



KINH NGHIỆM QUẢN LÝ, GIÁM SÁT LUÂN CHUYỂN VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI

TS. LÊ THỊ THÙY VÂN, ThS. VƯƠNG DUY LÂM - Viện Chiến lược và Chính sách Tài chính

Vấn đề quản lý, giám sát thận trọng các dòng luân chuyển vốn quốc tế, nhất là dòng vốn gián tiếp nước ngoài (FPI), luôn là nhiệm vụ hàng đầu của chính sách tài chính - tiền tệ, bởi đây là kênh bổ sung nguồn vốn quan trọng cho phát triển kinh tế, góp phần thúc đẩy phát triển thị trường tài chính Việt Nam. Tuy nhiên, dòng vốn này lại tiềm ẩn nhiều rủi ro, dễ gây tổn thương lan truyền mỗi khi có những cú sốc từ bên trong và bên ngoài tác động đến. Bài viết nghiên cứu kinh nghiệm quản lý, giám sát thận trọng dòng vốn FPI ở một số nước, qua đó, rút ra các bài học kinh nghiệm cho Việt Nam trong quá trình quản lý, giám sát luân chuyển dòng vốn FDI.

Từ khóa: Vốn, thị trường tài chính, vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, thị trường chứng khoán.

Effective management and control of international capital flows especially FPI has been a leading task of financial – monetary policy as this is an additional capital channel to economic development contributing to financial market development in Vietnam. However, this capital flow also has risks causing vulnerabilities upon both internal and external shocks. This article studies practical experience on management, monitoring of foreign portfolio investment in some selected countries and then proposes lessons to Vietnam.

Keywords: capital, financial market, FPI, stock market

Ngày nhận bài: 6/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 8/3/2017

Ngày nhận phản biện: 24/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 27/3/2017

Kinh nghiệm quản lý, giám sát thận trọng dòng vốn FPI ở một số nước

Trong giai đoạn 2014-2016, dòng vốn FPI vào các thị trường mới nổi biến động khá mạnh và có sự sụt giảm rõ rệt trong năm 2015, khi dòng vốn của khối ngoại rút khỏi các thị trường mới nổi lên tới 541 tỷ USD sau khi hút ròng 32 tỷ trong năm 2014. Đây là lần đầu tiên các thị trường này bị rút vốn ròng kể từ năm 1998 dưới tác động của những rủi ro đến từ thị trường tài chính tiền tệ quốc tế,

đặc biệt là sự sụt giảm của thị trường chứng khoán (TTCK) Trung Quốc và xu hướng điều chỉnh tỷ giá đồng nhân dân tệ.

Mặc dù, có sự phục hồi tích cực trong đầu năm 2016, song, vẫn còn nhiều rủi ro tiềm ẩn đối với dòng vốn FDI trong bối cảnh thị trường tài chính quốc tế còn nhiều biến động. Do đó, để vừa đảm bảo thu hút vốn đầu tư, phát triển thị trường tài chính, vừa đảm bảo an ninh tài chính quốc gia, công tác quản lý, dòng vốn FPI luôn là ưu tiên của các nhà hoạch định chính sách tại các nước mới nổi.

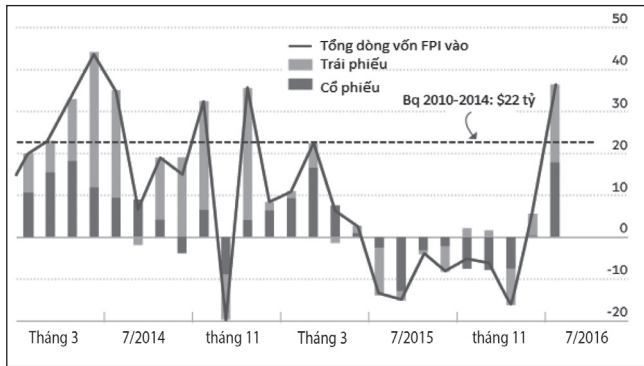
Kinh nghiệm quản lý dòng luân chuyển vốn quốc tế cho thấy, cùng với quá trình tự do tài khoản vốn, để đảm bảo an ninh tài chính quốc gia, các nước mới nổi thường áp dụng các công cụ quản lý dòng luân chuyển vốn một cách đa dạng, tuy nhiên, chủ yếu tập trung vào các nhóm sau: (i) Các công cụ tiền tệ; (ii) Các công cụ thuế; (iii) Các biện pháp hành chính.

