

Quản lý, giám sát vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và lựa chọn chính sách cho Việt Nam

KIM VĂN CHÍNH

Nếu như đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đối với Việt Nam đã trở thành hoạt động mang tính phổ biến, các nghiên cứu về FDI cũng đã được tiến hành khá nhiều và đã có những ứng dụng khá thành công trong chính sách thì đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) còn tương đối mới mẻ đối với nước ta - cả đối với giới hoạch định chính sách lẫn các nhà nghiên cứu, học giả. Động thái phát triển dòng vốn FPI vào nước ta trong vài năm gần đây cũng như những dự báo và kế hoạch phát triển kinh tế trong những năm tới cho thấy triển vọng bùng phát dòng vốn FPI trong tương lai gần. Điều đó đòi hỏi phải có những công trình nghiên cứu nghiêm túc về dòng vốn này, kịp thời cung cấp cho các nhà hoạch định chính sách có cơ sở khoa học để ban hành các chính sách tiến bộ và phù hợp, đồng thời góp phần nâng cao nhận thức và thái độ của các chủ thể liên quan trong nền kinh tế, kịp thời chủ động và tự tin trong việc quản lý và tham gia vào quá trình lưu chuyển vốn FPI.

Bài viết này đặt ra mục đích phác thảo những nội dung cơ bản trong quản lý, kiểm soát dòng vốn FPI, đồng thời đưa ra những khuyến nghị chính sách đối với Việt Nam trong giai đoạn hiện nay và thời gian sắp tới. Bài viết sẽ đi qua đặc điểm và các hình thức FPI, nêu các nội dung quản lý, giám sát của Nhà nước đối với FPI, cuối cùng là các khuyến nghị về chính sách thu hút FPI.

I. ĐẶC ĐIỂM VÀ CÁC HÌNH THỨC ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI

1. Khái niệm "đầu tư gián tiếp nước ngoài"

Lý thuyết và thực tiễn hoạt động đầu tư đã phân biệt hai hình thức đầu tư chủ yếu:

trực tiếp và gián tiếp. Đầu tư trực tiếp nước ngoài dùng để chỉ các hoạt động đầu tư vật chất của nhà đầu tư của một nền kinh tế vào việc hình thành nên một doanh nghiệp ở một nền kinh tế khác nhằm mục đích kinh doanh lâu dài. Khái niệm đầu tư gián tiếp xuất hiện khi thị trường chứng khoán phát triển, việc mua bán cổ phiếu, trái phiếu trở nên phổ biến, nhiều nhà đầu tư thay vì phương thức đầu tư trực tiếp truyền thống đã lựa chọn phương thức đầu tư thông qua một công ty khác (thường là các tổ chức tài chính) hoặc mua cổ phiếu, trái phiếu của các doanh nghiệp, các tổ chức tự trị có hạch toán hoặc của chính phủ.

Để phản ánh các hoạt động đầu tư nêu trên, thuật ngữ "Portfolio Investment" được đưa ra.

Như vậy, Portfolio Investment là thuật ngữ phản ánh các hoạt động đầu tư không phải là đầu tư trực tiếp truyền thống.

Khi thị trường chứng khoán phát triển ở quy mô quốc tế, hoạt động mua bán chứng khoán được mở rộng cho các nhà đầu tư quốc tế và được tổ chức liên thông ở nhiều thị trường chứng khoán khác nhau, ranh giới giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) trở nên khó phân định, từ đó cách hiểu về FDI và FPI có sự thay đổi đáng kể.

Khái niệm FDI được mở rộng cho cả các hoạt động đầu tư thông qua mua cổ phiếu của doanh nghiệp nước ngoài (tức là thông qua phương thức đầu tư gián tiếp) với điều kiện quyền sở hữu cổ phiếu đạt tới hoặc vượt giới hạn cho phép, nhà đầu tư có quyền tham

gia quản lý doanh nghiệp. Giới hạn này, cho đến nay, được thống nhất khá cao ở các nước trên thế giới là 10%. Riêng ở Việt Nam, giới hạn này cho đến nay vẫn được quy định là 30%. Bên cạnh đó, sự phát triển của các dạng thức sở hữu nhiều tầng theo mô hình mẹ - con hoặc sở hữu chéo (ví dụ Công ty A sở hữu 40% Công ty B ở nước ngoài, Công ty B lại sở hữu 20% Công ty C), dẫn đến sự phức tạp trong việc xác định đâu là đầu tư trực tiếp, đâu là đầu tư gián tiếp. Về vấn đề này, đã có nhiều quan điểm học thuật về thống kê và đến nay đã hình thành ba phương pháp khác nhau trong việc xác định đầu tư trực tiếp: phương pháp của Mỹ (USM), phương pháp của EU (EUM) và phương pháp của tổ chức OECD (FCS)¹. Trong khi đó, thuật ngữ FPI (Foreign Portfolio Investment) được sử dụng dùng để chỉ các hoạt động đầu tư ở nước ngoài thông qua mua cổ phiếu, trái phiếu, các chứng chỉ có giá khác hoặc thông qua các quỹ đầu tư trung gian.

