

Kinh nghiệm thu hút và quản lý đầu tư nước ngoài trong phát triển thị trường chứng khoán ở một số quốc gia Châu Á

DINH VĂN SƠN

Để có thể tiếp tục thu hút và sử dụng hiệu quả nguồn vốn đầu tư nước ngoài (ĐTNN) vào phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, thì việc nghiên cứu những kinh nghiệm của một số quốc gia đi trước luôn luôn là đòi hỏi cần thiết, khách quan cả trên lý thuyết cũng như trong thực tế. Bài viết này đề cập một cách hệ thống kinh nghiệm thu hút và quản lý ĐTNN để phát triển TTCK của một số quốc gia Châu Á, trên cơ sở đó rút ra những bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.

1. Đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán

ĐTNN có thể được hiểu là việc tổ chức, cá nhân nước ngoài đầu tư vốn, tài sản vào nước sở tại dưới các hình thức khác nhau nhằm mục đích tìm kiếm lợi nhuận và các mục tiêu kinh tế - xã hội khác. Xét về tính chất quản lý và cơ chế quản lý vốn trong đầu tư, ĐTNN có thể được chia thành 2 hình thức: đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp. Đầu tư trực tiếp nước ngoài là hình thức đầu tư mà chủ đầu tư nước ngoài bỏ vốn đầu tư, trực tiếp tham gia quản lý, điều hành hoạt động sản xuất kinh doanh theo nguyên tắc "lời ăn, lỗ chịu". Ngược lại, đầu tư gián tiếp là hình thức đầu tư trong đó chủ đầu tư không trực tiếp tham gia vào quá trình quản lý, điều hành hoạt động sản xuất kinh doanh. Đầu tư gián tiếp nước ngoài bao gồm các hình thức như: tổ chức, cá nhân nước ngoài cung cấp tín dụng, đầu tư nắm giữ các loại chứng khoán ở nước sở tại,...

Từ cách hiểu về ĐTNN như trên, chúng ta có thể khẳng định rằng ĐTNN trên TTCK là hoạt động bỏ vốn của nhà ĐTNN để tham gia các giao dịch mua bán chứng khoán trên TTCK ở nước sở tại, nhằm tìm kiếm lợi nhuận và đạt được các mục tiêu kinh tế - xã hội khác.

Trên TTCK, ĐTNN thường bao gồm cả hai hình thức: đầu tư gián tiếp và đầu tư trực tiếp.

Đầu tư gián tiếp trên TTCK: là hình thức đầu tư vốn của nhà ĐTNN thông qua việc mua bán chứng khoán trên TTCK ở nước sở tại nhằm mục đích lợi nhuận và các mục tiêu kinh tế - xã hội khác. Với hình thức đầu tư này, nhà ĐTNN phải mở tài khoản giao dịch chứng khoán ở các tổ chức cung cấp dịch vụ môi giới chứng khoán trên TTCK ở nước sở tại. Đồng thời họ phải chuyển vốn vào tài khoản của mình tại các tổ chức tài chính tín dụng tham gia cung cấp dịch vụ thanh toán trong mua bán chứng khoán trên TTCK ở nước sở tại. Việc tham gia giao dịch mua bán chứng khoán của nhà ĐTNN trên TTCK ở nước sở tại phải tuân thủ các quy định của nước sở tại sử dụng đồng tiền trong giao dịch, đăng ký tham gia giao dịch, quản lý ngoại hối, công bố thông tin và các vấn đề khác có liên quan...

Đầu tư trực tiếp trên TTCK: là hình thức đầu tư vốn thông qua việc nhà ĐTNN đầu tư 100% vốn, hoặc góp một lượng vốn nhất định để thành lập và trực tiếp tham gia quản lý, điều

Dinh Văn Sơn, PGS.TS., Trường Đại học Thương mại.

hành hoạt động của các định chế tài chính hoạt động trên TTCK ở nước sở tại. Thông thường, đầu tư trực tiếp của nhà ĐTNN trên TTCK được thực hiện dưới hình thức nhà ĐTNN bỏ vốn để thành lập CTCK, công ty quản lý quỹ liên doanh hoặc 100% vốn ĐTNN. Đầu tư trực tiếp trên TTCK thường phải tuân thủ các điều kiện và thủ tục pháp lý khá chặt chẽ do nước sở tại quy định, phải tuân thủ các quy định của Luật doanh nghiệp, những qui định hoạt động giao dịch trên TTCK, đồng thời phải được cơ quan quản lý nhà nước về TTCK cấp phép hoạt động.

