

# THU HÚT VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI Ở VIỆT NAM - THỰC TRẠNG, TRIỂN VỌNG VÀ GIẢI PHÁP

NGUYỄN VĂN HIỆU\*

Sau hơn 20 năm đổi mới, Việt Nam có thể coi là đã tương đối thành công trong việc thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài<sup>(1)</sup>. Mặc dù vậy, việc thu hút vốn đầu tư gián tiếp thông qua thị trường tài chính lại ở mức hết sức khiêm tốn (khoảng 2-3% tổng vốn đầu tư nước ngoài). Gần đây, cùng với việc ban hành Luật đầu tư chung (2005), việc đẩy nhanh tốc độ cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước, việc mở rộng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài từ 30% lên 49%, việc phát triển thị trường chứng khoán và việc cam kết tiếp tục mở rộng nền kinh tế khi trở thành thành viên của WTO, Việt Nam đã hứa hẹn nhiều triển vọng cho sự vận động của các luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài. Đây vừa là cơ hội, vừa là thách thức không nhỏ đối với một nền kinh tế đang trong quá trình chuyển đổi sang kinh tế thị trường của Việt Nam. Để góp phần làm rõ những vấn đề trên, bài viết này sẽ điểm lại thực trạng tình hình thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài ở Việt Nam trong những năm qua, triển vọng và thách thức của việc thu hút dòng vốn đầu tư này trong những năm tới và một số giải pháp cần thiết được nhìn nhận từ nhiều góc độ khác nhau cả ở bối cảnh trong nước và quốc tế.

## 1. Đầu tư gián tiếp và đầu tư trực tiếp nước ngoài

Đầu tư gián tiếp nước ngoài (Foreign Indirect Investment - FII) hay còn gọi là đầu tư nước ngoài qua danh mục chứng khoán (Foreign Portfolio Investment - FPI) là hoạt động đầu tư tư nhân của nước ngoài được thực hiện một cách gián tiếp thông qua các định chế tài chính trung gian hoặc thị trường tài chính. Đầu

---

\* TS. Học viện Tài chính.

tư gián tiếp được phân biệt với đầu tư trực tiếp thông qua việc xem xét lợi ích lâu dài của nhà đầu tư, sự chuyển giao công nghệ, sự trực tiếp tham gia quản lý, điều hành... Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, sự phân biệt giữa đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp khó có ranh giới rõ ràng.

Theo Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) là hoạt động đầu tư trong đó nhà đầu tư nước ngoài có lợi ích lâu dài đối với một công ty của nước khác thông qua các hoạt động như mua hoặc xây dựng một nhà máy ở nước ngoài, thực hiện các dự án xây dựng cơ sở vật chất như đất đai, nhà xưởng và trang thiết bị... Bên cạnh đó, FDI còn bao gồm cả các hình thức góp vốn như mua cổ phiếu hoặc tái đầu tư từ lợi nhuận và các khoản cho các công ty con hoặc chi nhánh ở nước ngoài vay vốn. Trong khi đó, đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) là hoạt động đầu tư thông qua việc mua chứng khoán (cổ phiếu hoặc trái phiếu) được phát hành bởi một công ty hoặc chính phủ của một nước khác. Đây là hoạt động đầu tư được thực hiện thông qua thị trường tài chính và không đi kèm với việc chuyển giao các tài sản vô hình như bí quyết kinh doanh, kinh nghiệm quản lý... Với hai khái niệm trên, rõ ràng có một vùng giao thoa giữa đầu tư trực tiếp và gián tiếp thông qua việc mua cổ phiếu. Vì thế, IMF đã đưa ra tiêu chí để phân biệt ranh giới giữa các khoản đầu tư này thông qua tỷ lệ sở hữu cổ phiếu. Chẳng hạn, theo IMF thì một khoản đầu tư được coi là FDI khi nhà đầu tư nắm giữ ít nhất 10% số lượng cổ phiếu thường hoặc cổ phiếu có quyền biểu quyết của một tổ chức phát hành. Tất nhiên, mức 10% này chỉ là quy định của IMF chứ không phải là chuẩn mực chung được thừa nhận rộng rãi bởi tiêu thức chính đứng đằng sau tỷ lệ 10% này vẫn là nhà đầu tư có tham gia vào việc quản lý, điều hành, hoạch định chính sách của công ty được đầu tư hay không.

Ở Việt Nam, đến nay vẫn chưa có một bộ tiêu chí nào phân biệt giữa đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài. Theo điều 3 của Luật đầu tư năm 2005 thì *"đầu tư gián tiếp là hình thức đầu tư thông qua việc mua cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu, các giấy tờ có giá khác, quỹ đầu tư chứng khoán và thông qua các định chế tài chính trung gian khác mà nhà đầu tư không trực tiếp tham gia quản lý hoạt động đầu tư"*. Như vậy, tiêu chí phân biệt đầu tư thông qua thị trường tài chính là trực tiếp hay gián tiếp phụ thuộc vào việc nhà đầu tư có trực tiếp tham gia quản lý hoạt động đầu tư hay không. Tuy nhiên, tiêu chí này lại trở lên rất không rõ ràng và càng khó phân biệt trên thực tế. Sẽ có những trường hợp hoán chuyển giữa đầu tư gián tiếp thành trực tiếp và ngược lại đặc biệt là trong điều kiện các mối quan hệ kinh tế ngày càng đa dạng, phức tạp và quốc tế hoá cao độ như hiện nay.

Vì quy mô đầu tư nước ngoài thông qua thị trường tài chính của Việt Nam còn rất nhỏ bé nên có thể coi toàn bộ các khoản đầu tư thông qua việc mua cổ phiếu, trái phiếu, các chứng từ có giá hoặc thông qua các định chế tài chính

trung gian là đầu tư gián tiếp. Giả định này được áp dụng xuyên suốt khi đánh giá luồng vốn đầu tư này ở những phần sau.