Trong hệ thống thuật ngữ kinh tế quốc tế, bên cạnh thuật ngữ Portfolio Investment vẫn tồn tại và phát triển thuật ngữ "Indirect Investment". Nhiều nhà khoa học và hoạch định chính sách coi 2 thuật ngữ trên là đồng nghĩa, không có sự phân biệt (Marie Montanjees - 2004). Có quan điểm lại cho rằng Indirect Investment được sử dụng trong mối quan hệ với đầu tư trực tiếp - tức là chỉ bao gồm những đầu tư vào doanh nghiệp thông qua việc mua cổ phiếu doanh nghiệp (không kể đầu tư mua trái phiếu hoặc các chứng chỉ có giá khác) ở giới hạn chưa trở thành đầu tư trực tiếp. Còn Portfolio Investment có nghĩa rộng hơn: đó là hình thức đầu tư bằng việc mua cổ phiếu, trái phiếu mà thông qua đó, nhà đầu tư có thể trực tiếp sở hữu và quản lý doanh nghiệp (trở thành đầu tư trực tiếp) hoặc không trực tiếp quản lý doanh nghiệp (Indirect Investment).

Trong hệ thống thuật ngữ kinh tế và chính sách của Việt Nam đã sử dụng thuật

ngữ đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp. Và chưa có thuật ngữ thứ ba. Do vậy, chúng ta có thể coi thuật ngữ đầu tư gián tiếp của Việt Nam tương đương với cả hai thuật ngữ Portfolio Investment và Indirect Investment.

Trong Luật Đầu tư 2006 cũng đã đưa ra định nghĩa về đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp (Điều 3) và ở các Điều 21, 26 có giải thích nội dung của 2 hình thức đầu tư này. Tuy nhiên, các định nghĩa và giải thích trong Luật Đầu tư 2006 vẫn không cho phép chúng ta có được sự phân định tường minh khái niệm đầu tư gián tiếp xét trong mối quan hệ với đầu tư trực tiếp. Tuy nhiên, vấn đề này không phải chủ đề của bài viết và chúng tôi thấy cần được thảo luận tiếp ở các diễn đàn khác nhau.

Theo tinh thần Luật Đầu tư 2006, đầu tư gián tiếp nước ngoài được hiểu theo nghĩa khá rộng thông qua ba hình thức:

- "Mua cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu và các giấy tờ có giá khác" (kể cả của doanh nghiệp, các tổ chức tự trị được phép phát hành và của Chính phủ).

- Đầu tư "thông qua Quỹ đầu tư chứng khoán".

- "Thông qua các định chế tài chính trung gian khác".

Với nghĩa rộng như vậy, đầu tư gián tiếp nước ngoài được hiểu tương đương với thuật ngữ Foreign Portfolio Investment (FPI).

2. Quy mô và tác động của đầu tư gián tiếp nước ngoài

a) Quy mô: số liệu về FPI rất khó đo lường chính xác. Lý do một phần ở phương pháp luận thống kê và tính toán chưa thống nhất, phần khác nhiều hoạt động FPI diễn ra ở các thị trường và hình thức khác nhau rất dễ tính trùng lặp hoặc bỏ sót.

1. Về vấn đề này, xin xem tài liệu của IMF: Indirect - Direct Investment Relationships (2001), Marie Montanjees, Indirect Investment: defining the scope of the Direct Investment Relationship (2004).

Quyền tiền tệ quốc tế (IMF) thông qua chương trình khảo sát FPI toàn cầu đã có số liệu thống kê trong nhiều năm. Theo số liệu của IMF, quy mô FPI tăng rất mạnh trong gần 2 thập niên

qua. Nếu như tổng FPI của thế giới năm 1997 đạt mức 5.885 nghìn tỷ USD thì năm 2001 đạt 12.711 nghìn tỷ và đến năm 2004 đạt mức 23.253 nghìn tỷ (xem bảng 1).

BẢNG 1: Động thái FPI của thế giới

Đơn vị tính: tỷ USD

Chỉ tiêu	1997	2001	2002	2003	2004
Tổng FPI	5.885	12.711	14.122	19.044	23.263
Trong đó: hình thức cổ phiếu	2.600	5.200	4.803	6.954	8.706

Nguồn: IMF (2004), Global Portfolio Investment Survey.

Như vậy, quy mô FPI của thế giới đã tăng gần 2 lần trong 4 năm và xu hướng tiếp tục tăng mạnh trong giai đoạn hiện nay. Trong đó, đầu tư theo hình thức cổ phần luôn chiếm tỷ lệ 30-35% tổng FPI.

Cũng theo số liệu của IMF, các nước có quy mô FPI ra nước ngoài lớn nhất cũng đồng thời là những nước có quy mô lớn về FPI vào trong nước. Tính ra, đến 65% FPI

tập trung vào 8 quốc gia hàng đầu: đó là Mỹ, Anh, Nhật, Lucxămbua, Đức, Pháp, Italia, Hà Lan.