Mặc dù trên thực tế hiện nay đã và đang tồn tại cả hai loại ĐTNN trên TTCK, song việc thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài thường chiếm ưu thế hơn so với đầu tư trực tiếp nước ngoài trên TTCK. Bởi lẽ với hình thức đầu tư gián tiếp trên TTCK, nhà ĐTNN thường có thể dễ dàng đáp ứng các điều kiện tham gia, thực hiện các thủ tục pháp lý đơn giản hơn. Đồng thời đây là hình thức đầu tư linh hoạt, dễ chuyển đổi danh mục đầu tư và dễ dàng trong việc rút vốn đầu tư hơn so với đầu tư trực tiếp trên TTCK.

Đầu tư nước ngoài đã, đang và mãi mãi là một động lực quan trọng cho sự phát triển vững chắc TTCK của mọi quốc gia. Với những quốc gia mà TTCK ra đời muộn như Việt Nam, thì việc nghiên cứu những kinh nghiệm quý báu về chính sách thu hút và quản lý ĐTNN của các quốc gia có các điều kiện và trình độ phát triển tương đồng, được coi là một trong những giải pháp quan trọng thúc đẩy và đảm bảo cho sự phát triển của TTCK, đáp ứng yêu cầu của hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực tài chính.

2. Kinh nghiệm của một số nước khu vực Châu Á

Thị trường chứng khoán Trung Quốc

Ngay từ khi thành lập TTCK, Quốc vụ viện (Chính phủ) Trung Quốc đã thực hiện các hoạt động quản lý nhà nước đối với lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Ban đầu, một số bộ và ủy ban thuộc Hội đồng Nhà nước Trung Quốc như Ủy ban Cải cách nhà nước, Ủy ban Kế

hoạch hóa nhà nước, Ngân hàng Nhân dân Trung Hoa được giao trách nhiệm quản lý, giám sát các hoạt động của TTCK. Đến tháng 1-1992, Hội đồng Nhà nước Trung Quốc ra quyết định thành lập Ủy ban Chính sách chứng khoán (viết tắt là SCSPC) để toàn quyền quản lý TTCK, đồng thời thành lập Ủy ban Giám quản chứng khoán Trung Quốc (viết tắt là CSRC) để giúp SCSPC giám sát các hoạt động chứng khoán và TTCK.

Chính phủ Trung Quốc chú trọng các chính sách thu hút nguồn vốn ĐTNN qua TTCK, thông qua các chính sách khuyến khích và tạo điều kiện cho các nhà ĐTNN có thể tham gia mua bán cổ phiếu trên thị trường. Để có thể chủ động ngăn chặn, kiểm soát và hạn chế rủi ro có thể nảy sinh từ hoạt động đầu tư nước ngoài trên TTCK, Chính phủ Trung Quốc đã phân biệt nhóm cổ phiếu dành cho giao dịch giữa nhà đầu tư trong nước (ĐTTN) với nhóm cổ phiếu dành cho giao dịch giữa các nhà ĐTNN bằng việc quy định các nhà ĐTTN được mua bán cổ phiếu A của các công ty Trung Quốc và giao dịch bằng đồng nhân dân tệ. Các nhà ĐTNN chỉ được giao dịch cổ phiếu B do các công ty Trung Quốc phát hành thông qua một tổ chức kinh doanh chứng khoán được sở giao dịch chứng khoán chấp nhận. Để tạo thuận lợi cho nhà ĐTNN có thể chuyển vốn vào tham gia đầu tư trên TTCK, đồng thời để tạo thuận lợi trong kiểm soát và ngăn chặn các rủi ro về tỷ giá hối đoái tác động đến giao dịch trên TTCK, Chính phủ Trung Quốc đã quy định giao dịch của nhà ĐTNN được thực hiện bằng đồng đôla Mỹ trên Sở Giao dịch chứng khoán Thượng Hải và bằng đồng đôla Hồng Kông trên Sở Giao dịch chứng khoán Thẩm Quyển.

Với chính sách tách biệt giao dịch giữa các nhà ĐTTN với các nhà ĐTNN theo hai nhóm cổ phiếu A và B, đồng thời cho phép nhà ĐTNN được giao dịch bằng ngoại tệ trên TTCK, Chính phủ Trung Quốc đã khá thành công trong việc thu hút nguồn vốn ĐTNN và chủ động phòng ngừa, hạn chế rủi ro, góp phần quan trọng thúc đẩy TTCK phát triển.

