt của Việt Nam, theo ông Bruno là mang nhiều tính hậu kiểm hơn là phòng ngừa và mức xử phạt vẫn còn thấp. Ở Pháp, các lệnh giao dịch được theo dõi hàng ngày và hệ thống phần mềm sẽ tự động nhận ra những lệnh giao dịch bất thường. Khi đó, cơ quan quản lý sẽ được quyền thẩm vấn bất kỳ đối tượng nào có liên quan, được nghe ghi âm điện thoại và theo dõi các cuộc gọi nếu nghi ngờ có sai phạm. Nếu phát hiện có sai phạm lớn từ Công ty Chứng khoán hay các tổ chức khác, Công ty Chứng khoán hoặc các tổ chức này có thể bị phạt 1.500 Euro, hoặc



gấp 10 lần số tiền thu được từ hành vi này. Còn đối với thể nhân, mức phạt bằng 1/3 so với tổ chức.

Do đặc thù các sàn giao dịch của Trung Quốc và Pháp khác Việt Nam, vì tại hai thị trường này (cũng như nhiều TTCK lớn khác trên thế giới), giao dịch của họ là giao dịch liên tục và không bị giới hạn về giá. Vì vậy, để hạn chế tác động tiêu cực từ việc tăng nóng một vài mã chứng khoán, hệ thống phần mềm của các sở giao dịch sẽ tự động ngừng giao dịch trong thời gian nhất định nếu giá có hiện tượng tăng mạnh.

#### **1.4.2. Kinh nghiệm kiểm soát vốn đầu tư nước ngoài**

Vì sao phải kiểm soát vốn?

Nhà đầu tư nước ngoài muốn đầu tư vào Việt Nam thì phải đem ngoại tệ đổi lấy nội tệ (VNĐ). Kết thúc quá trình kinh doanh, nhà đầu tư nước ngoài sẽ đem cả vốn lẫn lời đổi lấy ngoại tệ và đem về nước nếu muốn. Tuy nhiên, vấn đề sẽ không có gì đáng nói nếu không xảy ra cùng lúc các nhà đầu tư nước ngoài (thường là các nhà đầu tư ngắn hạn) đồng loạt đổi ngoại tệ mang về nước làm cho cầu ngoại tệ tăng đột biến gây áp lực lớn lên tỷ giá. Lịch sử thế giới đã chứng kiến nhiều cuộc khủng hoảng tiền tệ bắt nguồn từ những sự việc như vậy.

Tại Việt Nam, giữa tháng 2 năm 2007, các hãng tin nước ngoài như Bloomberg và AF trích nguồn tin từ Ngân hàng ANZ cho rằng Việt Nam đang chuẩn bị áp dụng biện pháp quản lý dòng vốn ra – vào tương tự như Thái Lan để giảm nhiệt thị trường chứng khoán. Tin này ngay lập tức khiến các nhà đầu tư lo lắng.

Gần đây nhất, dư luận lại xôn xao về dự thảo quy chế quản lý các quỹ đầu tư nước ngoài. Dư luận cũng phản ứng mạnh mẽ vì họ cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài sẽ không đáp ứng đủ điều kiện và như thế sẽ cản trở dòng vốn nước ngoài chảy vào kênh thị trường chứng khoán Việt Nam.

Qua đó có thể thấy vấn đề kiểm soát vốn đối với thị trường chứng khoán Việt Nam là một vấn đề hết sức nhạy cảm và cần được cân nhắc thận trọng.

Trước khi khẳng định nên hay không nên kiểm soát vốn ở Việt Nam, Nhìn ra các nước, kinh nghiệm quản lý dòng vốn gián tiếp nước ngoài có thể đem lại những bài học tham khảo cho Việt Nam:

\* Chilê và Colombia vào những năm 1990, Nga và Croatia năm 2004: đã áp dụng biện pháp có tên URR (tạm dịch: dự trữ bắt buộc). Nhà ĐTNN khi đầu tư vào những nước này phải trích một tỷ lệ dự trữ nào đó từ vốn đầu tư. Liều lượng của mỗi nước khác nhau và thường biện pháp này chỉ được áp dụng trong một số thời điểm nhất định, ngay sau đó được dỡ bỏ. URR được nhấn mạnh ở những khía cạnh, liệu pháp này được áp dụng ở những nước muốn nắm bắt được dòng vốn nước ngoài, chứ không phải kiểm soát, đây cũng không phải can thiệp hành chính và áp dụng như vậy cũng được coi như một giải pháp đánh thuế nhưng không gây sốc với nhà đầu tư.

Tác động tiêu cực của URR có thể xảy ra như giảm vốn đầu tư gián tiếp trong ngắn hạn, không hiệu quả nếu áp dụng lâu dài, tác động đến lãi suất trong nước và ảnh hưởng tới nhiều doanh nghiệp nhỏ và vừa vốn dựa chủ yếu vào vốn vay ngân hàng. Tuy nhiên, ngay cả ở Chilê, nước áp dụng khá thành công, thì tác dụng của nó cũng gây nhiều tranh cãi.

\* Thái Lan: tháng 12/2006, Thái Lan yêu cầu các nhà ĐTNN trích 30% vốn gửi tại Ngân hàng Trung ương. Nếu nhà đầu tư muốn rút trước hạn quy định, chỉ được giải ngân tối đa 2/3 khoản tiền bị giữ lại đồng thời bị phạt 10% tổng số tiền gửi ban đầu. Các biện pháp này đưa ra nhằm chặn đà tăng giá của đồng Baht so với đô la Mỹ. Tuy nhiên, ngay trong ngày đầu tiên quy định kiểm soát tiền tệ có hiệu lực, giá cổ phiếu giảm mạnh, khiến cho các nhà đầu tư nước ngoài tháo chạy hoảng loạn, TTCK Thái Lan rơi vào khủng hoảng, buộc Chính phủ nước này phải tuyên bố bãi bỏ chính sách trên.

\* Malaysia: Là một trong những nước bị ảnh hưởng nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính trong những năm 1997 – 1998, nhưng Malaysia kiên quyết khước từ “liệu pháp IMF”, thực thi một chế độ kiểm soát gắt gao việc chảy máu ngoại

tệ - Một biện pháp mà lúc đó nhiều nhà kinh tế cho rằng sẽ làm mất lòng tin của các nhà đầu tư và hậu quả sẽ kéo theo Malaysia lún sâu hơn vào khủng hoảng và suy thoái. Trước tình hình đó, một Ủy ban đặc biệt với sự chủ trì trực tiếp của Thủ tướng đã được thành lập và làm việc ngày đêm theo kiểu thời chiến để đối phó với khủng hoảng. Kết quả thật bất ngờ, Malaysia vững vàng vượt qua được sóng gió mà không cần đến bất cứ sự viện trợ nào của các tổ chức tiền tệ quốc tế.

\* Trung Quốc, Ấn Độ lại có ứng xử khác, đó là nhắm đến các nhóm nhà đầu tư khác nhau, tạo ra thị trường riêng cho NĐT nội và NĐT ngoại. Phương thức này cho phép họ dễ dàng nắm bắt được những ai đang đầu tư, hơn là dòng vốn luân chuyển ra sao.

Các nhà nghiên cứu tài chính cũng tiến hành khảo sát tại 55 quốc gia trong khoảng thời gian từ năm 1985 - 1992 và chỉ ra rằng, kiểm soát vốn gián tiếp chỉ có tác dụng ở những nước phát triển và những nền kinh tế mới nổi, thay vì kiểm soát, nên tạo cơ hội hiệu quả cho dòng vốn đó phát huy.

Do vậy, vấn đề kiểm soát vốn hay không là một bài toán không hề đơn giản. Và nếu kiểm soát vốn thì phải thực hiện như thế nào cũng là một bài toán nan giải đối với các nhà hoạch định chính sách.

#### **1.4.3. Bài học cho kiểm soát vốn Việt Nam:**

Hiện nay có rất nhiều quan điểm về vấn đề nên hay không nên kiểm soát vốn. Phía đại diện cho lợi ích các nhà đầu tư nước ngoài thì cho rằng: Việt Nam đã gia nhập WTO thì cần phải theo thông lệ chung của thế giới, phải tự do hoá dòng vốn, phải để thị trường tự điều tiết, bất cứ sự can thiệp nào từ phía nhà nước cũng là không tốt – Quan điểm này ủng hộ tự do hoá dòng vốn. Ngược lại, đại diện cho quan điểm Chính phủ Việt Nam thì cho rằng: cần thiết phải kiểm soát vốn để ổn định thị trường, đưa thị trường phát triển lành mạnh, tránh những cú sốc từ các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn ồ ạt, gây náo loạn thị trường và gây khủng hoảng nền kinh tế. Và cho đến thời điểm này thì Chính phủ Việt Nam vẫn chưa thực hiện quản lý vốn đầu tư nước ngoài vào thị

trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên chỉ khi thị trường vốn và các định chế tài chính hội đủ những điều kiện cần thiết thì tự do hoá vốn mới mang lại những hiệu ứng tích cực. Theo IMF, những điều kiện nên được cân nhắc là:

- Trình độ quản trị công ty
- Chính sách tỷ giá
- Mức độ mở cửa hội nhập
- Việc điều hành chính sách vĩ mô
- Tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

Không một quốc gia nào ở Châu Á phát triển thị trường vốn mà không có biện pháp để kiểm soát dòng vốn. Do đó nếu Việt Nam không đưa ra những biện pháp kiểm soát sẽ là một ngoại lệ trong khu vực. Vấn đề còn lại là thực hiện việc kiểm soát như thế nào để không gây sốc cho các nhà đầu tư và thị trường. Làm sao để thị trường chứng khoán phát triển nhanh, lành mạnh và bền vững, đảm bảo lợi ích của các nhà đầu tư trong nước và ngoài nước là những vấn đề nên được cân nhắc cẩn thận. Có rất nhiều gợi ý về biện pháp kiểm soát vốn được đưa ra cho Chính phủ như: tập trung cho những biện pháp mang tính kinh tế, đồng thời cần thúc đẩy để đồng tiền Việt Nam được tự do chuyển đổi, tạo điều kiện cho nhà đầu tư nước ngoài rút vốn. Tuy nhiên, bài học rút ra cho quá trình kiểm soát vốn Việt Nam cần được các nhà thực hiện chính sách lưu tâm theo những định hướng sau đây:

- TTCK là một thị trường rất nhạy cảm với thông tin, vì thế Chính phủ nên có sự trao đổi trước, đối thoại với thị trường, tránh đưa ra những chính sách mà chưa có sự đối thoại sẽ khiến các nhà đầu tư bị sốc, tác động không hay đến thị trường.

- Khi đưa ra chính sách nên áp dụng chính sách “bắt hồi tố” để quản lý. Nghĩa là chỉ tác động đến những luồng vốn nước ngoài vào thị trường từ sau thời điểm ban hành chính sách, để yên cho nguồn vốn nước ngoài hiện nay. Như vậy sẽ giảm ảnh hưởng tiêu cực của thị trường trước những biện pháp kiểm soát vốn của Chính phủ.

- Các biện pháp phải được tiến hành theo lộ trình thích hợp, đảm bảo ổn định vĩ mô nền kinh tế, phát triển kinh tế với tốc độ cao và bền vững; những biện pháp kiểm soát gián tiếp sẽ tốt hơn những biện pháp quản lý trực tiếp.

- Kiểm soát vốn phải được coi là phương tiện, là khâu đột phá và được tiến hành trước một bước trong tiến trình đổi mới cơ chế quản lý kinh tế.

- Phải chịu sự kiểm tra, giám sát chặt chẽ nhằm đảm bảo an ninh tiền tệ quốc gia.

- Và phải được tiến hành cùng với việc tự do hoá kinh tế và thương mại.

## **Kết luận chương 1**

Nội dung chính của chương 1 đã nêu lên được cơ sở lý luận về dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài. Bên cạnh đó cho thấy được tầm quan trọng cũng như tính hai mặt của nguồn vốn này đối với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời nhấn mạnh được tác động và hậu quả của việc kiểm soát vốn trong thời điểm hiện nay - thời điểm hậu gia nhập WTO, khi dòng vốn ngoại đang có xu hướng ồ ạt đổ vào thị trường chứng khoán. Đây chính là nền tảng để nghiên cứu và phát triển mục tiêu chính của đề tài là “kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp thông qua thị trường chứng khoán Việt Nam” theo mục tiêu chiến lược dài hạn.

## CHƯƠNG 2

### THỰC TRẠNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

#### **2.1. Toàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm qua**

Thị trường chứng khoán là phong vũ biểu của nền kinh tế mỗi nước. Tình hình sôi động của thị trường chứng khoán ở Việt Nam, thời gian qua đã phản ánh hiện tượng kinh tế tốt lành. Sự phát triển của TTCK một cách ổn định là tác nhân quan trọng không chỉ cho sự phát triển của thị trường tài chính nói riêng mà đối với cả nền kinh tế nói chung.

Việc buôn bán cổ phiếu ở Việt Nam đã diễn ra sôi động kể từ sau khi các doanh nghiệp thực hiện cổ phần hoá, nhưng thị trường chứng khoán (TTCK) nước ta mới chính thức hoạt động từ năm 2000, kể từ khi ra đời Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ngày 28-7-2000. Khi đó mới có một vài cổ phiếu được giao dịch với tổng số vốn 27 tỉ đồng và 6 công ty chứng khoán thành viên. Hơn 6 năm đầu, mức vốn hoá của thị trường mới chỉ tăng lên 0,5 tỉ USD. Vài năm gần đây mức vốn hóa của thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng đột biến, tháng 12-2006 đạt 13,8 tỉ USD (chiếm 22,7% GDP) và đến cuối tháng 4- 2007, đạt 24,4 tỉ USD (chiếm 38% GDP), tăng hơn 14 lần so với năm 2000, và nếu tính cả trái phiếu thì đạt mức 46% GDP. Theo thống kê năm 2007, tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường Việt Nam chiếm 43,7% GDP, so với 1,2% năm 2005. Theo dự báo năm 2008, mức vốn hóa có thể lại đạt đến 40-50% GDP khi các cổ phiếu đã đấu giá IPO lên sàn niêm yết. Yếu tố này sẽ làm cho thị trường chứng khoán Việt Nam bước lên một tầm phát triển mới về quy mô cũng như chất lượng

Số lượng doanh nghiệp niêm yết tăng 70,4% so với năm 2000. Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam cũng có sự gia tăng đáng kể. Tính đến nay, các nhà đầu tư nước ngoài đã đổ vào khoảng 4 tỉ USD. Theo dự tính, quy mô của thị trường còn tiếp tục được mở rộng do các doanh nghiệp nhà nước đã cổ

phần hoá sẽ tiếp tục niêm yết vào năm 2007-2008 trong đó có Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng Công thương Việt Nam, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển, Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam với số vốn lên tới hàng ngàn tỉ đồng.