Các công cụ tiền tệ

Các công cụ tiền tệ như điều hành lãi suất, tỷ giá và các quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc không lãi suất (URR) đóng vai trò rất quan trọng trong việc tác động và điều tiết dòng vốn FPI. Sự chênh lệch về lãi suất thực sẽ làm thay đổi kỳ vọng lợi nhuận của các nhà đầu tư giữa các quốc gia. Trên thực tế, dòng vốn đầu tư chảy vào các quốc gia đang phát triển vô cùng nhạy cảm với chênh lệch lãi suất thực. Dòng tiền có xu hướng chảy vào các quốc gia có lãi suất cao bởi sự chênh lệch giữa các mức lãi suất trên thị trường quốc tế. Ví dụ, ở Thổ Nhĩ Kỳ, lãi suất thực được định hướng luôn giữ ở mức cao so với các quốc gia khác (dao động quanh mức 75% nhiều năm



HÌNH 1. BIẾN ĐỘNG DÒNG VỐN FPI VÀO CÁC THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI (Tỷ USD)



Nguồn: International Institute of Finance, 4/2016

gần đây), bởi vậy, nước này thu hút vốn đầu tư từ bên ngoài khá nhiều, cụ thể là vốn FPI.

Bên cạnh lãi suất, thì cơ chế tỷ giá cũng tác động lên sự lưu chuyển của dòng vốn FPI. Cụ thể, sự thay đổi đột ngột của tỷ giá sẽ tác động lên lợi nhuận của các nhà đầu tư quốc tế thông qua cơ chế quy đổi tỷ giá với tiền tệ của đất nước họ. Trong trường hợp rủi ro chuyển đổi tiền tệ cao, các nhà đầu tư quốc tế sẽ yêu cầu tỷ lệ lợi nhuận đầu tư cao hơn để tương

xứng với rủi ro đó. Tuy vậy, nếu độ dao động tỷ giá lớn, hoặc sự biến động bất ngờ của việc đồng tiền nội địa tăng/giảm giá trị diễn ra sẽ tạo ra những rào cản lớn cho nguồn vốn FPI. Tình trạng này sẽ thu hút vốn đầu cơ nhiều hơn là những nguồn vốn bền vững (Brink & Viviers, 2003). Trên thực tế, sự linh hoạt của tỷ giá sẽ khiến cho các nhà đầu tư ngắn hạn và các nhà đầu cơ phải cân nhắc khi đầu tư vào một quốc gia bất kỳ. Tỷ giá linh hoạt có khả năng giảm được tác động của dòng vốn ngoại lên tỷ giá nội địa. Chẳng hạn, tại Chi Lê, từ đầu năm 1992, biên độ dao động của tỷ giá dần được nới lỏng từ 5% lên 10% năm 1992 và lên 12,5% vào đầu năm 1997. Chi Lê đã chuyển từ chế độ tỷ giá hối đoái cố định vào USD sang chế độ tỷ giá cố định vào một tập hợp các đồng tiền mạnh. Nhờ áp dụng chế độ tỷ giá linh hoạt kết hợp với chính sách tài chính thắt chặt, đã giúp cho Chi Lê luôn duy trì mức thặng dư ngân sách trung bình là 2,6% GDP trong suốt thời kỳ 1988-1997.