Tính đến năm 2001, qui mô vốn của TTCK tập trung ở Trung Quốc đã đạt khoảng 50% GDP và trở thành TTCK lớn thứ 2 ở Châu Á, sau Nhật Bản. Hiện nay, có khoảng 1500 công ty niêm yết, với khoảng trên 70 triệu nhà đầu tư cá nhân, trong đó, nhà ĐTNN chiếm khoảng 10%.

Để tiếp tục củng cố và phát triển TTCK, Nhà nước Trung Quốc rất chú trọng việc hoàn thiện khung pháp lý. Ngày 27-10-2005, Quốc hội Trung Quốc đã thông qua Luật Chứng khoán sửa đổi. Luật này tập trung vào việc tăng cường các biện pháp bảo hộ nhà đầu tư như: lập quỹ bảo hộ nhà đầu tư, qui định đền bù những tổn thất về vốn cho người đầu tư khi công ty niêm yết (CTNY) và cổ đông kiểm soát có hành vi báo cáo sai sự thật, gian dối trong bản cáo bạch; tăng cường trách nhiệm của ban lãnh đạo CTNY để bảo vệ lợi ích chính đáng của cổ đông; buộc nhà môi giới phải tách bạch tài khoản của mình và tài khoản của khách hàng để bảo vệ lợi ích của khách hàng; gia tăng quyền lực của CSRC; tạo điều kiện cho các sở giao dịch chứng khoán chuyển dần sang hoạt động theo mô hình công ty.

Chính sách tách biệt giao dịch giữa các nhà ĐTTN với giao dịch của các nhà ĐTNN theo loại cổ phiếu, cùng với những chính sách điều hành vĩ mô hiệu quả đã góp phần quan trọng giúp cho TTCK Trung Quốc đứng vững trước sự chao đảo của TTCK các nước khu vực Châu Á khi xảy ra khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực năm 1997. Cho đến hiện nay, Trung Quốc vẫn được xem là một trong những nước có chính sách thu hút ĐTNN thành công nhất và ít chịu tác động bởi cuộc khủng hoảng tài chính thế giới.

Thị trường chứng khoán Thái Lan

TTCK Thái Lan được hình thành từ cuối những năm 60 của thế kỷ trước. Ban đầu, để kiểm soát và đảm bảo an toàn trong quá trình thu hút ĐTNN vào TTCK, Chính phủ Thái Lan đã sử dụng những công cụ ràng buộc, hạn chế như qui định về tỷ lệ sở hữu chứng khoán của nhà ĐTNN trong các doanh nghiệp Thái

Lan. Sau đó, Chính phủ nước này thực hiện lộ trình nới lỏng những ràng buộc đối với nhà ĐTNN trên TTCK. Chính phủ Thái Lan cho phép tổ chức bảng giao dịch chứng khoán dành riêng cho nhà ĐTNN để tăng tính thanh khoản của chứng khoán do nhà ĐTNN sở hữu.

Trong giai đoạn 1987 - 1996, với sự tự do hóa tài khoản vốn của nhà ĐTNN, sự qui định tỷ giá cố định, cùng với sự thả lỏng trong kiểm soát các khoản nợ vay của các ngân hàng, dòng vốn ĐTNN đã ồ ạt chảy vào Thái Lan. Chỉ trong vòng 10 năm từ 1987 đến 1996, số vốn ĐTNN đổ vào Thái Lan lên đến hàng trăm tỷ USD. Tuy nhiên, trên 70% số vốn này lại là tiền vay để đầu tư dài hạn vào bất động sản, trong đó, vay ngắn hạn chiếm đến trên một nửa. Khi thị trường bất động sản Thái Lan đổ vỡ vào năm 1997, đã gây ra những tác động xấu đến nền kinh tế Thái Lan và nhiều nước trong khu vực Châu Á. Để khắc phục khủng hoảng, Chính phủ Thái Lan đã phải nhận hai gói cứu trợ trị giá 19,9 tỷ USD từ IMF, đồng thời phải thực hiện những cải tổ sâu rộng trong hệ thống tài chính. Để tiếp tục thu hút dòng vốn ĐTNN, Chính phủ Thái Lan đã thực hiện những chính sách táo bạo: thả nổi tỷ giá, duy trì sự tự do chuyển đổi trên tài khoản vốn của nhà đầu tư, đồng thời mở "room" cho nhà ĐTNN. Theo đó, Chính phủ nước này cho phép nhà ĐTNN nắm giữ cổ phần không giới hạn ở các công ty trong một số ngành công nghiệp nhất định. Các nhà ĐTNN có đủ điều kiện (đầu tư ít nhất 500 triệu Bath) phải chuyển toàn bộ vốn đầu tư vào công ty trong thời hạn 1 năm kể từ ngày xin phép Bộ Thương mại và phải duy trì tối thiểu 3 năm mới được quyền rút vốn ra khỏi Thái Lan. Giám đốc điều hành là người nước ngoài phải sống ở Thái Lan ít nhất 60 ngày/năm mới được phép sở hữu trên 49% cổ phần trong 15 ngân hàng thương mại, 33 công ty tài chính và 12 tổ chức tín dụng trong 10 năm. Bên cạnh đó, nhà ĐTNN còn được phép mua cổ phiếu trên giới hạn cho phép, nhưng với điều kiện các cổ phiếu vượt thêm không có

