

# MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁP LÝ TRONG VIỆC XÂY DỰNG PHÁP LUẬT VỀ CHỨNG CHỈ LƯU KÝ KHÔNG CÓ QUYỀN BIỂU QUYẾT TẠI VIỆT NAM

**PHAN THỊ THÀNH DƯƠNG**

Khoa Luật Thương mại, Trường Đại học Luật TP. Hồ Chí Minh  
Faculty of Commercial Law, Ho Chi Minh City University of Law

Email: pttduong@hcmulaw.edu.vn

**NGUYỄN THỊ THÚY**

Khoa Luật Thương mại, Trường Đại học Luật TP. Hồ Chí Minh  
Faculty of Commercial Law, Ho Chi Minh City University of Law

Email: ntthuy-tm@hcmulaw.edu.vn

## Tóm tắt

Các quy định pháp luật điều chỉnh Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (*non-voting depository receipts, NVDR*) hiện chỉ ở mức độ định danh, chưa đầy đủ cơ sở pháp lý để có thể triển khai phát hành và giao dịch NVDR vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Vì vậy, bài viết này đề cập, phân tích các vấn đề sau để đưa ra các kiến nghị về cơ sở lý luận cho việc xây dựng pháp luật điều chỉnh NVDR: (i) nhận diện, bản chất pháp lý và vai trò của NVDR ở thị trường Việt Nam; (ii) mối quan hệ giữa các chủ thể tham gia giao dịch NVDR và tương quan giữa NVDR với các loại chứng khoán khác; (iii) các yêu cầu đặt ra khi xây dựng quy định pháp luật điều chỉnh NVDR ở Việt Nam.

**Từ khóa:** chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết, NVDR, *non-voting right*, chứng khoán  
**Abstract**

The legal framework governing *non-voting depository receipts (NVDRs)* in Vietnam is currently still basic and requires amendments for successful issuance and trading in the Vietnamese stock market. This article aims to analyze key aspects to propose recommendations for enacting comprehensive legislation regarding NVDRs. Its scope for research covers: (i) identification NVDRs, their legal characteristics, and their role in the Vietnamese context; (ii) examining the relationships between parties involved in NVDR transactions and the connection between NVDRs and other types of securities; (iii) identifying essential considerations for establishing NVDR-related regulations in Vietnam.

**Keywords:** *non-voting Depository Receipt, NVDR, non-voting right, stocks*

**Ngày nhận bài:** 10/12/2022

**Ngày duyệt đăng:** 15/12/2023

Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (*non-voting depository receipt, NVDR*) là một loại chứng khoán trong nhóm chứng khoán mới với tên gọi “chứng chỉ lưu ký” đã được bổ sung tại Luật số 54/2019/QH14 của Quốc hội ban hành ngày 26/11/2019 (Luật Chứng khoán) và được ghi nhận tại Luật Doanh nghiệp số 59/2020/QH14 được Quốc hội ban hành ngày 17/06/2020 (Luật Doanh nghiệp năm 2020). Việc ghi nhận này là phù hợp với xu thế chung, bắt nguồn từ quy định hạn chế việc sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) tại các doanh nghiệp trong nước, từ đó loại bỏ khả năng can thiệp của các nhà đầu tư vào nền kinh tế nhưng vẫn có thể giải quyết được bài toán về thu hút

dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam, mặt khác cũng làm đa dạng hóa các sản phẩm chứng khoán trên thị trường. Đồng thời, NVDR còn là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, giúp cải thiện khả năng tiếp cận thị trường của NĐTNN, từ đó góp phần đạt mục tiêu mà Chính phủ đề ra là nâng hạng thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi trước năm 2025.<sup>1</sup>

Về bản chất, NVDR là một dạng thức xuất phát từ loại chứng khoán là chứng chỉ lưu ký. Mặc dù NVDR đã được hình thành và đưa vào ứng dụng ở các quốc gia khác (đặc biệt thành công ở Thái Lan) nhưng lại được xem là một dạng thức mới ở thị trường Việt Nam. Nhóm tác giả nhận thấy các quy định hiện hành liên quan đến vấn đề NVDR vẫn chỉ đang dừng lại với mức độ định danh và nhận diện đơn giản, mà chưa định hình đầy đủ cơ sở pháp lý để có thể triển khai phát hành và giao dịch NVDR trên thị trường. Thế nhưng, để có thể xây dựng khung pháp lý điều chỉnh cho việc triển khai và vận hành NVDR vào thực tiễn đòi hỏi phải làm rõ, phải nhận diện chính xác NVDR cho mô hình ở Việt Nam. Bài viết này sẽ đề cập, phân tích các vấn đề sau để đưa ra các kiến nghị xây dựng pháp luật điều chỉnh NVDR, bao gồm: (i) khái niệm, bản chất pháp lý và vai trò của NVDR ở thị trường Việt Nam; (ii) mối quan giữa các chủ thể tham gia giao dịch NVDR và tương quan giữa NVDR với các loại chứng khoán khác; (iii) các yêu cầu đặt ra khi xây dựng quy định pháp luật điều chỉnh NVDR ở Việt Nam.

