

Ảnh Hòa Tấn



Làm thế nào để có thể thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài?

PGS. TS. TRẦN NGỌC THƠ

Lâu nay chúng ta thường đặt nặng xu hướng tiếp cận với các dòng vốn quốc tế thông qua các nguồn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI nhưng lại không chú ý đến việc thu hút đúng mức các nguồn đầu tư gián tiếp FPI. Cách tiếp cận như từ trước tới nay đã dẫn đến một hậu quả nghiêm trọng mà hiện nay thị trường tài chính VN phải lãnh đủ: đó là “hội nhập nhưng không cân đối” - dòng vốn FPI đã lên đến con số gần 26 tỷ USD trong khi dòng vốn FPI hiện không tới con số 300 triệu USD.

Để có thể trả lời cho cách đặt vấn đề “Làm thế nào để có thể thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài?”, trước hết chúng ta hãy cùng nhau xem xét các nhà đầu tư quốc tế sẽ sử dụng những phương thức gì khi muốn đầu tư ra nước ngoài. Chỉ khi nào nhận diện được những phương thức mà các nhà đầu tư ở các nước

sử dụng để đầu tư ra nước ngoài thì Chính phủ mới có thể đưa ra các đối sách thích hợp. Có ba phương thức để họ có thể đầu tư vốn ra nước ngoài là: (1) Thông qua các quỹ đầu tư - chứng khoán quốc tế, (2) cổ phiếu tiêu chuẩn thế giới và (3) chứng chỉ lưu ký chứng khoán toàn cầu GDR- Global Depositary Receipt.

Như vậy có hai khả năng mà các DN VN có thể tiếp cận với dòng vốn từ các nhà đầu tư quốc tế là: (1) Niêm yết cổ phiếu trên TTCK quốc tế đối với phương thức 2 và 3 và (2) tiếp cận với nguồn tài trợ từ các quỹ đầu tư nước ngoài (ĐTNN) đối với phương thức 1. Nhưng trước hết chúng ta hãy cùng nhau xem xét xu hướng gần đây đối với ba phương

thức đầu tư trên và đánh giá khả năng của các DN VN trong việc tiếp cận với các phương thức này. Phần tiếp theo là phân tích và đánh giá những diễn biến gần đây về hoạt động của các quỹ ĐTNN tại VN cùng với những giải pháp về mặt chính sách nhằm thu hút dòng vốn quốc tế vào VN trong lộ trình hội nhập. Bài viết này sẽ chỉ giới hạn các phân tích trong việc tiếp cận đối với các dòng vốn đầu tư gián tiếp FPI.

Quỹ đầu tư chứng khoán quốc tế

Khi các nhà đầu tư quốc tế đầu tư ra nước ngoài, đặc biệt là ở các nước đang phát triển, họ luôn đặt ra một hàm mục tiêu: rủi ro quốc tế tiềm ẩn tương ứng với mỗi danh mục đầu tư mà họ lựa chọn là như thế nào. Dạng đầu tư theo "khẩu vị rủi ro" như thế là rất phổ biến trên thế giới trong những thời gian gần đây. Cách dễ dàng nhất để các nhà đầu tư quốc tế đạt được mục tiêu rủi ro tương thích với lợi nhuận như trên là bỏ vốn vào thông qua một quỹ đầu tư quốc tế. Tuy nhiên việc đầu tư thông qua một quỹ đầu tư như thế ở nước ngoài cũng có những phức tạp riêng do việc mua chứng khoán của các nhà đầu tư quốc tế trực tiếp tại thị trường ở các nước đang phát triển rất tốn kém và việc nghiên cứu để lựa chọn cơ hội đầu tư rất khó khăn và mất nhiều thời gian. Do sự phức tạp của hoạt động đầu tư quốc tế nên việc quản lý chuyên nghiệp và kinh nghiệm ở các thị trường ở các nước sở tại là không thể thiếu được.

Một số các nhà đầu tư có xu hướng đầu tư vào các quỹ đầu tư quốc tế đa dạng hóa ở phạm vi toàn cầu trên nhiều thị trường khác nhau. Nhưng đối với một số các nhà đầu tư khác, họ chỉ quan tâm tới xu hướng thứ hai, tức là đầu tư vào một khu vực, một quốc gia hay một loại chứng khoán nước ngoài nào đó mà thôi. Những chứng cứ trong thời gian qua cho thấy, các nhà ĐTNN rất thích đầu tư vào những cổ phiếu ngành ngân hàng và các DNNN độc quyền ở VN.