Các công cụ thuế

Cơ chế thuế tại một quốc gia có tác động quan trọng đến việc thu hút vốn đầu tư quốc tế, trong đó

BẢNG 1. KINH NGHIỆM MỘT SỐ NƯỚC VỀ QUẢN LÝ DÒNG LUÂN CHUYỂN VỐN FPI

Công cụ	Nước áp dụng	Cụ thể
Lãi suất	Thổ Nhĩ Kỳ (2010-2015)	Giữ lãi suất thực cao nhằm thu hút vốn FPI
	Chi Lê (1992)	Chuyển từ tỷ giá cố định sang tỷ giá linh hoạt hơn và neo với các đồng tiền mạnh nhằm thu hút vốn đầu tư FPI
	Trung Quốc (2016)	Phá giá nội tệ để kích thích tăng trưởng; Linh hoạt hơn tỷ giá NDT nhằm thu hút dòng vốn vào
Dự trữ bắt buộc không lãi suất đối với dòng vốn vào (URR)	Thái Lan (2006-2008)	Áp dụng đối với khoản vay mượn nước ngoài và dòng vốn đầu tư theo danh mục có lợi tức ổn định
	Colombia (1993-1998)	Áp dụng đối với Khoản vay nước ngoài ngắn hạn của ngân hàng
	Colombia (2007-2008)	Áp dụng đối với Khoản vay mượn bên ngoài của ngân hàng và đầu tư theo danh mục
Thuế	Brazil (1993-1997)	Đánh thuế đối với các giao dịch đầu tư ngắn hạn nhằm giảm bớt dòng vốn vào
	Hàn Quốc (2001)	Áp đặt mức khấu trừ thuế 14% đối với các khoản thu nhập lãi của người không cư trú khi nắm giữ trái phiếu kho bạc, nhằm hạn chế dòng vốn vào
	Ấn Độ (2002-2008); Trung Quốc (2003-2009)	Hạn chế các khoản đầu tư của các tổ chức đầu tư không cư trú
Hành chính	Trung Quốc (2003-2009)	Cấm tất cả các khoản đầu tư của người không cư trú trên thị trường tiền tệ và thị trường phái sinh
	Malaysia, 1994	Cấm việc bán chứng khoán nợ ngắn hạn và một số công cụ thị trường tiền tệ cho người không cư trú
	Indonesia, 2011	Áp đặt thời hạn nắm giữ đối với trái phiếu ngân hàng trung ương, đặt ra mức vay tối đa cho các khoản vay ngắn hạn nước ngoài
	Thái Lan, 1995	Các ngân hàng thương mại chỉ được phép bán ra và không được mua vào ngoại tệ
	Trung Quốc, 2016	Tăng cường kiểm soát chuyển tiền ra nước ngoài, kiểm chế nguồn cung nhân dân tệ trên thị trường hải ngoại nhằm làm cho hoạt động bán khống trở nên đắt đỏ hơn; Hạn chế hoạt động mua ngoại tệ của các công ty; Tạm ngừng một số nghiệp vụ của ngân hàng ngoại; Ngừng cấp hạn ngạch đầu tư ra nước ngoài; Kiểm soát chặt chẽ thẻ ghi nợ UnionPay; tất cả biện pháp đều nhằm hạn chế dòng vốn ra

Nguồn: Tác giả thống kê



bao gồm cả FPI (Chen & Tang, 1986). Các nhà đầu tư trước khi đưa ra quyết định đầu tư cũng sẽ cân nhắc đến lợi nhuận đầu tư sau thuế của mình, so sánh với các rủi ro có thể lường trước rồi mới đưa ra quyết định cuối cùng. Do đó, thay đổi cơ chế thuế là một biện pháp thu hút các dòng vốn đầu tư, trong đó có FPI (Kim, 1999).

Thuế suất ưu đãi là một trong những ví dụ tiêu biểu nhằm thu hút vốn FPI, tuy nhiên công cụ thuế cũng có thể được sử dụng nhằm ngăn chặn dòng vốn quốc tế vào nội địa. Ví dụ, tại Brazil, Chính phủ đã nhiều lần đánh thuế đối với các giao dịch đầu tư ngắn hạn trong giai đoạn 1993-1997. Năm 2008-2009, Brazil một lần nữa đánh thuế lên các dòng vốn đầu tư vào nước này. Tại Hàn Quốc, năm 2011, nhằm hạn chế dòng vốn vào, Chính phủ đã tái áp đặt mức khấu trừ thuế 14% đối với các khoản thu nhập lãi của người không cư trú khi nắm giữ trái phiếu kho bạc.