## **2. Tiềm năng và thách thức đối với việc thu hút nguồn vốn FPI ở nước ta**

Đối với các nước có nền kinh tế đang trong thời kỳ phát triển, nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài luôn được coi là nguồn quan trọng nhằm bổ sung cho tình trạng thiếu vốn do khả năng tiết kiệm trong nước bị hạn chế song lại chịu áp lực lớn bởi mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Do cơ chế linh hoạt và khả năng thanh khoản cao, nguồn vốn đầu tư gián tiếp có khả năng lấp đầy nhanh chóng những lỗ hổng về vốn trên thị trường mà không cần phải qua các thủ tục khảo sát, đề trình, xét duyệt bài bản như các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài. Vì vậy, đa số các nước có nền kinh tế phát triển và đang phát triển đều có chiến lược thu hút vốn đầu tư gián tiếp và coi đó là một trong những biện pháp cơ bản thúc đẩy đầu tư trong nước và đồng thời thúc đẩy vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Ngoài ra, thu hút đầu tư gián tiếp còn được coi là một biện pháp góp phần tăng cường hiệu quả hoạt động của thị trường vốn trong nước. Theo Schmukler (2003)<sup>(2)</sup>, nguồn vốn FPI có thể làm tăng độ sâu cho thị trường và góp phần làm minh bạch hoá thị trường thông qua các tiêu chuẩn công bố thông tin, khắc phục tình trạng thông tin không cân xứng và tạo ra cơ sở hạ tầng đầu tư tốt hơn cho cả các nhà đầu tư trong nước và quốc tế. Tuy nhiên, một trong những hạn chế lớn nhất của nguồn vốn FPI là nó rất dễ bị đảo ngược. Trường hợp xảy ra khủng hoảng tài chính quốc tế, các nhà đầu tư sẽ đồng loạt rút vốn, bán tháo cổ phiếu, trái phiếu gây ra những hậu quả nặng nề đối với nền kinh tế trong nước nếu không có những biện pháp kiểm soát hợp lý.

Khi Việt Nam thực hiện chính sách mở cửa nền kinh tế vào những năm 1990 thì cũng là lúc làn sóng đầu tư gián tiếp nước ngoài bắt đầu đổ vào Việt Nam. Tuy nhiên, cùng với sự vận động chậm chạp của một nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung sang nền kinh tế thị trường, làn sóng đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam cũng thăng trầm tẻ nhạt và dường như chưa tìm được chỗ đứng hay lối đi thích hợp trên thị trường Việt Nam. Ngay trong thời gian đầu mở cửa, đã có bảy quỹ đầu tư được thành lập với tổng số vốn khoảng 400 triệu USD. Giá giao dịch của các cổ phiếu quỹ này đã từng tăng mạnh (cao hơn giá trị tài sản ròng) đặc biệt khi quan hệ giữa Mỹ và Việt Nam được bình thường hoá. Có lẽ, sau sự kiện này, các nhà đầu tư kỳ vọng vào sự cởi mở nhiều hơn đối với các nước phương tây và sự cải cách mạnh mẽ cơ cấu, thể chế của nền kinh tế nội địa. Tuy nhiên, điều đó đã không xảy ra hoặc ít nhất không xảy ra theo đúng dự kiến kỳ vọng của các nhà đầu tư. Trong giai đoạn 1996, 1997, ba trong số 7 quỹ đã lần lượt chấm dứt hoạt động, giá cổ phiếu của 4 quỹ đầu tư còn lại sụt giảm và chỉ được giao dịch trên giá 43- 48% giá trị tài sản ròng. Nguyên nhân chủ yếu của tình trạng này là do thiếu thị trường đầu tư bởi suốt từ năm 1992 đến

1998 cả nước chỉ có 38 doanh nghiệp tư nhân được thành lập và 128 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá. Sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, tình hình đầu tư gián tiếp nước ngoài vẫn không có những chuyển biến theo chiều hướng tích cực, thậm chí còn sụt giảm hơn do các quỹ được thành lập trước đó đua nhau rút vốn hoặc giảm quy mô hoạt động xuống còn 5- 10% so với quy mô ban đầu. Trong suốt giai đoạn 1998 - 2002 không có một quỹ đầu tư mới nào được thành lập. Hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài ở Việt Nam trở nên hết sức tẻ nhạt và có vẻ như các nhà đầu tư nước ngoài đã hết sức thất vọng trước viễn cảnh không mấy sáng của thị trường Việt Nam.

Tuy nhiên, gió đã đổi chiều kể từ giữa năm 2002 đến nay. Nền kinh tế Việt Nam luôn đạt tỷ lệ tăng trưởng ngoạn mục ở mức bình quân 7,5%. Khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 dường như không ảnh hưởng và lây lan gì đến nền kinh tế Việt Nam. Thêm vào đó, những nỗ lực và quyết tâm của Chính phủ trong cải cách kinh tế nói chung và trong việc cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước nói riêng đã thổi một làn gió mới vào các hoạt động đầu tư kể cả đầu tư trong nước, đầu tư trực tiếp nước ngoài và hoạt động đầu tư gián tiếp. Việc ký kết Hiệp định Thương mại Việt - Mỹ và những nỗ lực của Chính phủ trong việc đàm phán đa phương và song phương để gia nhập WTO... là những dấu hiệu quan trọng tạo ra sức hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư quốc tế. Hệ số tín nhiệm quốc gia trong giai đoạn này đã được Moody đánh giá cải thiện từ B3 lên B1. Việc thành lập và đưa vào hoạt động hai trung tâm giao dịch chứng khoán tại TP HCM (tháng 7/2000) và Hà Nội (3/2005) cùng với việc mở rộng tỷ lệ tối đa nắm giữ cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài ở các công ty niêm yết từ 30% lên 49% là điều kiện quan trọng để thúc đẩy các hoạt động đầu tư gián tiếp của nước ngoài tại Việt Nam. Từ năm 2003 đến nay đã có thêm 15 quỹ đầu tư được thành lập đưa tổng số quỹ đầu tư đang hoạt động thành 19 quỹ với tổng số vốn ước tính đạt gần 1.900 triệu USD (xem phụ lục 1 và 2).