quyền biểu quyết và không tham gia đại hội cổ đông.

Với các chính sách cải tổ trên, dòng vốn ĐTNN đã quay trở lại Thái Lan ngày một nhiều hơn. Tuy nhiên, cùng với việc gia tăng thặng dư thương mại, Chính phủ Thái Lan đã lo ngại khi dòng vốn này đổ vào quá lớn sẽ gây áp lực tăng giá của đồng nội tệ. Ngày 18-12-2006, Chính phủ nước này đã thực hiện các biện pháp hành chính để hạn chế dòng vốn ĐTNN đổ vào TTCK. Theo quy định này, bất kỳ tổ chức, cá nhân nào bán 20.000 USD vì các mục đích ngoài thương mại, sẽ phải ký quỹ 30% tổng giá trị tại ngân hàng trung ương với lãi suất 0% trong vòng 1 năm. Ngân hàng trung ương yêu cầu các ngân hàng tư nhân phong tỏa tối thiểu 30% giá trị các tài khoản tiền gửi ngoại tệ được lập để đầu tư tài chính trong vòng 1 năm. Nếu nhà đầu tư muốn rút vốn trước hạn quy định thì họ chỉ được giải ngân tối đa 2/3 khoản tiền bị giữ lại, đồng thời còn bị phạt 10% tổng số tiền gửi ban đầu. Sự thay đổi của chính sách kiểm soát dòng vốn ĐTNN như trên đã làm cho TTCK Thái Lan bị “tuột dốc” và rơi vào tình trạng hoảng loạn. Ngay trong ngày giao dịch đầu tiên, kể từ khi qui định trên có hiệu lực (19/12), chỉ số SET đã giảm hơn 15% và trở thành “ngày thứ ba đen tối” của TTCK Thái Lan. Cú mất điểm này đã khiến giá trị TTCK Thái Lan sụt giảm 23 tỷ USD. Điều này là do những can thiệp hành chính quá sức của Chính phủ nước này vào dòng vốn ngoại, đã gây nên sự tháo chạy của nhà ĐTNN trước những lo ngại về một cuộc khủng hoảng tiền tệ sẽ tái diễn. Ngay ngày hôm sau (20-12), Chính phủ nước này đã phải lập tức dỡ bỏ các qui định kể trên. Cũng phải nhìn nhận rằng, “bài thuốc” này của Thái Lan chỉ mang tính đối phó nhất thời, song nhìn về toàn cục thì các chính sách thu hút và quản lý dòng vốn ĐTNN của Thái Lan là tương đối hợp lý, nên đã tạo sự phát triển chậm mà chắc của nền kinh tế, cũng như của thị trường tài chính trong nhiều năm. Tuy nhiên, những bất ổn về chính trị trong 2 năm qua đã làm cho nhà

ĐTNN lo ngại và tháo chạy, khiến TTCK Thái Lan mất khoảng 18% giá trị. Hiện nay, TTCK Thái Lan có 529 công ty niêm yết với tổng giá trị vốn hóa 166 tỷ USD, trong đó, nhà ĐTNN sở hữu khoảng 33% mức vốn hóa thị trường.

