

Vốn luôn luôn được coi là nguồn dinh dưỡng vô cùng quan trọng để nuôi dưỡng mọi tế bào kinh tế, đáp ứng nhu cầu cho sự tồn tại, đổi mới và tăng trưởng của nền kinh tế thị trường.

Thời gian qua, từ khi chuyển sang nền kinh tế thị trường theo định hướng XHCN, bên cạnh những thành quả quan trọng đạt được, kinh tế VN đã phải đương đầu với không ít những khó khăn trên con đường phát triển. Một trong những trở ngại lớn của nền kinh tế đó là tình trạng "đói vốn". Hơn lúc nào hết, VN đang rất cần khối lượng vốn lớn để nâng cấp cơ sở hạ tầng, để xây dựng mới, để đưa công nghệ khoa học kỹ thuật vào đời sống...

Các nhà kinh tế đã dự báo rằng, muốn đạt tổng sản phẩm trong nước (GDP) tính theo đầu người là 2.000

USD vào năm 2020 thì phải có tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm là 10% trong suốt 25 năm tới. Để đạt được mục tiêu đó, yếu tố trước tiên là cần phải có đủ vốn cho đầu tư phát triển. Theo tính toán của Bộ kế hoạch và đầu tư, giai đoạn 1996 - 2000 cần khoảng 45 - 50 tỷ USD vốn đầu tư, bình quân mỗi năm 9 tỷ USD, tăng gấp 3 lần giai đoạn 1991 - 1995. Đây là bài toán vừa bức bách vừa nan giải. Để giải quyết vấn đề này, song song với các biện pháp khác, nhà nước đang từng bước xúc tiến việc thành lập thị trường chứng khoán (TTCK) ở VN. Về phương diện lý luận và từ kinh nghiệm thực tiễn của các nước trên thế giới, có thể khẳng định rằng, trong số các kênh tạo vốn trong nước thì TTCK là một trong những kênh tạo vốn có vị trí quan trọng nhất.

Tuy nhiên, TTCK là một định

chế tài chính đầu tư trực tiếp, có cơ chế vận hành rất phức tạp và có mức độ ảnh hưởng rất sâu rộng tới hầu hết các lĩnh vực hoạt động khác của nền kinh tế - xã hội. Do vậy, việc thiết lập TTCK phải trên nguyên tắc hết sức thận trọng, cân nhắc kỹ lưỡng điều kiện trong nước và hoàn cảnh quốc tế để có biện pháp phù hợp.

Từ nay đến ngày chính thức khai trương các trung tâm giao dịch chứng khoán đầu tiên tại TP.HCM và thành phố Hà Nội, chắc chắn còn nhiều vấn đề cần phải được khẩn trương xúc tiến nghiên cứu giải quyết. Một trong những vấn đề mang tính nguyên tắc, pháp lý, thu hút sự quan tâm đặc biệt đối với các nhà đầu tư trong và ngoài nước, đó là quyền hạn tham gia đầu tư chứng khoán của các chủ thể nước ngoài trên TTCK VN.

Các nhà nghiên cứu soạn thảo chính sách đã bàn luận nhiều về chủ

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM VÀ SỰ THAM GIA CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI

PTS. LÊ THỊ TUYẾT HOA & NAM PHƯƠNG



22 PHÁT TRIỂN KINH TẾ

đề này và có thể quy tụ thành hai loại quan điểm trái ngược nhau như sau:

- Quan điểm thứ nhất cho rằng: cho dù tư bản nước ngoài là hết sức cần thiết cho sự phát triển kinh tế đất nước. Nhưng trong giai đoạn đầu, khi TTCK mới thành lập ở VN, không thể cho người nước ngoài được phép tham gia đầu tư vào TTCK trong nước. Bởi vì:

+ Nền kinh tế VN trong điều kiện chưa thực sự ổn định và phát triển, TTCK còn là vấn đề xa lạ và mới mẻ, sự hiểu biết và kinh nghiệm hoạt động trên TTCK còn quá ít ỏi, do đó dễ có thể bị người nước ngoài kiểm soát nền kinh tế, đặc biệt là kiểm soát hệ thống tài chính do có nhiều kinh nghiệm và tiềm năng mạnh hơn.

+ Kinh nghiệm của các nước cho thấy, mức độ quốc tế hóa thị trường càng cao thì bên cạnh những mặt tích



cực, cũng có những mặt tiêu cực không lường. Mỗi quan hệ kinh tế qua lại giữa TTCK các nước đã dẫn tới việc chuyển những rủi ro kinh tế từ nước này sang nước khác, trong đó các nước càng chậm phát triển càng phải gánh chịu rủi ro nhiều hơn.

- Quan điểm thứ hai cho rằng: sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK là đặc biệt quan trọng đối với của phát triển kinh tế và thị trường ở VN.

- + Cho phép thực hiện được mục tiêu tăng nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài.

- + Học tập được kinh nghiệm và khoa học kỹ thuật tiên tiến của các nước trong lĩnh vực TTCK.

- + Mở rộng mối quan hệ giao lưu kinh tế trên các lĩnh vực. Do đó, cần cho phép người nước ngoài được tự do đầu tư vốn vào TTCK ở VN.

Quá trình hình thành và phát triển của TTCK một số nước trên thế giới cho thấy, quy định về sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK ở mỗi nước và mỗi thời kỳ khác nhau, nhưng đại đa số các nước, khi mới thành lập TTCK đều hạn chế khả năng tham gia đầu tư của người nước ngoài trên TTCK. Ví dụ: TTCK Hàn Quốc, thành lập tháng 3 năm 1956, nhưng đến năm 1992 mới chính thức mở cửa thị trường cổ phiếu cho người nước ngoài với giới hạn 10% trên tổng số cổ phần của một công ty, và đến năm 1995 mới tăng tỷ lệ lên 15%, hiện nay, đầu tư nước ngoài vào một công ty cổ phần vẫn tối đa chỉ có 15%.