Số lượng quỹ đầu tư "dạng mở" (open-end fund) đã tăng lên nhanh chóng trong khoảng thời gian gần đây nên việc tiếp cận với những quỹ đầu tư dạng mở được chuyên môn hóa cho từng nước và khu vực trở nên dễ dàng hơn. Quỹ đầu tư dạng mở phải thực hiện nghĩa vụ mua lại cổ phiếu khi nhà đầu tư yêu cầu. Việc mua lại có thể được thực hiện hàng ngày hoặc định kỳ theo quy định của từng quỹ. Do đặc điểm này nên quy mô của quỹ có thể thay đổi từng ngày khi có nhà đầu tư mới tham gia mua cổ phiếu hoặc các nhà đầu tư hiện hữu rút tiền ra khỏi quỹ. Quá trình biến động trong quy mô vốn diễn ra liên tục như thế nên hoạt động theo mô hình dạng quỹ mở sẽ rất khó khăn ở những quốc gia mà luật doanh nghiệp không công nhận khái niệm vốn điều lệ của một doanh nghiệp có thể thay đổi từng ngày. Chính vì quy mô của quỹ liên tục thay đổi như thế nên quỹ chỉ tập trung đầu tư vào những tài sản có tính thanh khoản cao, là những tài sản có thể mua hoặc bán nhanh chóng và dễ dàng với số lượng lớn mà không làm ảnh hưởng nhiều đến giá trị trường. Ngoài ra giá cổ phiếu của quỹ đầu tư dạng mở luôn luôn gắn liền trực tiếp với giá trị tài sản thuần (NAV) của quỹ. Cổ phiếu của quỹ dạng mở không giao dịch trên thị trường thứ cấp mà được giao dịch trực tiếp với quỹ hoặc các đại lý được ủy quyền của quỹ.

Trong khi đó quỹ đầu tư "dạng đóng" (closed-end fund) chỉ phát hành cổ phiếu ra công chúng với số lượng nhất định và quỹ không thực hiện mua lại cổ phiếu khi nhà đầu tư có nhu cầu bán lại. Quỹ có một khoảng thời gian nhất định khi phát hành cổ phiếu lần đầu để huy động vốn và không phát hành thêm nữa trừ trường hợp các cổ đông hiện hữu đồng ý tăng vốn. Do không có nghĩa vụ bắt buộc phải mua lại cổ phiếu khi các nhà đầu tư yêu cầu nên quỹ có thể đầu tư vào những tài sản có tính thanh khoản cao hoặc là kém tính thanh khoản tùy theo sở thích. Nét chuyên biệt này tạo cho quỹ đầu tư dạng đóng có một lợi thế hơn

so với quỹ đầu tư dạng mở do không cần giữ tiền mặt để chi trả khi các cổ đông bán lại cổ phiếu của mình. Chính vì vậy, ở một thị trường giá lên, quỹ đầu tư dạng đóng có thể đầu tư toàn bộ tài sản của mình, và ở một thị trường giá xuống, quỹ đầu tư dạng đóng sẽ không bị buộc phải mua lại cổ phiếu theo yêu cầu của nhà đầu tư. Đối với các nhà quản lý quỹ đầu tư dạng đóng, việc không bao giờ phải lo lắng về việc đầu tư tiền mới thu được hoặc đối phó với việc mua lại cổ phiếu là một lợi thế, đặc biệt là đối với những tổ chức đang tìm kiếm các cơ hội đầu tư vào các thị trường mà các tài sản ít có tính thanh khoản như ở VN, hoặc là đầu tư vào các DN chưa niêm yết cổ phiếu trên TTCK. Sau khi phát hành lần đầu ra công chúng, cổ phiếu của quỹ được giao dịch như bất kỳ cổ phiếu nào trên TTCK tập trung. Các nhà đầu tư có thể bán (hoặc mua) để thu hồi (hoặc đầu tư) vốn của mình trên thị trường thứ cấp thông qua các nhà môi giới.

So với quỹ đóng, quỹ mở có rất nhiều ưu thế do có tính thanh khoản tốt hơn vì các công ty quản lý quỹ phải bảo đảm tính thanh khoản cho các tài sản của quỹ và không tập trung vào một lượng lớn các tài sản khó định được giá trị để có thể thỏa mãn nhu cầu mua lại vào bất kỳ lúc nào của các cổ đông. Ngoài ra quỹ mở còn có tính minh bạch rất cao và rủi ro thấp hơn so với quỹ đóng do quỹ mở phải công bố liên tục và đầy đủ các thông tin cần thiết về giá trị tài sản ròng - NAV hàng ngày để làm cơ sở cho việc tính toán giá trị cổ phiếu nhằm đáp ứng nhu cầu mua lại liên tục cổ phiếu của các cổ đông. Chính vì những ưu thế như trên nên giá trị tài sản của quỹ đầu tư dạng mở chiếm tới 2/3 trong tổng tài sản của các quỹ đầu tư trên toàn thế giới với tổng trị giá lên đến khoảng 12.000 tỷ USD và được đầu tư vào 50.000 quỹ đầu tư khác nhau, trong đó tại Mỹ là 6.942 nghìn tỷ USD, châu Âu là 3.059 nghìn tỷ USD và của tất cả các nước còn lại là 1.643 nghìn tỷ USD.