### **1. Nhận diện, bản chất pháp lý và vai trò của chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết ở thị trường Việt Nam**

Khoản 6 Điều 114 Luật Doanh nghiệp năm 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.” Như vậy, NVDR được ghi nhận là một loại chứng chỉ lưu ký đặc biệt, tức là một loại chứng khoán được giao dịch trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam.<sup>2</sup> Sau đó, NVDR tiếp tục được điều chỉnh cụ thể hơn tại Điều 140 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của

1 Nâng hạng của TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi trước năm 2025 là một nội dung quan trọng trong Dự thảo Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2030 đang được Bộ Tài chính trình Chính phủ xem xét. Xem: Huy Thắng, “Bộ Tài chính triển khai giải pháp đồng bộ để nâng hạng thị trường chứng khoán”, *Cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính*, [https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages\\_r/1/tin-bo-tai-chinh?dDocName=MOFUCM238166](https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r/1/tin-bo-tai-chinh?dDocName=MOFUCM238166), truy cập ngày 25/10/2022.

2 Khoản 8 Điều 4 của Luật Chứng khoán năm 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”.

Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán (Nghị định số 155/2020/NĐ-CP) với nội dung như sau:

- 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.

- 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.

- 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.

- Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định về loại chứng khoán là cơ sở phát hành chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết, hạn mức phát hành, cơ chế chuyển đổi chứng khoán cơ sở thành chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết; việc thực hiện quyền tham dự Đại hội đồng cổ đông và biểu quyết của tổ chức phát hành, công bố thông tin, niêm yết, giao dịch, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán và các nội dung khác liên quan tới chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết.

Từ những quy định trên, NVDR được định hình thông qua một số đặc điểm pháp lý cơ bản sau đây:

*Một là*, NVDR là một loại chứng khoán, tức là một công cụ huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, được giao dịch trên TTCK Việt Nam. NVDR có đầy đủ các đặc tính của chứng khoán, như: (i) tính chuyển dịch, có thể chuyển nhượng giữa nhà đầu tư này sang nhà đầu tư khác; (ii) tính thanh khoản, khả năng chuyển đổi thành tiền; (iii) tính đầu tư, khả năng sinh lợi thông qua việc sở hữu và sinh lợi từ giá trị tăng trưởng của NVDR; (iv) tính rủi ro: như mọi chứng khoán khác, NVDR cũng có khả năng rủi ro do sự biến động của thị trường, tình hình hoạt động của chủ thể phát hành chứng khoán cơ sở...<sup>3</sup>

*Hai là*, NVDR là một loại chứng khoán phái sinh, hình thành dựa trên sự tồn tại của chứng khoán khác, được phát hành trên cơ sở là 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 phát hành chứng khoán cơ sở tăng lên. Nói cách khác, NVDR xác lập quyền đầu tư gián tiếp vào công ty niêm yết thông qua chủ thể đại diện là chủ thể sở

3 Xem thêm: International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank, *Handbook on Securities Statistics*, ISBN:978-1-49838-831-3, 2015, tr. 9-14 <https://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/pdf/hss.pdf>, truy cập ngày 02/11/2022.

hữu chứng khoán cơ sở. Chủ thể phát hành NVDR giữ vai trò như chủ thể trung chuyển vốn vào quá trình đầu tư của chủ thể phát hành chứng khoán cơ sở.

*Ba là*, người sở hữu NVDR có đầy đủ lợi ích kinh tế và nghĩa vụ tương ứng với phần cổ phiếu làm cơ sở phát hành NVDR, nhưng không có quyền biểu quyết tức 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. Quyền biểu quyết cũng được xem là quyền cơ bản của người sở hữu cổ phiếu phổ thông, có tính tác động đến quá trình vận hành một công ty, có thể làm thay đổi tính chất, quy mô, mục tiêu, định hướng của doanh nghiệp. Quyền biểu quyết thuộc về chủ sở hữu cổ phiếu phổ thông và có quyền phát hành NVDR trên lượng chứng khoán cơ sở mà mình sở hữu, lợi ích kinh tế và các nghĩa vụ khác của người sở hữu cổ phiếu sẽ được thực hiện theo tỉ lệ 1:1 và được “trung chuyển” từ người sở hữu cổ phiếu sang nhà đầu tư NVDR.