Các công cụ hành chính

Đây là các công cụ được ngân hàng trung ương (NHTW) hoặc các chính phủ đưa ra nhằm hạn chế việc đổ vốn quốc tế ò ạt vào trong nước hoặc tràn òt ngột ra ngoài gây ra những hậu quả nghiêm trọng. Những công cụ này thường quy ðịnh liên quan ðến các thủ tục văn bản, giấy tờ cần phải thực hiện khi lưu chuyển dòng vốn FPI trong nước ra quốc tế và ngược lại. Một số biện pháp hành chính thường ðược áp dụng như: (i) Hạn chế các khoản đầu tư của các tổ chức đầu tư không cư trú (Ấn ðộ, 2002-2008; Trung Quốc, 2003-2009); (ii) Cấm tất cả các khoản đầu tư của người không cư trú trên thị trường tiền tệ và thị trường phái sinh (Trung Quốc, 2003-2009); (iii) Đầu tư của người cư trú cần ðược NHTW thông qua trước (Trung Quốc, 2003-2009); (iv) Áp ðặt thời hạn nắm giữ ðối với trái phiếu NHTW, ðặt ra mức vay tối ða cho các khoản vay ngắn hạn nước ngoài (Indonesia, 2011); (v) Các NHTM chỉ ðược phép bán ra và không ðược mua vào ngoại tệ (Thái Lan, 1995).

Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, biến ðộng các dòng luân chuyển vốn nước ngoài vào Việt Nam tương ðối lớn, trong ðó tập trung chủ yếu vào dòng vốn FPI có thể chia thành 03 giai ðoạn như sau: (i) Giai ðoạn vốn FPI rút khỏi thị trường Việt Nam dưới tác ðộng của khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008-2011); (ii) Giai ðoạn dòng vốn FPI có xu hướng phục hồi (2012-2013); (iii) Giai ðoạn dòng vốn FPI sụt giảm và biến ðộng mạnh (2014 - nay).

Cuộc khủng hoảng tài chính cũng khiến các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam ðẩy mạnh

bán ròng trong năm 2008 – 2009 nhằm thu hồi vốn. Dòng vốn FPI rút khỏi Việt Nam ước khoảng 558 triệu USD trong năm 2008 và 600 triệu USD trong năm 2009. Từ giai ðoạn hậu khủng hoảng kinh tế thế giới cho ðến cuối năm 2011, dòng vốn FPI tiếp tục có xu hướng rút khỏi Việt Nam và gây ra những tác ðộng không nhỏ ðến TTCK trong nước. Tuy nhiên, kể từ năm 2012, quá trình tái cấu trúc TTCK, tăng cường các chuẩn mực an toàn tài chính, quản trị doanh nghiệp ðối với công ty niêm yết, tổ chức kinh doanh chứng khoán ðã ðược triển khai mạnh mẽ và tạo ra những kết quả tích cực; ðồng thời, kinh tế vĩ mô cũng có nhiều cải thiện, nên dòng vốn FPI vào Việt Nam trong 2 năm liên ðược duy trì ở mức cao, lần lượt ðạt 1,9 và 1,4 tỷ USD (2012 và 2013).

Sau giai ðoạn phục hồi 2012 - 2013, trong năm 2014-2015, dòng vốn FPI lại một lần nữa rút khỏi Việt Nam dưới tác ðộng của cuộc khủng hoảng giá ðầu và sự biến ðộng mạnh trên TTCK Trung Quốc. Từ mức nguồn vốn FPI ròng vào Việt Nam ðạt gần 1,4 tỷ USD trong năm 2013, con số này chỉ còn hơn 100 triệu USD vào năm 2014 và thậm chí rút ròng hơn 60 triệu USD trong cả năm 2015. Trong quý I/2016, mặc dù nhà đầu tư ðã rút 66 triệu USD vốn FPI ra khỏi thị trường, tuy nhiên, sang quý II/2016, thị trường Việt Nam ðã thu hút ðược 309 triệu USD vốn FPI nhờ vào sự phục hồi niềm tin của nhà đầu tư và triển vọng tăng trưởng tốt của TTCK. Tính ðến cuối năm 2016, dòng vốn FPI hút ròng vào Việt Nam ðạt 1,2 tỷ USD. Trong 2 tháng ðầu năm 2017, dòng vốn FPI hút ròng tiếp tục tăng, ðạt 220 triệu USD (tăng 20% so với cùng kỳ năm trước).