Chỉ số VN-Index cũng đã chứng minh sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường. Nếu trong phiên giao dịch đầu tiên ngày 28-7- 2000, VN-Index ở mức 100 điểm thì tháng 3 - 2007, chỉ số này đã đạt ở mức kỷ lục trên 1.170 điểm và sau một vài tháng giảm sút, hiện nay VN-Index đang dao động xung quanh ngưỡng 1.000 điểm (đến giữa tháng 5-2007 đã lên 1.060 điểm), tăng hơn 10 lần so với năm 2000. Đặc biệt, số lượng các nhà đầu tư mới tham gia thị trường ngày càng đông, tính đến cuối tháng 12- 2006, có trên 120.000 tài khoản giao dịch chứng khoán được mở, trong đó gần 2.000 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài. Số lượng các nhà đầu tư có tổ chức cũng tăng lên đáng kể, hiện có 35 quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam, trong đó 23 quỹ đầu tư nước ngoài và 12 quỹ đầu tư trong nước. Ngoài ra, còn có gần 50 tổ chức đầu tư theo hình thức uỷ thác qua công ty chứng khoán.

Hệ thống các tổ chức trung gian trên TTCK đã hình thành và phát triển nhanh chóng. Tính đến nay, trên thị trường có 55 công ty chứng khoán, tăng mạnh hàng năm, vốn điều lệ bình quân đạt 77 tỉ đồng/công ty. Ngoài ra, còn có sự tham gia của 18 công ty quản lý quỹ, 41 tổ chức tham gia hoạt động lưu ký chứng khoán, 6 ngân hàng lưu ký.

Sự ra đời của Luật Chứng khoán (có hiệu lực từ ngày 01-01-2007) đã tạo khung pháp lý cao cho TTCK phát triển góp phần thúc đẩy khả năng hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế của TTCK Việt Nam.

Những vấn đề liên quan đến TTCK, trong đó những quy định về đăng ký, lưu ký, công khai và minh bạch, giám sát và kiểm tra của các cơ quan chức năng quản lý hoạt động của TTCK từng bước được hoàn thiện. Đáng chú ý là Chính phủ đã chỉ đạo việc phối hợp giữa Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Ngân hàng Nhà nước trong



việc tăng cường kiểm soát TTCK ở nước ta, do đó thị trường này vẫn đang ổn định và phát triển khá mạnh.

Bảng 2.1: Kết quả giao dịch chứng khoán toàn thị trường

Năm	Số chứng khoán niêm yết	Khối lượng niêm yết	Giá trị niêm yết
Đến 31/12/2006	167	1.192.675.543	27.469.755.430.000
Đến 31/12/2007	281	2.165.124.543	84.197.284.170.000
Đến 30/06/2008	448	1.921.361.960	132.847.888.340.000

*Nguồn: HOSE*

Bảng 2.2: Thống kê giá trị giao dịch của NĐTNN tại sàn Tp.HCM từ năm 2000 đến 2008

*Đơn vị tính: VND*

	CỔ PHIẾU		CHỨNG CHỈ QUỸ		TRÁI PHIẾU	
	MUA	BÁN	MUA	BÁN	MUA	BÁN
2000	0	0	0	0	0	0
2001	12.099.650	2.364.900	0	0	0	0
2002	119.817.837	25.486.783	0	0	0	0
2003	79.882.558	5.851.884	0	0	20.057.200	0
2004	452.999.360	64.852.022	10.605.7 81	18.600	762.974.377	421.663.066
2005	425.999.360	144.510.684	50.513.9 10	14.021.62 1	2.562.543.89 0	2.668.499.53 2
2006	9.004.908.421	2.583.114.74 7	243.544. 227	133.630.5 46	7.703.208.12 4	6.950.220.94 6
2007	52.203.050.83 9	29.328.526.5 77	442.521. 090	397.993.2 48	13.970.492.6 43	13.404.895.1 99
6T200	11.503.789.77	5.458.792.65	31.079.6	24.889.14	12.142.935.4	10.165.695.9

8	4	7	79	9	18	02
---	---	---	----	---	----	----

*Nguồn : HOSE*

## **2.2. Thực trạng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam**

Thị trường chứng khoán Việt Nam được hình thành trong bối cảnh cải cách kinh tế toàn diện và xu hướng hội nhập. Trung tâm Giao dịch chứng khoán (TTGDCK) TP.HCM đã bắt đầu hoạt động từ tháng 7 năm 2000, ban đầu chỉ có hai cổ phiếu được đưa vào giao dịch. Tuy nhiên, từ năm 2000 đến nay thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua một số giai đoạn biến động chủ yếu. Và thành công lớn nhất của TTCK sau hơn 7 năm hoạt động là sự ổn định, chưa xảy ra khủng hoảng hay đổ vỡ nào, mà ngày càng thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài với vốn đầu tư lớn và cách đầu tư cũng chuyên nghiệp hơn khiến cho TTCK Việt Nam ngày càng sôi động và thực sự trở thành nơi thu hút nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Để có thể nhìn nhận rõ hơn về thực trạng của vốn FPI trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ tháng 07 năm 2000 đến nay, đề tài chia quá trình thành các giai đoạn nhỏ sau.

### **2.2.1. Giai đoạn từ ngày 28/07/2000 đến năm 2004: Sơ khởi**

TTGDCK TP.HCM bắt đầu hoạt động từ ngày 28 tháng 07 năm 2000 với hai cổ phiếu được đưa vào giao dịch là REE và SAM, tổng giá trị niêm yết là 270 tỷ đồng và 6 công ty niêm yết. Tuy nhiên đến năm 2004, chỉ trong vòng 4 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã thực sự trưởng thành ở thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp, đặc biệt là thành công trong lĩnh vực thu hút các NĐTNN tham gia đầu tư vào TTCK Việt Nam. Cụ thể, đến tháng 11 năm 2004, tổng giá trị chứng khoán niêm yết đạt hơn 20.000 tỷ đồng, trong đó cổ phiếu được niêm yết là 26 với tổng giá trị niêm yết đạt 1.319,44 tỷ đồng. Con số này chiếm tỷ lệ 6,6% trên tổng giá trị niêm yết của thị trường và có gần 18.600 tỷ đồng các loại trái phiếu chính phủ, trái phiếu ngân hàng đầu tư và phát triển, trái phiếu của Quỹ hỗ trợ phát triển, trái phiếu đô thị của Quỹ đầu tư phát triển đô thị

TP.HCM chiếm tỷ lệ 93% trên tổng giá trị niêm yết của thị trường và 300 tỷ đồng chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán VF1, chiếm 1.5% trên tổng giá trị niêm yết của thị trường. Điều này cho thấy hàng hoá trên TTCK Việt Nam ngày càng phong phú về chủng loại và số lượng.

Và tuy mới ở giai đoạn đầu khởi sắc, nhưng TTGDCK TPHCM cũng đã thu hút được rất nhiều NĐTNN tham gia, đặc biệt là trong năm 2002 và năm 2004 số lượng tài khoản giao dịch được mở tại các công ty chứng khoán tăng lên đáng kể.

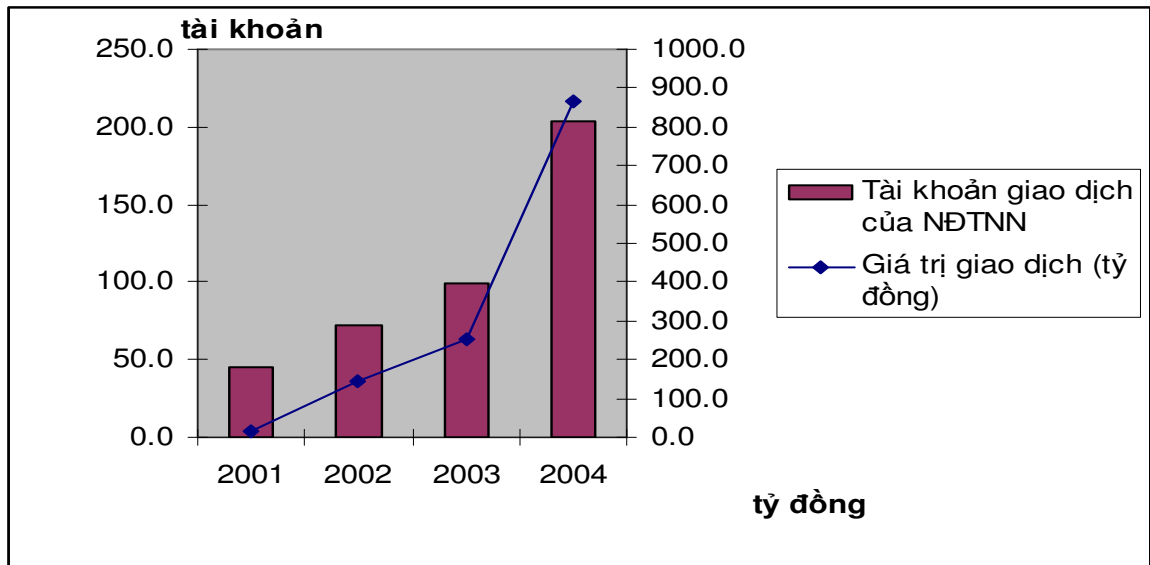
Bảng 2.3 : Tài khoản giao dịch của các NĐTNN giai đoạn 2001 đến 2004

<b>Năm</b>	<b>Tài khoản giao dịch của NĐTNN</b>	<b>Giá trị giao dịch (tỷ đồng)</b>
<b>2001</b>	45	14,5
<b>2002</b>	72	146,9
<b>2003</b>	99	252,7
<b>2004</b>	203	863,7

*Nguồn: Tạp chí chứng khoán Việt Nam, số 8.2004*

Bảng số liệu trên đã thể hiện rất rõ là tình hình tham gia giao dịch của NĐTNN trên TTCK Việt Nam có dấu hiệu rất khả quan, qua các năm đều tăng và năm 2004 đã tăng vượt bậc so với năm 2000. Trong đó, NĐTNN chính thức tham gia trên TTCK Việt Nam tại phiên 102 ngày 02/04/2001. Phiên này đã được ghi vào lịch sử của TTCK Việt Nam khi lần đầu tiên ông David Huw Appleton – nhà đầu tư người Anh đã tham gia mua 100 cổ phiếu TMS.

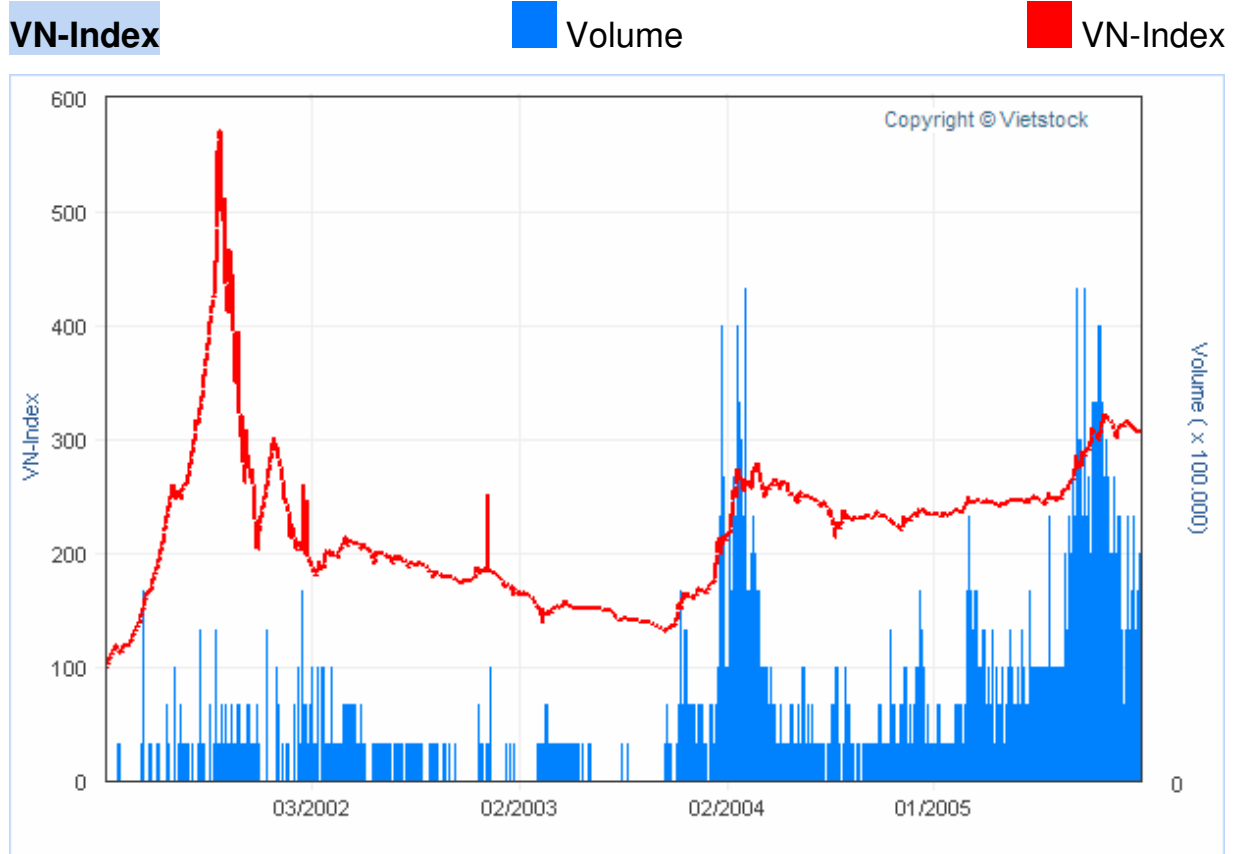
Biểu đồ 2.1: Tài khoản giao dịch của các NĐTNN giai đoạn 2001 đến 2004



*Nguồn: Tạp chí chứng khoán Việt Nam, số 8.2004*

Trong giai đoạn này VN-Index lên tới đỉnh điểm 571,04 điểm tại phiên giao dịch thứ 137 ngày 26 tháng 06 năm 2001 và rớt xuống điểm đáy 130,09 điểm ngày 24 tháng 10 năm 2003, sau đó rơi vào giai đoạn trầm lắng gần đến cuối năm 2005 được thể hiện qua biểu đồ sau đây:

Biểu đồ 2.2: Chỉ số VN-Index từ tháng 07/2000 đến năm 2005



Nguồn: <http://www.vietstock.com.vn/Vietstock/SimpleChart.aspx>

Tuy có sự tăng trưởng rõ rệt trong 4 năm hoạt động, nhưng giai đoạn này thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa thu hút được đông đảo các NĐTNN. Mà các nhà đầu tư tham gia vào TTCK hiện nay chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân với số lượng tham gia quá ít so với tiềm lực tài chính trong dân và so với các loại hình đầu tư khác như đầu tư vào bất động sản hay gửi tiết kiệm.