• Thị trường chứng khoán Ấn Độ

Từ năm 1992, Ấn Độ bắt đầu thực hiện chính sách mở cửa TTCK để thu hút ĐTNN. Chính phủ Ấn Độ đã quy định các nhà ĐTNN có tổ chức muốn được cấp phép thì phải có được sự phê chuẩn của Hiệp hội Giám quản chứng khoán và Ngân hàng dự trữ Ấn Độ; đồng thời các nhà ĐTNN cũng phải thỏa mãn các tiêu chí như đăng ký với Hiệp hội Giám quản chứng khoán, đảm bảo có thực lực về tài chính và vị thế trên trường quốc tế. Đối với mỗi cá nhân người nước ngoài khi thực hiện đầu tư vào TTCK Ấn Độ chỉ được nắm giữ tối đa 10% tổng số cổ phiếu của mỗi công ty; đối với mỗi tổ chức, số lượng cổ phiếu tối đa được nắm giữ là 24% của mỗi công ty. Tuy nhiên con số này có thể được nâng lên đến 40% nếu được sự thông qua của Đại hội đồng cổ đông. Để kiểm soát và hạn chế sự rút vốn của nhà ĐTNN, Chính phủ Ấn Độ không quy định kỳ hạn rút vốn của nhà ĐTNN, song lại áp dụng các mức thuế khác nhau đối với kỳ hạn rút vốn. Nếu trong thời hạn 1 năm mà nhà ĐTNN rút vốn thì sẽ thu thuế 30% thuế GTGT, nếu thời hạn trên 1 năm thì thuế suất áp dụng là 10%. Vốn đầu tư của nhà ĐTNN có thể tự do chuyển đổi giữa tài khoản ngoại hối và tài khoản tiền gửi bằng đồng Rupit mà không cần phải qua bất cứ sự phê duyệt nào. Điều này đã gián tiếp ngăn chặn sự chảy vốn ĐTNN khỏi TTCK của Ấn Độ, góp phần không nhỏ vào những thành công phát triển của TTCK nói riêng và nền kinh tế Ấn Độ trong những năm gần đây.

• Thị trường chứng khoán Hàn Quốc

Sự chú trọng về quản lý nhà nước đối với TTCK Hàn Quốc được đánh dấu bằng việc sửa đổi Luật Chứng khoán và giao dịch chứng khoán vào năm 1976. Theo Luật sửa đổi này, Ủy ban Chứng khoán và giao dịch (SEC) và

Ban giám sát chứng khoán Hàn Quốc (SSB) cũng được thành lập vào tháng 2-1977. Ban đầu, Chính phủ Hàn Quốc đã khá thận trọng nên chưa cho phép nhà ĐTNN tham gia đầu tư trên TTCK. Kể từ năm 1981 trở đi, Chính phủ Hàn Quốc mới xem xét vấn đề mở cửa TTCK để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Ban đầu, cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận TTCK nước này thông qua các quỹ tín thác đầu tư quốc tế. Sau đó, Chính phủ nước này mới cho phép các nhà đầu tư nước ngoài trực tiếp nắm giữ cổ phiếu của các công ty Hàn Quốc với một tỷ lệ nhất định. Tỷ lệ này được tăng dần và cuối cùng Chính phủ nước này cho phép các nhà đầu tư nước ngoài có thể nắm giữ 100% cổ phiếu của các công ty Hàn Quốc.

Trước sự tác động của cuộc khủng hoảng tài chính-tiền tệ khu vực Châu Á năm 1997 và sự yếu kém của hệ thống tài chính, Chính phủ Hàn Quốc triển khai kế hoạch cải tổ hệ thống tài chính, trong đó việc kiểm soát dòng vốn ĐTNN được coi trọng hơn và do Ủy ban Giám sát tài chính (FSC) đảm nhận.

• Thị trường chứng khoán Nhật Bản

TTCK Nhật Bản được hình thành từ trước Chiến tranh thế giới lần thứ 2, song sau cuộc chiến tranh này, Chính phủ Nhật Bản mới thực sự chú trọng việc quản lý và giám sát TTCK. Luật chứng khoán và giao dịch ban hành năm 1948, theo luật này, Ủy ban Chứng khoán và giao dịch được thành lập, trực thuộc Bộ Tài chính. Đến năm 1965, Luật Chứng khoán và giao dịch được sửa đổi. Theo luật sửa đổi này, Cục Chứng khoán thuộc Bộ Tài chính được thành lập thay thế ủy ban để quản lý TTCK. Đến năm 1992, Chính phủ nước này cho thành lập Ủy ban Giám sát giao dịch và chứng khoán (SESC). Đến 1998, Cục Chứng khoán và Cục Ngân hàng của Bộ Tài chính được chuyển sang Cơ quan giám sát tài chính-một cơ quan đặc biệt cấp bộ gắn liền với Văn phòng Thủ tướng. SESC được tách ra khỏi Bộ Tài chính để chuyển vào Cơ quan giám sát tài chính. Vào tháng 1-2001, cơ quan này được đổi tên thành Cơ quan Dịch vụ tài chính (FSA).

