

# Các quỹ đầu tư nước ngoài trong nền kinh tế chuyển đổi của Việt Nam - Cơ hội phát triển và những rủi ro tiềm tàng

TS. Đặng Đức Sơn\*

*Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế,  
Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 18 tháng 5 năm 2009

**Tóm tắt.** Trong làn sóng đầu tư vào Việt Nam thời gian gần đây, các quỹ đầu tư nước ngoài (offshore investment funds) là một bộ phận gây được nhiều sự chú ý do khả năng tài chính dồi dào và cơ chế năng động trong việc tiếp cận thị trường. Mặc dù hoạt động của các quỹ đầu tư là tương đối mới mẻ đối với Việt Nam, các quỹ này có ảnh hưởng khá rõ rệt trong các hoạt động tài chính, đặc biệt là các hoạt động đầu tư mua bán chứng khoán và đầu tư vào các doanh nghiệp thông qua hoạt động cổ phần hoá. Ngày 5/6/2007, Bộ Tài chính đã có Quyết định số 45/2007/QĐ-BTC ban hành quy chế thành lập và quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quỹ thành viên và các công ty quản lý quỹ. Tuy nhiên, thực tiễn cho thấy cần có sự nhận thức rõ hơn về lợi ích và các rủi ro đi kèm trong hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài trong bối cảnh nền kinh tế chuyển đổi của Việt Nam. Bài viết này phân tích vai trò của các quỹ đầu tư nước ngoài trong nền kinh tế Việt Nam từ đó làm rõ khả năng phát triển và những rủi ro tiềm tàng trong việc quản lý hoạt động đầu tư của các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.

## 1. Vai trò của các quỹ đầu tư trong nền kinh tế chuyển đổi của Việt Nam

Sự xuất hiện của các quỹ đầu tư nước ngoài là một bộ phận của đầu tư nước ngoài vào Việt Nam. Bản chất của các quỹ đầu tư là một hình thức đầu tư trung gian bên ngoài đối với các doanh nghiệp với mục đích mang lại mức lợi nhuận trên trung bình đi kèm với một tỷ lệ rủi ro phù hợp. Về phương diện vĩ mô, các hoạt động đầu tư nước ngoài xuất phát từ sự suy giảm lợi thế cạnh tranh của các nền kinh tế của các nước phát triển do giá cả các yếu tố đầu vào, đặc biệt là nhân công được duy trì ở mức độ cao. Mặt khác, sự phát triển theo hướng toàn cầu hoá của các thị trường tài chính đang mở ra

những cơ hội cho các nhà đầu tư tìm kiếm những cơ hội đầu tư hiệu quả hơn tại những thị trường tiềm năng của các nước đang phát triển. Xét ở góc độ vi mô, các nhà đầu tư nước ngoài hướng đến thị trường các nước đang phát triển nhằm tìm kiếm các cơ hội đầu tư với tỷ lệ lợi nhuận cao hơn và tìm kiếm cơ hội phân tán rủi ro. Ngoài ra, việc gỡ bỏ những rào cản pháp lý và bảo hộ thuế quan và phi thuế quan cũng là một yếu tố kích thích các nhà đầu tư nước ngoài.

---

***“Đầu tư quỹ ngày càng được ưa chuộng nhờ các lợi thế về công nghệ, công cụ tài chính và kỹ năng quản lý. Chúng là nguồn vốn đầu tư gián tiếp, kích thích sự phát triển của thị trường tài chính phát triển.”***