Hầu hết các nhà đầu tư có vốn ít và chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố tâm lý, nhất là khi thị trường thăng giáng thất thường. Các nhà đầu tư có tổ chức còn quá ít và tính chuyên nghiệp chưa cao đồng thời nguồn vốn đầu tư vào thị trường cũng chưa ổn định.

Như vậy, có thể nói đây là giai đoạn mang tính chất thăm dò thị trường của các NĐTNN, do quy mô TTCK Việt Nam còn quá nhỏ bé và chính sách đối với NĐTNN chưa thực sự cởi mở, bên cạnh đó cơ chế lưu ký, giao dịch còn nhiều phức tạp. Tuy

nhiên, các NĐTNN tham gia vào TTCK Việt Nam chủ yếu là đầu tư dài hạn nên đã góp phần kích cầu và ổn định cho thị trường. Đối tượng này cũng được xem là một trong những yếu tố tích cực góp phần cân bằng và hâm nóng thị trường vào thời điểm thị trường suy giảm, họ cũng có tâm lý chờ đợi và nghe ngóng đối với những chính sách, quy định pháp lý liên quan đến hoạt động giao dịch chứng khoán của họ.

Ngoài những lợi ích đã mang lại thì việc NĐTNN tham gia vào TTCK Việt nam cũng đã đặt ra một vấn đề tồn tại mà các cơ quan quản lý TTCK cần phải xem xét chính là tâm lý đầu tư chạy theo các NĐTNN của các nhà đầu tư trong nước.

### **2.2.2. Giai đoạn từ năm 2005 đến giữa năm 2007: Tăng trưởng nóng.**

Trong giai đoạn này, quy mô vốn TTCK Việt Nam đạt gần 496.000 tỷ đồng (khoảng 30 tỷ USD), chiếm 40% GDP, so với 22,6% năm 2006 và chỉ 5% năm 2005. Chỉ số VN-Index phiên cuối năm 2005 dừng ở mức 307,5 điểm tăng 68,21 điểm (tương đương 28,5%) so với cuối năm 2004.

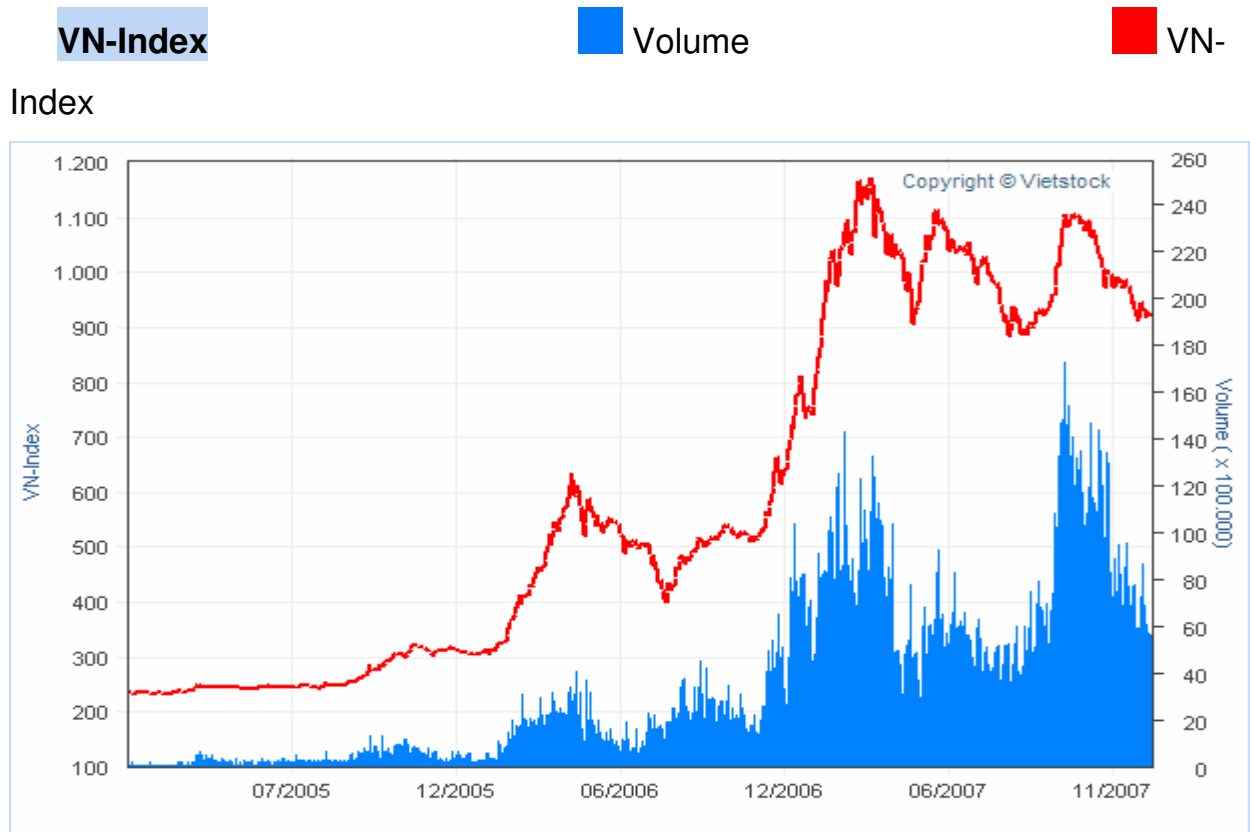
Ấn tượng đặc biệt là ngày 08 tháng 03 năm 2005 thêm một TTGDCK thứ hai được khai trương tại Hà Nội với 6 cổ phiếu, đồng thời ngày 29 tháng 09 năm 2005 Thủ tướng Chính phủ ký quyết định 238/2005.QĐ-TTg cho phép NĐTNN nắm giữ đến 49% cổ phần của một tổ chức niêm yết. Qua hơn một năm kể từ ngày TTGDCK Hà Nội bắt đầu đi vào hoạt động, số lượng tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài đã tăng khá mạnh.

Theo báo cáo của các công ty chứng khoán, số tài khoản của các NĐTNN đã tăng từ 287 tài khoản vào thời điểm tháng 07 năm 2005 lên 419 tài khoản vào tháng 12 năm 2005, rồi 859 tài khoản vào tháng 05 năm 2006. Riêng năm tháng đầu năm 2006, số lượng tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài đã tăng gấp 2.05 lần so với năm 2005.

Tuy nhiên, xét về quy mô và tổng khối lượng giao dịch của NĐTNN trên TTGDCK Hà Nội thì kết quả còn khiêm tốn. Trong 8 tháng đầu năm 2006, tổng khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội là 1.618.406 cổ phiếu, tương đương giá trị 45 tỷ đồng, chiếm 3,56% tổng giá trị giao dịch

cổ phiếu toàn thị trường. Tỷ trọng cổ phiếu mua vào và bán ra của nhóm này là tương đương nhau (48% và 52%).

Biểu 2.3: Biểu đồ VN-Index



Nguồn: <http://www.vietstock.com.vn/Vietstock/SimpleChart.aspx>

Như vậy, từ năm 2005 trở về trước, do hoạt động của TTCK chưa đạt mức tăng trưởng mạnh, và giai đoạn nằm ngang kéo dài quá lâu trong năm 2005 của chỉ số chứng khoán VN-Index đã khiến cho không chỉ rất nhiều nhà đầu tư trong nước mà cả các NĐTNN cũng không đánh giá cao về tiềm năng hồi phục và phát triển của giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, năm 2006 thực sự là một năm “bản lề” đối với nhà đầu tư nước ngoài. Chỉ số VN-Index tăng mạnh, đạt 751,77 điểm vào phiên giao dịch cuối cùng năm 2006, tăng 144% so với mức 377,5 điểm của phiên cuối cùng năm 2005 trong khi mức tăng của năm 2005 chỉ là 28%. Riêng trong năm này, tỷ lệ sở hữu của các NĐTNN tại thị

trường chứng khoán Việt Nam đã tăng vọt gấp gần 3 lần, từ 6% lên 17%. Đến đầu tháng 03 năm 2007, tỷ lệ này lên đến 19% và cho đến tháng 05 năm 2007, có tính toán cho biết tỷ lệ này đã lên đến 20 – 25%.

Như vậy so sánh hai mốc thời điểm đầu năm 2006 với những tháng đầu năm 2007, tỷ lệ sở hữu giá trị cổ phiếu của các NĐTNN đã tăng gấp 4 lần. Tình hình đó cũng có tính tương ứng với thông tin của Ngân hàng thế giới ước tính các NĐTNN đã đầu tư vào 4 tỷ USD vào TTCK Việt Nam. Và điểm đặc biệt là đã có sự xuất hiện của một số tên tuổi các nhà đầu tư chứng khoán quốc tế như JP Morgan, Merrill Lynch, Citigroup,...

Tổng giá trị vốn hóa thị trường trên GDP của Việt Nam vào khoảng 39%, khá thấp so với nước trong khu vực (Thái lan 68%, Hàn Quốc 94%, Ấn Độ 90%, Malaysia 154%). Số tài khoản giao dịch chứng khoán chỉ chiếm khoảng 0.03% dân số, và 1% số dân tập trung ở khu vực đô thị phát triển.

Bảng 2.4: Tổng giá trị vốn hoá NĐTNN nắm giữ

Năm	Tổng giá trị vốn hoá toàn thị trường (USD)	Tổng giá trị NĐTNN nắm giữ (triệu USD)	Tỷ lệ (%)
31/12/2005	469,1	114,2	24,38%
31/12/2006	9.110,9	2.060,8	22,62%
31/12/2007	30.700	7.675-9.210	25-30%

*Nguồn: UBCKNN*

Tính đến tháng 04 năm 2007, NĐTNN vẫn mạnh nhất trên thị trường niêm yết, trong đó giá trị đầu tư vào cổ phiếu của các công ty niêm yết chiếm đến 68% trong tổng giá trị đầu tư của NĐTNN; đầu tư vào trái phiếu niêm yết chiếm 25%; đầu tư vào trái phiếu không niêm yết chỉ chiếm 6% và đầu tư vào cổ phiếu không niêm yết chỉ vón vẹn có 1%. Tại thị trường niêm yết, NĐTNN đã nhanh chóng sở hữu đến 49% hoặc đang có xu hướng đạt đến 49% (tỷ lệ cao nhất cho phép đối với NĐTNN) đối với một



số mã cổ phiếu như AFG, CII, BT6, GIL, GMD, IFS, TDH, TMS, TYA, VNM, chứng chỉ quỹ VFMVF1... được thể hiện qua bảng sau.

Bảng 2.5: Tình hình sở hữu các cổ phiếu tiêu biểu của NĐTNN đến ngày 31/12/2007.

STT	Mã CK	KLCP niêm yết	KLCP được phép nắm giữ	Số CP nắm giữ hiện tại	Tỷ lệ CP nắm giữ(%)
1	ABT	6.299.999	3.087.000	3.087.000	49
2	AGF	12.859.288	6.301.051	6.301.051	49
3	BMP	13.933.400	6.827.366	6.827.366	49
4	BT6	10.000.000	4.900.000	4.899.987	49
5	CII	40.000.000	19.600.000	19.599.500	49
6	DMC	13.769.999	6.747.300	6.747.297	49
7	GMD	45.500.000	22.295.000	22.294.440	49
8	IFS	6.875.359	3.368.926	3.368.926	49
9	REE	57.260.388	28.057.590	28.051.430	48,99
10	RIC	9.963.268	4.882.001	4.870.494	48,88
11	STB	444.881.417	133.464.425	133.464.400	30
12	TDH	17.000.000	8.330.000	8.324.898	48,97
13	TMS	6.348.000	3.110.520	3.110.516	49
14	VF1	100.000.000	49.000.000	48.999.500	49

Nguồn: [http:// www.vietstock.com.vn/tianyon/Index.aspx](http://www.vietstock.com.vn/tianyon/Index.aspx)

Trong thời điểm này có những quỹ đầu tư nước ngoài được đánh giá là hoạt động thành công trên TTCK Việt Nam là Vina capital, Indochina Capital, Dragon Capital, IDG VietNam, Citigroup, PXP VietNam, HSBC, ...Tuy nhiên chưa có mặt các quỹ Mutual Fund và Pension Fund – là các quỹ có mục tiêu đầu tư rất dài hạn.

Diễn biến của chỉ số chứng khoán ở hai sàn trong năm 2007 liên tục biến động và đã lập được mức kỷ lục cao nhất từ trước đến nay.