Mặc dù vậy, so với nhu cầu thu hút vốn của nền kinh tế Việt Nam thì con số này còn quá nhỏ bé. Theo dự báo, nhu cầu vốn đầu tư cho phát triển kinh tế ở Việt Nam từ nay đến 2010 khoảng 140 tỷ USD để đảm bảo tốc độ phát triển kinh tế duy trì ở mức 7,5 - 8%/năm. Trong tổng số vốn cần có cho đầu tư, nguồn đầu tư trong nước chỉ có thể đáp ứng được khoảng 65%, 35% còn lại kỳ vọng ở nguồn vốn đầu tư nước ngoài (cả trực tiếp và gián tiếp). Tỷ lệ vốn đầu tư gián tiếp trên tổng số vốn đầu tư nước ngoài hiện hành ở Việt Nam còn quá thấp (chỉ đạt khoảng 2-3%), trong khi tỷ lệ này ở một số nước khác trong khu vực thường ở mức 30 - 40%. Một trong những kênh quan trọng hấp thụ dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài là thị trường chứng khoán thì cũng chỉ thu hút được trên 1 tỷ USD. Đây là con số quá khiêm tốn so với dòng vốn đầu tư được hấp thụ ở các nước lân cận trong khu vực<sup>(3)</sup>.

Diễn biến của các dòng đầu tư gián tiếp trên thế giới cho thấy trong một số thập kỷ gần đây, quy mô vốn đầu tư gián tiếp có xu hướng tăng mạnh đặc biệt ở những quốc gia phát triển (Bảng 1).

**Bảng 1: Diễn biến quy mô FPI trên thế giới**

Đơn vị: Tỷ USD

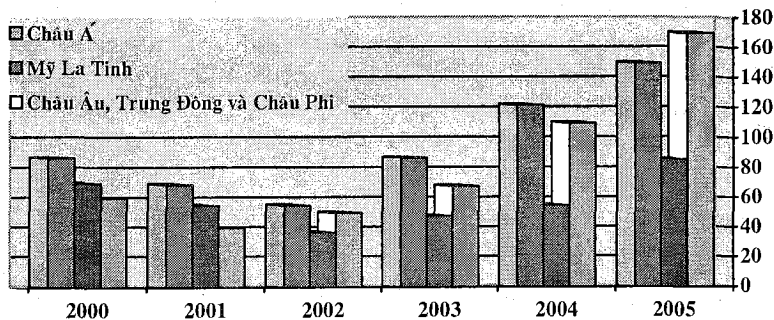
Chỉ tiêu	1997	2001	2002	2003	2004
Tổng FPI	5.885	12.771	14.122	19.044	23.263
Trong đó hình thức cổ phiếu	2.600	5.200	4.803	6.954	8.706

Nguồn IMF (2004)

Qua số liệu bảng trên có thể thấy lượng FPI trên thế giới đã tăng gần gấp 2 lần trong vòng chỉ 4 năm (từ 2001 - 2004) và sẽ tiếp tục tăng mạnh trong những năm sau. Đáng chú ý là hình thức đầu tư cổ phần luôn chiếm tỷ lệ khoảng 30 - 35% trong tổng số đầu tư gián tiếp.

Bên cạnh các thị trường phát triển, luồng vốn đầu tư gián tiếp vào các thị trường mới nổi cũng tăng mạnh trong những năm gần đây, đặc biệt là khu vực Châu Á, Châu Âu, Trung Đông và Châu Phi. Biểu đồ 1 cho thấy rõ xu hướng này.

**Biểu đồ 1: Xu hướng các luồng vốn FPI vào các thị trường mới nổi phân theo khu vực (tổng vốn phát hành cho các thị trường mới nổi - Tỷ USD).**



Nguồn: IMF 2006

Như vậy, cả cung và cầu vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam đều có tiềm năng rất lớn. Viễn cảnh mở ra từ thị trường trong nước và động thái phát triển của luồng vốn đầu tư gián tiếp từ thị trường thế giới là cơ sở để khẳng định rằng sẽ có một làn sóng đầu tư gián tiếp thứ ba với quy mô lớn hơn rất nhiều lần sóng đầu tư thứ nhất và thứ hai vào Việt Nam trong thời gian tới. Vấn đề còn lại

là chúng ta có khai thác được tiềm năng sẵn có này để thúc đẩy nền kinh tế phát triển với mức độ an toàn và hiệu quả cao hay không.

### **3. Làm gì để thúc đẩy thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài phục vụ cho phát triển kinh tế một cách hiệu quả, an toàn?**

Để có thể tận dụng và khai thác tối đa những lợi thế của nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài cho công cuộc phát triển kinh tế của đất nước, sẽ có rất nhiều việc cần phải được hoàn thiện, cải cách, đẩy mạnh và thiết lập trong tất cả các lĩnh vực từ thể chế luật pháp, chính sách vĩ mô đến những vấn đề mang tính kỹ thuật và cơ chế giám sát... Có thể khái quát hoá những công việc này trên những khía cạnh cơ bản sau:

*Thứ nhất, cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp lý và khuôn khổ quản lý thị trường.*

Có thể nói rằng thời gian vừa qua Chính phủ và Nhà nước Việt Nam đã tích cực hoàn thiện hoặc ban hành mới một loạt các văn bản pháp luật, các quy chế, quy định liên quan đến việc mở cửa thị trường và tạo hành lang pháp lý cho các hoạt động đầu tư cả trong nước và nước ngoài. Điển hình trong số này là các Luật chứng khoán, Luật đầu tư ... thể hiện quan điểm nhất quán của Chính phủ trong nỗ lực đàm phán gia nhập WTO và mở cửa thị trường. Tuy nhiên cũng phải thấy rằng hệ thống pháp lý và khuôn khổ quản lý thị trường vẫn còn tồn tại sự thiếu đồng bộ hoặc chậm được triển khai. Nguồn vốn đầu tư nước ngoài (kể cả gián tiếp và trực tiếp) đều rất nhạy cảm đối với Luật đầu tư và Luật chứng khoán. Thế nhưng cả hai Luật này cũng mới chỉ tồn tại ở hình thức dự lệnh. Sự chậm trễ trong việc ban hành các văn bản hướng dẫn dưới luật đã làm hạn chế đáng kể sự thu hút của các luồng vốn đầu tư gián tiếp. Các nhà đầu tư nước ngoài vẫn tỏ ra dè dặt khi quyết định đầu tư vào thị trường tài chính Việt Nam một phần vì một hệ thống luật pháp chưa hoàn chỉnh, minh bạch và rõ ràng. Quy định về tỷ lệ sở hữu tối đa giữa doanh nghiệp niêm yết và doanh nghiệp chưa niêm yết không thống nhất cũng là rào cản đáng kể hạn chế nguồn đầu tư gián tiếp nước ngoài<sup>(4)</sup>. Sự thiếu đồng bộ này cần phải được khắc phục trong thời gian không xa nhằm củng cố niềm tin cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Bên cạnh việc nhanh chóng ban hành các văn bản hướng dẫn các Luật đầu tư, Luật chứng khoán, Luật doanh nghiệp cũng cần thiết phải rà soát, hoàn chỉnh các quy định hiện hành so sánh với các quy định của các tổ chức quốc tế, đặc biệt là các quy định của WTO cũng như những cam kết song phương và đa phương khác của Việt Nam nhằm đảm bảo một hành lang pháp lý an toàn, ổn định và dài hạn, tạo điều kiện tốt cho các dòng đầu tư gián tiếp từ nước ngoài vào thị trường trong nước.

