

CHỨNG CHỈ LƯU KÝ KHÔNG CÓ QUYỀN BIỂU QUYẾT - CÔNG CỤ TÀI CHÍNH MỚI ĐỂ TĂNG THU HÚT VỐN ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI VÀO VIỆT NAM

● NGUYỄN THỊ THU HIỀN

TÓM TẮT:

Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) là công cụ tài chính hiệu quả để tăng thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam mà không vi phạm các quy định về hạn chế sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong công ty đại chúng, đồng thời ngăn chặn được tình trạng nhà đầu tư nước ngoài thâm tóm các công ty trong nước. Tuy nhiên, pháp luật Việt Nam hiện nay mới chỉ định danh về NVDR mà chưa có khung pháp lý về NVDR. Vì vậy, bài viết tập trung vào việc phân tích, làm rõ sự cần thiết và phù hợp của NVDR với Việt Nam, từ đó kiến nghị cần phải nhanh chóng xây dựng và hoàn thiện pháp luật về NVDR để chính thức áp dụng công cụ tài chính này vào thực tiễn.

Từ khóa: chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết, công cụ tài chính mới, vốn đầu tư nước ngoài.

1. Bối cảnh ra đời của NVDR trên thế giới

Nguồn vốn đầu tư nước ngoài (ĐTNN) có vai trò rất quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế - xã hội ở hầu hết các nước trên thế giới, đặc biệt là đối với các quốc gia đang phát triển. Mặc dù vậy, bên cạnh những nỗ lực trong việc hoàn thiện hệ thống pháp luật, cải thiện môi trường đầu tư nhằm tăng cường thu hút vốn ĐTNN, các quốc gia vẫn luôn đặt ra những hạn chế nhất định đối với dòng vốn này như quy định về một số ngành, nghề mà nhà ĐTNN không được phép đầu tư; quy định về những ngành, nghề đầu tư có điều kiện mà nhà ĐTNN bị giới hạn về tỷ lệ sở hữu vốn,...

Việc đặt ra những giới hạn đối với nhà ĐTNN xuất phát từ lo ngại nếu nhà ĐTNN sở hữu tỷ lệ vốn có quyền chi phối trong doanh nghiệp, họ có thể điều hành doanh nghiệp theo mục đích riêng của mình. Thông qua các hoạt động của doanh nghiệp, nhà ĐTNN có thể can thiệp vào nền kinh tế nội địa và gây ra những hệ quả không mong muốn như lũng đoạn nền kinh tế, tạo ra sự phụ thuộc của nền kinh tế vào nguồn vốn ĐTNN mà tiềm ẩn trong đó là nguy cơ rủi ro rất cao khi các nhà ĐTNN rút vốn. Tuy nhiên, không phải mọi nhà ĐTNN đều mong muốn tham gia vào việc điều hành doanh nghiệp. Nhiều nhà ĐTNN chỉ

đơn giản là mong muốn thu lợi nhuận từ việc đầu tư vốn. Vì vậy, làm sao để tăng thu hút nguồn vốn nước ngoài, đồng thời ngăn ngừa được tình trạng bị nhà ĐTNN thôn tóm đối với các ngành, nghề kinh doanh cần hạn chế, đây chính là vấn đề rất quan trọng mà các quốc gia phải giải quyết được nhằm thu hút hiệu quả nguồn vốn ĐTNN trong quá trình phát triển kinh tế - xã hội của mình.

Trong bối cảnh đó, chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (Non-voting Depository Receipt, viết tắt là NVDR) và cổ phiếu không có quyền biểu quyết (Non-voting Shares, viết tắt là NVS) là 2 công cụ tài chính được nhiều quốc gia sử dụng nhằm thu hút thêm nguồn vốn nước ngoài mà không phải lo ngại về việc sẽ mất quyền kiểm soát doanh nghiệp trong nước vào tay các nhà ĐTNN.