Tại TTGDCK TP.HCM, chỉ số VN-Index sau hai lần cố gắng đạt được ngưỡng 600 điểm ( lần thứ nhất đạt 571,04 điểm ngày 25/06/2001 và lần thứ hai đạt 632,69 điểm ngày 25/04/ 2006), một điều thần kỳ đã xảy ra mà ngay cả những chuyên gia kinh tế kinh nghiệm nhất và những nhà đầu tư kỳ vọng nhất cũng không ngờ tới, không tưởng tượng nổi sự phát triển đột phá của thị trường, VN-Index đạt 1.170,67 điểm ngày 12 tháng 03 năm 2007 - mức kỷ lục cao nhất trong lịch sử 7 năm hoạt động. Tuy nhiên, sau thời điểm này thị trường có xu hướng đi xuống dần cho tới nay.

Theo báo cáo từ công ty quản lý vốn và nghiên cứu thị trường chứng khoán Birinyi Associates, đăng trên tạp chí chính Motley Fool ngày 13/12/2006, các tên tuổi Châu Á như Việt Nam, Trung Quốc chưa bao giờ được nhắc tới trong top – 10 “bull market” ( thị trường có giá theo xu hướng đi lên), và chỉ số lợi nhuận cao nhất do Cyprus nắm giữ chỉ đạt mức 159%. Danh sách bảng xếp hạng đó như sau:

Bảng 2.6: Danh sách xếp hạng top-10 “bull market” ngày 13 tháng 12 năm 2006

Số thứ tự	Quốc gia	Tỷ lệ sinh lời (%)
1	Cyprus	159
2	Slovenia	74
3	Indonesia	60
4	Venezuela	58
5	Ban Lan	52
6	Tây Ban Nha	47
7	Thổ Nhĩ Kỳ	40
8	Philippines	40
9	Na Uy	39
10	Thụy Điển	37

*Nguồn: Dow Jones*

Thế nhưng, đến ngày 16 tháng 01 năm 2007 (chỉ sau hơn 1 tháng) cũng trên tạp chí Motley Fool lại đưa ra một kết quả khác hẳn. Việt Nam đã lọt vào top -10 “bull

market” và đứng vị trí thứ 3 với tỷ suất sinh lời là 145%, cao hơn cả Trung Quốc là 121%, được thể hiện qua bảng sau:

Bảng 2.7: Danh sách xếp hạng top-10 “bull market” ngày 16/01/2007

Số thứ tự	Quốc gia	Tỷ lệ sinh lời (%)
1	Peru	168
2	Venezuela	156
<b>3</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>145</b>
4	Trung Quốc	121
5	Nga	92
6	Costa Rica	77
7	Botswana	74
8	Croatia	61
9	Serbia & Montenegro	58
10	Morocco	57

*Nguồn : Dow Jones*

### 2.2.3. Giai đoạn từ cuối năm 2007 đến nay

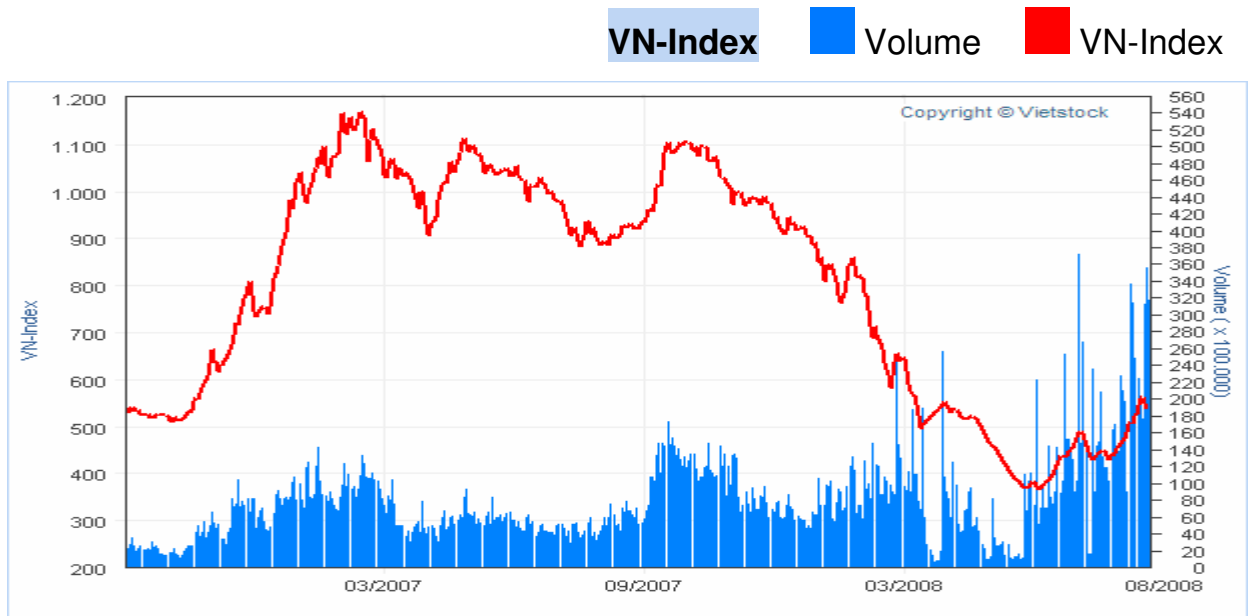
Nếu như chỉ số chứng khoán VN-Index “nóng liên tục” từ tháng 1 đến tháng 3 năm 2007, đạt mức kỷ lục 1.170,67 điểm, thì sau đó đã giảm mạnh và còn 905,53 điểm vào cuối tháng 4 năm 2007. Giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 7 năm 2007, VN-Index dao động trong khoảng 900 – 1.000 điểm và đầu tháng 8 năm 2007 giảm xuống còn 883,9 điểm. Sau một thời gian dài xuống điểm, TTCK đã có những thay đổi đột biến, chỉ số VN-Index tại sàn Thành phố Hồ Chí Minh ngày 26/09/2007 tăng 6,03 điểm (0,6%) đạt 1.015,91 điểm. Tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường phiên này đạt 16.588.250 chứng khoán với tổng giá trị 1.453,704 tỷ đồng, chỉ số HASTC-Index tăng 1,71 điểm (0,59%) so với phiên trước đạt 291,99 điểm. Tổng khối lượng giao dịch cổ phiếu toàn thị trường đạt 3.375.800 chứng khoán với tổng giá trị 292,671 tỷ đồng.

Như vậy, có thể nói năm 2007 là năm tăng trưởng ngoạn mục của TTCK Việt Nam. Chỉ số VN-Index trong phiên giao dịch cuối cùng của năm 2007 đạt 927,02 điểm, tăng 25% so với cuối năm 2006. Nhưng những tháng cuối năm 2007 thị trường liên tục sụt giảm khiến nhiều nhà đầu tư lo sợ. Có thể nói lý do thị trường sụt giảm nhiều là do thời gian gần đây lượng cung quá lớn, các công ty đua nhau lên sàn, trong khi đó nhà đầu tư cũng bắt đầu tính toán hơn với đồng tiền bỏ ra.

Mặt khác sự tác động của chỉ thị 03 cũng có tác động rất lớn đến nguồn vốn đầu tư cho thị trường khi mà ở nước ta chiếm đa phần là các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Chỉ thị 03 của Thống đốc ngân hàng Nhà Nước về việc yêu cầu các ngân hàng không chế dư nợ vốn cho vay đầu tư chứng khoán ở mức dưới 3% tổng dư nợ tín dụng đã có tác động rất lớn đến thị trường chứng khoán, một lượng lớn tiền đầu tư vào chứng khoán đã bị cắt giảm.

Theo số liệu thống kê của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán, tính đến đầu tháng 9-2008, trung tâm đã cấp mã số giao dịch chứng khoán cho trên 12.000 NĐTNN. Trong đó có hơn 800 mã của NĐT tổ chức và hơn 11.000 mã của NĐT cá nhân. Riêng trong tháng 8 vừa qua đã có thêm 35 tổ chức và hơn 220 NĐT cá nhân mở tài khoản. Điều này cho thấy dù thị trường chứng khoán sụt giảm nhưng NĐT đặc biệt là NĐT tổ chức nước ngoài vẫn tiếp tục đến VN tìm cơ hội đầu tư.

Biểu 2.4: Biểu đồ VN-Index từ giữa năm 2007 đến nửa năm đầu 2008



Nguồn: [http:// www.vietstock.com.vn/Vietstock/SimpleChart.aspx](http://www.vietstock.com.vn/Vietstock/SimpleChart.aspx)

Tính đến 30/04/2008, TTCK VN có 25 CTQLQ trong nước hoạt động, có các loại hình QĐT khác nhau. Các CTQLQ trong nước đã hoạt động trong giai đoạn đầu, như: CTQLQ Prudential VN, Vietfund, Thành Việt, Manulife, Công ty quản lý Quỹ VCB, Vietnam Partners Investment Management (BVIM), Bảo Việt.

Do sự biến động lớn của TTCK VN trong quý I/2008 đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh chỉ số VN-Index. Ngày 14/5/2008, VN-Index sụt giảm đến mức thấp nhất của thời kỳ tăng trưởng mạnh của năm 2007 chỉ còn 475,5 điểm đã có ảnh hưởng lớn đến giá trị thị trường của các chứng chỉ quỹ niêm yết. Chứng chỉ PRUBF1, MAFPF1 đã có giá trị thị trường thấp hơn mệnh giá là 6.400đ/ccq và 6.000đ/ccq vào ngày 14/5/2008.

Ngoài các CTQLQ trong nước thì các CTQLQ nước ngoài cũng tăng mạnh so với giai đoạn năm 1992 kể từ khi “làn sóng thứ nhất” vào VN. Tính đến cuối 2007, VN có trên 10 CTQLQ nước ngoài đã hoạt động với hơn 30 quỹ. Lĩnh vực đầu tư của các quỹ rất đa dạng, từ QĐT chứng khoán đến QĐT cổ phần tư nhân, từ QĐT bất động sản đến QĐT mạo hiểm. Các quỹ là nguồn cung vốn cho thị trường tài chính, TTCK VN.

Trong ngắn hạn, các luồng tiền nhàn rỗi của quỹ có thể được gửi ngân hàng, tạo ra cung vốn cho thị trường tiền tệ. Trong dài hạn, các khoản đầu tư của quỹ vào các doanh nghiệp và dự án tạo ra nguồn cung vốn cho thị trường vốn. Nguồn vốn hoạt động của các quỹ không ngừng tăng lên, dẫn đến vai trò của các quỹ ngày càng lớn trên TTTC, các quỹ ngày càng năng động hơn. Các CTQLQ nước ngoài đã được cấp phép hoạt động hiện nay, gồm:

Bảng 2.8: Các công ty quản lý quỹ nước ngoài được cấp phép hoạt động tại Việt Nam

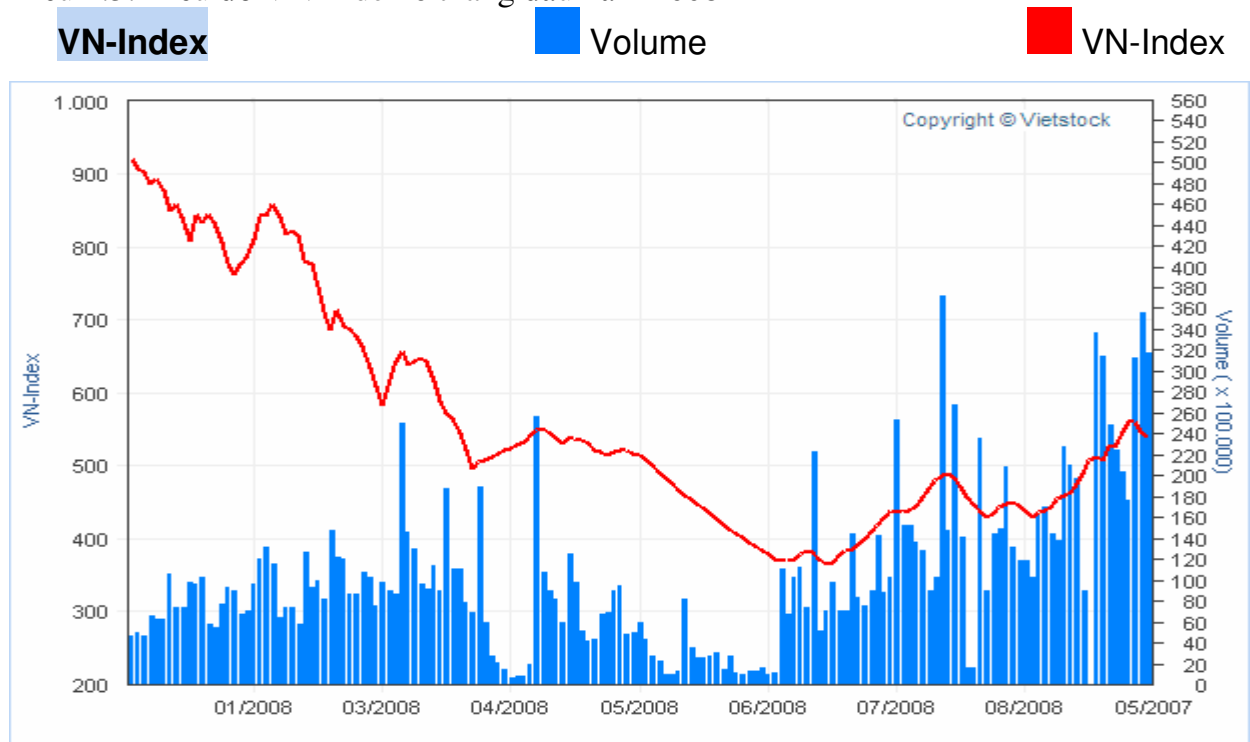
<b>Công ty quản lý quỹ</b>	<b>Lĩnh vực đầu tư</b>	<b>Số quỹ</b>
Dragon Capital	Chứng khoán, doanh nghiệp	4
VinaCapital	Đa dạng	4
Indochina Capital	Bất động sản	3
Mekong Capital	Doanh nghiệp	3
PXP	Chứng khoán	3
IDG Ventures	Đầu tư mạo hiểm	1
Anpha Capital	Đa dạng	2
Korea Investment Trust Management	Doanh nghiệp	2
Prudential Vietnam Securities Investment Fund Management Corp	Chứng khoán, doanh nghiệp	2
Finan asset management	Chứng khoán	1
Blackhorse Asset Management Pte	Doanh nghiệp	1
Deutsche Bank	Chứng khoán, doanh nghiệp	1
Kamm Investment-USA		1
Jardine Fleming - HongKong - A division of JPMorgan Chase & Co	Chứng khoán, doanh nghiệp	1
Golden Bridge Financial Group - Korea	Chứng khoán	1

Vietnam Holding Asset management	Chứng khoán	1
<b>Tổng</b>		<b>31</b>

*Nguồn: Tài liệu tập hợp của tác giả*

Trong giai đoạn TTCK VN như hiện nay, có vẻ như một trong những vấn đề được “yêu thích” của các NĐT trong nước là “sự hoảng loạn của bầy đàn” trong hoạt động đầu tư chứng khoán và nhìn nhận NĐT nhỏ lẻ như một đám đông thiếu kinh nghiệm, đang hỗn loạn cực độ, thậm chí có thể là nguyên nhân dẫn đến sự tuột dốc quá mức của thị trường. Sự sụt giảm liên tục chỉ số VN-Index và kết quả ngày 14/5/2008 đạt 475,5 điểm, giảm dưới ngưỡng 500 điểm, các NĐT cần phải biết nhìn về dài hạn. Như vậy, tình hình TTCK hiện nay cho chúng ta nhận thấy cần phải hình thành và phát triển các QĐT cho TTCK VN với các đặc điểm riêng biệt của thị trường VN.