Nhìn xa hơn, cần phải thiết lập các quy định cụ thể về mua bán, sáp nhập, hợp nhất các doanh nghiệp, quy định về việc chuyển nhượng vốn và dự án giữa các nhà đầu tư, quy định về việc chuyển đổi từ hình thức đầu tư gián tiếp sang

đầu tư trực tiếp với sự tham gia quản lý điều hành của nhà đầu tư nước ngoài, quy định về thủ tục phá sản, tái cấu trúc doanh nghiệp, quy định về quản lý ngoại hối và mức độ tự do hoá tài khoản vốn, quy định về việc kiểm soát các nguồn vốn vào và ra trong những tình huống đặc biệt... Đây là các quan hệ kinh tế chắc chắn sẽ nảy sinh trong quá trình thu hút và hoạt động của các luồng vốn đầu tư gián tiếp ở nước ta. Vì vậy, chúng phải được thể chế hoá bằng luật pháp càng sớm càng tốt.

*Thứ hai, đẩy mạnh cải cách kinh tế trong nước, tạo sân chơi bình đẳng và tăng khả năng hấp thụ vốn đầu tư gián tiếp một cách hiệu quả.*

Đối với nhà đầu tư nước ngoài, một trong những rủi ro phải đối mặt là rủi ro không sinh lời (đầu tư không hiệu quả) do môi trường kinh doanh thiếu ổn định, hiệu quả thấp hoặc đơn giản là vì nền kinh tế không hấp thụ được các luồng vốn đầu tư. Đã từng có hiện tượng này ở Việt Nam trong làn sóng đầu tư thứ nhất vào những năm 1990. Khi ấy các quỹ đầu tư được thành lập rơi vào tình trạng có nhiều tiền nhưng không biết đầu tư vào đâu dẫn đến hiện tượng rút vốn hoặc thu hẹp vốn tới mức tối thiểu để chờ cơ hội. Điều kiện hiện nay ở Việt Nam đã khác xa so với bối cảnh kinh tế xã hội của làn sóng đầu tư thứ nhất. Chúng ta đã có kênh dẫn vốn là thị trường chứng khoán đang phát triển ổn định và ngày càng mở rộng, hệ thống dịch vụ tài chính ngày càng năng động và mở cửa ra bên ngoài, đã có nơi dung nạp vốn vững chắc là các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá ngày càng nhiều, hệ thống các doanh nghiệp thuộc sở hữu ngoài nhà nước phát triển với quy mô và tốc độ cao... Tuy nhiên, nếu so với thực lực của nền kinh tế thì sức hấp thụ vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vẫn còn ở cấp độ thấp.

Trước hết, nói về các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá. Trong vòng 2 năm trở lại đây, tốc độ cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước đã được đẩy mạnh hơn gấp nhiều lần so với những năm trước. Tính đến tháng 6/2006, đã có gần 4.700 doanh nghiệp nhà nước được tái cơ cấu trong đó có gần 3.300 doanh nghiệp được cổ phần hoá. Tuy nhiên, đa số các doanh nghiệp đã cổ phần hoá là những doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Gần 60% các doanh nghiệp cổ phần hoá có quy mô vốn dưới 5 tỷ đồng, chỉ có khoảng 19% các doanh nghiệp có quy mô vốn trên 10 tỷ đồng. Vì thế, tuy số doanh nghiệp đã cổ phần hoá chiếm tới 55% tổng số doanh nghiệp nhà nước nhưng về vốn mới chỉ chiếm khoảng 10 - 12%. Hơn nữa, tỷ lệ nắm giữ vốn của nhà nước trong các doanh nghiệp này vẫn ở mức cao (bình quân 46,5%) và khoảng 38% trong tổng số các doanh nghiệp này không bán cổ phần ra bên ngoài. Thực trạng này là một rào cản rất lớn đối với các hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài. Thực tế là số lượng các doanh nghiệp có vốn đầu tư của các nhà đầu tư gián tiếp mới chỉ chưa đến 40 doanh nghiệp. Rõ ràng, khả năng thẩm thấu vốn đầu tư gián tiếp của khối các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá còn hết sức mỏng. Đây lại là khu vực có

tiềm năng lớn nhất của nền kinh tế nói chung và khả năng thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài nói riêng<sup>(3)</sup>. Vì thế, muốn tăng khả năng hấp thụ nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài phục vụ phát triển kinh tế, không có cách nào khác là phải đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn. Đối với các doanh nghiệp nhà nước không cần nắm giữ cổ phần chi phối phải mạnh dạn bán cổ phần rộng rãi kể cả cho các nhà đầu tư ngoài nước. Làm được điều này, vừa có điều kiện để thu hút vốn từ bên ngoài, vừa tiền đề để cải thiện tình trạng lãng phí, trì trệ, kém hiệu quả của khối các doanh nghiệp nhà nước hiện nay. Song song với việc đẩy nhanh tiến trình cổ phần hoá, cần phải có biện pháp thúc đẩy các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán. Đây là cầu nối hết sức quan trọng giúp các nhà đầu tư nước ngoài có thể nhanh chóng tiếp cận được với thị trường đầu tư tiềm năng của Việt Nam.