Nhưng mô hình dạng quỹ đóng lại rất thích hợp cho TTCK VN đang

trong giai đoạn mới phát triển như hiện nay vì chúng bảo đảm được nguồn vốn ổn định cho các hoạt động của quỹ và sự ổn định chung cho TTCK. Các quỹ ĐTNN ở VN hiện nay hầu hết là các quỹ đóng. Tuy nhiên khi TTCK VN đã phát triển và đi vào chiều sâu thì mô hình dạng quỹ mở lại phù hợp hơn với xu thế hội nhập.

Cổ phiếu chuẩn thế giới - WEBS

Vào năm 1996 một sản phẩm đầu tư quốc tế mới được đưa ra giới thiệu đã mở ra thêm cơ hội cho các nhà đầu tư những cách thức dễ dàng và có hiệu quả để hoạt động ở các thị trường nước ngoài: đó là cổ phiếu chuẩn thế giới - World Equity Benchmark Shares (WEBS). Sản phẩm mới này đã đáp ứng nhu cầu ngày càng gia tăng của các nhà đầu tư quốc tế, đó là các quỹ theo chỉ số của một quốc gia đơn lẻ được thiết kế để tái tạo quá trình thực hiện các chỉ số chứng khoán của quốc gia đó.

WEBS được phát triển bởi công ty tư vấn quỹ toàn cầu BZW Barclays với sự hợp tác với công ty vốn quốc tế Morgan Stanley cùng những công ty khác. Công ty tư vấn quỹ toàn cầu BZW Barclays hoạt động với tư cách là nhà tư vấn đầu tư. Hiện nay, có tất cả 17 WEBS. Đây là sự kết hợp giữa các cổ phiếu nước ngoài và một số công cụ tài

chính phái sinh đã được phát hành để kinh doanh trên 17 thị trường và được đánh giá bởi các chỉ số quốc gia Morgan Stanley. Những thị trường đó là Úc, Áo, Bỉ, Canada, Pháp, Đức, Hồng Kông, Ý, Nhật, Malaysia, Mêhicô, Hà Lan, Singapore, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Thụy Sĩ, và Anh. Toàn bộ WEBS được giao dịch tại TTCK Mỹ. Số chứng khoán của mỗi WEBS lên xuống từ 16 WEBS đại diện cho một sự kết hợp thú vị giữa các quỹ đầu tư dạng đóng quốc tế, quỹ đầu tư dạng mở quốc tế và quỹ theo chỉ số quốc tế. Giống như quỹ đóng, WEBS được niêm yết giao dịch trên TTCK, do vậy các nhà đầu tư có thể mua hoặc bán cổ phiếu thông qua những người môi giới của họ. Mặt khác, giống như quỹ đầu tư dạng mở, WEBS sẽ phát hành hoặc mua lại cổ phiếu theo nhu cầu của nhà đầu tư. Chính vì vậy, WEBS sẽ được giao dịch theo hoặc gần với giá trị tài sản ròng của chúng.

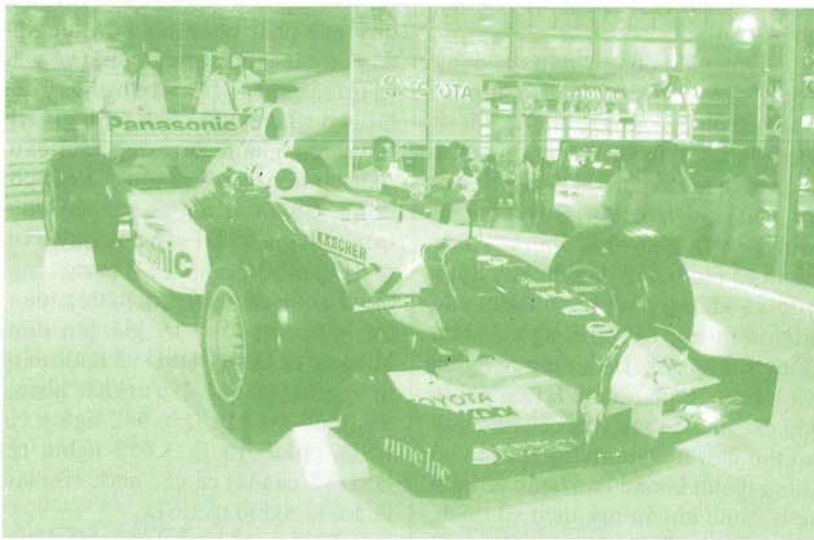
Như vậy có hai quốc gia trong khối ASEAN là Malaysia và Singapore có cổ phiếu nằm trong danh mục của WEBS (1). Giải pháp khả thi nhất để thị trường tài chính VN có thể tham gia vào WEBS tương tự như Malaysia và Singapore chỉ có thể là niêm yết các cổ phiếu có chất lượng cao của một