Cũng theo số liệu của IMF qua chương trình khảo sát đầu tư gián tiếp (CPIS), cơ cấu vốn FPI của thế giới được phân bổ trên 1/3 cho hạng mục cổ phiếu, trên 1/2 cho trái phiếu dài hạn và chỉ một số lượng nhỏ cho trái phiếu ngắn hạn (xem bảng 2).

BẢNG 2: Cơ cấu vốn đầu tư FPI của thế giới qua các năm.

Đơn vị tính: nghìn tỷ USD

Năm	Cổ phiếu	Trái phiếu dài hạn	Trái phiếu ngắn hạn	Tổng số
1997	2,6	3,2	-	5,8
2001	5,2	6,4	1,1	12,7
2002	4,8	8,0	1,3	14,1
2003	6,9	10,5	1,5	19,0
2004	8,7	12,6	1,9	23,2

Nguồn: IMF, 2004, Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS).

b) Tác động của FPI

FPI có vai trò to lớn trong nền kinh tế toàn cầu nói chung và đối với từng nước nói riêng. FPI có tác động nhiều mặt, cả tích cực và tiêu cực đối với nước đầu tư và nước nhận vốn đầu tư.

• *Đối với nước đầu tư*, FPI có các lợi ích cơ bản sau:

+ Đa dạng hóa cơ cấu đầu tư, cho phép các nhà đầu tư có thể chuyển vốn đến những thị trường mới nổi có mức lợi nhuận kinh doanh cao (kèm theo hệ số rủi ro lớn hơn).

Bằng cách đầu tư FPI, các nhà đầu tư có thể nhanh chóng khắc phục xu hướng lợi nhuận bình quân giảm dần, nâng cao hiệu quả kinh doanh.

+ San sẻ rủi ro kinh doanh sang các khu vực khác, đặc biệt là các khu vực thị trường mới nổi. So với đầu tư trực tiếp (FDI), khả năng san sẻ rủi ro qua đầu tư gián tiếp (FPI) nhạy bén hơn và đa dạng hơn.

+ Thông qua đầu tư gián tiếp, nhà đầu tư có cơ hội tìm hiểu và thâm nhập thị trường mới, thích nghi từng bước với thị trường mới.

Cùng với các lợi ích cơ bản, các nhà đầu tư FPI phải chịu những rủi ro nhất định. *Thứ nhất*, những rủi ro đặc biệt của thị trường tài chính nước ngoài, đáng chú ý là rủi ro chính trị, rủi ro đạo đức và rủi ro kinh tế của thị trường mới nổi. *Thứ hai*, các rào cản về thủ tục hành chính và nhất là về thuế có thể làm triệt tiêu lợi ích thu được. *Thứ ba*, những chính sách điều tiết thị trường vốn của các nước nhận vốn FPI. *Thứ tư*, chi phí giao dịch trong đầu tư FPI có thể cao hơn so với dự kiến.

• *Đối với nước nhận đầu tư*, trước hết FPI là một kênh dẫn vốn có quy mô lớn hơn nhiều so với đầu tư trực tiếp truyền thống, cho phép có thể thu hút lượng vốn lớn của nước ngoài đóng góp vào tăng trưởng kinh tế, giải quyết việc làm và các mục tiêu tài chính. Hơn nữa, chính hình thức đầu tư FPI còn giúp đẩy mạnh FDI (thông qua việc mua cổ phiếu, các nhà đầu tư nước ngoài có thể dễ dàng sở hữu và trực tiếp quản lý doanh nghiệp trong nước). Ngoài ra, FPI giúp các doanh nghiệp trong nước có thể hoạt động hiệu quả hơn, năng động hơn và nâng cao giá trị của mình (ví dụ, công ty Vinamilk đã nâng cao giá trị của mình lên rất nhiều do có sự tham gia mua cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài). Hơn nữa, đối với toàn bộ nền kinh tế, FPI là hình thức giúp các nước có nền kinh tế mới nổi và chuyển đổi như Việt Nam nhanh chóng hơn trong việc mở cửa, tham gia hội nhập vào thị trường vốn quốc tế, nâng cao sự tin nhiệm trong hoạt động kinh tế đối với nước ngoài. Thách thức đối với nước nhận đầu tư FPI chủ yếu ở tính phụ thuộc vào thị trường vốn quốc tế và các nhà đầu tư nước ngoài nếu quy mô đầu tư ở mức lớn và chính sách kiểm soát, điều tiết của quốc gia có những sơ hở. Khủng hoảng kinh tế (bắt đầu từ khủng hoảng tài chính) của một số nước Đông Nam Á vào năm 1997 có nguyên nhân quan trọng bắt nguồn từ kênh FPI. Ngoài ra, khi đẩy mạnh FPI, nếu không cân đối giữa dòng vốn đầu tư vào với dòng vốn đầu tư ra, một phần thu nhập ròng đáng kể sẽ được chuyển ra nước ngoài gây

nên khả năng giảm tích lũy và đầu tư phát triển trung dài hạn.