Đối với khu vực doanh nghiệp ngoài nhà nước. Hiện nay có khoảng 97 - 98% trong số hơn 230.000 doanh nghiệp đăng ký hoạt động là các doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân. Dự kiến đến 2010, Việt Nam sẽ có khoảng 500.000 doanh nghiệp chủ yếu là các doanh nghiệp tư nhân, công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc các doanh nghiệp cổ phần. Rõ ràng, đây là khu vực có nhiều triển vọng tạo ra sức hút lớn đối với các nguồn vốn ngoài nước kể cả trực tiếp và gián tiếp. Hai kênh công cụ huy động vốn quan trọng trên thị trường tài chính là cổ phiếu và trái phiếu đối với các doanh nghiệp này đều còn hết sức hạn chế. Một mặt vì hầu hết các doanh nghiệp này có quy mô nhỏ và vừa, trình độ quản lý còn thấp nên chưa có khả năng niêm yết trên thị trường tài chính. Mặt khác, đa số các doanh nghiệp tư nhân mới được thành lập trong thời gian gần đây, đặc biệt từ sau khi có Luật doanh nghiệp nên khả năng hiểu biết luật pháp quốc tế cũng như các mối quan hệ kinh tế quốc tế còn hạn hẹp. Vì vậy, khả năng huy động vốn trên thị trường quốc tế hoặc thu hút vốn đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài gần như không có (trừ một số ít doanh nghiệp đã thành danh).

Như vậy, để có thể tăng khả năng hấp thụ vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trong dài hạn, cần thiết phải cố gắng và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tư nhân phát triển không những cả về số lượng quy mô mà còn cả về trình độ quản lý, kỹ năng giao thương và các mối quan hệ kinh tế quốc tế. Đây cũng đồng thời là xu hướng tất yếu khi gia nhập vào WTO.

*Thứ ba, từng bước xây dựng và hoàn thiện các điều kiện hạ tầng và thể chế luật pháp liên quan đến sự hoạt động của thị trường chứng khoán nhằm đảm bảo tính minh bạch, tính chuẩn mực, tính liên thông và tính tham chiếu của thị trường.*

Các điều kiện hạ tầng đảm bảo sự vận hành trôi chảy và hiệu quả của thị trường tài chính là điều kiện quan trọng để tăng độ sâu của thị trường và giảm

thiếu rủi ro cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, những điều kiện này hiện hành ở Việt Nam vừa thiếu lại vừa yếu.

Trước hết, nói về tính minh bạch của thị trường. Hệ thống pháp luật liên quan đến vấn đề minh bạch hoá, công bố thông tin gồm Luật kế toán, Luật thống kê, pháp luật về kiểm toán, Luật doanh nghiệp và Luật chứng khoán. Trong đó, Luật chứng khoán là văn bản trực tiếp và cụ thể nhất quy định về chế độ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán (có hiệu lực từ 1/1/2007). Trước đó, năm 2002, Chính phủ đã có Nghị định số 64 quy định việc niêm yết thông tin tại nơi bán đấu giá và trên các phương tiện thông tin đại chúng trước khi thực hiện bán đấu giá cổ phần 30 ngày. Tuy nhiên, việc triển khai quy định này trên thực tế không được thực hiện nghiêm chỉnh. Nhiều doanh nghiệp cung cấp thông tin cho nhà đầu tư không đầy đủ, không kịp thời thậm chí còn che giấu thông tin, tìm cách hạn chế việc đăng ký mua cổ phần của nhiều nhà đầu tư dưới nhiều hình thức, tung tin thất thiệt, đánh lạc hướng nhà đầu tư qua các kênh thông tin không chính thức... Nhiều nhà đầu tư trong thời gian qua không biết được chính xác kế hoạch, lịch trình về việc bán cổ phiếu của các doanh nghiệp trong các Bộ, địa phương, Tổng công ty nhà nước vì chúng ít được công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng, nhất là ở giai đoạn chuẩn bị. Sở hữu thông tin trở thành một đặc quyền, đặc lợi của những người có chân trong ban quản lý và cơ quan chủ quản. Nhà đầu tư cuối cùng trở thành những nạn nhân của tình trạng đầu cơ cổ phiếu của các quan chức và giới sãn lũng có thông tin nội bộ. Để khắc phục tình trạng này, năm 2004, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 57 hướng dẫn Nghị định số 144 của Chính phủ trong đó cụ thể chi tiết hơn về chế độ công bố thông tin định kỳ, chế độ báo cáo tài chính năm, công bố các thông tin bất thường, công bố thông tin theo yêu cầu của UBCKNN, Trung tâm hoặc Sở giao dịch chứng khoán... Tính minh bạch của thị trường nhờ đó đã được cải thiện một bước nhưng tình trạng thiếu thông tin hoặc thông tin không chính xác, thông tin sai lệch hoặc không có thông tin không phải là không còn. Vấn đề này cần phải được tiếp tục hoàn thiện thông qua việc hướng dẫn chi tiết thực hiện Luật chứng khoán áp dụng từ 1/1/2007 kết hợp với việc tăng cường giám sát và chế tài xử phạt của các cơ quan quản lý nhà nước.

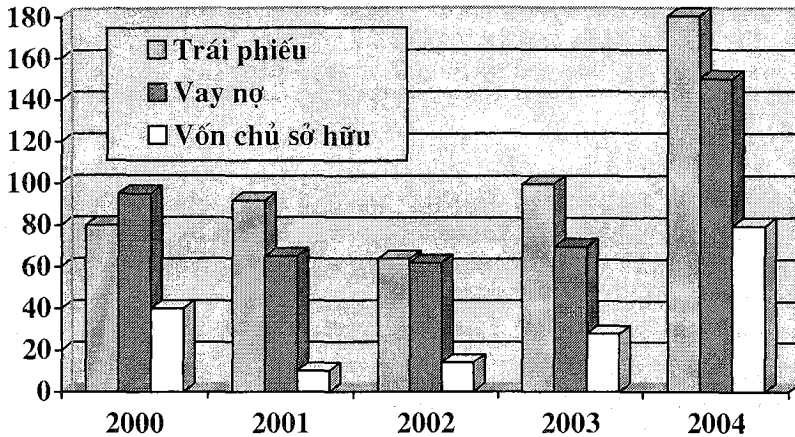
Liên quan đến tính minh bạch và tính liên thông quốc tế, một điều kiện quan trọng không thể bỏ qua đó là chế độ kế toán và kiểm toán. Điều đáng mừng là thời gian gần đây, Bộ Tài chính đã xây dựng và ban hành được hệ thống các chuẩn mực kế toán tài chính được đánh giá là cơ bản tương đồng với hệ thống chuẩn mực kế toán quốc tế (ISA). Tuy nhiên, do chưa tiếp cận được với hệ thống chuẩn mực kế toán mới, đại bộ phận các doanh nghiệp Việt Nam vẫn áp dụng hệ thống kế toán của Việt Nam ban hành trước đây nên có nhiều khác biệt so với hệ thống kế toán quốc tế. Theo đó, các chuẩn mực kiểm toán trong nước và quốc tế cũng chưa phù hợp. Theo đánh giá của UBCKNN, trên thực tế, một