số các DNNN độc quyền cổ phần hoá, như cổ phiếu của các NHTMQD, các DN thuộc các lĩnh vực viễn thông, hàng không, v.v. hoặc có thể là từ cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ đầu tư của một số các quỹ đầu tư trong nước mới nổi lên trong thời gian gần đây như quỹ VFM. Nếu Chính phủ có dự định hình thành các tập đoàn tài chính ngân hàng mạnh để tiếp cận với dòng vốn từ các nhà ĐTNN thì việc đưa cổ phiếu vào WEBS có thể là một giải pháp hữu hiệu cần phải tính đến.

Chứng chỉ lưu ký chứng khoán toàn cầu GDR

Có một cách tiện lợi khác cho các nhà đầu tư có được sự đa dạng hoá toàn cầu là mua ADR (American Depositary Receipt - tạm dịch là chứng chỉ lưu ký chứng khoán tại Mỹ). Địa chỉ "tại Mỹ" trong các thuật ngữ ADR hàm ý các chứng khoán cơ sở là cổ phiếu do các công ty không phải là của Mỹ phát hành và được lưu ký tại ngân hàng New York. Sau đó các ADR này có thể được giao dịch trên TTCK toàn cầu. Chính vì thế chúng còn có tên gọi là chứng chỉ lưu ký chứng khoán toàn cầu (Global Depositary Receipt- GDR). Với ý nghĩa đó, chúng ta có thể gọi các chứng khoán này là các GDR. Các cổ phiếu của VN nếu được triển khai theo phương thức trên cũng được gọi là GDR(2).

Các DNVN rất khó có thể phát hành GDR do những khác biệt trong chuẩn mực kế toán của VN và ở một số các nước trên thế giới trong việc lập các báo cáo tài chính. Trước mắt chúng ta chỉ có thể phát hành các GDR cấp I, do các GDR cấp I không đòi hỏi phải đáp ứng đầy đủ các yêu cầu đăng ký phức tạp theo những tiêu chuẩn kế toán quốc tế khắt khe (trong khi các GDR cấp II và cấp III lại có những yêu cầu rất cao). Các GDR cấp I cho phép phát hành chứng khoán phát hành ra công chúng và thị trường quốc tế mà không làm thay đổi nhiều lắm các thủ tục báo cáo tài chính hiện hành của các DN VN.



Ảnh Hòa Tấn

Đánh giá chung

Từ những phân tích trên, có thể thấy rằng trong ba phương thức để chúng ta có thể thu hút dòng vốn nước ngoài, thì phương thức trước mắt và khả thi nhất là tận dụng nguồn tài trợ từ các quỹ ĐTNN hiện đang hoạt động tại VN. Trong dài hạn, Chính phủ cũng cần có những chính sách để các DN VN có thể tiếp cận với thị trường vốn quốc tế thông qua các GDR cấp I và WEBS. Phần còn lại trong bài viết sẽ đề cập đến các chủ đề này.

Tại sao việc thu hút dòng vốn FPI từ các quỹ ĐTNN vẫn còn khiêm tốn?

Diễn tiến của nền kinh tế

Vào cuối những năm 1996 đã có tổng cộng 8 quỹ ĐTNN huy động hơn 400 triệu USD vào VN nhưng do hoạt động kém hiệu quả nên 6/8 quỹ giải thể và rút vốn khỏi VN, chỉ còn lại có hai quỹ là quỹ đầu tư VEIL và quỹ đầu tư VFF. Giai đoạn kể từ khi TTCK đi vào hoạt động từ năm 2000 đến nay chỉ mới xuất hiện thêm một số quỹ ĐTNN nữa như Mekong Enterprise Fund với mục đích đầu tư vào các công ty tư nhân ở VN, Lào và Campuchia hoặc như quỹ đầu tư Vietnam Opportunities Fund và quỹ đầu tư PXP Vietnam Fund. Hiện nay quỹ đầu tư VEIL được xem là quỹ ĐTNN lớn nhất và cũng là nhà đầu tư lớn nhất vào TTCK VN, với tổng tài sản là 133 triệu USD. Mặc dù vậy, tổng các dòng vốn FPI từ các quỹ ĐTNN hiện nay chỉ vào khoảng 240 triệu USD, thấp hơn nhiều so với những năm 1996.