Thông qua diễn biến dòng vốn FPI vào Việt Nam trong gần 10 năm qua, có thể nhận thấy dòng vốn ngắn hạn này có tính biến ðộng cao và dễ bị ðảo chiều. Do ðó, mặc dù dòng vốn FPI vào Việt Nam có ðấu hiệu khả quan trong năm 2016 và 2 tháng ðầu năm 2017, phản ánh tiềm năng phát triển của nền kinh tế trong năm, tuy nhiên, bên cạnh tác ðộng tích cực tới thị trường, vẫn còn có những rủi ro tiềm ẩn, ảnh hưởng ðến an ninh tài chính quốc gia của Việt Nam.

Bài học kinh nghiệm từ các nước cho thấy, ðể giảm thiểu rủi ro và thách thức phát sinh từ tự do hóa tài khoản vốn, ðảm bảo an ninh tài chính quốc gia, trên cơ sở xem xét kinh nghiệm các nước và thực tiễn ở Việt Nam, thì quản lý dòng vốn FPI cần chú ý ðến những ðiểm sau:

Một là, cần nâng cao sự phối hợp giữa các cơ quan chủ quản trong kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp ngắn hạn. Kiểm soát vốn đầu tư gián tiếp ngắn hạn là vấn ðề Việt Nam cần quan tâm, bởi ðây là dòng vốn bất ổn ðịnh, dễ ðảo chiều cũng như tồn tại dưới



hiều hình thức khác nhau và rất phức tạp (mặc dù có tính thanh khoản cao). Việc kiểm soát và quản lý dòng vốn đầu tư FPI vào Việt Nam thể hiện chủ yếu ở 2 khâu cơ bản đó là: Quản lý hoạt động đầu tư và quản lý dòng luân chuyển vốn (quản lý ngoại hối). Trong đó, việc quản lý hoạt động đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài thuộc trách nhiệm của Bộ Tài chính (Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước) và Bộ Kế hoạch và Đầu tư, còn trách nhiệm kiểm soát hoạt động luân chuyển vốn là thuộc trách nhiệm của NHNN. Chính vì vậy, đòi hỏi cần có cơ chế kiểm soát dòng vốn này sao cho thống nhất, sự phối hợp chặt chẽ giữa Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư và NHNN nhằm đảm bảo quyền lợi cho các doanh nghiệp cũng như tránh các hiện tượng đầu cơ gây sức ép lên tỷ giá và dự trữ ngoại hối.

Hai là, cần lưu ý đến cách thức điều hành chính sách tiền tệ và tỷ giá nhằm thu hút, ổn định và giám sát dòng luân chuyển vốn. Trong khi chính sách tiền tệ độc lập cần được coi là một ưu tiên cố định nên đặt được trong dài hạn; tự do hóa tài chính (mà đích cuối cùng là tự do hóa các giao dịch vốn) sẽ luôn là một xu thế tất yếu khách quan của hội nhập kinh tế quốc tế, thì việc thực hiện chính sách tỷ giá hối đoái của Việt Nam cần linh hoạt hơn. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, việc thực hiện linh hoạt đáng kể chế độ tỷ giá hối đoái khi bắt đầu nói lỏng các giao dịch vốn đã giúp giảm thiểu rủi ro cho nhiều thị trường (ví dụ: Columbia, Peru, Chile, Uganda và Hàn Quốc). Ngược lại, một chế độ tỷ giá hối đoái cố định được áp dụng trong khi tiến hành tự do hóa tài khoản vốn dẫn đến thất bại ở nhiều nước khác, dẫn đến khủng hoảng (ví dụ: Thái Lan, Malaysia).

Ba là, cần xây dựng các khuôn khổ chính sách tài chính và kinh tế vĩ mô nhằm giảm mức độ biến động của dòng vốn và nâng cao sức bền của khu vực tài chính. Trong đó, các chính sách vĩ mô cần giảm thiểu sự bất trắc và các chính sách trong khu vực tài chính cần tạo ra khả năng thiết lập một cấu trúc thúc đẩy các định chế tài chính chỉ chấp nhận rủi ro khi họ hiểu và quản lý được rủi ro.