số nghiệp vụ kế toán quan trọng của doanh nghiệp chưa được phản ánh đầy đủ do thiếu các chuẩn mực kế toán và kiểm toán phù hợp trong quy định kế toán hiện hành như tăng vốn điều lệ, cổ phiếu quỹ. Nhiều công ty kiểm toán không chú ý kiểm toán các nghiệp vụ này, thậm chí còn bỏ qua sai sót của doanh nghiệp. Nhiều công ty kiểm toán đã vận dụng các chuẩn mực kế toán của nước ngoài để xác nhận vốn hoặc các tiêu chí tài chính khác song lại thiếu sự chú giải trong báo cáo kiểm toán gây nên nhiều cách hiểu khác nhau, thậm chí làm sai lệch thông tin tài chính của doanh nghiệp<sup>(6)</sup>. Mặt khác, một số báo cáo tài chính của các công ty chứng khoán còn sơ sài, hạch toán không theo chế độ chung nhưng một số công ty kiểm toán không kiểm soát kỹ các thông tin trong báo cáo tài chính và chưa có ý kiến cụ thể về những sai sót này trong báo cáo kiểm toán. Bên cạnh đó, chất lượng kiểm toán của các công ty kiểm toán độc lập của Việt Nam cũng là một câu hỏi lớn cần có lời giải. Hiện Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước mới chỉ chấp thuận cho 8 doanh nghiệp kiểm toán đủ điều kiện được phép hoạt động kiểm toán trên thị trường chứng khoán (gồm 5 doanh nghiệp trong nước và 3 doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài). Con số 8/hơn 100 công ty kiểm toán được cấp phép kiểm toán các doanh nghiệp hoạt động trên thị trường chứng khoán phần nào phản ánh sự không đồng đều về mặt chất lượng cũng như sự thiếu chuyên nghiệp và chưa đủ tầm của các công ty kiểm toán độc lập Việt Nam. Thực trạng này đòi hỏi phải có những biện pháp triển khai đồng bộ hệ thống chuẩn mực kế toán và kiểm toán mới vào thực tế, biến chúng trở thành văn hoá kinh doanh của từng doanh nghiệp, làm cầu nối thông tin giữa thị trường trong nước và thị trường quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài có đủ tự tin đầu tư vào các doanh nghiệp Việt Nam.

Cũng liên quan đến tính liên thông và tính tham chiếu của thị trường tài chính, một điều kiện khác hết sức quan trọng nhưng hiện còn thiếu vắng đó là sự hoạt động của hệ thống các tổ chức định mức tín nhiệm vay nợ. Không có hệ thống các tổ chức định mức tín nhiệm vay nợ, các nhà đầu tư nước ngoài không thể đánh giá được mức độ rủi ro của các chứng khoán nợ do các doanh nghiệp trong nước phát hành. Trong khi đó, trái phiếu lại là công cụ huy động phổ biến nhất của các luồng đầu tư gián tiếp trên các thị trường mới nổi. Số liệu sau đây cho thấy tầm quan trọng của thị trường trái phiếu trong các luồng đầu tư gián tiếp nước ngoài ở các thị trường mới nổi.

**Biểu đồ 2: Động thái của các luồng vốn gián tiếp vào những thị trường mới nổi phân theo loại vốn.**

Tổng vốn phát hành (Tỷ USD)



Nguồn: IMF 2006

Biểu đồ trên cho thấy nguồn đầu tư gián tiếp thông qua hình thức trái phiếu có xu hướng tăng mạnh và chiếm ưu thế nổi bật nhất trong những năm gần đây ở thị trường mới nổi. Theo ước tính ở Việt Nam, tổng giá trị thị trường của trái phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch tính đến hết năm 2005 đạt khoảng 4,9% GDP nhưng trái phiếu chính phủ và trái phiếu chính quyền địa phương chiếm tới 97%. Trái phiếu doanh nghiệp hầu như chưa xuất hiện. Đây là sự bất cân xứng rất lớn của thị trường trái phiếu. Nếu so sánh với một số nước khác trong khu vực thì quy mô thị trường trái phiếu ở nước ta còn quá nhỏ bé<sup>(7)</sup>. Thực trạng này có phần nguyên nhân rất quan trọng là sự ra đời chậm chễ của các tổ chức phân hạng tín nhiệm ở nước ta. Cho đến nay, ở nước ta mới hình thành 3 tổ chức phân hạng tín nhiệm hoạt động chuyên biệt, nhỏ lẻ hoặc không hoạt động. Đó là Công ty thông tin tín nhiệm doanh nghiệp (C&R) thành lập năm 2004, Trung tâm thông tin tín dụng nhà nước (CIC) thành lập năm 1994 và Trung tâm đánh giá tín nhiệm Vietnamnet (CRV). Trong đó C&R là công ty tư nhân với dịch vụ chủ yếu là cung cấp các báo cáo tín nhiệm với mức độ phức tạp còn hạn chế và đặc biệt chưa cung cấp dịch vụ đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp trên sàn giao dịch và các loại trái phiếu. CIC đã tiến hành xếp hạng tín nhiệm cho khoảng 8000 doanh nghiệp là khách hàng thường xuyên của các ngân hàng thương mại nhưng chỉ chuyên sâu về lịch sử vay vốn của các ngân hàng mà không phân tích chuyên sâu về khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp. Trung tâm CRV với tôn chỉ là một tổ chức phân hạng tín nhiệm chuyên

nghiệp thì đã tạm ngừng hoạt động do thị trường nhỏ bé đồng thời thiếu sự quan tâm của các cơ quan chức năng. Như vậy, có thể nói thị trường phân hạng tín nhiệm ở nước ta chưa hình thành và do đó khó có thể vực dậy một thị trường trái phiếu năng động và hiệu quả. Thực trạng này tất sẽ dẫn đến một thị trường tài chính phân mảng không cân xứng và khó có thể phát triển để trở thành một thị trường thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài một cách hiệu quả.