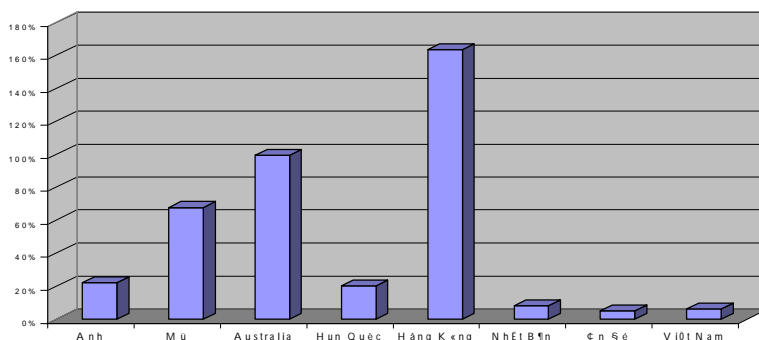
---

\* ĐT: 84-4-37547506 (302)

E-mail: [sdangduc@vnu.edu.vn](mailto:sdangduc@vnu.edu.vn)

Trong một số trường hợp, lợi thế về công nghệ và các công cụ tài chính và kỹ năng quản lý sẵn có cũng là một động lực tăng khả năng phát triển của các nguồn vốn đầu tư. Cũng giống như các nước châu Á khác, sự tăng trưởng mạnh mẽ của các quỹ đầu tư trong thời gian gần đây cho thấy rằng loại hình đầu tư này càng trở nên được ưa chuộng. Theo thống kê

của ngân hàng Hồng Kông - Thượng Hải HSBC [2], hiện có khoảng 55 quỹ đầu tư tại Việt Nam với quy mô vốn lên tới 6 tỷ USD. Tuy nhiên, những phân tích so sánh trên phương diện quốc tế cho thấy rằng tỷ lệ quy mô vốn của các quỹ so với GDP ở Việt Nam là tương đối thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới (xem Hình 1).



Nguồn: ICI, World Bank

Hoạt động của các quỹ đầu tư được chia thành nhiều giai đoạn khác nhau, bao gồm tạo lập các quỹ, khảo sát các dự án đầu tư, lựa chọn dự án đầu tư, quản lý quá trình đầu tư, bán lại dự án đầu tư thông qua thị trường chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng (IPO - Initial Public Offering) và hoàn vốn cho các nhà đầu tư. Quá trình quản lý quỹ thông thường được tiến hành bởi một công ty chuyên nghiệp về quản lý quỹ, thường dưới dạng một doanh nghiệp độc lập hoặc một công ty hợp danh. Các công ty quản lý quỹ có quyền tự do hoạt động theo những điều lệ ghi trong đăng ký hoạt động kinh doanh của quỹ. Mặc dù vậy, các quyền hoạt động này không phải là vô hạn. Quá trình quản lý quỹ chịu sự điều chỉnh của các chính sách đầu tư được thiết kế nhằm giảm thiểu các rủi ro đầu tư. Theo thông lệ về chính sách đầu tư của một số quỹ ở Việt Nam (chẳng hạn Công ty Quản lý Quỹ đầu tư Việt Nam (VFM) hay Quỹ đầu tư Tăng trưởng Manulife), một quỹ đầu tư được phép đầu tư không quá 10% số vốn huy động vào một công ty và không quá 25% vốn đầu tư trong cùng một ngành. Các quỹ có

quy mô càng lớn thì chính sách đầu tư càng chặt chẽ. Trong rất nhiều trường hợp các quỹ phải chia sẻ quyền quản lý và chi phí đối với công ty mẹ hoặc các đơn vị thành viên trong cùng một tổ chức.

Quy mô của các khoản đầu tư có biên độ dao động lớn tùy thuộc vào từng cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, quy mô của các khoản đầu tư có xu hướng cao hơn nếu các quỹ được tổ chức dưới dạng các liên doanh hoặc có mối liên hệ kiểm soát từ các công ty mẹ trong một số giai đoạn ban đầu của quá trình đầu tư. Chẳng hạn, các quỹ đầu tư có thể triển khai hoạt động thông qua mạng kinh doanh của công ty mẹ trên thị trường. Các quỹ được quản lý bởi các công ty bảo hiểm có xu hướng đầu tư với quy mô lớn hơn các quỹ được quản lý độc lập. Tuy nhiên, hiệu quả đầu tư phụ thuộc rất lớn vào các chính sách đầu tư của các quỹ trong việc giới hạn việc tham gia cổ phần trong các doanh nghiệp và các trở ngại thị trường.