3. Các kênh, hình thức FPI

Xét trên bình diện quốc tế, FPI có hai kênh chính: FPI trực tiếp và FPI gián tiếp. Mỗi kênh này lại có một số hình thức đầu tư cụ thể².

a) *FPI theo phương thức trực tiếp*: kênh FPI này có hai hình thức:

- Mua các chứng chỉ đầu tư nước ngoài tại thị trường nước ngoài.

- Mua các chứng chỉ đầu tư nước ngoài tại thị trường tài chính trong nước.

b) *FPI theo phương thức gián tiếp*: kênh này có 3 hình thức sau:

- Mua các trái phiếu châu Âu có quyền mua cổ phiếu (Equity - linked eurobonds). Trên thị trường tài chính có lưu hành 2 loại trái phiếu châu Âu: trái phiếu gắn với quyền mua cổ phiếu (eurobond with warrant) và trái phiếu chuyển đổi (transation eurobond).

- Mua cổ phiếu của các công ty liên quốc gia (MNC), các MNC luôn có đầu tư (trực tiếp và gián tiếp) vào các quốc gia khác.

- Đầu tư thông qua các quỹ đầu tư tương hỗ quốc tế (International Mutual Funds).

Mỗi một kênh/hình thức đầu tư nêu trên có đặc điểm riêng nhất định.

Xét về hình thức chứng từ có giá trong đầu tư gián tiếp, ta có các hình thức FPI sau:

- Mua cổ phiếu công ty và các tổ chức được phép phát hành.

- Mua trái phiếu công ty.

- Mua trái phiếu chính phủ.

- Mua các chứng chỉ có giá khác do chính phủ hoặc các tổ chức tài chính, doanh nghiệp phát hành.

- Đầu tư thông qua các định chế tài chính trung gian.

2. Đây là cách phân loại được Solnke M.Bartram và Gunter Dufey (1998) đưa ra trong công trình: International Portfolio Investment. Theory, Evidence, and Institutional Framework.

Việc nghiên cứu các kênh/hình thức đầu tư có ý nghĩa rất quan trọng. Đối với những nước chuyển đổi và "mới nổi về kinh tế" như Việt Nam, phải làm sao để vừa đa dạng hóa các kênh/hình thức FPI, vừa phải tăng mức hấp dẫn trong thu hút FPI, vừa bảo đảm tăng hiệu quả của nền kinh tế và tăng trưởng bền vững.

II. VỀ QUẢN LÝ/GIÁM SÁT ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI Ở VIỆT NAM

1. Quan điểm và mục tiêu quản lý FPI

FPI là hình thức đầu tư rất mới ở Việt Nam. Hệ thống thể chế/ luật pháp của Việt Nam cũng chưa đầy đủ và còn mâu thuẫn nhau. Mặc dù vậy, nhu cầu về vốn đầu tư và những động thái thực tế của kênh đầu tư này trong thời gian gần đây cho thấy tiềm năng to lớn và sự cần thiết phải tăng cường thu hút vốn FPI.

Để thu hút mạnh FPI với điều kiện nhà nước vẫn chủ động quản lý được kênh vốn này phục vụ cho các mục tiêu kinh tế vĩ mô của mình, Nhà nước Việt Nam cần xác định các nguyên tắc, mục tiêu và áp dụng những biện pháp khuyến khích FPI sao cho phù hợp với đặc điểm của vốn FPI và đặc thù của nền kinh tế Việt Nam.

a) Các quan điểm thu hút FPI

Theo chúng tôi, trong điều kiện Việt Nam hiện nay là một nền kinh tế mới nổi, đang chuyển đổi cơ chế, với các mục tiêu kinh tế vĩ mô khá cao và mang tính thách thức, cần phải quán triệt các quan điểm cơ bản sau đây trong chính sách thu hút FPI:

Thứ nhất, nhận thức rõ vai trò và tiềm năng của vốn FPI, coi đây là kênh đầu tư quan trọng không thể thiếu và cần phải đẩy mạnh phục vụ cho công cuộc phát triển kinh tế nước nhà.

Trên thế giới, như ở phần trên đã nêu, vốn FPI có quy mô rất lớn và tốc độ tăng trưởng mạnh. Xu hướng đầu tư FPI mặc dù đến trên 2/3 tập trung ở các nước phát triển

nhưng quy mô vốn đầu tư vào các thị trường mới nổi cũng rất lớn, bằng hoặc thậm chí cao hơn quy mô vốn FDI. Theo số liệu của IMF (2006), tổng FPI của các nền kinh tế mới nổi năm 2005 đạt 406 tỷ USD, như vậy đã tăng gần 2 lần so với năm 2000 và cao hơn vốn FDI hơn 2 lần. Kênh vốn FPI vào các nền kinh tế mới nổi lớn nhất là trái phiếu (năm 2005 đạt 182,3 tỷ USD), sau đó là vay và chuyển nợ (145,5 tỷ USD), cuối cùng là cổ phiếu (78,1 tỷ USD).