Về thu hút và quản lý dòng vốn ĐTNN, Chính phủ Nhật Bản đã thực hiện chính sách mở cửa thị trường ngay từ khi thông qua Luật Chứng khoán và giao dịch chứng khoán năm 1948. Khi đó, Chính phủ Nhật Bản đã cho phép các nhà ĐTNN tham gia sở hữu và mua bán chứng trên TTCK theo tỷ lệ giới hạn sở hữu, sau đó một thời gian, Chính phủ nước này đã nới lỏng và gỡ bỏ qui định giới hạn này. Với một nền kinh tế phát triển ở trình độ cao, đồng tiền được tự do chuyển đổi, Chính phủ Nhật Bản đã cho tự do hóa giao dịch chuyển đổi tiền tệ trên tài khoản của nhà ĐTNN, song vẫn đảm bảo sự kiểm soát gián tiếp để ngăn chặn những hành vi gian lận trên TTCK.

3. Những bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Qua nghiên cứu khái quát những kinh nghiệm thu hút và quản lý ĐTNN trên TTCK của một số nước khu vực Châu Á, bao gồm những nước thuộc nhóm đang phát triển (gồm: Trung Quốc, Thái Lan, Ấn Độ) và các nước phát triển (gồm: Nhật Bản và Hàn Quốc), có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam như sau:

Thứ nhất, việc mở cửa TTCK và thu hút dòng vốn ĐTNN để phát triển thị trường và hội nhập quốc tế là một tất yếu khách quan, song mỗi quốc gia đều có con đường, cách thức và lộ trình mở cửa khác nhau. Tùy thuộc vào đặc điểm kinh tế, xã hội, yêu cầu hội nhập và tình hình TTCK ở mỗi nước mà Chính phủ nước đó có thể đưa ra lộ trình và chính sách mở cửa thích hợp. Tiến trình mở cửa TTCK phổ biến ở các nước khu vực Châu Á hầu như được nhất thể hóa theo một lộ trình hợp lý là, ban đầu chính phủ sử dụng những ràng buộc, hạn chế để kiểm soát các nhà đầu tư nước ngoài nhằm bảo hộ ĐTNN và đảm bảo an toàn cho thị trường, sau đó từng bước nới lỏng những ràng buộc, cuối cùng sẽ gỡ bỏ hoàn toàn những rào cản để thực hiện tự do hóa đầu tư quốc tế trên thị trường. Bài học kinh nghiệm này giúp cho các nền kinh tế vừa nhanh chóng phát triển TTCK phù hợp với xu thế hội nhập, nhưng vẫn kiểm soát được các

động thái đầu tư trên thị trường, bảo vệ được các nhà đầu tư trong nước. Những bước đi phù hợp bằng những chính sách, giải pháp hợp lý đã giúp các nước Châu Á thành công trong việc xây dựng và phát triển bền vững TTCK, đáp ứng các yêu cầu của hội nhập kinh tế quốc tế.

Thứ hai, kinh nghiệm của Trung Quốc cho thấy, việc phát hành 2 loại cổ phiếu dành cho 2 nhóm nhà đầu tư và tổ chức thành 2 khu vực giao dịch riêng biệt (cổ phiếu A là cổ phiếu của các công ty Trung Quốc chỉ dành cho các nhà đầu tư Trung Quốc và được mua bán bằng đồng nhân dân tệ; cổ phiếu B là cổ phiếu của các công ty Trung Quốc phát hành cho các nhà đầu tư nước ngoài, được mua bán bằng đồng USD ở Sở Giao dịch chứng khoán Thượng Hải và bằng đồng đôla Hồng Kông ở Sở Giao dịch chứng khoán Thâm Quyến), đã giúp cho Chính phủ Trung Quốc vừa có thể kiểm soát chặt chẽ các dòng ĐTTN cũng như dòng đầu tư nước ngoài vào TTCK, vừa là “*bức tường*” bảo hộ ĐTTN. Bên cạnh đó, tính an toàn trong hội nhập rất cao và chính nhờ điều này mà TTCK Trung Quốc không bị chao đảo bởi cuộc khủng hoảng tài chính-tiền tệ khu vực Châu Á năm 1997 và đã hạn chế các tác động tiêu cực bởi cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008. Tuy nhiên, cách làm này lại nảy sinh một số trở ngại, như làm cho TTCK thiếu tính thống nhất do tồn tại 2 nhóm nhà đầu tư giao dịch theo 2 khu vực khác nhau, làm phức tạp hóa các hệ thống niêm yết, giao dịch, công bố thông tin, lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ, thiếu sự luân chuyển linh hoạt giữa ĐTTN và đầu tư nước ngoài. Chính vì điều này, từ tháng 11/2002, Chính phủ Trung Quốc đã cho phép nhà đầu tư nước ngoài được tham gia đầu tư vào thị trường cổ phiếu A. Đây cũng có thể được coi là một thành công lớn của Trung Quốc trong việc kiểm soát ĐTTN trên TTCK, kiểm soát lộ trình phát triển của thị trường. Việc xóa bỏ 2 loại cổ phiếu trong giao dịch đã đánh dấu trình độ phát triển và sự hội nhập của TTCK ở Trung Quốc trong những năm gần đây.