Biểu 2.5: Biểu đồ VN-Index 6 tháng đầu năm 2008



*Nguồn: [http:// www.vietstock.com.vn/Vietstock/SimpleChart.aspx](http://www.vietstock.com.vn/Vietstock/SimpleChart.aspx)*

Từ vị thế là một thị trường hấp dẫn với mức tăng trưởng cao, tỷ suất sinh lời lớn vào cuối năm 2006 và đầu năm 2007, TTCK Việt Nam đã giảm mạnh trong sáu tháng đầu năm 2008 với mức sụt giảm lên tới 60% - 70% giá trị so với mốc đỉnh của thị trường được thiết lập vào tháng 03 năm 2007. Trong bối cảnh ảm đạm của nền kinh tế vĩ mô, niềm tin của các nhà đầu tư về triển vọng phát triển của nền kinh tế suy giảm một cách nghiêm trọng. Tâm lý tích trữ vàng và USD trở nên phổ biến. Các nhà đầu tư trở nên nghi ngờ đối với tính an toàn của hệ thống ngân hàng và tính hiệu quả của các kênh đầu tư chứng khoán, bất động sản,...Lạm phát đang ngày một gia tăng trong khi tất cả các thành phần kinh tế từ ngân hàng, doanh nghiệp cho tới các nhà đầu tư cá nhân đều rơi vào tình trạng thiếu tiền mặt.

Trước tình hình đó, các nhận định khá bi quan của nhiều tổ chức uy tín trên thế giới và các chuyên gia kinh tế lớn đã liên tiếp được đưa ra vào cuối tháng 5 đầu tháng 6 năm 2008. Đúng vào thời điểm này, Fitch Ratings hạ định mức tín nhiệm của Việt Nam từ “ổn định” xuống “tiêu cực” và Morgan Stanley đã giáng thêm một đòn mạnh khi nhận định tình trạng khủng hoảng tiền tệ có thể xảy ra ở Việt Nam. Những nhận định này đều xuất phát từ các tổ chức có uy tín nên đã khiến giới đầu tư thêm lo lắng. Tâm lý của giới đầu tư vì thế trở nên xấu hơn bao giờ hết. Làn sóng bán tháo cổ phiếu vẫn tiếp tục diễn ra, làm cho TTCK Việt Nam trở thành một trong những thị trường có mức độ sụt giảm nhiều nhất trên thế giới. VN-Index giảm từ 921,07 điểm (ngày 02/01/2008) xuống còn 399,4 điểm (ngày 30/06/2008), mất 521,67 điểm tương đương giảm 56,64%. VN-Index xuống sâu nhất ở mức 366,02 điểm trong phiên giao dịch ngày 20 tháng 06 năm 2008.

Trong thời điểm này, Chính phủ đã chỉ đạo các cơ quan chức năng trong việc thực hiện các giải pháp nhằm bình ổn thị trường. Hàng loạt các giải pháp được Chính phủ đưa ra để ngăn đà sụt giảm của VN-Index và Hasc Index. Đáng chú ý trong những giải pháp đó là việc Chính phủ chỉ đạo SCIC mua vào cổ phiếu, kêu gọi các công ty niêm



yết mua vào cổ phiếu, kêu gọi NHTM ngừng giải chấp...và thực hiện việc điều chỉnh biên độ dao động giá áp dụng trên TTCK.

Mặc dù thị trường suy giảm và có những thời điểm gần như đóng băng nhưng khối ngoại vẫn mua vào đều đặn, 102.726.427CP là lượng mua ròng của khối nhà ĐTNN trên sàn HOSE trong nửa năm đầu 2008. Lượng mua vào gấp 2,3 lần lượng bán ra và tập trung vào các mã Bluechip như: SSI, DPM, FPT, PVD,..Vai trò của NĐTNN trên thị trường Việt Nam được khẳng định rõ rệt qua việc đỡ giá một số mã cổ phiếu chủ chốt, nhằm giữ cho thị trường không bị suy giảm quá nhanh. Trong giai đoạn tháng 3-4 năm 2008, lượng giao dịch của khối ngoại chiếm hơn 20% của thị trường và là lượng cầu quan trọng để đối phó với nguồn cung khá lớn từ cổ phiếu repo của các ngân hàng và công ty chứng khoán.

Bảng 2.9: Giao dịch của NĐTNN trong 6 tháng đầu năm 2008

	Toàn thị trường		Khớp lệnh		Thoả thuận	
	Mua	Bán	Mua	Bán	Mua	Bán
<b>Khối lượng giao dịch (CP)</b>	183.025.036	80.298.609	159.965.550	68.840.980	23.059.486	11.457.629

*Nguồn: Tổng kết TTCK 6 tháng đầu năm 2008*

### 2.3. Những tác động của vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến thị trường chứng khoán Việt Nam

#### 2.3.1. Những tác động tích cực

Cùng với vốn FDI, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) đang đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói riêng.

Sự tham gia của các NĐT nước ngoài vào TTCK có ý nghĩa quan trọng ở cả cấp vĩ mô và vi mô.

*Thứ nhất*, trực tiếp làm tăng tổng vốn đầu tư gián tiếp và gián tiếp làm tăng tổng vốn đầu tư trực tiếp của xã hội. Dòng vốn FPI khi đổ vào Việt Nam sẽ trực tiếp làm tăng lượng FPI trên thị trường vốn trong nước như một phép cộng đương nhiên vào tổng số dòng vốn này. Hơn nữa, khi FPI gia tăng sẽ làm phát sinh hệ quả tích cực gia tăng dây chuyền đến dòng vốn đầu tư gián tiếp trong nước. Nói cách khác, các nhà đầu tư trong nước sẽ “nhìn gương” các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài và tăng động lực bỏ vốn đầu tư gián tiếp của mình, kết quả tổng đầu tư gián tiếp sẽ tăng lên. Hơn nữa, FPI gia tăng sẽ là một bảo đảm và tạo động lực mới hấp dẫn hơn cho các nhà đầu tư khác mạnh dạn thông qua các quyết định đầu tư trực tiếp mới của mình, kết quả là gián tiếp góp phần làm tăng đầu tư trực tiếp xã hội từ phía các nhà đầu tư cả nước ngoài, cũng như trong nước.

*Thứ hai*, đối với TTCK, FPI góp phần tích cực vào phát triển thị trường tài chính nói riêng, hoàn thiện các thể chế và cơ chế thị trường nói chung. Việc gia tăng và phát triển bộ phận thị trường FPI sẽ làm cho thị trường tài chính (đặc biệt là thị trường chứng khoán) Việt Nam trở nên đồng bộ, cân đối và sôi động hơn, khắc phục được sự thiếu hụt, trống vắng và trầm lắng, thậm chí đơn điệu, kém hấp dẫn kéo dài của thị trường này trong thời gian qua. Hơn nữa, điều kiện và kết quả đi kèm với sự gia tăng dòng FPI này là sự phát triển nở rộ các định chế và dịch vụ tài chính – chứng khoán, trước hết là các loại quỹ đầu tư, công ty tài chính, và các thể chế tài chính trung gian khác, cũng như các dịch vụ tư vấn, hỗ trợ tư pháp và hỗ trợ kinh doanh, xác định hệ số tín nhiệm, bảo hiểm, kế toán, kiểm toán và thông tin thị trường. Đồng thời, kéo theo sự gia tăng yêu cầu và hiệu quả áp dụng các nguyên tắc cạnh tranh thị trường, trước hết trên thị trường chứng khoán... Tất cả những điều này trực tiếp và gián tiếp góp phần phát triển mạnh mẽ hơn các bộ phận và tổng thể thị trường tài chính nói riêng, các thể chế và cơ chế thị trường nói chung trong nền kinh tế chuyển đổi Việt Nam.

*Thứ ba*, góp phần tăng cường cơ hội và đa dạng hóa phương thức đầu tư, cải thiện chất lượng nguồn nhân lực và thu nhập của đông đảo người dân. Việc phát triển thị trường vốn đầu tư gián tiếp cả về bề rộng và bề sâu sẽ mang lại những cơ hội mới và sự đa dạng hóa trong lựa chọn các phương thức đầu tư cho các nhà đầu tư tiềm năng nước ngoài và trong nước. Đông đảo các nhà đầu tư nước ngoài và cả trong nước, từ người dân, các doanh nhân đến các tổ chức và pháp nhân đầu tư chuyên nghiệp và không chuyên nghiệp sẽ có thêm điều kiện lựa chọn hình thức sử dụng vốn của mình dưới các hình thức trực tiếp tự mình hay thông qua các định chế tài chính trung gian để mua - bán các cổ phiếu, trái phiếu và chứng khoán có giá khác của Việt Nam trên thị trường tài chính Việt Nam và nước ngoài. Việc đầu tư này sẽ cho phép họ thu nhận được lợi nhuận từ sự chênh lệch giá cả khi mua - bán chứng khoán, cũng như từ lãi suất và cổ tức các chứng khoán mà họ sở hữu theo thoả thuận hoặc thực tế kết quả kinh doanh của cơ quan, tổ chức, doanh nghiệp phát hành chứng khoán đó. Điều này cũng đồng nghĩa với việc cải thiện thu nhập, mức sống của đông đảo các nhà đầu tư là người dân, tùy theo lượng vốn và kỹ năng đầu tư chứng khoán mà họ có. Hơn nữa, thông qua quá trình tham gia đầu tư gián tiếp này, các nhà đầu tư trong nước và người dân sẽ được dịp “cọ xát”, rèn luyện và bồi dưỡng kiến thức, kinh nghiệm, kỹ năng, bản lĩnh đầu tư, nâng cao trình độ bản thân nói riêng, chất lượng nguồn nhân lực nói chung, phù hợp yêu cầu và điều kiện kinh doanh thị trường hiện đại.

*Thứ tư*, góp phần nâng cao năng lực và hiệu quả quản lý nhà nước theo các nguyên tắc và yêu cầu kinh tế thị trường, hội nhập quốc tế. Sự gia tăng dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và phát triển thị trường tài chính sẽ đặt ra những yêu cầu mới và cũng tạo các công cụ, khả năng mới cho quản lý nhà nước nói chung và quản lý, quản trị doanh nghiệp nói riêng.

*Hơn nữa*, FPI làm tăng tính thanh khoản và thúc đẩy sự tham gia của các NĐT trong nước. Còn các chủ thể phát hành chứng khoán sẽ thu được vốn (nếu chứng khoán phát hành lần đầu) hoặc gia tăng giá trị tài sản của công ty (nhờ giá cổ phiếu tăng).

### **2.3.2. Những tác động tiêu cực**

Bên cạnh những tác động tích cực sự hiện diện của các NĐT nước ngoài cũng khiến cho các nhà quản lý lo ngại không ít, bởi những tác động xấu mà nó có thể gây ra cho tổ chức phát hành, cho TTCK và cho cả nền kinh tế.

*Thứ nhất*, sự di chuyển quá mức dòng vốn FPI vào một quốc gia sẽ đưa nền kinh tế rơi vào tình trạng phát triển quá nóng và khủng hoảng xảy ra khi nền kinh tế gặp phải những cú sốc từ bên trong cũng như bên ngoài. Điều này đặc biệt nguy hiểm hơn khi có sự đầu cơ nâng giá của các NĐT nước ngoài.

*Thứ hai*, sự di chuyển quá mức của dòng vốn FPI vào một quốc gia cũng khiến cho hệ thống tài chính trong nước dễ bị tổn thương. Lý thuyết và thực tế cho thấy, thông qua sự di chuyển của dòng vốn FPI, những thay đổi mang tính chu kỳ ở nền kinh tế của các nước phát triển sẽ nhanh chóng tác động tới hệ thống tài chính nội địa và khủng hoảng sẽ xảy ra một khi hệ thống này không thích ứng với những thay đổi đó.

*Thứ ba*, lượng vốn FPI đổ vào một quốc gia nhanh có thể khiến cho đồng tiền nội địa tăng giá nếu sự điều chỉnh cung tiền của NHTW không kịp thời và hợp lý. Nội tệ tăng giá làm giảm sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu, trong khi đó lại nâng khả năng cạnh tranh của hàng ngoại nhập. Kết quả là tài khoản vãng lai, hạng mục quan trọng nhất trong cán cân thanh toán quốc tế của quốc gia rơi vào tình trạng thâm hụt.