Những phân tích trên đã cho thấy cần có biện pháp thúc đẩy sự ra đời và hoạt động của các tổ chức phân hạng tín nhiệm ở nước ta càng sớm, càng tốt. Nhìn vào những gì chúng ta đã có và nhu cầu chúng ta cần, theo chúng tôi, có lẽ giải pháp thích hợp hiện nay là nhà nước với vai trò bà đỡ cần đứng ra thành lập các tổ chức phân hạng tín nhiệm, sau một thời gian có thể chuyển đổi hình thức sở hữu thành các công ty cổ phần hoạt động độc lập kết hợp với việc kêu gọi đầu tư với mô hình 100% vốn nước ngoài hoặc kết hợp hỗn hợp các hình thức nêu trên. Về phạm vi, trong thời gian đầu chỉ nên triển khai một số nghiệp vụ phân hạng tín nhiệm cơ bản như: xếp hạng các công cụ nợ dài hạn, xếp hạng tiền gửi và khả năng tài chính của các ngân hàng TMQD và TMCP, xếp hạng các doanh nghiệp nhà nước quy mô lớn đang cổ phần hoá, xếp hạng các doanh nghiệp đang niêm yết trên thị trường chứng khoán. Đây là những lĩnh vực cần được ưu tiên xếp hạng để đẩy nhanh quá trình vốn hoá nền kinh tế và tạo sự chuyển biến trong thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.

*Thứ tư, song song với các biện pháp đẩy mạnh thu hút vốn đầu tư nước ngoài và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế, cần thiết lập cơ chế giám sát, điều tiết một cách linh hoạt các dòng vốn nhằm giảm thiểu rủi ro khủng hoảng tài chính toàn diện.*

Một trong những đặc trưng cơ bản nhất của dòng vốn FPI là có tính thanh khoản cao, ngắn hạn, bất ổn định và dễ bị đảo ngược. Sự góp mặt của dòng vốn này góp phần làm tăng lượng cung vốn cho nền kinh tế, trên cơ sở đó giảm chi phí sử dụng vốn và góp phần thúc đẩy sự phát triển của hệ thống tài chính nội địa. Tuy nhiên, nếu dòng vốn này tăng quá khả năng hấp thụ hiệu quả của nền kinh tế sẽ dẫn tới tình trạng bong bóng, hệ thống tài chính dễ bị tổn thương và rơi vào khủng hoảng nếu gặp các cú sốc từ bên ngoài. Vì vậy, việc thiết lập một hệ thống giám sát, điều tiết linh hoạt dòng vốn vào và ra là rất cần thiết, đặc biệt đối với các nền kinh tế nhỏ. Theo kinh nghiệm của một số nước đã điều tiết thành công dòng vốn FPI như Chi Lê, Trung Quốc, Malaixia thì các biện pháp như điều tiết tỷ giá, thắt chặt tài chính và kiểm soát vốn, kết hợp với việc điều tiết thận trọng hệ thống ngân hàng, xử lý thông tin và đối sách thích hợp trước sự di chuyển của dòng vốn vào và ra là những biện pháp có tác dụng kiểm soát và điều tiết hiệu quả cao. Ngoài ra, trong những trường hợp đặc biệt, có thể kết hợp cả các biện pháp hành chính hoặc các biện pháp can thiệp vô hiệu để tránh

các cú sốc từ bên ngoài, phong toả hoặc hạn chế luồng di chuyển tự do của vốn đảm bảo sự ổn định cần thiết của nền kinh tế. Những biện pháp cụ thể đã được các nước sử dụng để điều tiết dòng vốn FPI là: kiểm soát dòng vốn vào thông qua các biện pháp mang tính thị trường (bằng cách đánh thuế dòng vốn vào ở Chi Lê) hoặc mang tính hành chính (bằng cách phân tách thành thị trường dành riêng cho nhà đầu tư trong nước và thị trường dành cho nhà đầu tư nước ngoài của Trung Quốc); kiểm soát dòng vốn ra bằng các biện pháp điều tiết tự động (hệ thống thuế rút vốn theo thang bậc thời gian ở Malaixia), hoặc biện pháp hành chính (Trung Quốc); can thiệp vô hiệu và thực hiện chính sách tài khoá thắt chặt (Chi Lê, Trung Quốc, Malaixia; thực hiện điều tiết và giám sát thận trọng đối với hệ thống tài chính trong nước (Chi Lê, Malaixia và Trung Quốc)<sup>(8)</sup>). Đây là những kinh nghiệm quý báu có thể vận dụng trong chính sách thu hút và điều tiết vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài ở Việt Nam trong thời gian tới.

Trên đây là những biện pháp cơ bản Việt Nam cần phải làm hoặc hoàn thiện trong thời gian tới khi tiến hành mở cửa thị trường theo các cam kết gia nhập WTO. Nhu cầu thu hút vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài phục vụ cho công cuộc công nghiệp hoá, hiện đại hoá ở nước ta là có thực và rất lớn. Khả năng về một làn sóng đầu tư thứ ba lớn gấp nhiều lần các làn sóng đầu tư thứ nhất và thứ hai vào Việt Nam cũng có thực. Tuy nhiên, so với yêu cầu, hiện chúng ta còn rất nhiều việc phải làm, kể từ việc xây dựng thể chế đến việc cải thiện môi trường đầu tư, thiết lập và hoàn thiện các điều kiện hạ tầng cơ sở đến việc hoạch định chính sách và thể chế giám sát, điều tiết thị trường. Với tất cả các giải pháp đồng bộ đã đề xuất, hy vọng chúng ta có thể thành công trong việc thu hút nguồn vốn FPI một cách tích cực phục vụ cho phát triển kinh tế một cách an toàn và hiệu quả, tránh được những nguy cơ lây lan tiêu cực tiềm ẩn như đã từng gặp phải ở một số nước đang phát triển trong các cuộc khủng hoảng tài chính trước đây(\*\*).