Một trong những đặc trưng các quỹ đầu tư là sự phân chia đầu tư theo chu kỳ phát triển của doanh nghiệp. Thông thường các quỹ đầu

tư vào các doanh nghiệp ở giai đoạn ý tưởng (Seed) hoặc thành lập (Start up), số vốn đầu tư tăng dần khi doanh nghiệp đạt được những tăng trưởng ban đầu (Early Growth) và tăng trưởng ổn định (Sustained Growth). Điều đáng chú ý là mức độ rủi ro đầu tư thường lớn ở những giai đoạn đầu nên quy mô đầu tư có xu hướng nhỏ ở giai đoạn đầu và lớn dần khi doanh nghiệp đạt được sự tăng trưởng ổn định.

Một đặc trưng khác của hoạt động đầu tư từ các quỹ là sự phân bổ theo ngành hay khu vực địa lý. Các quỹ đầu tư ngành có xu hướng các khoản đầu tư nhỏ hơn nhưng có thời gian đầu tư lâu hơn trong khi các quỹ đầu tư khu vực có xu hướng có các khoản đầu tư lớn hơn, tuy nhiên, các quỹ này có xu hướng ít tham gia vào hoạt động quản lý.

## 2. Cơ hội phát triển của các quỹ đầu tư nước ngoài ở Việt Nam

Các cải cách kinh tế và triển vọng kinh tế sáng sủa của Việt Nam là một yếu tố kích thích các luồng vốn đầu tư từ nước ngoài. Nền kinh tế đang phát triển luôn trải qua sự thay đổi nhanh chóng với tỷ lệ tăng GDP đạt mức 7,5 - 10% trong 10 năm gần đây [2]. Kết quả của tăng trưởng kinh tế là sự chuyển dịch cơ cấu kinh tế và sự phát triển của thị trường nội địa với dân số đông đang là một nhân tố giúp cho việc tăng trưởng nhu cầu lớn đối với các nguồn vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài. Các chính sách cải cách kinh tế làm tăng mức độ hoà nhập của nền kinh tế Việt Nam với các nước trong khu vực thông qua việc gỡ bỏ từng bước các rào cản thương mại, thuế quan và đầu tư là cơ hội để kích thích các nhà đầu tư nước ngoài.

Đối với thị trường trong nước, việc tự do hoá thị trường tài chính nội địa và xoá bỏ giới hạn đầu tư là một nhân tố giúp cho các luồng luân chuyển vốn đầu tư hiệu quả hơn từ đó làm

tăng cơ hội đầu tư và tìm kiếm lợi nhuận. Quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước kém hiệu quả cũng là một nhân tố giúp nền kinh tế trở nên lành mạnh hơn do đó gia tăng sức hút đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Cũng giống như các nền kinh tế đang phát triển, môi trường đầu tư Việt Nam được cho là tiềm ẩn những yếu tố rủi ro cao. Tuy nhiên việc áp dụng các chính sách kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng đều về tỷ lệ GDP và giảm nợ nước ngoài đang là những yếu tố kiềm chế rủi ro và tăng tỷ lệ lợi nhuận cho các hoạt động đầu tư. Sự xuất hiện của các quỹ đầu tư là một phần quan trọng của nguồn vốn đầu tư gián tiếp (Foreign Indirect Investment - FII) có tác dụng lớn trong việc kích thích thị trường tài chính phát triển. Các nhà đầu tư nước ngoài cũng đang được hưởng lợi từ cơ hội đa dạng hoá rủi ro khi tiếp cận với các nền kinh tế trẻ có tốc độ tăng trưởng bình quân cao trong khi các nền kinh tế này có tương đối ít mối liên hệ với các nền kinh tế đã phát triển.