2. Khái quát về NVDR và ưu điểm của NVDR trong việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài

Theo quy định của Thái Lan, quốc gia được đánh giá là rất thành công trong việc triển khai NVDR vào thực tiễn¹, NVDR là một loại chứng khoán được phát hành và bán cho nhà đầu tư bởi Tổ chức phát hành NVDR (là công ty con của Sở Giao dịch chứng khoán Thái Lan) trên cơ sở cổ phiếu của các công ty niêm yết (được gọi là Công ty mục tiêu) mà mình sở hữu. NVDR được phát hành theo tỷ lệ 1:1, tức là 01 cổ phiếu cơ sở phát hành được 01 NVDR tương ứng. Bất kỳ nhà đầu tư nào cũng có quyền nắm giữ NVDR bao gồm cả nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Khi đầu tư vào NVDR, nhà đầu tư nhận được các lợi ích tài chính tương đương với lợi ích tài chính mà những người đầu tư cổ phiếu phổ thông của Công ty mục tiêu nhận được như cổ tức, quyền mua cổ phiếu mới,... nhưng không có quyền biểu quyết tại Công ty mục tiêu.² Như vậy, sự khác biệt duy nhất giữa đầu tư vào NVDR và đầu tư vào cổ phiếu của Công ty mục tiêu là người nắm giữ NVDR không được tham gia vào việc ra quyết định của công ty như cổ đông thông thường. Với đặc thù này, NVDR giúp thu hút thêm vốn ĐTNN trên giới hạn tỷ lệ sở hữu tối đa đối với nhà ĐTNN, đồng

thời vẫn ngăn ngừa được nguy cơ Công ty mục tiêu bị thôn tóm vì nhà đầu tư nắm giữ NVDR hoàn toàn không có quyền biểu quyết nên không được can thiệp vào hoạt động kinh doanh của công ty.

Ở Thái Lan, sau khi NVDR chính thức ra đời vào năm 2003, NVDR đã có sự tăng trưởng không ngừng, được coi là giải pháp chính yếu thúc đẩy ĐTNN vào thị trường chứng khoán. NVDR đã góp phần cải thiện đáng kể quy mô và tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Thái Lan, từ đó giúp nâng hạng thị trường chứng khoán Thái Lan từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi và phát huy tối đa vai trò của thị trường chứng khoán là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế.

Cùng với NVDR, NVS cũng là một giải pháp tài chính nhằm tăng thu hút vốn ĐTNN mà không làm ảnh hưởng tới quyền kiểm soát công ty. Theo đó, NVS là một loại cổ phiếu đặc biệt được công ty niêm yết phát hành nhằm mục đích huy động vốn. Khi nhà ĐTNN mua NVS họ sẽ trở thành cổ đông của công ty, được hưởng các quyền lợi kinh tế phát sinh từ số cổ phần mà mình sở hữu, ngoại trừ quyền biểu quyết. Do NVS độc lập với cổ phiếu phổ thông của công ty nên có mã giao dịch riêng trên thị trường chứng khoán. Giá giao dịch của NVS thường thấp hơn so với giá giao dịch của cổ phiếu phổ thông nhưng NVS có mức cổ tức cao hơn so với cổ tức của cổ phiếu phổ thông. Như vậy, điểm giống nhau giữa NVDR và NVS là nhà ĐTNN khi đầu tư vào hai loại chứng khoán này đều có thể thu lợi nhuận nhưng không có quyền can thiệp vào hoạt động của công ty trong nước. Đây chính là lý do NVDR và NVS có thể giúp các công ty trong nước thu hút thêm vốn ĐTNN mà vẫn bảo đảm quyền kiểm soát, quản trị công ty của mình.

Tuy nhiên, ngoài điểm giống nhau nêu trên, NVDR và NVS có nhiều điểm rất khác biệt. So sánh những điểm khác biệt của NVDR và NVS, NVDR cho thấy có nhiều ưu điểm hơn so với NVS trong việc thu hút vốn ĐTNN. Cụ thể:

Thứ nhất, thủ tục phát hành NVDR đơn giản hơn, nhanh chóng hơn thủ tục phát hành NVS. Áp dụng NVS đòi hỏi công ty niêm yết phải phát hành thêm cổ phiếu là loại cổ phiếu đặc biệt không có quyền biểu quyết. Việc này chỉ có thể thực hiện khi công ty có nguyện vọng và được cổ đông chấp thuận, đồng thời công ty phải đáp ứng được các điều kiện phát hành do pháp luật chứng khoán quy định. Trong trường hợp nhà ĐTNN mong muốn tăng sở hữu vốn (mà không quan tâm đến quyền biểu quyết), nhưng công ty không hoặc chưa có nhu cầu huy động vốn thêm, hoặc không đủ điều kiện phát hành cổ phiếu mới thì giải pháp này sẽ không thực hiện được. Trong khi đó, NVDR được phát hành theo yêu cầu của người mua là nhà đầu tư, trên cơ sở cổ phiếu phổ thông của công ty theo tỷ lệ 01 cổ phiếu có thể phát hành 01 NVDR tương ứng, tức là việc phát hành NVDR không liên quan gì đến việc phát hành cổ phiếu của công ty. Vì vậy, Tổ chức phát hành NVDR có thể chủ động phát hành NVDR cho nhà đầu tư khi nhà đầu tư có nhu cầu.

Thứ hai, cơ chế giao dịch của NVDR đơn giản hơn cơ chế giao dịch của NVS trên thị trường chứng khoán. NVDR và cổ phiếu cơ sở sẽ có chung 01 mã giao dịch. Khi có nhu cầu giao dịch NVDR, nhà đầu tư sẽ đặt lệnh mua/bán cổ phiếu cơ sở như bình thường, đồng thời đánh thêm một ký hiệu vào phiếu lệnh để phân biệt là lệnh mua/bán NVDR trên cổ phiếu đó. Việc phát hành và thu hồi NVDR được thực hiện theo cơ chế tự động ngay khi lệnh mua/bán cổ phiếu cơ sở được giao dịch thành công. Mỗi NVDR sẽ tương đương với 1 cổ phiếu cơ sở. Trong khi đó, NVS có một mã riêng và được giao dịch riêng, độc lập với cổ phiếu phổ thông.

Thứ ba, NVDR có tính thanh khoản cao hơn NVS. Nhà đầu tư nắm giữ NVDR có thể chuyển nhượng lại NVDR đang nắm giữ cho Tổ chức phát hành, hoặc cho các nhà đầu tư khác, hoặc được chuyển đổi NVDR thành cổ phiếu cơ sở nếu tỷ lệ sở hữu vốn của nhà ĐTNN trong công ty chưa đạt hạn mức tối đa được phép. Giá chuyển nhượng

NVDR được xác định căn cứ vào giá chuyển nhượng cổ phiếu phổ thông trên thị trường. Trong khi đó, NVS được giao dịch độc lập với cổ phiếu phổ thông, có mức giá giao dịch thường thấp hơn giá giao dịch của cổ phiếu phổ thông, NVS cũng không được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông nên NVS có tính thanh khoản thấp hơn so với NVDR. Vì vậy, mặc dù mức cổ tức của NVS thường cao hơn mức cổ tức của cổ phiếu phổ thông, nhưng NVDR có xu hướng hấp dẫn nhà đầu tư hơn NVS.

Nhìn chung, việc áp dụng NVDR hay NVS sẽ phụ thuộc vào việc xem xét nhiều yếu tố khác nhau như bối cảnh thị trường chứng khoán, hệ thống pháp luật, trình độ quản lý,... Tuy nhiên, NVDR với những ưu điểm của nó và thực tiễn áp dụng rất thành công tại Thái Lan được đánh giá là biện pháp đặc biệt phù hợp với các quốc gia đang phát triển và có thị trường chứng khoán còn non trẻ để dung hòa giữa mục tiêu thu hút vốn ĐTNN và duy trì sự kiểm soát của nhà đầu tư trong nước với những ngành, nghề kinh doanh trọng yếu của nền kinh tế nội địa.⁴

3. Sự cần thiết và phù hợp của NVDR ở Việt Nam

Ở Việt Nam, NVDR là một công cụ tài chính rất mới, lần đầu tiên được định danh trong Luật Doanh nghiệp 2020. Cụ thể, Khoản 6 Điều 114 Luật Doanh nghiệp 2020 quy định: “*Cổ phần phổ thông được dùng làm tài sản cơ sở để phát hành chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết được gọi là cổ phần phổ thông cơ sở. Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết có lợi ích kinh tế và nghĩa vụ tương ứng với cổ phần phổ thông cơ sở, trừ quyền biểu quyết.*”