Phân tích và đánh giá

Mặc dù các quỹ ĐTNN đã mang lại những lợi ích đáng kể cho nền kinh tế trong những năm qua nhưng các quỹ này vẫn phải đang đối diện với nguy cơ môi trường đầu tư VN đang có những chiều hướng diễn biến không theo kịp với những thay đổi của nền kinh tế đang trong giai đoạn hội nhập. Những yếu kém trong môi trường đầu tư đối với khu vực dòng vốn FPI thể hiện trên nhiều mặt:

Những rào cản về kiểm soát

vốn. Những quy định thận trọng trên các giao dịch của tài khoản vốn tuy cần thiết nhằm để phòng ngừa thất thoát vốn trên cán cân thanh toán nhưng theo đánh giá của các tổ chức tài chính quốc tế thì những quy định hiện nay là quá mức thận trọng. Chẳng hạn như các khống chế tỷ lệ nắm giữ sở hữu tối đa của các nhà ĐTNN là 30% hoặc các quy định về thời hạn chuyển vốn ra nước ngoài quá lâu (ít nhất cũng phải trên một năm) đã làm nản lòng các nhà đầu tư quốc tế. Theo đánh giá của các nhà kinh tế, vấn đề chính để các nhà ĐTNN giữ vốn ở lại VN nằm ở chỗ môi trường đầu tư của chúng ta có tốt lên hay không chứ không nằm ở các rào cản mang tính hành chính. Theo đánh giá của ông Dominic Scriven – Giám đốc Dragon Capital – VN có khả năng thu hút gấp 2 -4 lần số vốn FPI hiện nay bởi GDP tăng trưởng ổn định và hàng hoá có sức cạnh tranh v.v.. Nguyên nhân lớn nhất, theo đánh giá của nhiều quỹ ĐTNN, là do những rào cản về tỷ lệ sở hữu của các nhà ĐTNN đối với các công ty cổ phần trong nước. Theo ông Dominic Scriven, nếu tỷ lệ này tăng lên 49% thì VN có khả năng thu hút thêm khoảng 300 triệu USD. Nhưng hơn thế nữa việc nới lỏng tỷ lệ khống chế này sẽ góp phần tăng thêm khả năng cạnh tranh trong việc thu hút dòng vốn FPI với các nước trong khu vực như Thái Lan, Singapore v.v. Tỷ lệ 49% này dựa trên cơ sở tham khảo các cam kết của Trung Quốc trong lộ trình gia nhập WTO.

Hệ thống pháp luật không đồng bộ và minh bạch. Mỗi chủ thể khi tham gia TTCK đều có một bộ luật riêng chi phối và vẫn chưa có một bộ luật chung về việc phát hành chứng khoán ra công chúng. Các công ty cổ phần phát hành chứng khoán theo Luật doanh nghiệp, các ngân hàng thương mại cổ phần thì phát hành chứng khoán theo Luật các tổ chức tín dụng, các DNNN thì phát hành chứng khoán theo Nghị định 64 của Chính phủ về cổ phần hóa.

Quy mô của TTCK còn quá nhỏ bé. Cả nước chỉ có không tới 30 DN

niêm yết với mức vốn hóa thị trường đạt chỉ mới khoảng 3.600 tỷ đồng trong đó số lượng cổ phiếu giao dịch thật sự chỉ chiếm có 50% do phần lớn số cổ phần là của nhà nước nắm giữ, hơn nữa thị trường OTC chưa được tổ chức nên cổ phiếu có tính thanh khoản kém.

Hệ thống kế toán kiểm toán còn nhiều khiếm khuyết và thông tin không minh bạch. Hiện nay vẫn chưa có các chuẩn mực kế toán riêng áp dụng cho các DN quản lý quỹ và các quỹ đầu tư chứng khoán. Các báo cáo tài chính của các DN niêm yết mặc dù đã thông qua kiểm toán nhưng hầu như thị trường không tin tưởng vào các báo cáo này, điển hình là trường hợp thông tin không minh bạch đã làm cho không biết bao nhiêu nhà đầu tư thua lỗ như trong trường hợp của Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long và Bibica trong thời gian qua.