## 3. Những rủi ro tiềm tàng

Bên cạnh những cơ hội phát triển và những tác động tích cực của các quỹ đầu tư nước ngoài trong điều kiện phát triển kinh tế tại Việt Nam, cũng cần phải có sự nhìn nhận khách quan về những ảnh hưởng tiêu cực của các quỹ này tới sự phát triển kinh tế, những rủi ro tiềm tàng liên quan đến việc hình thành và hoạt động các quỹ bao gồm

### *Rủi ro từ nguồn lực tạo lập quỹ*

Hoạt động của các quỹ đầu tư không tránh khỏi những nguy cơ rủi ro cho nền kinh tế. Do có tiềm lực tài chính lớn và ít chịu sự chi phối của các chủ đầu tư, các quỹ đầu tư đặc biệt là các quỹ đầu tư có nguồn gốc từ nước ngoài (offshore investment funds) có thể là nguyên nhân của những bất ổn thị trường như gây nên những bất ổn về giá, thay đổi mối quan hệ cung cầu thậm chí có thể dẫn đến độc quyền trong một số lĩnh vực. Trong một số trường hợp, các quỹ đầu tư có nguồn gốc từ những quốc gia có chính sách kiểm soát đầu tư và chính sách thuế

---

***“Các chính sách gỡ bỏ từng bước các rào cản thương mại, thuế quan và đầu tư là cơ hội để kích thích các quỹ đầu tư nước ngoài.”***

---

cởi mở thường kéo theo những rủi ro về nguồn lực tài chính không rõ ràng hoặc khả năng quản lý yếu kém và thiếu bền vững. Những ảnh hưởng này là không nhỏ đối với những nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam. Do phạm vi đầu tư của các quỹ thường rất rộng, quy mô đầu tư lớn vào nhiều ngành khác nhau nên những

**“Trong một số trường hợp, nguồn tài chính của quỹ không rõ ràng hoặc khả năng quản lý yếu kém và thiếu bền vững.”**

rủi ro mà các quỹ đầu tư mang lại thường khó lường. Quá trình quản lý hoạt động của các quỹ đầu tư gặp nhiều

khó khăn do thiếu những thông tin tài chính ở phạm vi quốc tế.

**Ảnh hưởng của các quỹ đầu tư qua hệ thống ngân hàng**

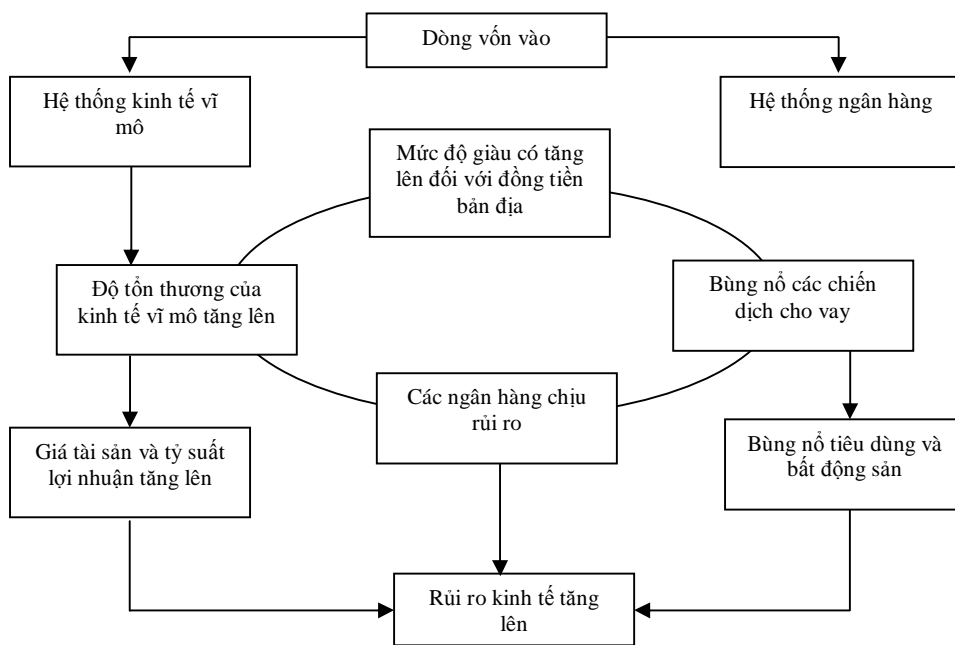
Các ngân hàng đóng vai trò là một trung gian tài chính quan trọng ở các nước đang phát triển. Tuy nhiên, hệ thống ngân hàng nhìn chung yếu về tiềm lực và kỹ năng quản lý và khả năng tiếp cận thị trường và phòng chống rủi ro. Do đó hoạt động đầu tư của các quỹ qua hệ thống ngân hàng làm tăng thêm mức độ rủi ro cho nền kinh tế.