### **2.3.3. Những nguy cơ của thị trường chứng khoán Việt Nam**

Mối quan tâm về thị trường chứng khoán Việt Nam có lẽ chưa bao giờ nóng như gần đây, đặc biệt sau khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO.

Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ bắt đầu năm 1997 từ châu Á đã lan sang Nga, Trung và Nam Mỹ, thị trường tiền tệ biến động lây lan sang thị trường chứng khoán, rồi từ quốc gia này đến quốc gia khác. Sự đổ vỡ của thị trường bất động sản, sự thua lỗ của các công ty dẫn đến hiện tượng giảm giá cổ phiếu và trở thành trào lưu rút vốn ồ ạt ra khỏi TTCK của một nước rồi cả một khu vực. Đây là một nguy cơ đối với TTCK Việt Nam khi kết nối với nền kinh tế thế giới. Tham gia vào quá trình hội nhập kinh tế

quốc tế, khả năng lây lan rủi ro và những ảnh hưởng của sự biến động tài chính do sự liên kết của các thị trường trên toàn cầu rất dễ xảy ra. TTCK đóng vai trò là kênh huy động vốn và là hàn thử biểu của toàn bộ nền kinh tế, là nơi rất có khả năng lây lan rủi ro và chịu biến động. Chính vì lẽ đó, khi hội nhập cần phải hết sức thận trọng để tránh những biến động tài chính cho TTCK và cả cho nền kinh tế.

Một nguy cơ khác, theo các chuyên gia kinh tế là sự quá phụ thuộc vào luồng vốn quốc tế, dẫn đến tình trạng lệ thuộc kinh tế và thậm chí là chính trị. Thực tế cho thấy, đây là điều đáng lo ngại vì nhiều nước không đủ khả năng kiểm soát quá trình hội nhập khiến nền kinh tế rơi vào tình trạng mất chủ quyền do áp dụng hoàn toàn những quy định của nước mạnh. Ở mức độ thấp hơn là nguy cơ biến dạng thị trường khi các cường quốc mạnh áp đặt những nguyên tắc của họ vào các nước nhỏ, làm cho những nước nhỏ phải thay đổi những nguyên tắc, chuẩn mực ban đầu của họ. Hậu quả là, thị trường một nước yếu hơn rất dễ trở thành "sân sau" của một nước mạnh hơn do những quy luật nghiệt ngã của cạnh tranh trong quá trình hội nhập. Theo các chuyên gia kinh tế khi tham gia vào quá trình hội nhập, TTCK của Việt Nam cũng có nguy cơ đối đầu với sự biến dạng này nếu không có được những biện pháp phòng ngừa hợp lý.

## **2.4. Những hạn chế của TTCK Việt Nam nói chung và của FPI trong đầu tư chứng khoán nói riêng**

### **2.4.1. Những hạn chế của TTCK Việt Nam**

UBCKNN đã tạo nhiều điều kiện thuận lợi hơn cho các NĐTNN khi đầu tư vào TTCK Việt Nam, tuy nhiên bên cạnh đó vẫn còn không ít những khó khăn và hạn chế trong việc thu hút và quản lý vốn trên TTCK Việt Nam.

*Một là*, tuy qui mô thị trường đã lên cao, song quan hệ cung và cầu chứng khoán nhiều lúc mất cân đối gây nên những biến động cho thị trường, do vậy thị trường chứng khoán hoạt động chưa thực sự ổn định vững chắc.

*Hai là*, hệ thống văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động thị trường cần được tiếp tục hoàn chỉnh, đặc biệt đối với những hoạt động mới phát sinh như giao dịch repo, cầm cố chứng khoán, giao dịch cổ phiếu chưa niêm yết tại các công ty chứng khoán.

*Ba là*, tính công khai minh bạch của TTCK thông qua công bố thông tin của công ty niêm yết đã từng bước được nâng lên, tuy nhiên nội dung, chất lượng và thời gian công bố thông tin chưa đáp ứng được yêu cầu cho công tác quản lý và thông tin cung cấp cho thị trường.

*Bốn là*, hoạt động của thị trường chứng khoán tự do còn khá rộng, thiếu tính công khai, minh bạch, không được tổ chức quản lý và giám sát nên khả năng xảy ra rủi ro rất cao, gây mất ổn định cho thị trường chính thức và cả hệ thống tài chính.

*Năm là*, hệ thống cơ sở hạ tầng, đặc biệt về hệ thống công nghệ thông tin của sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm GDCK, công ty chứng khoán cho thấy có bất cập trước sự phát triển quá nhanh của thị trường đòi hỏi cần phải có sự đầu tư, nâng cấp hệ thống.

#### **2.4.2. Những hạn chế của FPI trong đầu tư chứng khoán**

Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đã góp phần quan trọng trong việc phát triển TTCK Việt Nam bởi những đặc tính vốn có của nó. Tuy nhiên cũng chính những đặc tính này đã tạo nên những hậu quả xấu đối với nền kinh tế Việt Nam. Nhận diện được các đặc tính này có ý nghĩa quan trọng trong quá trình kiểm soát và điều tiết FPI. Có thể kể đến một số đặc tính cơ bản của FPI như sau:

- Tính thanh khoản cao: Do mục đích của FPI là tỷ suất lợi tức cao với một mức độ rủi ro nhất định (hoặc tỷ suất lợi tức nhất định với mức rủi ro thấp nhất) chứ không quan tâm đến quá trình sản xuất kinh doanh giống như trong phương thức FDI, cho nên NĐT nước ngoài sẵn sàng bán lại những chứng khoán mà họ đang nắm giữ để đầu tư sang thị trường khác hoặc chứng khoán khác với tỷ suất lợi tức dự tính cao hơn, an toàn hơn. Tính thanh khoản cao của FPI khiến cho hình thức đầu tư này trở thành

khoản mục đầu tư ngắn hạn mặc dù cổ phiếu được coi là chứng khoán dài hạn và nhiều loại trái phiếu giao dịch trên TTCK có thời gian đáo hạn dài hơn 1 năm.

- Tính bất ổn định: Tính thanh khoản cao là nguyên nhân làm cho dòng vốn FPI mang tính bất ổn định. Sự bất ổn định, trong một giới hạn nào đó có thể có lợi do nó làm cho thị trường tài chính nội địa hoạt động năng động và hiệu quả hơn, vốn đầu tư không ngừng được phân bổ lại, dịch chuyển từ nơi có tỷ suất lợi nhuận thấp sang nơi có tỷ suất lợi nhuận cao. Tuy nhiên, nếu điều đó xảy ra với tốc độ quá nhanh, những ảnh hưởng xấu đến hệ thống tài chính và tình trạng bất ổn định của nền kinh tế xảy ra là không thể tránh khỏi. Vấn đề trở nên nghiêm trọng hơn đối với các nước có thị trường tài chính mới hình thành và nền kinh tế còn trong giai đoạn chuyển đổi như Việt Nam.

- Tính dễ đảo ngược: Tính dễ đảo ngược của dòng vốn FPI thực sự gây tác động xấu đến nền kinh tế, nó là hệ quả của hai đặc tính thanh khoản cao và bất ổn định. Do dễ đảo ngược cho nên có thể chỉ trong khoảng thời gian ngắn một lượng vốn FPI lớn tháo lui “bê ghi” đầu tư sang thị trường khác để lại hậu quả khôn lường cho nền kinh tế. Kinh nghiệm khủng hoảng kinh tế tài chính của các nước Châu Á vào cuối thập kỷ 90 của thế kỷ đã cho thấy tác hại của sự đảo ngược dòng vốn FPI khi nền kinh tế của các quốc gia này xuất hiện những khoảng trống, hậu quả là nền kinh tế “bong bóng” nhanh chóng bị sụp đổ mà trong ngắn hạn khó có thể khắc phục được.

Các văn bản pháp luật chứng khoán của Việt Nam đã cho thấy, tỷ lệ chứng khoán nắm giữ của các NĐT nước ngoài liên tục được điều chỉnh theo thường ngày càng nới lỏng hơn. Trước năm 2003, các NĐT nước ngoài chỉ được phép nắm giữ 20% cổ phiếu đang lưu hành của một tổ chức niêm yết, trong đó một thể chế được nắm giữ tối đa 7% và một cá nhân được nắm giữ tối đa 3%. Đến năm 2003, theo Quyết định số 146/2003/QĐ - TTg, tỷ lệ nắm giữ của các NĐT nước ngoài tăng lên ở mức 30%, ngang bằng với mức cổ phần mà NĐT nước ngoài có thể nắm giữ theo các quy định về cổ phần hoá DNNN. Từ sau ngày 29/9/2005, với sự ra đời của Quyết định

238/2005/QĐ - TTg thay thế cho Quyết định số 146/2003/QĐ – tăng trưởng, thì tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán chứng khoán trên TTCK Việt Nam được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch của một tổ chức trên Trung tâm giao dịch chứng khoán, và không giới hạn tỷ lệ nắm giữ đối với trái phiếu lưu hành. Các tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài được mua cổ phần, góp vốn liên doanh thành lập công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán tối đa là 49% vốn điều lệ.

Cùng với sự phát triển chung của thị trường, số lượng các NĐT nước ngoài mua, bán chứng khoán ở Việt Nam ngày càng nhiều. Tính đến tháng 7/2007, 23 quỹ đầu tư nước ngoài với tổng vốn khoảng 2,2 tỷ USD đi vào hoạt động. Lượng vốn này không phải là nhiều nếu so với nhu cầu 140 tỷ USD để đầu tư phát triển kinh tế 5 năm giai đoạn 2006 - 2010. Nhưng đây là minh chứng cho thấy TTCK đang trở thành kênh dẫn vốn ĐTNN quan trọng của Việt Nam. Sự tham gia của các NĐT nước ngoài thời gian gần đây được xem như là nhân tố quan trọng góp phần tăng tính sôi động cho thị trường. Hầu hết các NĐT nước ngoài đều mong muốn thu được lợi tức từ sự tăng giá của chứng khoán, đồng thời cũng coi trọng khoản thu thập từ cổ tức. Điều này có nghĩa họ nhìn nhận việc đầu tư vào TTCK là vấn đề thực sự nghiêm túc và có tính chuyên nghiệp cao. Tuy nhiên, đây mới chỉ là bước đầu, để tăng cường thu hút vốn FPI, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực này, thiết nghĩ việc xây dựng cơ chế kiểm soát, điều tiết dòng vốn FPI vào và ra khỏi Việt Nam là vấn đề cấp bách và cần thiết trong bối cảnh sự tham gia của các NĐT nước ngoài trên TTCK gia tăng, ảnh hưởng ngày càng lớn và trực tiếp đến nền kinh tế Việt Nam. Nếu không có cơ chế kiểm soát, điều tiết hợp lý, TTCK và nền kinh tế có thể bị tổn thương bởi những tác động tiêu cực do các hiệu ứng nảy sinh từ chính các đặc tính của dòng vốn FPI.

### **2.5. Vấn đề kiểm soát vốn trên TTCK Việt Nam**

TTCK Việt Nam còn non trẻ, vấn đề thu hút vốn cho TTCK trong giai đoạn hiện nay là cần thiết. Tuy nhiên, vấn đề kiểm soát vốn cũng cần được các nhà hoạch định



chính sách xem xét. Vì TTCK thường có tính thanh khoản cao nên nguồn vốn đầu tư vào lĩnh vực này thường dễ trở thành nguồn vốn ngắn hạn. Các nhà đầu tư có thể đổ vốn vào TTCK một cách ồ ạt làm cho thị trường phát triển nóng, nhưng khi gặp phải cú sốc nào đó thì họ có thể đồng loạt bán chứng khoán làm giá cả chứng khoán giảm xuống mức giá trị thị trường của nó, ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường vốn.

TTCK 6 tháng đầu năm 2007 được đánh giá là phát triển cả về số lượng chứng khoán, số lượng nhà đầu tư và các tổ chức dịch vụ chứng khoán. Nếu cuối năm 2006, tổng giá trị vốn hóa thị trường khoảng 14 tỷ USD, bằng 22,7% GDP thì đến nay, mức vốn hóa của cổ phiếu đã đạt 304 nghìn tỷ đồng (20 tỷ USD), bằng 31% GDP; trong đó vốn hóa của trái phiếu đạt hơn 80.000 tỷ đồng, bằng 8% GDP. Tính đến nay, đã có 55 công ty chứng khoán, 18 công ty quản lý quỹ, 61 tổ chức lưu ký với tổng vốn điều lệ lên tới 5.354 tỷ đồng, gấp 7,4 lần năm 2005.

Trong xu thế trên, số lượng nhà đầu tư tham gia vào TTCK ngày càng đông đảo với số tài khoản chứng khoán mới mở tăng mạnh. Hiện có khoảng 200.000 tài khoản chứng khoán, trong đó 4.400 tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài, tăng 7 lần so với năm 2005 và 1,5 lần so với năm 2006. Tuy nhiên, theo đánh giá của chuyên viên Kim Thành, Cục Chính sách tiền tệ (Ngân hàng Nhà nước), hoạt động thị trường 6 tháng qua cho thấy những diễn biến bất thường với 2 giai đoạn: giai đoạn 1 (từ đầu năm đến giữa tháng 3) phát triển mạnh mẽ và giai đoạn 2 (từ nửa cuối tháng 3 đến hết quý II) thị trường giảm nhiệt với biến động trời, sục mạnh. Trong khi đó, ảnh hưởng từ thị trường chính thức, thị trường OTC cũng phát triển “nóng” và sôi động suốt quý I năm 2007. Hầu hết cổ phiếu đều tăng giá, thậm chí những cổ phiếu vừa mới được phát hành trong nội bộ, chưa được phép chuyển nhượng hay những tờ biên lai thu tiền do đơn vị phát hành cổ phiếu cho nhân viên trong đơn vị cũng được mua bán. Nhóm cổ phiếu của các ngân hàng cổ phần thương mại liên tiếp tăng giá mạnh và được ráo riết săn lùng trên thị trường, đó là cổ phiếu dầu khí, điện, vận tải... Tuy nhiên, đến ngày 13/2/2007, thị trường này cũng bắt đầu “hạ nhiệt” khi thị trường chính thức sục giảm mạnh. Đặc biệt,

quý II/2007, thị trường OTC bỗng “ảm đạm”, hầu hết cổ phiếu đều rớt giá, cầu giảm và tính thanh khoản giảm mạnh.