*Bốn là*, NVDR là một loại chứng chỉ lưu ký. Bởi lẽ, NVDR được phát hành trên cơ sở cổ phiếu phổ thông của công ty niêm yết là một loại chứng khoán của tổ chức được thành lập và hoạt động hợp pháp. Vì là chứng chỉ lưu ký, nên một lượng cổ phiếu cơ sở sẽ phải được lưu ký tại tổ chức phát hành NVDR làm cơ sở để phát hành lượng NVDR tương ứng. Điều này tương tự như quy định về chứng chỉ lưu ký ở một số quốc gia trên thế giới (Thái Lan, Mỹ, Hồng Kông).<sup>4</sup> NVDR, do vậy, phải được phát hành bởi một chủ thể trung gian. Các loại chứng chỉ lưu ký khác được phát hành chủ yếu qua chủ thể trung gian là ngân hàng thương mại, và có thể phát hành tại thị trường nước ngoài của chứng khoán cơ sở.<sup>5</sup> Trong khi đó, NVDR hướng đến việc thu hút vốn ngoại thông qua dòng vốn được đưa vào thị trường nước nơi chứng khoán cơ sở được phát hành.

*Năm là*, với đặc tính pháp lý là một loại chứng khoán phái sinh nên NVDR không thể được hình thành nếu không dựa trên sự tồn tại của chứng khoán cơ sở. Trong trường hợp này, chứng khoán cơ sở sẽ là cổ

4 Thai NVDR Company Limited, “Prospectus about issuance of non-voting depositary receipts”, 2020, [https://www.set.or.th/nvdr/en/info/files/Full\\_Prospectus\\_30012020.pdf](https://www.set.or.th/nvdr/en/info/files/Full_Prospectus_30012020.pdf), truy cập ngày 01/11/2022; Joseph Velli, “American Depositary Receipts: An Overview”, *Tạp chí Fordham International Law*, tập 17(5), 1993, <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2537&context=ilj>, truy cập ngày 22/11/2021; Xem: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Depositary-Receipt-Framework/FAQ-6/FAQ\\_6.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Depositary-Receipt-Framework/FAQ-6/FAQ_6.pdf), truy cập ngày 20/5/2022.

5 Ví dụ: Chứng chỉ lưu ký Hồng Kông (Hong Kong Depositary Receipts - HDRs) [https://www.hkex.com.hk/Global/Exchange/FAQ/Products/Securities/HDR?sc\\_lang=en#collapse-3](https://www.hkex.com.hk/Global/Exchange/FAQ/Products/Securities/HDR?sc_lang=en#collapse-3), truy cập ngày 20/5/2022; Chứng chỉ lưu ký Hoa Kỳ (American Depositary Receipts - ADRs) “Securities Act - 6893-6894” *SEC Docket*, tập 48(18), 1991, tr. 1441, <https://heinenonline.org/HOL/P?h=hein.journals/secdoc48&i=1439>, truy cập ngày 22/11/2021.

phiếu phổ thông của công ty niêm yết, với mục đích gia tăng khả năng thu hút nguồn vốn ngoại của các doanh nghiệp có quy mô vốn và số lượng nhà đầu tư lớn, tương ứng là khả năng kinh doanh và mức độ tác động đến các chỉ số kinh tế xã hội từ quy mô của mình. Vì là chứng khoán phái sinh, nên NVDR sẽ có các đặc tính của chứng khoán phái sinh. *Thứ nhất* là tính kết nối giữa 2 loại chứng khoán: chứng khoán cơ sở và chứng khoán phát hành dựa trên chứng khoán cơ sở. Sự kết nối này đảm bảo cho sự liên thông về vốn, làm cho khả năng thanh khoản trở nên linh động hơn. *Thứ hai*, tồn tại hai quyền sở hữu tương ứng với hai loại chứng khoán nhưng chỉ có một giá trị vốn chủ sở hữu, nên chúng có tính bắc cầu trong việc xác lập quyền sở hữu về vốn. Trong chừng mực nhất định, quyền song lập đối với hai loại chứng khoán này có thể dẫn đến hệ quả tạo ra sự song trùng về vốn vì cả hai đều xác lập quyền tài sản tương tự nhau, chỉ khác về một số nội dung và phạm vi quyền và nghĩa vụ tương ứng. Tuy vậy, đặc tính lưu ký của NVDR là cơ sở loại bỏ khả năng song trùng quyền và lợi ích vì chủ thể phát hành NVDR không phải là chủ thể sở hữu chứng khoán cơ sở mà chỉ là chủ thể nơi chứng khoán cơ sở được lưu ký.