Thị trường chứng khoán Indonesia bắt đầu được thiết lập và đi vào hoạt động từ năm 1912. Nhưng cho đến tháng 10.1988, chính phủ mới thông qua quy chế cho phép tổ chức nước ngoài tham gia vào hoạt động của thị trường, nhưng hạn chế nhà đầu tư nước ngoài, chỉ được sở hữu tối

đa 49% trong một công ty.

TTCK Philippines cũng chỉ cho phép người nước ngoài được quyền năm 49% vốn cổ phần của một công ty địa phương. Nhưng không phải là tất cả mọi ngành mà có một số ngành công nghiệp cụ thể không cho phép người nước ngoài đầu tư. Ngoài ra, việc hạn chế đối với người đầu tư nước ngoài còn được thực hiện bằng cách phát hành hai loại chứng khoán A và B hoặc bằng việc khước từ đăng ký chuyển nhượng. Bên cạnh đó, còn có một loại cổ phiếu dành riêng cho các quỹ đầu tư nước ngoài mà người nắm giữ có thể thu lợi nhuận thì không được quyền bỏ phiếu.

Tuy nhiên, cũng có những nước, ngay khi TTCK mới thành lập đã mạnh dạn cho phép các nhà đầu tư nước ngoài được tự do tham gia vào TTCK và do đó thu được ít nhiều kinh nghiệm quý báu trên lĩnh vực này. Như TTCK Đức chẳng hạn.

VN thành lập TTCK trong bối cảnh toàn cầu hóa kinh tế, nền kinh tế các nước trong xu thế mở cửa và hướng ngoại, do đó việc thực hiện cơ chế thị trường đóng hoàn toàn, nghĩa là một thị trường không có sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, là không thể chấp nhận được, chắc chắn sẽ mất cơ hội thu hút vốn đầu tư nước ngoài và cơ hội tiếp cận công nghệ kỹ thuật hiện đại, kỹ năng chuyên môn, trình độ quản lý tiên tiến của các nước đi trước.

Nhưng cũng chưa thể phù hợp nếu thực hiện ngay một TTCK hoàn toàn mở cửa và hướng ngoại ở VN trong tình hình thực tiễn như hiện nay. Nhìn lại tổng quát tình hình kinh tế vi mô năm 1997, ta thấy nền kinh tế nước ta bên cạnh những thành tựu đạt được vẫn còn nhiều tồn tại yếu kém. Mức tăng GDP giảm sút: nếu như mức tăng trưởng tổng sản

phẩm trong nước năm 1995 là 9,5%, năm 1996 là 9,3% thì năm 1997 chỉ còn là 9,0%. Giá trị tăng sản lượng công nghệ cũng giảm sút, nếu năm 1996 là 14,1% thì năm 1997 chỉ có 13,2%. Dịch vụ tăng chậm chỉ có 8,6%, trong khi đó năm 1995 và 1996 là 10% và 10,6%. Nông nghiệp tăng chậm 4,8%, giá lương thực thực phẩm giảm mạnh so với tốc độ tăng giá hàng công nghiệp và dịch vụ, gây ảnh hưởng đến thu nhập của người nông dân.

Lạm phát năm 1997 tuy giảm thấp (3,6% năm) nhưng vẫn còn các nhân tố tiềm ẩn lạm phát cao, hoạt động ngân hàng đương đầu với nhiều khó khăn.

Đặc biệt là bối cảnh kinh tế khu vực năm qua trở nên bất lợi cho nền kinh tế trong nước, khủng hoảng tài chính tiền tệ khu vực nổ ra, gây ảnh hưởng xấu đến môi trường đầu tư trong nước và hoạt động kinh tế đối ngoại. Cuộc khủng hoảng này thể hiện mặt trái của quá trình toàn cầu hóa nền kinh tế thế giới và tự do hóa các thị trường tài chính, dẫn đến chỗ các chính phủ không thể kiểm soát nổi tình hình trong nước khi có biến động trên TTCK quốc tế.

Do đó, trong giai đoạn đầu khi TTCK mới thành lập, VN nên chọn con đường trung gian - nghĩa là vẫn cho phép sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK, nhưng có sự khống chế thông qua pháp luật:

- Thứ nhất: cho phép đầu tư nước ngoài vào trái phiếu không hạn chế.

- Thứ hai: người nước ngoài được phép tham gia vào thị trường cổ phiếu nhưng tối đa là 15% trên tổng số cổ phần của một công ty. Số cổ phần vượt quá 15% không được phép tham gia bỏ phiếu, nhưng cũng không được phép vượt quá mức trần là 25%.

- Thứ ba: người nước ngoài không được phép bảo lãnh phát hành các chứng khoán trong nước.

- Thứ tư: cho phép người nước ngoài tham gia vào các công ty mỗi giới chứng khoán. Nhưng chỉ hạn chế ở mức độ liên doanh hoặc hùn vốn, không được quyền hoạt động với tư cách thành viên của TTCK một cách độc lập.

- Thứ năm: không cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào các ngành đặc biệt, thuộc bí mật quốc gia như: công ty vũ khí, lĩnh vực an ninh, quốc phòng...

Trên đây là một số suy nghĩ ban đầu về vấn đề tham gia đầu tư chứng khoán của các chủ thể nước ngoài tại TTCK VN. Hy vọng rằng, nó sẽ đề lại những ấn tượng nhất định cho các nhà làm luật, những người tạo hành lang pháp lý cho TTCK đầu tiên ở VN.