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

Những nhận thức không thiện như trên tuy có những lý lẽ đáng để thông cảm do những rủi ro tiềm ẩn từ dòng vốn này. Tuy nhiên cũng cần phải nên tính đến việc nới lỏng hơn nữa, thậm chí xoá bỏ hoàn toàn các rào cản để quá trình hội nhập của VN vào WTO diễn ra nhanh chóng hơn. Nhưng quan trọng hơn hết là điều này sẽ làm

cho môi trường đầu tư của chúng ta trở nên tốt "đồng đều" hơn giữa hai khu vực thu hút vốn FDI và FPI. Đến lượt mình dòng FPI lại có tác động ngược trở lại trong việc thu hút dòng FDI và qua đó cũng làm giảm đi những "mất cân đối" nghiêm trọng giữa hai dòng vốn này trong quá trình hội nhập.

Hơn thế nữa, những bằng chứng thực tế trong thời gian qua cho thấy vấn đề cũng không phải chỉ là các quỹ ĐTNN bơm vốn vào nền kinh tế mà quan trọng hơn là "tác động lan tỏa". Dòng vốn quốc tế từ các quỹ ĐTNN chảy vào VN trong thời gian qua chẳng những mang lại một nguồn vốn đáng kể phục vụ cho sự nghiệp công nghiệp hoá và hiện đại hoá mà chúng còn dẫn đến những hiệu quả tích cực trên nhiều mặt. Đó là:

- Nâng cao năng lực quản trị cho các DN, tăng thêm tính minh bạch cho thị trường tài chính. Thông qua việc góp vốn vào các DN và các ngân hàng trong nước như REE, Bibica, Sacombank, VP Bank v.v... các quỹ ĐTNN đã hỗ trợ cho các DN trong nước nâng cao năng lực quản trị, tăng thêm tính minh bạch trong các hoạt động kinh doanh và thúc đẩy các DN trong nước niệm yết cổ phiếu trên TTCK.

- Góp phần đáng kể vào sự phát triển của TTCK. Theo đánh giá của nhiều chuyên gia kinh tế, sự phục hồi của TTCK vào cuối những năm 2003 đã có những đóng góp rất lớn từ các quỹ ĐTNN khi họ liên tục tham gia mua vào các cổ phiếu.

- Thúc đẩy sự hình thành của các quỹ đầu tư chứng khoán trong nước. Một số các quỹ đầu tư trong nước ra đời như quỹ VFM trong thời gian qua có công rất lớn từ "nguồn vốn mồi" của các quỹ ĐTNN, đây là DN quản lý quỹ đầu tiên của VN với tổng số vốn điều lệ là 16 tỷ đồng. Ngoài ra, UBCKNN cũng đã cho phép VFM thành lập Quỹ đầu tư chứng khoán VN với vốn điều lệ 300 tỷ đồng. Đây có thể được xem như là tín hiệu khởi động đầu tiên cho việc ra đời hàng loạt các quỹ đầu tư trong nước và do đó tạo ra động cơ thu hút thêm nhiều hơn nữa



Ảnh Hòa Tấn

các quỹ ĐTNN vào VN.

Các chính sách thu hút dòng vốn quốc tế

Các chính sách thu hút dòng vốn quốc tế có thể hướng vào việc khuyến khích: (1) các DN tiếp cận với các quỹ ĐTNN hoạt động tại VN, và (2) các DN trực diện tiếp cận với thị trường vốn quốc tế.

Chính sách thu hút FPI từ các quỹ ĐTNN

Từ những đánh giá và phân tích trên, có thể thấy rằng các giải pháp thu hút dòng vốn FPI từ các quỹ ĐTNN nên tập trung vào các nhóm giải pháp cải thiện môi trường đầu tư khu vực dòng vốn FPI – khu vực vốn ít tạo được thiện cảm với các cơ quan chức năng trong thời gian qua.

Xoá bỏ các biện pháp kiểm soát thời hạn chuyển vốn ra. Những thông lệ chung ở các nước là thường kiểm soát trên các dòng vốn vào và không đặt nặng quá mức hoặc hủy bỏ hoàn toàn kiểm soát vốn ra. Các chính sách kiểm soát đối với các dòng vốn quốc tế thường là không khuyến khích ngay từ đầu các dòng vốn ngắn hạn thông qua việc đánh thuế nặng trên các khoản lợi nhuận từ các khoản đầu tư ngắn hạn hoặc áp đặt các khoản dự trữ bắt buộc tại NHTW ở mức cao và không được hưởng lãi. Các dòng vốn ra thì rất nổi lỏng hoặc là không có bất kỳ

những hạn chế nào. Việc xoá bỏ rào cản trên các dòng vốn ra chắc chắn sẽ là một trong những giải pháp triệt để nhất và có tác dụng quyết định đối với thu hút vốn FPI vào VN.