Với việc nhận diện này, NVDR sẽ phát huy vai trò của mình và là một giải pháp khả thi cho vấn đề thu hút vốn ngoại, như sau: *Thứ nhất*, việc áp dụng NVDR giúp mở rộng cơ hội tham gia TTCK Việt Nam của NĐTNN mà chưa cần phải sửa đổi các quy định hiện hành về tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty đại chúng. *Thứ hai*, NVDR thu hút thêm các NĐTNN tham gia vào TTCK nên giúp tăng quy mô vốn hóa NĐTNN có thể đầu tư. Đây là một trong các tiêu chí hàng đầu được nhà đầu tư quốc tế quan tâm khi quyết định lựa chọn quốc gia đầu tư và bởi các tổ chức quốc tế tính chỉ số thị trường như MSCI (*Morgan Stanley Capital International*), S&P (*Standard & Poor's*), FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) trong việc xếp hạng TTCK. Mức vốn hóa NĐTNN có thể đầu tư phải đạt được đến một quy mô nhất định thì mới thu hút được nhà đầu tư quốc tế. *Thứ ba*, NVDR có tính thanh khoản cao do nhà đầu tư nắm giữ NVDR có thể chuyển nhượng NVDR cho các chủ thể khác hoặc chuyển thành cổ phiếu cơ sở nên sẽ làm sức hấp dẫn của TTCK tăng lên, thúc đẩy dòng vốn ngoại chảy nhanh hơn, mạnh hơn vào TTCK. *Thứ tư*, việc phát hành NVDR không phụ thuộc vào kế hoạch tăng vốn của doanh nghiệp. NVDR có thể triển khai trên tất cả các cổ phiếu niêm yết thuộc nhiều ngành, nghề khác nhau. Chính vì vậy, NVDR được kỳ vọng sẽ giúp TTCK Việt Nam khắc phục được hạn chế hiện nay liên quan tới khả năng tiếp cận thị trường của NĐTNN, từ đó góp phần nhanh chóng đáp ứng các tiêu chí để nâng hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thành thị trường mới nổi.

Như vậy, để NVDR có thể phát huy được các vai trò quan trọng của mình đối với nền kinh tế, việc xác định các chủ thể tham gia vào giao dịch NVDR, mối quan hệ giữa các chủ thể này cũng như mối tương quan giữa NVDR và các chứng khoán khác trên TTCK cũng là một vấn đề rất quan trọng tạo tiền đề xây dựng khung pháp lý điều chỉnh NVDR trong tương lai.

## **2. Mối quan hệ giữa các chủ thể tham gia giao dịch chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết và tương quan giữa chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết với các chứng khoán khác**

Việc xác định bản chất pháp lý của NVDR đã định hình các chủ thể tất yếu tham gia giao dịch NVDR sẽ phải bao gồm: (i) chủ thể phát hành chứng khoán cơ sở; (ii) chủ thể phát hành NVDR; (iii) nhà đầu tư NVDR; (iv) chủ thể giám sát, hỗ trợ thị trường.

Theo quy định tại Điều 140 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, nền tảng của quan hệ này bắt nguồn từ chứng khoán cơ sở, vậy nên chủ thể phát hành chứng khoán cơ sở, để dựa vào đó NVDR được phát hành, phải là công ty niêm yết. Trong trường hợp nếu muốn tăng khả năng huy động vốn từ nhà đầu tư ngoại mà giới hạn đầu tư đã hết, có thể thực hiện lưu ký một lượng cổ phiếu phổ thông đã được phép phát hành tại tổ chức phát hành NVDR.