TTCK Việt Nam đang dần hội nhập với hệ thống thị trường tài chính thế giới là nhận xét của khá nhiều chuyên gia tài chính. Tuy nhiên, có thể khẳng định rằng, những tương tác qua lại giữa TTCK Việt Nam và thế giới còn rất mờ nhạt. Cụ thể, ngày 27/2/2007 và 14/3/2007, khi TTCK thế giới chao đảo bởi hai sự sụt giảm kỷ lục với tất cả các loại cổ phiếu lớn nhỏ đồng loạt mất giá trên thị trường Mỹ và một số TTCK châu Âu... thì TTCK Việt Nam vẫn “bình an vô sự”. Ở góc độ nào đó, đây chính là liều thuốc kích thích sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài tới TTCK non trẻ của chúng ta, với nhận định Việt Nam sẽ là điểm đầu tư sinh lợi lớn. Và việc TTCK Việt Nam bùng nổ đã tạo điều kiện cho nhiều ngân hàng liên doanh tăng vốn cổ phần, từ đó tăng hệ số đủ vốn. Một số các ngân hàng trong nước thì liên kết với các ngân hàng quốc tế như những đối tác chiến lược.

Do sự phát triển còn tương đối độc lập của TTCK trong nước đối với TTCK thế giới nên theo các chuyên gia tài chính, diễn biến của TTCK thế giới trong những tháng cuối năm 2007 sẽ tác động không nhiều tới TTCK Việt Nam. Dù vậy, cần lưu ý rằng, trong thời điểm hiện tại, sự phát triển của TTCK Việt Nam phụ thuộc chủ yếu vào tình hình và các chính sách kinh tế trong nước. Do đó, để thúc đẩy sự phát triển của TTCK trong nước, các nhà quản lý cần có biện pháp kiểm soát sự phát triển quá nóng của thị trường, tăng cường nguồn cung, giám sát chặt chẽ tính minh bạch và việc tuân thủ các quy định, tránh để xảy ra tiêu cực trong các công ty chứng khoán.

## **Kết luận chương 2**

Chương 2 đi sâu vào phân tích thực trạng của vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Dòng vốn gián tiếp FPI vào Việt Nam đã có dấu hiệu tăng đột biến: năm 2007, vốn FPI đạt mức 6.5 tỷ USD, tăng 5 lần so với năm 2006; năm 2008, FPI dự báo đạt mức 7,3 tỷ USD. Trong khi đó từ nay đến năm 2010, để duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân 7,5% - 8%, nhu cầu vốn đầu tư của nền kinh tế lên tới 90 – 100 tỷ USD; trong đó 35% là vốn nước ngoài, bao gồm vốn FDI, ODA và FPI...Do đó, để giải quyết hài hòa mâu thuẫn giữa tạo điều kiện thuận lợi để thu hút vốn nước ngoài nói chung, FPI nói riêng và đảm bảo an ninh tài chính, vấn đề kiểm soát vốn cần có sự cân nhắc thận trọng. Trước mắt, chưa đến lúc đặt ra những hạn chế đối với dòng vốn vào, mà tập trung nâng cao hiệu quả các chính sách kinh tế vĩ mô, đặc biệt là chính sách tiền tệ, tỷ giá, chính sách tài chính nhằm giám sát một cách chặt chẽ và kịp thời .

Vì vậy chương 3 sẽ đi sâu vào đề xuất những giải pháp cho việc xây dựng các chính sách kiểm soát dòng vốn này trên TTCK Việt Nam.

### CHƯƠNG 3

## GIẢI PHÁP KIỂM SOÁT DÒNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI THÔNG QUA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

### 3.1. Điều kiện cần thiết kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

Trên thế giới, nguồn vốn đầu tư nước ngoài càng giữ vai trò quan trọng đối với sự phát triển của mỗi quốc gia. Nguồn vốn này bao gồm đầu tư trực tiếp (FDI) và đầu tư gián tiếp (FPI). Trong khi nguồn vốn FDI có vai trò trực tiếp thúc đẩy sản xuất, thì FPI lại có tác động kích thích thị trường tài chính phát triển theo hướng nâng cao hiệu quả hoạt động, mở rộng quy mô và tăng tính minh bạch, tạo điều kiện cho doanh nghiệp trong nước dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn mới, nâng cao vai trò quản lý của nhà nước và chất lượng quản trị của doanh nghiệp, có tác động mạnh mẽ thúc đẩy các mối quan hệ kinh tế phát triển.

Đối với Việt Nam, việc tự do hóa các giao dịch tài khoản vốn vẫn tiếp diễn, nhu cầu vốn nước ngoài đang cao và dự báo tăng trưởng hợp lý. Tuy nhiên, đôi khi một chính sách đầu tư phát triển có thể chịu áp lực do có sự gia tăng tính bất ổn của dòng vốn ngắn hạn, mà dòng vốn này có khả năng làm nhiễu loạn thị trường tài chính trong nước và tính bất ổn của nền kinh tế vĩ mô như đã xảy ra ở các nước Đông Á. Đối phó với vấn đề mất ổn định này, việc duy trì tính hợp lý của một nền kinh tế có lẽ là cách hữu hiệu nhất bù đắp những tác động tiêu cực của dòng vốn đầu cơ ngắn hạn.

Khi những điều kiện cho tự do hóa vốn còn chưa đủ độ chín mùi, vừa tăng trưởng nhanh vừa duy trì kiểm soát vốn chính là cách thức mà các quốc gia đang phát triển và Trung Quốc thực hiện thành công, đó cũng có thể là trường hợp của Việt Nam.

Ngoại trừ những giao dịch vốn mang tính đầu cơ hay rửa tiền được thực hiện bằng các biện pháp hành chính, còn lại các giao dịch vốn sẽ được kiểm soát thông qua thị trường. Không ngăn cấm nhưng tìm cách hạn chế những biến động của dòng vốn và

làm cho chúng phải tốn kém nhiều chi phí hơn mới thực hiện được, như đánh thuế ngầm hoặc công khai lên dòng vốn vào hoặc ra một cách có lợi nhất.

Khi được kết hợp với những chính sách khác, việc kiểm soát vốn sẽ làm thay đổi một cách hợp lý cấu trúc của dòng vốn chảy vào theo hướng khuyến khích các dòng vốn dài hạn. Khi đó các quỹ đầu tư sẽ không đầu tư vào các thương vụ ngắn hạn hoặc theo kiểu rửa tiền gây ra nhiều rủi ro cho nền kinh tế.

Khi dòng vốn vào chỉ là dài hạn và chỉ chảy vào những lĩnh vực cần khuyến khích, việc nâng dần tỷ lệ sở hữu cho các nhà đầu tư nước ngoài, thậm chí cả trong lĩnh vực nhạy cảm nhất là ngân hàng, không còn là vấn đề quá lớn để không thể giải quyết được.

Kiểm soát vốn như thế nào để tránh sự đảo chiều của dòng vốn FPI, tránh trường hợp các nhà đầu tư đồng loạt rút vốn có thể gây khủng hoảng thị trường tài chính là vấn đề cấp bách mà Chính phủ cần xem xét.

### **3.2. Giải pháp kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK Việt Nam**

Những phân tích và dự báo về dòng vốn vào Việt Nam trong những năm qua và trong thời gian tới đã cho thấy khả năng gia tăng các dòng vốn vào là rất cao. Trước tình hình đó sẽ có những bất ổn khi tài khoản vốn được mở cửa tiến dần đến tự do hoá. Vì vậy, việc nhận định ra những bất ổn đó là điều cần thiết. Cần có những giải pháp quản lý và kiểm soát dòng vốn tránh sự đảo ngược dòng vốn vào Việt Nam trong quá trình hội nhập. Đây là những giải pháp mà chính phủ sử dụng để điều tiết dòng vốn ra sao cho các dòng vốn này phải đi ra từ từ, nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ, tạo điều kiện để chính phủ có thời gian chuẩn bị và đưa ra các biện pháp ứng phó với sự sụt giảm nghiêm trọng nguồn ngoại tệ trong nước, sự tăng lên của đồng nội tệ.

#### **3.2.1. Giải pháp kiểm soát trực tiếp**

Với vị thế là một nước có một hệ thống tài chính non yếu, Việt Nam cần phải áp dụng các biện pháp kiểm soát trực tiếp khá chặt nhưng không quá lộ liễu, vừa đảm bảo

vai trò bảo vệ cho hệ thống tài chính trong nước, vừa không xâm 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 dòng vốn đầu tư nước ngoài 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 kiềm chế lại dòng vốn ngầm chảy ra bên 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 về nước.

- Mở tài khoản giao dịch tại ngân hàng: Nhà đầu tư nước ngoài muốn đầu tư chứng khoán phải mở một tài khoản vốn đầu tư gián tiếp bằng tiền đồng Việt Nam tại một tổ chức tín dụng được phép hoạt động kinh doanh ngoại hối để thực hiện hoạt động đầu tư gián tiếp tại Việt Nam. Mọi giao dịch chuyển tiền để thực hiện việc góp vốn, mua bán cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, chuyển nhượng vốn góp trong các hoạt động đầu tư, các thanh toán khác liên quan đến hoạt động đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư chứng khoán nước ngoài; nhận và sử dụng cổ tức, lợi tức được chia, mua ngoại tệ tại các tổ chức tín dụng được phép hoạt động kinh doanh ngoại hối tại Việt Nam để chuyển ra nước ngoài và các giao dịch khác có liên quan đều phải thực hiện thông qua tài khoản này. Mỗi nhà đầu tư nước ngoài cũng chỉ được phép mở một tài khoản lưu ký chứng khoán và mọi bút toán thanh toán đều phải thực hiện qua tài khoản này. Với các quy định trên, có thể kỳ vọng vốn gián tiếp vào ra Việt Nam sẽ được giám sát một cách chặt chẽ và kịp thời. Bên cạnh đó, cần xây dựng các chính sách đối phó với nguy cơ dòng vốn đảo chiều.

- Giám sát việc cho vay, cầm cố chứng khoán tại các ngân hàng thương mại: Cần giám sát chặt chẽ không để phát sinh tình trạng cho vay, cầm cố chứng khoán quá lớn tại các Ngân hàng thương mại, vì đa số nguồn vốn vay không đi vào đầu tư sản xuất kinh doanh mà quay ngược trở lại TTCK. Do đó, cần chỉ đạo chặt chẽ các ngân hàng

thương mại trong việc thực hiện chế độ kiểm toán, quản trị công ty, báo cáo tình hình tài chính; đồng thời giám sát chặt chẽ các ngân hàng thương mại trong việc mua bán cổ phiếu, đầu tư, góp vốn cũng như chuyển nhượng cổ phiếu nhằm đảm bảo an toàn cho hệ thống ngân hàng.

- Đăng ký đầu tư qua trung gian: chấm dứt việc uỷ quyền của các tổ chức đầu tư nước ngoài thông qua cá nhân mà thay vào đó là thực hiện hoạt động uỷ quyền qua các tổ chức. Vì việc uỷ quyền qua cá nhân dễ dẫn đến thất thu thuế và không kiểm soát được các hoạt động. Và cá nhân thì không thể đại diện cho tổ chức để báo cáo hoạt động một cách thường xuyên và đáng tin cậy.

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCK) hiện đang giai đoạn hoàn thiện để lấy ý kiến công chúng và trình Bộ Tài chính thông qua 2 quyết định liên quan đến quản lý giao dịch chứng khoán và sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài (ĐTNN) vào TTCK Việt Nam. Theo đó, NĐT sẽ được mở nhiều tài khoản và được phép cùng mua - bán một loại chứng khoán (cổ phiếu, chứng chỉ quỹ) trong phiên. Ngoài ra, khái niệm về nhà ĐTNN cũng được thay đổi, đi kèm với việc tăng tỷ lệ sở hữu được phép của khối này tại các công ty đại chúng chưa niêm yết từ 30% lên 49%, ngoại trừ các DN thuộc nhóm ngành có quy định đặc biệt

Tuy nhiên, việc mở nhiều tài khoản của NĐT phải với điều kiện mỗi NĐT chỉ có một tài khoản tại một CTCK, tức là nếu muốn có 2 tài khoản, NĐT phải mở tại 2 CTCK khác nhau. Ngoài ra, việc mua - bán trong phiên cũng phải được thực hiện trên cơ sở: NĐT chỉ được phép mua - bán cùng loại chứng khoán tại cùng một tài khoản, chứ không phải mua trên tài khoản này và bán trên tài khoản khác. Việc mua - bán vẫn phải đảm bảo nguyên tắc ký quỹ 100% theo quy định hiện hành và đủ thời gian thanh toán. Việc này là cần thiết, vì có thể xảy ra hiện tượng đầu phiên họ mua một mã chứng khoán khi mọi việc vẫn diễn ra bình thường. Tuy nhiên, vào cuối phiên giao dịch, thông tin xấu về DN đột ngột xuất hiện hoặc thị trường đảo chiều, NĐT sẽ bán chính loại chứng khoán mà họ đã mua từ trước. Và một điều nữa là với công nghệ giám sát

hiện nay, UBCK sẽ rất khó khăn để có thể ngay lập tức giám sát và phát hiện những hành vi thao túng giá. Nếu để NĐT mua qua tài khoản này, bán qua tài khoản kia, phải chờ thời gian thanh toán T+3 để kiểm tra xem liệu có tính bất thường hay hành vi làm giá hay không thì rất khó khăn cho cơ quan quản lý và quá chậm trễ. Nếu NĐT cùng mua - bán khối lượng lớn cổ phiếu với giá giao dịch có yếu tố bất thường, như cùng lúc đặt lệnh mua - bán với giá bằng nhau hoặc giá mua cao hơn giá bán tại cùng một tài khoản thì việc kiểm soát sẽ dễ dàng hơn nhiều.