Theo đánh giá của Kim & Wei [4], những hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng

lớn đến cơ cấu hoạt động của nền kinh tế, đặc biệt

**“Việc đơn giản hoá tiếp cận các quỹ đầu tư có thể dẫn đến tăng trưởng mạnh tín dụng ngân hàng đi kèm sự thiếu kiểm soát chặt chẽ làm tăng rủi ro của nền kinh tế.”**

là những nước có nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Các hoạt động đầu tư trên quy mô lớn làm kích thích tổng cầu, tăng giá trị tài sản và đơn giản hoá việc tiếp cận các quỹ đầu tư có thể là những nguyên nhân dẫn đến tăng trưởng mạnh trong lĩnh vực tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, việc tăng trưởng quá nóng và thiếu kiểm soát về tín dụng ngân hàng là một trong những nguyên nhân làm tăng độ rủi ro của nền kinh tế, đặc biệt là trong lĩnh vực tài chính tín dụng, do tăng tín dụng ngân hàng và các khoản chi tiêu dẫn đến tăng các yếu tố đầu ra của doanh nghiệp và việc tăng các yếu tố đầu ra lại thúc đẩy việc chi tiêu của các doanh nghiệp và cá nhân (Xem hình 2).



Hình 2. Ảnh hưởng của các quỹ đầu tư qua hệ thống ngân hàng.

Nguồn: World Bank [6]

### *Ảnh hưởng của các quỹ đầu tư qua hệ thống thương mại*

Do có những thuận lợi lớn về quy mô các nguồn lực và áp lực từ cơ chế kiểm soát các hoạt động, các quỹ đầu tư có những lợi thế nhất định khi tham gia vào thị trường thương mại hàng hoá.

Các quỹ đầu tư thường mềm dẻo hơn trong các thủ tục và phương án đầu tư, do đó có các quyết

---

**“Việc đầu cơ hàng hoá có thể dẫn đến hiện tượng các quỹ nhanh chóng bán ra một lượng lớn hàng hoá khi giá giảm hoặc mua vào một lượng lớn hàng hoá khi giá tăng lên từ đó trực lợi từ hiện tượng giá cả bất ổn.”**