Nổi lỏng và tiến tới xoá bỏ tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN. VN có thể tham khảo tỷ lệ này ở Trung Quốc trong các cam kết gia nhập vào WTO. Để tăng thêm khả năng cạnh tranh trong việc cải thiện môi trường đầu tư khu vực FPI và tăng thêm cơ hội gia nhập sớm nhất vào WTO ngay trong năm 2005, tỷ lệ nổi lỏng sở hữu của các nhà ĐTNN nên tăng lên mức 49% như các phân tích ở phần trên. Tuy nhiên trong tương lai gần, phải tiến tới xoá bỏ hoàn toàn tỷ lệ sở hữu đối với các nhà ĐTNN (3).

Khẩn trương ban hành Luật chứng khoán. Bộ Luật chứng khoán sẽ là cơ sở để TTCK phát triển lành mạnh an toàn và hiệu quả, tránh được những mâu thuẫn giữa các bộ Luật DN, Luật các tổ chức tín dụng và Nghị định về cổ phần hoá DNNN của Chính phủ trong việc cho phép các DN thuộc các khu vực của nền kinh tế tiếp cận TTCK một cách công bằng.

Ưu đãi thuế. Các chính sách ưu đãi thuế đối với các quỹ đầu tư chứng khoán nói chung và với các

quỹ ĐTNN 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 phải gia tăng hơn nữa thời hạn miễn thuế thu nhập lên từ hơn 5 năm, thay vì chỉ có 2 năm như hiện nay.

Cổ phần hóa các DNNN độc quyền. Hiện nay rất nhiều các quỹ ĐTNN đang nóng lòng chờ đợi chúng ta hoàn tất việc cổ phần hóa một số các NHTMQD và các DNNN độc quyền khác. Các quỹ ĐTNN đã công khai tuyên bố sẵn sàng đầu tư mạnh mẽ vào các DNNN này sau khi đã cổ phần hóa. Rất tiếc là những hứa hẹn của Chính phủ về những giải pháp "quyết liệt" để hoàn thành xong cổ phần hóa Vietcombank trong tháng 7 năm 2004 đã không thể thành sự thật và hiện thị trường cũng hoàn toàn không thấy những tín hiệu tích cực nào về lộ trình hoàn tất cổ phần hóa các DNNN độc quyền.

Chính sách để các DN VN tiếp cận với thị trường vốn toàn cầu

Ngày càng có nhiều DN ở các quốc gia đang phát triển đang tìm cách huy động vốn bằng cách niêm yết các chứng khoán của họ ở các TTCK nước ngoài. Một số các DN VN hiện đang có chứng khoán niêm yết trên TTCK cũng đang dự định niêm yết trên TTCK nước ngoài trong thời gian sắp tới. Nhưng trở ngại đầu tiên phải vượt qua chính là những rào cản trong cách thức "lập các báo cáo tài chính" là rất khác biệt nhau ở từng nước.

Các DN VN muốn huy động vốn ở nước ngoài buộc phải xem xét hàng ngàn điều luật có liên quan đến việc trình bày báo cáo tài chính ở các nước mà họ dự tính sẽ niêm yết chứng khoán. Hàng loạt các câu hỏi mà các DN phải đặt ra khi phải đối mặt với thị trường vốn toàn cầu: Liệu các báo cáo tài chính được chuẩn bị theo các quy định của VN

có được chấp nhận ở các TTCK nước ngoài không? Họ có bị yêu cầu phải có thêm các báo cáo bổ xung khác không? Liệu rằng một DN VN nhưng lại chuẩn bị các báo cáo tài chính theo các chuẩn mực kế toán quốc tế của Ủy ban chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS) thì có được không? v.v..

Đã đến thời điểm không thể muộn hơn được nữa để đặt vấn đề về việc Chính phủ cần có những chiến lược để các DN VN tiếp cận với thị trường vốn quốc tế nhưng trước mắt và quan trọng nhất là hoàn thiện hệ thống kế toán VN (VAS) theo những chuẩn mực quốc tế mà theo các đánh giá thì hiện nay VAS vẫn còn có rất nhiều khác biệt với hệ thống kế toán quốc tế (IAS).