- Việc thắt chặt hay nới lỏng những quy định về ngoại hối cũng góp phần quản lý dòng vốn vào hay ra một cách hiệu quả. Để kiểm soát vốn, phòng trường hợp các nhà đầu tư đồng loạt rút vốn, Chính phủ có thể quy định về hạn mức chuyển ngoại tệ ra nước ngoài tối đa của một nhà đầu tư trong một ngày, nhằm làm cho dòng vốn ra một cách từ từ để Chính phủ kịp thời đưa ra những biện pháp đối phó.

- Ngoài ra, Chính Phủ cũng cần quan tâm đến mục đích đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài và biết được nguồn gốc của những dòng vốn này từ đó xem xét khả năng đáp ứng về cơ chế chính sách... để đưa ra được những biện pháp kiểm soát hữu hiệu hơn.

Tuy nhiên, Chính phủ cần phải hạn chế đến mức thấp nhất biện pháp kiểm soát mang tính hành chính. Ngoại trừ một số ngành nghề và lĩnh vực nhạy cảm, việc dừng lại chủ trương mở room (kiểm soát trực tiếp) đồng loạt cho các lĩnh vực như trong thời gian qua là điều mà Chính phủ cần phải xem xét lại bởi nó ảnh hưởng rất lớn đến chủ trương thu hút vốn hiện nay.

### **3.2.2. Giải pháp kiểm soát gián tiếp**

- Đánh thuế cao đối với đầu tư ngắn hạn, miễn thuế đối với các dòng vốn mang tính dài hạn: 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 ưu ái đãi ngộ 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 ngắn hạn từ đó chuyển hướng cho nhà đầu tư nước ngoài, đẩy mạnh các dòng đầu tư trong dài hạn.

Thị trường chứng khoán các nước đều khuyến khích đánh thuế cao đối với các nhà đầu tư ngắn hạn, thấp đối với nhà đầu tư dài hạn và Việt Nam cũng theo thông lệ này nhằm khuyến khích đầu tư dài hạn.

Dự kiến UBCKNN cũng sẽ kiến nghị nhiều chính sách hỗ trợ về thuế tốt và lâu dài nhằm khuyến khích các công ty quản lý quỹ thu hút các nguồn vốn đầu tư trung và dài hạn từ nước ngoài cũng như khuyến khích hoạt động ổn định và lâu dài của các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam

Hạn chế luồng vốn ra thông qua biện pháp thuế là đơn giản và linh hoạt nhất bởi mức thuế có thể thay đổi theo thời gian đầu tư; có thể áp dụng tùy tính chất của nhà đầu tư; và có thể cắt giảm điều chỉnh tùy tình huống

Các chính sách ưu đãi thuế đối với các quỹ đầu tư chứng khoán nói chung và với các quỹ đầu tư nước ngoài nói riêng là một phần không thể thiếu được trong điều hành kinh tế vĩ mô của Chính phủ các nước. Theo đánh giá của nhiều nhà nghiên cứu, sở dĩ Nhật có loại hình các quỹ đầu tư phát triển mạnh mẽ nhất ở Châu Á là do đã áp dụng thành công nhiều chính sách ưu đãi thuế. Những kiến nghị hiện nay xoay quanh việc Chính phủ cần gia tăng hơn nữa thời hạn miễn thuế thu nhập lên từ 5 năm, thay vì chỉ có 2 năm như hiện nay

- Ngoài ra chính phủ có thể áp dụng các khoản thuế trực tiếp đánh lên các dòng chảy xuyên biên giới: bao gồm các khoản thuế và các nghĩa vụ tài chính đánh trên các giao dịch tài chính xuyên quốc gia, các khoản thu nhập chuyển ra nước ngoài của công dân nước ngoài sở hữu tài sản 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.

- Yêu cầu các định chế tài chính muốn đi vay hoặc phát hành cổ phiếu thì cần phải được xếp hạng tín nhiệm, như trường hợp của Ngân hàng Đầu tư và phát triển VN mới đây. Việc xếp hạng tín nhiệm có vai trò rất quan trọng cho việc cung cấp thông tin cho các đối tượng, như:

. Thứ nhất, đối với các tổ chức tín dụng: nhằm hỗ trợ các tổ chức tín dụng trong việc ra quyết định cấp tín dụng, giám sát và đánh giá khách hàng, kiểm soát rủi ro hiệu quả hơn...

. Thứ hai, đối với các nhà đầu tư và thị trường chứng khoán là nhằm giúp họ có cơ sở để tham khảo, đối chiếu kỹ càng trước khi ra quyết định đầu tư cuối cùng, giảm bớt rủi ro khi đầu tư; giúp cho các công ty chứng khoán lựa chọn một danh mục đầu tư tốt nhất; tạo điều kiện huy động vốn trên thị trường chứng khoán thực hiện được dễ dàng, thuận lợi hơn.

. Thứ ba, công ty này sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam xây dựng hình ảnh và độ tin nhiệm của mình trong sản xuất, kinh doanh cũng như trong quá trình hội nhập quốc tế.

. Thứ tư là sẽ giúp cho các cơ quan quản lý Nhà nước đánh giá được đối tượng quản lý của mình, có cơ sở để đưa ra những giải pháp thích hợp, góp phần thúc đẩy sự phát triển nền kinh tế nói chung.

- Cần minh bạch thông tin giao dịch: Theo quy định tại điều 101, Luật Chứng khoán và thông tư số 38/2007/TT-BTC ngày 18-4-2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, công ty đại chúng phải thực hiện nghĩa vụ:

. Công bố báo cáo tài chính năm trên ba (03) số báo liên tiếp của một (01) tờ báo trung ương và một tờ báo địa phương nơi công ty đóng trụ sở chính hoặc thông qua phương tiện công bố thông tin của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

. Công bố thông tin bất thường trên các ấn phẩm, trang thông tin điện tử của công ty và trên trang thông tin điện tử của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và phải nêu rõ sự kiện xảy ra, nguyên nhân, kế hoạch và giải pháp khắc phục (nếu có).

. Công bố thông tin theo quy định trong thời hạn hai mươi bốn (24) giờ kể từ khi nhận được yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thông qua các ấn phẩm, trang thông tin điện tử của công ty, qua phương tiện thông tin đại chúng hoặc phương tiện công bố thông tin của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Khi doanh nghiệp minh bạch thông tin, nhà đầu tư mới có cơ hội hiểu rõ doanh nghiệp là ai, tầm lãnh đạo và chiến lược phát triển của doanh nghiệp như thế nào. Vì với gần 200 doanh nghiệp niêm yết trên sàn thì không chỉ các nhà đầu tư nước ngoài mà ngay cả với các nhà đầu tư trong nước cũng không thể có điều kiện đến tận doanh nghiệp tìm hiểu. Bởi vậy, họ chỉ có thể tiếp cận doanh nghiệp trên các cáo bạch và các bản công bố thông tin định kỳ. Nếu những thông tin tối thiểu này không được công bố thì nhà đầu tư chỉ còn biết đầu tư mò. Chính điều này tạo ra nhiều bất ổn cho thị trường.

Vì vậy các doanh nghiệp cần thực sự minh bạch về thông tin tài chính và quản trị tốt, thì doanh nghiệp sẽ được các nhà đầu tư đánh giá cao, từ đó họ sẵn sàng bỏ vốn vào doanh nghiệp thông qua việc định giá cổ phiếu trên thị trường.

Xét về tính lâu dài, giá cổ phiếu ổn định sẽ giúp doanh nghiệp có cơ sở định hình cơ cấu vốn mỗi khi doanh nghiệp muốn huy động tăng vốn triển khai các dự án. Có vốn, có năng lực cộng với kinh nghiệm là những yếu tố cần và đủ ấy sẽ giúp doanh nghiệp dễ nâng tầm. Ngược lại, nếu nhà đầu tư không biết doanh nghiệp là ai, làm gì và làm như thế nào...Nhà đầu tư bán tháo cổ phiếu mỗi khi xuất hiện những tin đồn và thiệt hại về uy tín là thiệt hại không nhỏ đối với doanh nghiệp. Và việc bán tháo cổ phiếu để rút vốn cộng với tâm lý bầy đàn có thể dẫn đến khủng hoảng thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, TTCK Việt Nam đang trong giai đoạn hết sức nhạy cảm với thông tin, vì vậy càng minh bạch thông tin bao nhiêu sẽ càng tránh gây thiệt hại cho NĐT bấy nhiêu. Để thông tin được công bố một cách trung thực, các cơ quan hữu trách nên xây dựng hệ thống giám sát thông tin và kiểm toán tài chính độc lập. Một thị trường minh bạch rất cần có những cơ quan điều tra tài chính nhằm phát hiện ra những gian dối trong báo cáo tài chính, giúp cho nhà đầu tư tiếp cận được với những thông tin đáng tin cậy, thấy được tính chuyên nghiệp và có niềm tin khi đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Chính sách tỷ giá cũng góp phần quan trọng trong công tác đảm bảo an ninh tiền tệ quốc gia. Việc giữ tỷ giá ổn định trong những năm gần đây giúp cho dự trữ ngoại tệ tăng lên nhanh chóng, có thể đáp ứng được những tình huống khẩn cấp. Tuy nhiên, nếu chính sách tỷ giá cứng nhắc và làm cho đồng tiền Việt Nam được định giá cao thì có thể dẫn đến những khoản nợ nước ngoài khổng lồ sau này, do việc đi vay bằng ngoại tệ rẻ hơn nội tệ. Chính vì thế, một chính sách tỷ giá hợp lý là rất quan trọng trong việc đảm bảo an ninh tiền tệ quốc gia, tránh những cuộc khủng hoảng sâu rộng hơn.

- Bảo đảm cơ sở hạ tầng tài chính phát triển một cách vững chắc, cán bộ quản lý cấp cao có trình độ chuyên môn giỏi cũng như huy động được những ý kiến đóng góp của những nhà kinh tế hàng đầu đất nước sẽ giúp cho Chính phủ hoạch định được những chính sách hợp lý để có thể vừa thu hút được nguồn vốn FPI phục vụ cho quá trình tăng trưởng, vừa kiểm soát được dòng vốn này khi những điều kiện cho tự do hoá vốn chưa chín mùi.

- Bên cạnh đó, Chính phủ cần tăng cường an ninh của hệ thống tài chính, thực hiện kiểm soát các dòng vốn khi cần thiết. Tăng cường 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 - chứng khoán trong việc quản lý các dòng vốn nhằm đảm bảo sự an toàn, vững chắc và lành mạnh của hệ thống tài chính. Vì dòng vốn đầu tư gián tiếp di chuyển giữa các quốc gia, giữa các khu vực và mang tính

toàn cầu, nên sự hợp tác và phối hợp trên không chỉ giới hạn trong nước mà cần được mang tính quốc tế liên quốc gia, liên thị trường thì mới có hiệu quả.

### **Kết luận chương 3**

Tại Việt Nam, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đã khơi thông mạnh mẽ khi thực hiện cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước và phát triển thị trường chứng khoán. Tuy nhiên việc quản lý nguồn vốn này còn nhiều bất cập. Chưa có đầu mối quản lý chính thức.

Chính vì lý do này mà nội dung của chương đi vào biện pháp kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp thông qua thị trường chứng khoán Việt Nam. Cùng với 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, ngoài những thành tựu mà dòng vốn FPI mang lại cho TTCK Việt Nam nói riêng và nền kinh tế Việt Nam nói chung, dòng vốn FPI còn không ít hạn chế có thể ảnh hưởng xấu đến thị trường tài chính Việt Nam.

Thị trường tài chính Việt Nam còn non trẻ, đang trong giai đoạn chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường thì việc thu hút FPI là vô cùng cần thiết. Kiểm soát dòng vốn này vô tình làm hạn chế khả năng thu hút dòng vốn này, nhưng nói thế không có nghĩa là Việt Nam thả lỏng hoàn toàn dòng vốn vào và ra, mà những biện pháp mà đề tài nêu ra nhằm góp phần ngăn chặn sự đảo ngược của dòng vốn FPI - một trong những nguyên nhân có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính.

## KẾT LUẬN

Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đang đóng vai trò quan trọng cho sự phát triển của Thị trường chứng khoán Việt Nam, tuy nhiên nó là con dao hai lưỡi đối với nền kinh tế, nhất là đối với các nền kinh tế đang phát triển, nơi cơ chế quản lý các dòng vốn còn hạn chế. Ngoài những lợi ích hữu hình mà dòng vốn FPI mang lại thông qua việc đáp ứng được bài toán nan giải về nhu cầu vốn cho tăng trưởng và làm thay đổi cách thức phân bổ vốn cho nền kinh tế vốn dĩ chỉ dựa vào khu vực nhà nước, vốn FPI còn mang lại những lợi ích gián tiếp vô cùng to lớn, bao gồm: thị trường tài chính, các định chế tài chính, trình độ quản lý công ty và khả năng quản lý quốc gia, tất cả đều mạnh lên và điều này sẽ giúp hoàn thiện khả năng điều hành kinh tế vĩ mô. Các lợi ích gián tiếp như thế có thể không nhìn thấy ngay nhưng lại có tác dụng trong dài hạn, làm chất xúc tác cho tăng trưởng bền vững.

Nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2006 – 2010 quá khổng lồ (140 – 150 tỷ đô la Mỹ), nếu không tìm ra những giải pháp đột phá và một hướng đi sáng tạo, nền kinh tế sẽ khó lòng tăng tốc để bước vào sân chơi toàn cầu.

Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam từ năm 2007 đã tăng đột biến, so với quy mô của nền kinh tế thì FPI của Việt Nam trong năm 2007 là khá cao. Vì vậy, mặc dù chưa đặt vấn đề hạn chế dòng vốn đầu tư gián tiếp tại thời điểm hiện nay, nhưng cần có biện pháp kiểm soát dòng vốn đầu tư gián tiếp.

Kiểm soát vốn suy cho cùng cũng dẫn đến những cái giá nhất định do sẽ làm chậm lại tiến trình thu hút dòng vốn FPI. Nhưng nếu ta có cái nhìn mới về lợi ích của dòng vốn này, sẽ có giải pháp mang tính đột phá thực sự.