---

định đầu tư kịp thời. Các quỹ đầu tư có khả năng thích nghi cao hơn các doanh nghiệp do có khả năng thay đổi bản chất và cấu trúc và hoạt động của các sản phẩm. Ngoài ra, các quỹ đầu tư cũng ít chịu các ràng buộc bởi các giới hạn đầu tư hoặc các hạn chế về thương mại ngắn hạn, các yêu cầu về cấu trúc vốn và quản lý và các giới hạn về phí dựa trên kết quả hoạt động. Những thuận lợi trên đã tạo điều kiện thuận lợi cho các quỹ hoạt động hiệu quả nhưng cũng làm ảnh hưởng đến cán cân thương mại của ngành hàng mà các quỹ đầu tư vào. Chẳng hạn việc đầu cơ hàng hoá có thể dẫn đến hiện tượng các quỹ nhanh chóng bán ra một lượng lớn hàng hoá khi giá giảm hoặc mua vào một lượng lớn hàng hoá khi giá tăng lên từ đó trực lợi từ hiện tượng giá cả bất ổn. Điều này không chỉ xảy ra ở thị trường hàng hoá thông thường mà ngay cả thị trường tài chính nơi mà quá trình trao đổi vốn tạo nên huyết mạch tài chính của nền kinh tế. Hiện tượng đầu cơ hàng hoá và tài chính dẫn đến những cơn sốt giá về hàng hoá và gây mất cân đối cung cầu và gây ra khó khăn cho các hoạt động kiểm soát bình ổn giá cả của Nhà nước từ đó tăng tỷ lệ lạm phát và tăng nguy cơ bùng phát các cơn suy thoái tài chính.

### **4. Các giải pháp cho việc hạn chế rủi ro phát sinh do các quỹ đầu tư nước ngoài**

Xuất phát từ những phân tích trên, tác giả cho rằng để quản lý có hiệu quả hoạt động của

các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam cần lưu ý các vấn đề sau:

**Một là,** nâng cấp cơ sở hạ tầng thị trường đầu tư bằng cách duy

trì chính sách cải cách và tăng cường năng lực hệ thống hành chính, nâng cấp khung pháp luật và hành lang pháp lý cho các quá trình đầu tư. Nhà nước cần xây dựng và hướng dẫn văn bản pháp lý để các doanh nghiệp có khả năng tiếp thu quá trình đầu tư của các quỹ và tạo điều kiện để các giao dịch và hoạt động giữa các quỹ, công ty quản lý quỹ và các doanh nghiệp được đầu tư đạt được hiệu quả cao và đảm bảo tính an toàn cho hoạt động đầu tư. Các văn bản quy định của Nhà nước cần giải quyết tốt các mối quan hệ trên thị trường chứng khoán, thị trường tiền tệ và các nghiệp vụ liên quan đến uỷ thác đầu tư, huy động vốn, quản lý danh mục đầu tư. Nhằm mục đích gia tăng các khoản đầu tư từ các quỹ đầu tư nước ngoài, Nhà nước cần tạo ra cơ chế đồng bộ về pháp lý nhằm thúc đẩy việc tự do hoá các giao dịch vốn. Tuy nhiên cũng cần lưu ý đến vấn đề xây dựng cơ chế kiểm soát vốn và tỷ giá và các chuẩn mực thông tin tài chính nhằm đảm bảo an toàn cho hệ thống cơ sở hạ tầng của thị trường đầu tư.

**Hai là,** cải thiện hệ thống thông tin tài chính và các chuẩn mực kế toán kiểm toán đảm bảo tính minh bạch của thông tin. Hệ thống sổ sách chứng từ, báo cáo tài chính cần phải được lập một cách trung thực và khách quan, phản ánh đúng thực trạng tài chính của doanh nghiệp. Mặt khác các doanh nghiệp cần có sự chuẩn bị chu đáo về thái độ và phương pháp làm việc khi tiếp cận với các quỹ đầu tư đặc biệt là chuẩn bị các tài liệu về nguồn lực của doanh nghiệp, phương án sản xuất kinh doanh và các cam kết về tài chính của doanh nghiệp khi tiếp nhận đầu tư.