Đối với Việt Nam, với mục tiêu tăng trưởng 7,5 - 8% trong 5-15 năm tới, nhu cầu vốn đầu tư rất lớn. Trong khi đó, các kênh vốn đầu tư truyền thống không thể đáp ứng đủ nhu cầu. Việc đẩy mạnh thu hút vốn FPI rõ ràng có tác dụng làm tăng tổng vốn đầu tư của xã hội để phát triển kinh tế. Hơn nữa, do tác động đa chiều của FPI đã phân tích ở trên, nếu đẩy mạnh quy mô FPI, hiệu ứng tác động sẽ mang tính liên hoàn làm lành mạnh hóa nền kinh tế, kích thích đầu tư và tăng trưởng trong nước.

Thứ hai, đẩy mạnh thu hút tất cả các hình thức FPI, đồng thời tính toán cân đối giữa các hình thức, cân đối với năng lực tiếp nhận của nền kinh tế, bảo đảm tính hiệu quả của FPI.

Qua kinh nghiệm quốc tế về FPI cũng như kinh nghiệm của nước ta hơn 10 năm thu hút FDI và vài năm gần đây trong thu hút FPI, việc đa dạng hóa các hình thức đầu tư và bảo đảm cân đối giữa các hình thức có ý nghĩa to lớn. FPI có các hình thức khá đa dạng, mỗi một hình thức đầu tư đều có đặc điểm riêng và hiệu ứng tác động khác nhau. Việc đa dạng hóa hình thức FPI có tác dụng cơ bản khai thông các kênh đầu tư - dẫn vốn có thể có, tạo điều kiện cân đối các nguồn và kênh dẫn vốn theo nguyên tắc thị trường. Những thí điểm đầu tư FPI mấy năm vừa qua cho thấy, mỗi một kênh dẫn vốn sẽ thích hợp với những nhu cầu đầu tư nhất định và nếu thực hiện trôi chảy, hiệu quả đầu tư (cả về mặt tài chính lẫn kinh tế - xã hội) sẽ cao. Ví dụ, việc Nhà nước cho phép

Pacific Airlines bán cổ phần cho công ty nước ngoài đã mang lại sức sống cho công ty này, nâng cao giá trị và khả năng cạnh tranh của công ty. Hoặc Nhà nước sử dụng hình thức bán trái phiếu chính phủ trên thị trường tài chính quốc tế, thu tiền về cho tập đoàn Vinashin vay lại, hình thức này thực sự đã giúp giải quyết khó khăn về vốn đầu tư phát triển ngành đóng tàu Việt Nam. Hoặc việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần (sơ cấp và thứ cấp) trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã có tác dụng rõ rệt đẩy chỉ số VN-Index lên cao, có hiệu ứng tốt đối với phát triển kinh tế.

Thứ ba, chú ý khuyến khích đầu tư FPI cả hai chiều: vào và ra.

Việt Nam là nền kinh tế mới nổi nên có sức hấp dẫn nhất định trong thu hút FPI. Tuy nhiên, như ở phần trên đã trình bày, FPI cũng có mặt trái của nó. Cuộc khủng hoảng ở nhiều quốc gia châu Á và Mỹ Latinh gần 20 năm trước cho thấy tác hại của mặt trái FPI. Các nền kinh tế mạnh đều có các dòng đầu tư vào và ra (cả FDI và FPI) rất cân đối, bảo đảm khi có những biến động nào đó, sự đa dạng và cân đối của các dòng vốn giúp nền kinh tế tự ổn định được. Qua kinh nghiệm phát triển FDI ở Việt Nam ta thấy, mặc dù dòng vốn đầu tư vào là áp đảo so với đầu tư ra nhưng nhu cầu và tiềm năng đầu tư ra tăng rất nhanh trong quá trình phát triển. Nếu không chú ý phát triển dòng vốn đầu tư ra (bằng cách tạo khung khổ thể chế pháp lý và áp dụng các biện pháp bảo đảm/khuyến khích) sẽ kìm hãm rất nhiều nguồn lực đầu tư và cuối cùng kìm hãm tính hiệu quả và sự phát triển của nền kinh tế.

Thứ tư, thực hiện bình đẳng trong đầu tư FPI.

Thực hiện quan điểm này là nhằm thực hiện nguyên tắc không phân biệt đối xử trong điều kiện hội nhập hiện nay. So với FDI, FPI có hiệu ứng tác động nhanh hơn và về mặt quan hệ pháp lý mang tính nhạy cảm hơn. Không phải là không có lý do khi

đối với Việt Nam (cũng giống như nước khác), trong khi FDI đã được khuyến khích và thực hiện gần 20 năm với quy mô vốn hiện nay trên 5 tỷ USD/năm thì đầu tư FPI mới bắt đầu được chú ý và còn rất thiếu thể chế cụ thể. Nếu như FDI chủ yếu gồm những khoản đầu tư vật chất, mang tính hữu hình, dễ kiểm soát và quản lý thì FPI lại chủ yếu gồm những khoản đầu tư tài chính, mang tính vô hình, khó kiểm soát và quản lý.

Tuy nhiên, để thực hiện các cam kết quốc tế, Việt Nam đã ban hành Luật Đầu tư 2006 kèm theo Luật Doanh nghiệp 2006 theo tinh thần không có sự phân biệt đối xử giữa nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước.