---

## Chú thích

\*\* Bài đã đăng trên Tạp chí *Nghiên cứu Kinh tế*, số 343/2006.

1. Tính đến nay, Việt Nam đã thu hút được hơn 5600 dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài với tổng số vốn cam kết khoảng 47 tỷ đôla (đã rải gần 22 tỷ đô la).
2. Schmukler, "*Financial Globalisation: Gain and Pain for Developing Countries*", 2003.
3. Quy mô vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đầu tư vào thị trường chứng khoán Trung Quốc là 480 tỷ USD, Phillipines là 80 tỷ và Thái Lan 110 tỷ (số liệu năm 2005).
4. Theo quy định hiện hành, tỷ lệ sở hữu tối đa vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đối với doanh nghiệp chưa niêm yết là 30%, tỷ lệ này đối với doanh nghiệp đã niêm yết là 49%.

5. Khó khăn các doanh nghiệp nhà nước hiện vẫn giữ vai trò đầu tàu trong nền kinh tế - nắm giữ khoảng 75% tài sản cố định quốc gia, 20% vốn đầu tư xã hội, gần 50% vốn đầu tư nhà nước, 60% tín dụng ngân hàng trong nước, hơn 70% vốn vay nước ngoài (số liệu điều tra của VCCI).
6. Trường hợp điển hình được nhiều người biết đến là theo kết quả kiểm toán trong nước thì lãi của công ty Cổ phần cơ điện lạnh (REE) năm 2000 là 20 tỷ đồng, nhưng công ty kiểm toán Erns and Young chỉ xác nhận mức lãi 5 tỷ đồng.
7. Tổng giá trị trái phiếu niêm yết so với GDP của Nhật Bản là 192%, Malaixia: 90%, Hàn Quốc: 80%, Thái Lan: 43%, Trung Quốc: 32%, Indonesia: 18% (Số liệu năm 2005, Nguồn: *Asia Bond Association*)
8. Xem Nguyễn Hồng Sơn, "*Điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài ở một số nước đang phát triển*". Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia, Hà nội, 2005.

---

#### Tài liệu tham khảo

1. Kỳ yếu hội thảo khoa học: *Huy động vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường tài chính* – Viện khoa học Tài chính – Học viện Tài chính, tháng 9/2006.
2. PGS, TS Phạm Quang Huấn, "*Đẩy mạnh cải cách doanh nghiệp tận dụng thời cơ mới*" – Thông tin phục vụ lãnh đạo số 18, tháng 9/2006 – Viện khoa học Tài chính – Bộ Tài chính.
3. Báo cáo của IMF về sự ổn định tài chính toàn cầu tháng 4/2006.

### Phụ lục 1: Bảy quỹ đầu tư nước ngoài trong làn sóng đầu tư thứ nhất

Công ty quản lý quỹ	Quỹ	Năm thành lập	Quy mô (Tr. USD)	Tình trạng hoạt động
Vietnam Fund management Co.Ltd	Vietnam Fund	1991	54,3	Chấm dứt hoạt động 2001
KV Management Pte Limited (Singapo)	Vietnam Investment Fund	1992	90,0	Thu hẹp quy mô quỹ còn 5 triệu USD
Bachmann Fund Administration Limited	Beta Vietnam Fund	1993	71.0	Thu hẹp quy mô quỹ còn 7 triệu USD
Frontier (Finansa)	Vietnam Frontier Fund	1994	67.0	Chấm dứt hoạt động 2004
Templeton Investment Management Pte.Ltd	Templeton Vietnam Opportunities Fund	1994	117	Chấm dứt năm 1997 và trở thành Asian Fund
Vietnam Vest Ltd	Vietnam Lazad Fund	1994	58.8	Chấm dứt hoạt động 1997
Dragon Capital Ltd	Vietnam Enterprise Investment Fund	1995	35.	Đang hoạt động

### Phụ lục 2: Các quỹ đang hoạt động tại Việt Nam tính đến tháng 6/2006

STT	Công ty quản lý quỹ	Tên quỹ	Quy mô (Tr. USD)	Loại quỹ	Niêm yết
1	Vinacapital	Vietnam Opportunity Fund (VOF)	171	Đóng	London (AIM)
2	Dragon Capital Ltd	Vietnam Enterprise Investment Fund	109	Đóng	Bublin (NCB)
3	Keppel Land	Keppel Fund	100	N/A	Tư nhân
4	International Data Group (IDG)	IDG Ventures Vietnam	100	Đóng	Tư nhân

5	Dragon Capital Ltd	Vietnam Growth Fund	100	Đóng	Bublin (NCB)
6	Prudential Vietnam	Prudential Fund	318	N/A	Tư nhân
7	Vina Capital	VinaLand Fund	320	N/A	London (AIM)
8	Indochina Capital	Indochina Land Holdings	242	Đóng	Tư nhân
9	Dragon Capital Ltd	Vietnam Dragon Fund	35	N/A	Bublin (NCB)
10	PXP Vietnam Asset Management	PXP Vietnam Fund	25.8	Đóng	Bublin (NCB)
11	Mekong Capital	Mekong Enterprise Fund	18.5	Đóng	Tư nhân
12	Finansa Fund Management	Vietnam Equity Fund	18.1	Đóng	NA
13	PXP Vietnam Asset Management	Vietnam Emerging Equity Fund	13.8		NA
14	Vietcombank JV	VPMF		Đóng	Tư nhân
15	Bachman Fund Administration Ltd	Beta Vietnam Fund	7.0	Đóng	Bublin (NCB)
16	KV Management Pte Limited (Singapo)	Vietnam Investment Fund	5.0	Đóng	Tư nhân
17	BIDV Partners (BVIM)	BVIM	100	Đóng	Tư nhân
18	Korea Investment Trust Management	KITMC Vietnam Growth Fund	50	N/A	Tư nhân
19	Vietnam Holding Asset Management	Vietnam Holding Fund	112	Đóng	London (LSE)