Sau đó, NVDR tiếp tục được quy định cụ thể hơn tại Điều 140 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán 2019. Nội dung quy định như sau: “*1. Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết là một loại chứng khoán do công ty con của Sở giao dịch chứng khoán phát hành cho nhà đầu tư nước*

ngoài trên cơ sở cổ phiếu của công ty niêm yết, đăng ký giao dịch. 2. Người sở hữu chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết có lợi ích kinh tế và nghĩa vụ tương ứng với cổ phần phổ thông cơ sở, trừ quyền biểu quyết. 3. Tổ chức phát hành có quyền tham dự Đại hội đồng cổ đông và biểu quyết trong trường hợp tổ chức phát hành cổ phiếu cơ sở lấy ý kiến cổ đông về việc hủy niêm yết nhưng không có các quyền khác về kinh tế liên quan đến cổ phiếu đó.”

Cho đến nay, khung pháp lý về NVDR ở Việt Nam mới chỉ dừng lại ở 2 quy định nêu trên. Từ những quy định này, NVDR được nhận diện thông qua một số dấu hiệu cơ bản sau đây:

Thứ nhất, NVDR là một loại chứng chỉ lưu ký đặc biệt⁵, tức là một loại chứng khoán được giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm huy động vốn cho nền kinh tế.

Thứ hai, NVDR được phát hành trên cơ sở cổ phiếu phổ thông của công ty niêm yết, công ty đăng ký giao dịch theo tỷ lệ 1:1, tức 01 cổ phiếu tương ứng với 01 NVDR. Điều này có nghĩa là việc phát hành NVDR không làm vốn điều lệ của công ty tăng lên.

Thứ ba, tổ chức phát hành NVDR (công ty con của Sở Giao dịch Chứng khoán) là chủ thể sở hữu cổ phiếu làm cơ sở phát hành NVDR nhưng hoàn toàn không được hưởng các quyền lợi kinh tế phát sinh từ số cổ phiếu này.

Thứ tư, người sở hữu NVDR có đầy đủ lợi ích kinh tế tương ứng với phần cổ phiếu làm cơ sở phát hành NVDR, nhưng không có quyền biểu quyết tức là không được tham gia ý kiến vào mọi hoạt động của công ty. Nói cách khác, NVDR là phương tiện để tách quyền biểu quyết ra khỏi cổ phiếu trước khi chuyển cổ phiếu cho nhà đầu tư dưới hình thức NVDR.

Với các đặc trưng pháp lý nêu trên, NVDR là một công cụ tài chính phù hợp và rất cần thiết trong bối cảnh nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay. Sự phù hợp và cần thiết này thể hiện thông qua các khía cạnh sau đây:

3.1. NVDR là biện pháp tăng thu hút vốn ĐTNN nhưng vẫn bảo đảm tuân thủ tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa trong các công ty đại chúng

Hiện nay, những hạn chế đối với nhà ĐTNN khi đầu tư vào Việt Nam được quy định trong Luật Đầu tư 2020 và các văn bản hướng dẫn thi hành. Cụ thể, nhà ĐTNN bị hạn chế tiếp cận thị trường đối với một số lĩnh vực ngành, nghề kinh doanh được quy định trong Phụ lục 1 Nghị định số 31/2021/NĐ-CP ngày 26/03/2021 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Đầu tư 2020. Ngoại trừ những ngành, nghề được quy định tại Phụ lục 1, nhà ĐTNN được tiếp cận thị trường với tất cả các ngành, nghề còn lại giống như nhà đầu tư trong nước.