Bước đi từ luật đến thể chế trên thực tế còn khá dài và dù muốn hay không, nguyên tắc bình đẳng phải được tôn trọng. Ở đây không phải chỉ cần thực hiện bình đẳng giữa nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước, mà còn cần có sự bình đẳng giữa các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân.

Thứ năm, phát triển FPI cần phải gắn với việc hội nhập thị trường tài chính Việt Nam với thị trường tài chính quốc tế.

Quan điểm này nhằm bảo đảm cho các hoạt động FPI tuân thủ các thông lệ quốc tế, chi phí giao dịch giảm, đồng thời, bảo đảm cho FPI phát triển bền vững, gắn với thị trường quốc tế.

2. Nội dung quản lý/giám sát FPI

FPI là hình thức đầu tư có tác động đa chiều và phức tạp. Trước hết, FPI cần có khung khổ thể chế chặt chẽ và minh bạch do Nhà nước có trách nhiệm ban hành và bảo đảm thực hiện. Hơn nữa, để cân đối giữa nhu cầu thu hút FPI với lợi ích của quốc gia, Nhà nước và thị trường cần phải có sự quản lý và giám sát tương ứng. Nếu quản lý/giám sát tốt, có thể tối đa hóa lợi ích và tối thiểu hóa tác hại của FPI. Quản lý ở đây chủ yếu hàm ý đến quản lý của Nhà nước, còn quản lý của thị trường vốn dưới góc độ vi mô không thuộc đối tượng đề cập của bài viết

này. Còn giám sát ở đây có hai góc độ rõ rệt: giám sát của Nhà nước (được lồng ghép trong hoạt động quản lý của Nhà nước như một chức năng quản lý) và giám sát của thị trường.

Về phía Nhà nước, căn cứ vào chức năng của Nhà nước trong nền kinh tế thị trường, theo kinh nghiệm quản lý ở các nước, ta thấy nổi lên các nội dung quản lý cơ bản sau đây đối với FPI³:

- *Xác định quan điểm và mục tiêu phát triển FPI.* Đây là nội dung mang tính định hướng và dẫn dắt đối với sự phát triển FPI. Nếu thiếu nội dung này hoặc nội dung này chưa được xác định rõ ràng, khi triển khai phát triển FPI tất yếu sẽ gặp vướng mắc, trắc trở. Chẳng hạn, nếu đặt ra quan điểm bình đẳng trong thu hút đầu tư gián tiếp, tất yếu sẽ ít phải tranh luận khi ban hành các quy định về việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài được mua cổ phiếu, trái phiếu với tỷ lệ nào. Hoặc nếu như xác định rõ mục tiêu là phải đẩy mạnh FPI với một quy mô nhất định nào đó và thời hạn thực hiện cụ thể, chắc chắn các biện pháp đa dạng hóa hình thức đầu tư và mở rộng quyền cho nhà đầu tư nước ngoài sẽ được ban hành và thực hiện nhanh chóng hơn, triệt để hơn.

- *Xây dựng và thực hiện chiến lược, quy hoạch, kế hoạch về thu hút FPI.* Đây là công việc mang tính chiến lược và cơ bản, quyết định đến sự thành công trên thực tế của việc thu hút FPI. Công việc này thường được giao cho Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán nhà nước thực hiện. Công việc thuộc nội dung này rất nhiều, mang tính khoa học cao và đòi hỏi sự phối hợp nhiều ngành, nhiều cấp trong tổ chức thực hiện. Đối với nước ta là một nền kinh tế mới nổi, đang chuyển đổi thì nội dung này càng nặng nề và phức tạp. Thực tiễn phát triển thị trường chứng khoán, trong đó có việc phát triển FPI thời gian qua cho thấy không những tầm quan trọng của công việc này mà còn cho thấy sự yếu kém, bất cập của các cơ quan nhà nước liên quan trong việc hoạch định và thực hiện chiến lược, quy hoạch, kế hoạch

phát triển thị trường chứng khoán nói chung và thu hút FPI nói riêng.

- *Ban hành khung khổ pháp lý và thể chế về FPI.* Thể chế FPI liên quan trước hết đến thể chế thị trường vốn - thị trường tài chính nói chung, sau đó là thể chế đầu tư, đặc biệt là các thể chế liên quan đến nhà đầu tư nước ngoài. Thời gian qua, nội dung quản lý này ở nước ta đã được thực hiện rất lúng túng, chậm trễ, thiếu sự phối hợp. Hậu quả là cho đến nay, sau khi Luật Đầu tư 2006 đã có hiệu lực, thể chế đầu tư FPI vẫn chưa được định hình.