Thứ ba, việc tổ chức bảng giao dịch chứng khoán dành riêng cho các nhà đầu tư nước ngoài đã được một số quốc gia áp dụng như Trung Quốc (thị trường cổ phiếu B) và Thái Lan, đã giúp các quốc gia này thực hiện mục tiêu khuyến khích thu hút đầu tư nước ngoài vào TTCK và nâng cao khả năng thanh khoản của các chứng khoán mà nhà đầu tư nước ngoài sở hữu. Tuy nhiên, điều này cũng đặt ra yêu cầu cần có những công cụ hữu hiệu để kiểm soát các dòng vốn đầu tư nước ngoài vào và ra khỏi thị trường này để ngăn chặn và phòng ngừa rủi ro tháo chạy của dòng vốn này. Đối với giai đoạn đầu phát triển của TTCK, việc đầu tư hoặc rút khỏi thị trường một cách ồ ạt đều là những dấu hiệu không bình thường, đều có thể gây ra những cú sốc, khủng hoảng niềm tin của các nhà ĐTTN và tất yếu có thể dẫn tới khủng hoảng thị trường. Kinh nghiệm của các nước cho thấy, nếu chính phủ kiểm soát chặt chẽ và có những chính sách, giải pháp ứng xử phù hợp đối với sự dịch chuyển của các dòng vốn ĐTTN sẽ luôn luôn là giải pháp cần thiết và quan trọng cho sự phát triển bền vững của TTCK. Điều đó càng có ý nghĩa hơn đối với những TTCK mà ĐTTN chiếm một thị phần giao dịch đáng kể, thậm chí ĐTTN có thể chi phối rất lớn tới ĐTTN. Ở khía cạnh này không thể không nói đến TTCK Việt Nam trong những năm vừa qua.

Thứ tư, thực tế đã chứng minh rằng, vận hành của nền kinh tế thị trường nói chung cũng như vận hành của TTCK nói riêng của các nước trong khu vực cũng như trên thế giới những năm qua luôn luôn phải nằm trong sự kiểm soát và điều tiết của nhà nước. Cùng với “*Bàn tay vô hình*”, “*Bàn tay hữu hình*” luôn thể hiện vai trò không thể thiếu đối với quá trình ra đời và vận hành có hiệu quả của TTCK hiện đại. Với một thị trường mà ở đó hàng hóa ngày càng đa dạng, phong phú, luôn được cải thiện về chất lượng, cơ chế giao dịch từng bước được hoàn thiện, một đội ngũ cán bộ vận hành thị trường có trình độ và kinh nghiệm, hệ thống cung cấp thông tin hiện đại..., đã và đang là những cơ sở trực tiếp quan

trọng cho một tiến trình phát triển vững bền vững của thị trường trong một tương lai gần.

Việc can thiệp hành chính, cứng nhắc của chính phủ vào dòng vốn ĐTNN nhằm đạt được một mục tiêu nào đó như trường hợp của Thái Lan năm 2006 đã gây ra tác động tiêu cực đối với dòng vốn ĐTNN và tạo cú sốc đối với TTCK. Do đó, tùy theo từng tình hình cụ thể, việc can thiệp hành chính của chính phủ cần phải được cân nhắc thật kỹ lưỡng những tác động và hệ quả đa chiều của những can thiệp này trước khi áp dụng. Về lý luận cũng như kinh nghiệm của các nước cho thấy, sự can thiệp của nhà nước là cần thiết khách quan đối với sự phát triển của TTCK ở mỗi quốc gia. Song điều quan trọng là sự can thiệp của nhà nước cần phải phù hợp với quy luật phát triển tất yếu của thị trường trong mối quan hệ nhân quả. Sự can thiệp của nhà nước được triển khai trên cơ sở khi đã xác định được những nội dung cần thiết như: mục tiêu, đối tượng, phạm vi giới hạn, phương pháp quản lý.