Mục A Phụ lục 1 bao gồm 25 ngành, nghề chưa được tiếp cận thị trường đối với nhà ĐTNN là những ngành, nghề chiến lược của nền kinh tế và những ngành, nghề liên quan đến quốc phòng, an ninh quốc gia như kinh doanh các hàng hóa, dịch vụ thuộc danh mục hàng hóa, dịch vụ thực hiện độc quyền Nhà nước trong lĩnh vực thương mại; hoạt động báo chí và hoạt động thu thập tin tức dưới mọi hình thức; dịch vụ điều tra và an ninh,... Mục B Phụ lục 1 quy định về 59 ngành, nghề tiếp cận thị trường có điều kiện với nhà ĐTNN. Điều kiện tiếp cận thị trường của nhà ĐTNN đối với các ngành, nghề này bao gồm: i) Tỷ lệ sở hữu vốn điều lệ của nhà đầu tư nước ngoài trong tổ chức kinh tế; ii) Hình thức đầu tư; iii) Phạm vi hoạt động đầu tư; iv) Năng lực của nhà đầu tư; đối tác tham gia thực hiện hoạt động đầu tư; v) Điều kiện khác theo quy định tại Luật, Nghị quyết của Quốc hội, Pháp lệnh, Nghị quyết của Ủy ban Thường vụ Quốc hội, Nghị định của Chính phủ và Điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên.

Đối với nhà ĐTNN đầu tư vào các công ty đại chúng, điều kiện về tỷ lệ sở hữu vốn nước ngoài được thực hiện theo quy định tại Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán 2019. Theo đó, đối với công ty đại

chúng hoạt động trong ngành, nghề đầu tư kinh doanh mà Điều ước quốc tế có Việt Nam là thành viên quy định về sở hữu nước ngoài thì thực hiện theo quy định tại Điều ước quốc tế đó⁶; hoặc những ngành, nghề đầu tư kinh doanh mà pháp luật chuyên ngành có quy định về sở hữu nước ngoài thì thực hiện theo quy định tại pháp luật đó.⁷ Đối với công ty đại chúng hoạt động trong ngành, nghề đầu tư kinh doanh thuộc danh mục ngành, nghề hạn chế tiếp cận thị trường đối với nhà ĐTNN thì thực hiện theo quy định về sở hữu nước ngoài tại danh mục. Trường hợp ngành, nghề tiếp cận thị trường có điều kiện tại danh mục không quy định cụ thể điều kiện tỷ lệ sở hữu vốn điều lệ của nhà ĐTNN trong tổ chức kinh tế thì tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa tại công ty là 50% vốn điều lệ. Trường hợp công ty đại chúng quyết định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa thấp hơn tỷ lệ quy định thì tỷ lệ cụ thể phải được Đại hội đồng cổ đông thông qua và quy định tại Điều lệ công ty. Đối với công ty đại chúng không thuộc các trường hợp nêu trên thì tỷ lệ sở hữu nước ngoài là không hạn chế, tức là nhà ĐTNN có thể sở hữu tối đa 100% vốn điều lệ của công ty.⁸

Những quy định về tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà ĐTNN cho thấy pháp luật đầu tư và pháp luật chứng khoán hiện hành đã có độ “mở” lớn với nhà ĐTNN so với giai đoạn từ năm 2020 trở về trước. Tuy vậy, tình hình huy động vốn ĐTNN thời gian qua vẫn còn nhiều khó khăn, kết quả đạt được chưa thật sự tương xứng với tiềm năng. Nhiều công ty kinh doanh các ngành, nghề tiếp cận thị trường có điều kiện, có tỷ suất lợi nhuận cao nên có sức hút lớn với nhà ĐTNN nhưng không được phép huy động vốn ĐTNN vượt quá 50% vốn điều lệ của công ty, ngay cả khi nhu cầu đầu tư của nhà ĐTNN vẫn còn rất lớn. Trong khi đó, nhiều công ty kinh doanh các ngành, nghề không bị hạn chế về tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà ĐTNN, tức là nhà ĐTNN có thể sở hữu 100% vốn điều lệ của công ty, lại không muốn và không thực hiện việc mời “room ngoại” để thu hút thêm