**Ba là,** kiểm soát hoạt động huy động và đầu tư vốn của các quỹ đầu tư thông qua hệ thống

---

**“Giải pháp cơ bản gồm duy trì chính sách cải cách, tăng cường năng lực hệ thống hành chính, cải thiện hệ thống thông tin tài chính và các chuẩn mực kế toán kiểm toán, kiểm soát hoạt động huy động và đầu tư vốn.”**

---

ngân hàng, tránh tình trạng gây bất ổn về giá và tâm lý đầu tư của các nhà đầu tư khác. Các quy định về quản lý hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài cần được cụ thể hoá, chẳng hạn như quy định quy mô tài sản uỷ thác, các cam kết tài chính và thời gian hoạt động tối thiểu trước khi đăng ký kinh doanh tại thị trường Việt Nam. Ngoài ra việc quản lý hoạt động của các quỹ đầu tư nước ngoài thông qua các cơ quan chức năng như Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước, các trung tâm lưu ký chứng khoán và cơ quan quản lý đầu tư của mỗi địa phương là rất cần thiết để đảm bảo các hoạt động của quỹ đầu tư là hiệu quả và tuân thủ pháp luật. Nhà nước cần ban hành một cơ chế quản lý các nguồn vốn đầu tư gián tiếp để từ đó kiểm soát và phối hợp dòng vốn này với các nguồn vốn đầu tư trực tiếp (FDI) làm đòn bẩy kích thích thị trường hàng hoá và thị trường tài chính phát triển. Tuy nhiên, Nhà nước cũng cần phải cân nhắc đến việc dự trữ ngoại hối quốc gia trong trường hợp các nguồn vốn đầu tư nước ngoài đảo chiều có thể dẫn đến hiện tượng các nhà đầu tư đồng loạt rút vốn gây đổ vỡ thị trường.

### Tài liệu tham khảo

- [1] Hoàng Trung, Kim Thu, *Vốn đầu tư nước ngoài, chặng đường nhìn lại*, địa chỉ website: <http://www.saga.vn/Cohoigiaothuong/Von/4377.saga>
- [2] HongKong and Shanghai Banking Corporation Limited (HSBC), *Global Research - VietNam Monitor* (Issue 24-25), 2009.
- [3] Trần Thị Thùy Linh, Trương Hoa Minh, Quỹ đầu tư chứng khoán - Mô hình phù hợp cho các thị trường mới nổi, *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, Số tháng 6/2008.
- [4] Nguyễn Hoài, Tuấn Linh, *Ứng phó thế nào với sự đảo chiều của vốn ngoại?*, VN Economy, địa chỉ website: <http://vneconomy.vn/58592POC6/ung-pho-the-nao-voi-su-dao-chieu-cua-von-ngoai.htm>
- [5] Woochan Kim, Shang-Jin Wei, *Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?*, Tạp chí "Journal of Development Economics", Volume 68, Number 1, June 2002, pp. 205-224.
- [6] Worldbank (1997). Private capital flows to developing countries - The road to financial integration, The World Bank.

## Opportunities for and risks of the development of the offshore investment fund in the transitional economy of Vietnam

Dr. Dang Duc Son

*Faculty of Banking and Finance, University of Economics and Business,  
VietNam National University, Hanoi, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, VietNam*

In the recent waves of foreign investments into VietNam, offshore investment funds are of much interest since they possess wealthy financial capacity and a flexible scheme to tap the market. Although these funds have just emerged recently they exercise a profound impact on financial activities in terms of buying stocks and investing in enterprises in the period of equilisation. On 5/6/2007, the Ministry of Finance issued Decision No 45/2007/QĐ-BTC to set up procedures and regulations on the establishment and management of stock investment companies, subsidiary funds and fund management companies and to facilitate the application of the regulations. Therefore, there is a need for the awareness of the benefits and the risks associated with the investment activities of the offshore investment funds in the transitional economy of VietNam. This paper analyses the important role of the offshore investment funds in VietNam to provide a discussion on the opportunities for their development and risks associated with their business activities. From the discussion, solutions for the management of the funds are offered to increase the effectiveness of Decision No 45/2007/QĐ-BTC in the VietNam transitional economy.