Bốn là, cần xây dựng một hệ thống cảnh báo sớm đối với những rủi ro có thể xảy ra trong quá trình tự do hóa tài khoản vốn. Để có thể lượng hóa được các rủi ro, cơ quan quản lý cần xây dựng được một hệ thống giám sát, thu thập thông tin và cảnh báo rủi ro tài chính, từ đó đưa ra những giải pháp thích ứng với tình hình và kiểm soát rủi ro. Điều này sẽ giúp các cơ quan quản lý đưa ra được các cảnh báo sớm về những rủi ro có thể xảy ra trong tự do hóa dòng vốn (Ví dụ như: Rủi ro khi sử dụng nguồn vốn ngắn cho vay dài hạn, rủi ro do cố định tỷ giá quá lâu, không

phản ánh đúng giá trị thực của đồng tiền, hay những cảnh báo về tình hình thâm hụt tài khoản vãng lai...).

Năm là, cần lựa chọn và áp dụng các công cụ quản lý dòng vốn vào và ra sao cho hiệu quả nhất. Mặc dù xu hướng chung của các nước là gỡ bỏ các kiểm soát đối với dòng luân chuyển vốn, nhưng đa số các nước vẫn duy trì các kiểm soát vốn khác nhau với các điều khoản riêng liên quan đến các thể chế tín dụng, ngân hàng và các nhà đầu tư có tổ chức. Trong đó, cách thức lựa chọn và áp dụng các công cụ nhằm quản lý, giám sát thận trọng đối với dòng vốn vào và dòng vốn ra sẽ khác nhau.

Trong giai đoạn 2014-2016, dòng vốn FPI vào các thị trường mới nổi biến động khá mạnh và có sự sụt giảm rõ rệt trong năm 2015, khi dòng vốn của khối ngoại rút khỏi các thị trường mới nổi lên tới 541 tỷ USD sau khi hút ròng 32 tỷ trong năm 2014. Đây là lần đầu tiên các thị trường này bị rút vốn ròng kể từ năm 1998.

Kinh nghiệm các nước cho thấy, dòng vốn vào thường được kiểm soát dưới các hình thức đa dạng như: (i) Các quy chế và giám sát thận trọng; (ii) Các biện pháp hành chính; (iii) Quy định về mức dự trữ bắt buộc không lãi suất đối với dòng vốn vào; và (iv) Đánh thuế các giao dịch. Trong đó, biện pháp hành chính và quy chế giám sát thận trọng được các nước sử dụng nhiều hơn. Về kiểm soát vốn ra, theo kinh nghiệm của quốc tế thì vấn đề kiểm soát dòng vốn ra thường được các nước thực hiện dưới 2 hình thức cơ bản, đó là kiểm soát về lượng và kiểm soát hối đoái. Việc áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn vào là cần thiết nhằm ổn định thị trường hối đoái và hạn chế nguy cơ dòng vốn đảo chiều gây ra khủng hoảng. 

Tài liệu tham khảo:

1. Akira, Karl, Bernard, Inci, Jorge & Adrei (2000). "Capital control: Country experiences with their use and liberalization". IMF Occasional Paper 190;
2. Fiscal Policy Research Institute, Thailand (2011). "Lessons from Asia's Experiences with sudden capital flows". Final Report prepared for ASEAN+3 Research Group, Feb 2011;
3. IMF (2011). "Recent experiences in managing capital flows – Crosscutting themes and possible policy framework". 14 Feb, 2011;
4. IMF (2015), "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets";
5. Jonathan R. Pincus (2012). "Tự do hoá tài chính và tăng trưởng". Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright - Kinh tế vĩ mô. Niên khóa 2010-2012;
6. Nguyễn Sơn (2011). "Quản lý dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài qua thị trường chứng khoán Việt Nam". UBCKNN;
7. WB (1989). "Financial Liberalization in Developing Countries". Bela Balassa, Working paper, Sep 1989.