vốn nước ngoài. Điều này xuất phát từ các lý do sau đây: (i) Việc mời “room ngoại” có thể làm cho địa vị pháp lý của công ty thay đổi vì theo Luật Đầu tư 2020, công ty có nhà ĐTNN nắm giữ từ trên 50% vốn điều lệ trở lên phải đáp ứng điều kiện và thực hiện thủ tục đầu tư theo quy định đối với nhà ĐTNN trong các hoạt động đầu tư, đồng thời phải tuân thủ nhiều hạn chế, ràng buộc trong hoạt động kinh doanh hơn với các công ty trong nước.⁹ (ii) Các công ty lo ngại sẽ bị nhà ĐTNN kiểm soát, thâm tóm khi tỷ lệ sở hữu vốn điều lệ của nhà ĐTNN trong công ty tăng lên. (iii) Theo quy định của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, việc mời “room ngoại” là quyền chứ không phải nghĩa vụ của các công ty kinh doanh trong các ngành, nghề không bị hạn chế tiếp cận thị trường đối với nhà ĐTNN.¹⁰ Chính vì vậy, tình trạng cận “room ngoại” ở nhiều ngành, nghề đã và đang xảy ra, trở thành một rào cản đối với việc thu hút nguồn vốn nước ngoài, trong khi tiềm năng thu hút vốn ĐTNN vào Việt Nam vẫn còn rất lớn.

Trong bối cảnh đó, NVDR được xem là biện pháp phù hợp nhằm dung hòa giữa mục tiêu tăng cường thu hút vốn ĐTNN, đồng thời vẫn bảo đảm quyền kiểm soát công ty của các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là đối với công ty kinh doanh trong các ngành, nghề thuộc danh mục hạn chế tiếp cận thị trường đối với các nhà ĐTNN. Đối với nhà ĐTNN, NVDR giúp cho họ có thêm cơ hội đầu tư vào các công ty trong nước. Đối với các công ty đại chúng, NVDR giúp huy động thêm nguồn vốn ĐTNN mà không phải lo lắng về việc sẽ bị nhà ĐTNN thâm tóm do nhà đầu tư nắm giữ NVDR hoàn toàn không có quyền can thiệp vào hoạt động của công ty.

3.2. NVDR là giải pháp góp phần giúp thị trường chứng khoán Việt Nam nhanh chóng đáp ứng các tiêu chí để nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi

Sự cần thiết của NVDR tại Việt Nam còn xuất phát từ yêu cầu phải nhanh chóng nâng hạng TTCK Việt Nam. TTCK Việt Nam sau hơn

20 năm ra đời và phát triển, hiện vẫn bị được xếp vào nhóm thị trường cận biên (Frontier Market), trong khi TTCK của nhiều nước trong khu vực Đông Nam Á đã được đưa vào nhóm thị trường mới nổi (Emerging Market).¹¹ Một trong những nguyên nhân dẫn đến TTCK Việt Nam chưa được nâng hạng là khả năng tiếp cận thị trường của các nhà ĐTNN đối với nhiều ngành, nghề còn bị hạn chế, bởi quy định về tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà ĐTNN. Điều này đồng nghĩa với việc các nhà ĐTNN bị hạn chế khi mua vào cổ phiếu của các công ty kinh doanh trong các ngành, nghề này.

Trong bối cảnh Việt Nam chưa thể gỡ bỏ quy định về tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà ĐTNN trong một số ngành, nghề nhất định vì lý do an ninh kinh tế, chúng ta cần tìm các giải pháp khác nhằm tạo điều kiện cho nhà ĐTNN tiếp cận tốt hơn với TTCK trong nước, từ đó góp phần đạt mục tiêu mà Chính phủ đề ra là nâng hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi trước năm 2025. Theo đó, NVDR với các đặc thù pháp lý của nó chính là một giải pháp khả thi cho vấn đề này bởi các lý do sau đây:

Thứ nhất, vì NVDR là một loại chứng khoán nên NVDR ra đời sẽ góp phần làm đa dạng hóa sản phẩm cho TTCK. Với các đặc tính riêng của mình, sản phẩm NVDR phù hợp với các nhà đầu tư có mục tiêu cao nhất là lợi nhuận mà không quan tâm đến việc quản trị công ty. Thông qua NVDR, các nhà ĐTNN có thêm cơ hội đầu tư vào Việt Nam, đặc biệt là đầu tư vào các ngành, nghề hiện còn hạn chế tỷ lệ sở hữu vốn tối đa của nhà ĐTNN.