Thứ năm, các công cụ quản lý được sử dụng để kiểm soát ĐTNN trên TTCK bao gồm: những qui định về mở tài khoản, đăng ký mã giao dịch, qui định về kiểm soát ngoại hối, qui định giới hạn tỷ lệ sở hữu chứng khoán trong một tổ chức phát hành,... Tùy theo từng điều kiện và các thời điểm cụ thể mà mỗi quốc gia lựa chọn công cụ, sử dụng ở mức độ nào và thực hiện những lộ trình nói lỏng phù hợp, để vừa thu hút được dòng vốn ĐTNN, vừa kiểm soát và đảm bảo an toàn tài chính trong quá trình hội nhập quốc tế. Trong thời gian qua, nhất là trong những năm gần đây, với sự hồi phục và phát triển trở lại của TTCK Việt Nam không thể không kể tới vai trò của ĐTNN. Cùng với “*thiện chí*” của các nhà ĐTNN với TTCK Việt Nam, chúng ta không thể phủ nhận những điều chỉnh phù hợp, linh hoạt về cơ chế quản lý và giao dịch của Chính phủ thông qua các chính sách và công cụ quản lý thị trường.

TTCK Việt Nam hiện tại vẫn là một thị trường non trẻ, tính tự phát và những bất cập

tiềm ẩn của thị trường còn rất cao. Bởi vậy, việc kết hợp một cách hài hòa hệ thống các công cụ trong quản lý thị trường chứng khoán là hoàn toàn hợp lý và cần thiết. Theo cách đó, một mặt vừa phát huy được tính chủ động, linh hoạt của thị trường đồng thời đảm bảo được vai trò quản lý trực tiếp của Nhà nước ở mức độ cần thiết, thu hút tối đa các nguồn lực cho sự phát triển TTCK trong đó có các nguồn lực tài chính không nhỏ từ các nhà ĐTNN.

Đầu tư nước ngoài luôn luôn là một động lực quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Thu hút đã khó, song quản lý các dòng vốn đầu tư nước ngoài một cách hiệu quả và đảm bảo an ninh nền tài chính quốc gia còn phức tạp và cần thiết hơn nhiều. Chính bởi vậy, trong hoạch định chính sách tài chính vĩ mô nói chung cũng như chiến lược phát triển bền vững TTCK nói riêng cần xem xét, nghiên cứu và triển khai cả hai nội dung trên một cách hài hòa và hợp lý trên quan điểm lợi ích kinh tế và chính trị quốc gia./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Nguyễn Hà Thanh (2005), “Luật Chứng khoán Trung Quốc (sửa đổi)”, Chứng khoán Việt Nam (12), tr 43-44.
2. Xuân Thanh (2008), “Quản lý dòng vốn đầu tư nước ngoài của Thái Lan”, Chứng khoán Việt Nam, số 12, tr 49-52.
3. Korea Stock Exchange (1995), Manual for the training course in Vietnam, Hanoi.
4. Web sites: <<http://www.sec.gov>>; <<http://www.sec.or.kr>>; <<http://www.sec.org.th>>
5. Dương Thị Phương (2008), “Phát triển bền vững thị trường chứng khoán”, Chứng khoán Việt Nam, số 12, tr 20-23.
6. Vũ Xuân Dũng (2007), Một số giải pháp nâng cao vai trò quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán tập trung ở Việt Nam hiện nay, luận án tiến sĩ kinh tế.
7. Nguyễn Đình Tự (2007), “Thị trường chứng khoán Việt Nam trước những thách thức của việc gia nhập WTO”, Tạp chí Cộng sản, số 12, tr 12-14.
8. UBCKNN, Đề án phát triển thị trường vốn đến năm 2010 và tầm nhìn 2020.
9. Văn kiện Đại hội Đảng lần thứ VIII, IX và dự thảo văn kiện Đại hội Đảng lần thứ X.
10. Minh Quang (2009), “Kinh tế - xã hội năm 2008: khó khăn nhưng vẫn khả quan”, Tạp chí Kinh tế và Dự báo, số 1, tr 10-13.