- *Ban hành các chính sách về FPI và tổ chức thực hiện các chính sách đó:* Căn cứ vào các mục tiêu chiến lược và kế hoạch dài hạn - trung hạn, trên cơ sở khung khổ pháp lý về FPI, Nhà nước chủ động ban hành các chính sách về FPI. Đó có thể là chính sách thu hút (khuyến khích) tổng thể hoặc thu hút các kênh dẫn vốn FPI nhất định; là chính sách bảo đảm đầu tư cho các nhà đầu tư FPI; là chính sách hạn chế/ kiểm soát FPI đối với những hình thức và tình huống nhất định. Yêu cầu chung về chính sách là phải có tính kế thừa, khả thi, minh bạch, tiên liệu được. Đối với chính sách FPI, đây là lĩnh vực đầu tư nhạy cảm và tính rủi ro cao, yêu cầu minh bạch, tiên liệu được càng phải được chú ý.

- *Tổ chức bộ máy quản lý nhà nước về hoạt động FPI và một số thiết chế thị trường cần thiết mà thị trường không thể tự tổ chức được.* Nội dung này mang tính chung cho các quốc gia nhưng cũng có rất nhiều đặc điểm cho những nước như Việt Nam. Nhà nước Việt Nam vừa phải tổ chức bộ máy quản lý nhà nước về FPI (nằm trong bộ máy của các cơ quan nhà nước như kế hoạch - đầu tư, tài

3. Luật Đầu tư 2006 của Việt Nam ở Điều 80 có quy định 7 nội dung quản lý nhà nước về đầu tư nói chung. Trong khi đó, các nội dung về quản lý nhà nước về FPI chủ yếu được quy định trong hệ thống pháp luật về chứng khoán. Chúng tôi trình bày ở phần này những nội dung mang tính lý thuyết.

chính, Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Chứng khoán...), vừa phải trực tiếp tổ chức và chỉ đạo điều hành các thiết chế thị trường cần thiết cho việc phát triển FPI như Sở Giao dịch chứng khoán, Sở Giao dịch ngoại hối, một số sở giao dịch chứng khoán OTC... Các cơ quan quản lý nhà nước về FPI còn có nghĩa vụ hướng dẫn, tuyên truyền về FPI và thực hiện đào tạo chuyên biệt nhân lực cho thị trường chứng khoán, đồng thời giải quyết các thắc mắc, yêu cầu, khiếu nại, tố cáo của nhà đầu tư FPI.

- *Thanh tra, giám sát, kiểm tra đánh giá hiệu quả của hoạt động FPI* để kịp thời có những biện pháp điều chỉnh chính sách, xử lý vi phạm.

- *Tổ chức thực hiện hoạt động xúc tiến đầu tư FPI ở trong nước và nước ngoài.*

Chủ thể thực hiện các nội dung quản lý FPI nêu trên là Chính phủ, có sự phân công cho các ngành và phân cấp nhất định cho cấp tỉnh, thành. Cũng như nhiều lĩnh vực hoạt động khác, công tác quản lý FPI liên quan đến nhiều ngành, nhiều cấp. Việc phối hợp thực hiện và thống nhất chỉ đạo từ trung ương là đòi hỏi khách quan và rất cần chú ý.

3. Một số khuyến nghị về chính sách FPI của Việt Nam

a) Các công cụ chính sách có thể áp dụng:

Về nguyên tắc, chính sách FPI cũng sử dụng hai loại công cụ giống như các công cụ của chính sách FDI: các công cụ khuyến khích và các công cụ cản trở, hạn chế. Tuy nhiên, gần như là ngược với chính sách FDI: nếu như chính sách FDI chủ yếu sử dụng các công cụ khuyến khích thì chính sách FPI dường như lại chủ yếu sử dụng các công cụ hạn chế. Phải chăng điều này là do tính hấp dẫn của FPI cao hơn FDI?

Xét về cách thức nguyên lý tác động, các công cụ của chính sách FPI cũng có thể được chia thành 3 nhóm: các công cụ kinh tế (tác động thông qua điều chỉnh lợi ích kinh tế); các công cụ hành chính (tác động thông qua

quyền lực hành chính); các công cụ tuyên truyền - vận động (tác động thông qua vận động tâm lý và tạo niềm tin cho nhà đầu tư nước ngoài).

Các công cụ mang tính phổ biến và có hiệu lực sử dụng cao được liệt kê sau đây:

- Thuế (đánh vào các khoản đầu tư hoặc vào thu nhập, hoặc đánh vào thu nhập chuyển ra nước ngoài).

- Cấm/hạn chế một số lĩnh vực hoặc hình thức đầu tư FPI, hoặc hạn chế đối với những loại cổ phiếu/trái phiếu cụ thể của các doanh nghiệp cụ thể. Công cụ này thuộc nhóm hạn chế nhưng nếu đang từ mức độ hạn chế cao, nay nới lỏng hạn chế sẽ trở thành công cụ khuyến khích.

- Giấy phép hoạt động đầu tư gián tiếp: do cơ quan quản lý nhà nước về FPI cấp cho nhà đầu tư nước ngoài được phép thực hiện các hoạt động đầu tư FPI nhất định trên thị trường vốn Việt Nam.

- Điều kiện đầu tư đối với nhà đầu tư nước ngoài, ví dụ điều kiện về vốn, về thời gian hoạt động đối với các trung gian tài chính (quỹ đầu tư, quỹ bảo hiểm, quỹ tương hỗ...).