Thứ hai, NVDR có tính thanh khoản cao vì NVDR được phát hành theo yêu cầu của người mua là nhà đầu tư NVDR. Đồng thời, nhà đầu tư nắm giữ NVDR có thể chuyển nhượng lại NVDR đang nắm giữ cho Tổ chức phát hành, cho các nhà đầu tư khác, hoặc được chuyển đổi NVDR thành cổ phiếu cơ sở nếu tỷ lệ sở hữu vốn của nhà ĐTNN trong công ty chưa đạt mức tối đa theo luật định. Bởi NVDR có tính thanh khoản cao nên nó

cũng giúp gia tăng đáng kể tính thanh khoản của cổ phiếu cơ sở. Vì vậy, NVDR góp phần cải thiện tính thanh khoản của TTCK.

Thứ ba, NVDR là một giải pháp mà Tổ chức phát hành NVDR (công ty con của Sở DGCK) có thể chủ động triển khai thực hiện mà không phụ thuộc vào kế hoạch tăng vốn của doanh nghiệp. NVDR có thể triển khai trên nhiều cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch thuộc nhiều ngành, nghề khác nhau. Vì vậy, các nhà ĐTNN sẽ có nhiều cơ hội hơn, thuận lợi hơn khi tham gia vào TTCK Việt Nam.

Thứ tư, NVDR giúp thu hút thêm các nhà ĐTNN tham gia vào TTCK nên quy mô vốn hóa nhà ĐTNN có thể đầu tư trên TTCK Việt Nam sẽ tăng lên. Đây là một tiêu chí quan trọng mà các nhà đầu tư quốc tế sẽ xem xét khi lựa chọn quốc gia đầu tư. Thông thường, mức vốn hóa nhà ĐTNN có thể đầu tư phải đạt được một quy mô nhất định thì mới thu hút được nhà đầu tư quốc tế.

4. Kết luận

Trong bối cảnh TTCK Việt Nam hiện nay và khung pháp luật về đầu tư, pháp luật về chứng khoán và TTCK hiện hành, NVDR là một giải pháp rất phù hợp, có tính khả thi nhằm đáp ứng nhu cầu tăng thu hút vốn ĐTNN nhưng vẫn bảo đảm các tỷ lệ sở hữu nước ngoài theo luật định. Đồng thời, NVDR là biện pháp cải thiện khả năng tiếp cận thị trường của nhà ĐTNN, từ đó góp phần đáp ứng các tiêu chí để nâng hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi.

Tuy nhiên, pháp luật Việt Nam hiện mới chỉ dừng lại ở việc định danh NVDR, chưa có khung pháp lý điều chỉnh các vấn đề có liên quan đến việc triển khai và vận hành NVDR. Chính vì vậy, việc nhanh chóng hoàn thiện khung pháp lý về NVDR để đưa loại chứng khoán này vào giao dịch là một yêu cầu, nhiệm vụ rất cấp thiết trong bối cảnh cuộc cạnh tranh thu hút vốn ĐTNN giữa các quốc gia ngày càng quyết liệt, bởi hầu hết các nước đều tăng cường huy động vốn nước ngoài nhằm tạo nguồn lực để khôi phục và phát triển kinh tế sau đại dịch Covid-19 toàn cầu ■

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN:

¹ Phòng Nghiên cứu và Phát triển - Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, “NVDR - Một sáng kiến thành công của TTCK Thái Lan”, <https://www.tinnhanhchungkhoan.vn/nvdr-mot-sang-kien-thanh-cong-cua-ttck-thai-lan-post13037.html>

² Thai NVDR Company Limited (2020), “Prospectus about issuance of non-voting depositary receipts”, https://www.set.or.th/nvdr/en/info/files/Full_Prospectus_30012020.pdf

³ Bank of Thailand (2000), “Annual Economic Report 2000”, ISBN 974-8036-84-7, p.69.

⁴ Tanakorn Likitapwat và William F. Johnson (2016), “Market Segmentation in Developing Markets Evidence from Thai Non-Voting Depositary Receipts”, *Journal of Applied Economic Sciences* 11, p.241 - 256.

⁵ Khoản 8 Điều 4 Luật Chứng khoán 2019 quy định: “Chứng chỉ lưu ký là loại chứng khoán được phát hành trên cơ sở chứng khoán của tổ chức được thành lập và hoạt động hợp pháp tại Việt Nam.”