Chính phủ cũng đã có những chủ trương hình thành các tập đoàn tài chính ngân hàng mạnh và sau đó phát hành cổ phiếu trên thị trường vốn quốc tế. Nhưng trong lĩnh vực ngân hàng thì những tiêu chuẩn của VAS còn có những khác biệt hơn rất nhiều so với IAS. Những khía cạnh khác biệt chủ yếu gồm có phân loại khoản vay, trích lập dự phòng mất vốn cho vay, kế toán dựa trên thực thể phát sinh và kế toán dựa trên cơ sở tiền mặt. Nhưng vấn đề lớn nhất lại là những chuẩn mực liên quan đến bảo hiểm tiền gửi theo chuẩn mực quốc tế, các vấn đề về cơ chế quản lý, giám sát ngân hàng, các thủ tục phá sản và cuối cùng là vấn đề cơ cấu sở hữu (4).

Ngoài ra, như đã đề xuất ở phần trên, Chính phủ cần thiết phải thay đổi tư duy triệt để trong việc cổ phần hóa các DNNN độc quyền nhằm tăng cường các cổ phiếu có chất lượng cao nhất niêm yết trên TTCK trong nước và tiến đến niêm yết trên các TTCK nước ngoài thông qua các GDR hoặc là các WEBS.

Kết luận

Lâu nay chúng ta thường đặt nặng xu hướng tiếp cận với các dòng vốn quốc tế thông qua các nguồn đầu tư trực tiếp nước ngoài FPI nhưng lại không chú ý đến việc thu hút đúng mức các nguồn đầu tư

gián tiếp FPI. Cách tiếp cận như từ trước tới nay đã dẫn đến một hậu quả nghiêm trọng mà hiện nay thị trường tài chính VN phải lãnh đủ: đó là "hội nhập nhưng không cân đối" - dòng vốn FPI đã lên đến con số gần 26 tỷ USD trong khi dòng vốn FPI hiện không tới con số 300 triệu USD (5). Tính không cân đối này đã làm cho các DN có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài không thể chuyển hóa các nguồn đầu tư của mình trên TTCK và do đó không có khả năng huy động thêm vốn trên TTCK cũng như thoát vốn khi cần thiết. Muốn thu hút nhiều hơn nữa nguồn vốn nước ngoài trong giai đoạn hội nhập sắp đến Chính phủ nhất thiết cần phải có những "đột phá" trong các chính sách nhằm thu hút nhiều hơn nữa dòng vốn FPI vào VN ■

Chú thích

- (1) Ngoài WEBS ra, còn có rổ Chứng khoán Quốc gia - Country Baskets được phát triển bởi Deutsche Morgan Grenfell - một nhà tư vấn đầu tư và Goldman Sachs, cũng tương tự như WEBS. Hiện nay có 9 Country Baskets ở Úc, Pháp, Đức, Hồng Kông, Ý, Nhật, Nam Phi, Anh và Mỹ. Chỉ số điểm chuẩn so sánh của chúng là Chỉ số Thế giới của công ty Standard & Poor. Số lượng chứng khoán trong Country Baskets lên xuống từ 45 đến 630 - một cơ sở tài sản lớn hơn nhiều so với WEBS, và chúng làm tăng khả năng rằng chúng sẽ bám theo các chỉ số hữu quan của chúng chặt chẽ hơn so với WEBS. Toàn bộ Country Baskets được giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York.
- (2) Nhắc lại rằng các GDR chỉ hàm ý với các công ty không phải là của Mỹ.
- (3) Trần Ngọc Thơ - Tạp chí *Phát triển kinh tế* số tháng 7.2004 "Tháo gỡ những rào cản không hợp lý trong CPH các DNNN độc quyền". Trong bài này tác giả có phân tích những cơ sở lý luận và thực tiễn để giải thích vì sao cần phải nới lỏng và tiến tới xoá bỏ tỷ lệ khống chế sở hữu của nhà ĐTNN.
- (4) Sân chơi bình đẳng-Banking Sector Review 2002-WB, trang 11.
- (5) Trần Ngọc Thơ - Tạp chí *Phát triển kinh tế* số tháng 12.2001 "Những lợi ích trong quá trình hội nhập ở các nước đang phát triển". Trong bài này tác giả có phân tích những cách tính của WB trong việc một quốc gia hội nhập trên các dòng vốn FPI, FPI và dòng vốn vay như thế nào là cân đối.

Tài liệu tham khảo

www.finance.econ.unimelb.edu.au/Research/pacap_papers/The Impact of Financial Crises on International Diversification
www.investorhome.com/World Equity Benchmark Shares