+ Những biện pháp về kiểm soát ngoại tệ và mua bán ngoại tệ.

Kinh nghiệm quốc tế về quản lý FPI cũng đã có những bài học được coi là thành công như Malaixia, Chilê, Côlômbia được nhiều nhà khoa học gọi là "mô hình Chilê"⁴.

Theo "mô hình Chilê", Nhà nước áp dụng các biện pháp khá cực đoan trong kiểm soát vốn FPI với mục tiêu đảm bảo cân bằng nhu cầu thu hút vốn với sự phát triển ổn định của nền kinh tế. Theo mô hình này, Côlômbia chỉ khuyến khích FPI vào các ngành có đặc điểm tính thanh khoản thấp (xây dựng, các cơ sở sản xuất công nghiệp mới), trong khi đó hạn chế các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phiếu của các doanh nghiệp nhạy cảm cao về thanh

4. Ilene Grabel. Portfolio Investment. www.fpi.org/vn.3/N^o13.

nhân, thu nhập doanh nghiệp. Thuế chuyển thu nhập ra nước ngoài áp dụng chung cho mọi hình thức đầu tư (giống như đối với các nhà đầu tư trực tiếp).

- Sửa đổi các quy định về quyền mua cổ phiếu, quyền mua trái phiếu theo hướng nới lỏng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của người nước ngoài. Hoặc học theo kinh nghiệm của Thụy Điển, sự hạn chế tỷ lệ này còn phân biệt theo loại cổ phiếu: nếu là cổ phiếu biểu quyết, nhà đầu tư nước ngoài chỉ được sở hữu dưới 20%, còn cổ phiếu thường không có giới hạn, nhưng tổng số cổ phiếu mà nhà đầu tư nước ngoài mua không được vượt quá 40%. Đối với các doanh nghiệp thông thường, không nên khống chế sở hữu của người nước ngoài.

- Chính sách và biện pháp kiểm soát thị trường tài chính phải vừa thoáng, vừa mềm dẻo, vừa phải linh hoạt, để khi có tình huống phức tạp xảy ra, Nhà nước có thể kịp thời can thiệp có hiệu lực, giữ được sự ổn định thị trường.

- Chính sách đối với các doanh nghiệp và cơ quan liên quan đến FPI cũng phải được đổi mới theo hướng thúc đẩy hình thành và đa dạng hóa các hình thức hấp dẫn FPI. Theo hướng này, phạm vi và quy mô phát hành cổ phiếu, trái phiếu, công nợ... phải được đẩy mạnh hơn nữa. Các doanh nghiệp nhà nước lớn, hoạt động hiệu quả, mà Nhà nước đã công bố không cần giữ 100% sở hữu phải được nhanh chóng cổ phần hóa. Đồng thời, khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài có nhu cầu chuyển thành hình thức cổ phần. Cho phép và khuyến khích các doanh nghiệp tư nhân (cổ phần, trách nhiệm hữu hạn) phát hành cổ phiếu, trái phiếu (tất nhiên có sự quản lý/giám sát của Nhà nước).

Thứ tư, tổ chức tốt về mặt kỹ thuật các nghiệp vụ quản lý và tổ chức, giảm chi phí giao dịch trong đầu tư gián tiếp. Giải pháp này liên quan đến cải cách thủ tục hành chính, tổ chức bộ máy, nâng cao nghiệp vụ các cơ quan quản lý nhà nước liên quan và các tổ chức trực tiếp giao dịch đầu tư như sở giao dịch chứng khoán, ngân hàng...

Thứ năm, cho phép và từng bước khuyến khích đầu tư gián tiếp của công dân/ doanh nghiệp Việt Nam ra nước ngoài.

Việc tiến hành các biện pháp nêu trên đụng chạm khá rộng đến các cơ quan và doanh nghiệp, liên quan đến nhiều lĩnh vực từ lập pháp đến hành pháp, từ ban hành thể chế đến tổ chức thực hiện, kiểm tra, giám sát... Rõ ràng là để đẩy mạnh thu hút FPI có hiệu quả, cần sự nỗ lực cao của nhiều ngành, nhiều cấp, và sự thành công, tính hiệu quả luôn kèm theo sự rình rập của những thách thức và nguy cơ./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Luật Đầu tư (2005), Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
2. Lê Văn Châu (1995), *Vốn nước ngoài và chiến lược phát triển kinh tế ở Việt Nam*, Nxb Chính trị quốc gia.
3. IMF (2004), *Coordinated Portfolio Investment Survey*.
4. John Williamson. *Taming International Portfolio Investment Economic Reform Today*, N^o 1/1995.
5. Tom Barry & Martha Honey, *Portfolio Investment*. www.fpiif.org/briefs/vol3.
6. Sohnke M. Bartram và Gunter Dufey (2004): *International Portfolio Investment. Theory, Evidence, and Institutional Framework*.
7. Marie Montanjees (2004), *Indirect Investment: Defining the scope of the Direct Investment Relationship*.