⁶ Các Điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên có quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài ví dụ như: Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU, Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện ASEAN - Nhật Bản, Hiệp định Đối tác kinh tế Việt Nam - Nhật Bản, Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - Hàn Quốc.

⁷ Điều 7 Nghị định số 01/2014/NĐ-CP ngày 03/01/2014 của Chính phủ về việc nhà ĐTNN mua cổ phần của tổ chức tín dụng Việt Nam quy định tỷ lệ sở hữu vốn tối đa của nhà ĐTNN trong một ngân hàng thương mại là không vượt quá 30% vốn điều lệ của ngân hàng đó.

⁸ Khoản 1 Điều 139 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán 2019

⁹ Khoản 1 Điều 23 Luật Đầu tư 2020

¹⁰ Mục c Khoản 1 Điều 139 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán 2019 quy định: “Trường hợp công ty đại chúng quyết định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa thấp hơn tỷ lệ quy định tại các điểm a, b, c, d, đ khoản 1 Điều này thì tỷ lệ cụ thể phải được Đại hội đồng cổ đông thông qua và quy định tại Điều lệ công ty.”

¹¹ Phương Nga, “Chứng khoán Việt lỡ hẹn nâng hạng thị trường: Vì sao và làm sao?”, <https://kinhthedoithi.vn/chung-khoan-viet-lo-hen-nang-hang-thi-truong-vi-sao-va-lam-sao.html>

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Quốc hội (2020). Luật Doanh nghiệp 2020.

2. Quốc hội (2020). Luật Đầu tư 2020.

3. Chính phủ (2020). Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán 2019.

4. Chính phủ (2021). Nghị định số 31/2021/NĐ-CP ngày 26/3/2021 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Đầu tư 2020.

5. Chính phủ (2014). Nghị định số 01/2014/NĐ-CP ngày 3/1/2014 của Chính phủ quy định về việc nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần của tổ chức tín dụng Việt Nam.

6. Phòng Nghiên cứu và Phát triển - Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, (2013). NVDR - Một sáng kiến thành công của Thị trường chứng khoán Thái Lan. Truy cập tại <https://www.tinnhanhchungkhoan.vn/nvdr-mot-sang-kien-thanh-cong-cua-ttck-thai-lan-post13037.html>.

7. Phương Nga, (2022). Chứng khoán Việt lỡ hẹn nâng hạng thị trường: Vì sao và làm sao? Truy cập tại <https://kinhtedothi.vn/chung-khoan-viet-lo-hen-nang-hang-thi-truong-vi-sao-va-lam-sao.html>.
8. Bank of Thailand (2000). Annual Economic Report 2000. YPFS Documents (Series 1). 8714. Available at <https://elischolar.library.yale.edu/ypfs-documents/8714>
9. Tanakorn Likitapwat và William F. Johnson (2016). Market Segmentation in Developing Markets Evidence from Thai Non-Voting Depository Receipts. Journal of Applied Economic Sciences, 11, 241 - 256.

Ngày nhận bài: 26/7/2023

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 1/8/2023

Ngày chấp nhận đăng bài: 10/8/2023

Thông tin tác giả:

ThS. NGUYỄN THỊ THU HIỀN

Đại học Luật TP. Hồ Chí Minh

NON-VOTING DEPOSITARY RECEIPT - A NEW FINANCIAL INSTRUMENT TO ATTRACT MORE FOREIGN INVESTMENT INTO VIETNAM

● Master. **NGUYEN THI THU HIEN**

Law University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

Non-voting depositary receipt (NVDR) is considered an effective financial instrument to attract more foreign investment without violating regulations on foreign investors's ownership restrictions in public companies while preventing foreign investors from usurping domestic companies. However, the existing regulations of Vietnam only make an identification of NVDR; there is no legal framework for NVDR. This paper analyzes and clarifies the necessity and suitability of NVDR for Vietnam. Based on the paper's findings, some recommendations are made to build and improve regulations on NVDR so that NVDR is officially applied in practice.

Keywords: Non-voting Depositary Receipt, new financial instrument, foreign investment.