Do đó, phát hành NVDR hoàn toàn phụ thuộc vào nhu cầu vốn của công ty niêm yết có muốn thu hút nguồn vốn ngoại hay không. Chủ thể phát hành NVDR dù được xác lập địa vị pháp lý như thế nào cũng chỉ có thể phát hành NVDR khi và chỉ khi có yêu cầu từ chủ thể phát hành cổ phiếu cơ sở, và thực hiện lưu ký lượng cổ phiếu này tại chủ thể phát hành. Chủ thể phát hành NVDR sẽ phải là chủ thể thể hiện tư cách là chủ thể trong nước và thực hiện vai trò trung gian hỗ trợ thị trường. Điều đó cho phép chúng ta có thể xem xét tư cách của Sở Giao dịch chứng khoán – với tư cách là một doanh nghiệp vốn hóa trong nước, và các ngân hàng thương mại – loại trừ các ngân hàng thương mại thuộc sở hữu 100% vốn nước ngoài, có thể thực hiện vai trò của một chủ thể phát hành NVDR.

Việc phát hành NVDR cũng cần tính đến nhu cầu của thị trường. Tức là, NVDR ứng với cổ phiếu cơ sở phải thu hút được sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào các doanh nghiệp mà tỷ lệ vốn góp của nhà đầu tư ngoại đã vượt ngưỡng cho phép. Mặt khác, nhà đầu tư ngoại cho rằng không nhất thiết phải nắm quyền biểu quyết vì lợi ích hình thành từ khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp này trở nên hấp dẫn hơn. Ở góc độ mở rộng, cần thấy rằng cũng nên xem xét cho phép cả nhà đầu

tu trong nước cũng có thể được sở hữu NVDR,<sup>6</sup> bởi lẽ họ có thể đã bỏ lỡ cơ hội sở hữu cổ phiếu cơ sở và mong muốn đầu tư tài chính lớn hơn là thực hiện quyền biểu quyết trong các công ty đầy tiềm năng mà họ nhắm tới. Nhà đầu tư NVDR vì thế vừa có quyền và nghĩa vụ như một cổ đông tương ứng với số cổ phiếu mà họ đại diện theo NVDR, chỉ trừ quyền biểu quyết đối với công ty phát hành chứng khoán cơ sở trong mối tương quan với chủ thể phát hành cổ phiếu cơ sở. Nhà đầu tư NVDR cũng đồng thời có mối quan hệ với chủ thể phát hành NVDR với tư cách là chủ sở hữu NVDR.

NVDR cũng có thể được niêm yết để thực hiện giao dịch tập trung trên TTCK, cũng có thể giao dịch qua TTCK phi tập trung<sup>7</sup> nếu chưa đủ điều kiện. Các giai đoạn từ việc chào bán đến thực hiện giao dịch NVDR đều phải tuân thủ các nguyên tắc của thị trường. Do vậy, các tổ chức quản lý điều hành thị trường như Sở Giao dịch chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán nhà nước; hay như các chủ thể hỗ trợ thị trường như công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại cũng là những chủ thể tham gia với tư cách là chủ thể hỗ trợ hoặc điều phối, quản lý quá trình hình thành, giao dịch NVDR được thông suốt và hợp quy, nhưng không phải là những chủ thể mang tính quyết định của việc hình thành NVDR.

Trong mối tương quan với các chứng khoán khác trong TTCK, với việc định danh NVDR, như đã phân tích, thì NVDR chỉ là một loại chứng khoán phái sinh. Sự phái sinh này mang lại cho NVDR một vị trí như là một loại chứng khoán bậc 2 so với chứng khoán cơ sở được xem là chứng khoán bậc 1. Nếu chứng khoán cơ sở tạo ra nguồn vốn trực tiếp vào quá trình đầu tư – có thể là đầu tư trực tiếp vào việc tạo ra hàng hóa cho các thị trường khác, hoặc dòng vốn đầu tư tài chính trực tiếp (như chứng chỉ quỹ), thì NVDR tạo ra dòng vốn chuyển tiếp, thứ cấp vào quá trình đầu tư mà không tăng thêm giá trị đầu tư mới.

Về tổng thể, NVDR sẽ góp phần làm phong phú, đa dạng thêm các loại hàng hóa là chứng khoán trên TTCK. Sự khởi tạo NVDR không tạo ra sự xung đột về quyền lợi hay nghĩa vụ với các loại chứng khoán khác do sự hình thành một cách độc lập, ngoại trừ chứng khoán cơ sở của NVDR. Như vậy, NVDR không có mối quan hệ với các chứng khoán khác trừ chứng khoán cơ sở là cổ phiếu phổ thông của công ty niêm yết tương ứng.

Khi cổ phiếu phổ thông cơ sở có biến động về thị giá hoặc liên quan đến tách, nhập, hoán đổi cổ phiếu thì sẽ tất yếu kéo theo sự biến động

6 Charltons, “Hong Kong Depository Receipt Framework to be implemented on 01 July 2008”, *Hong Kong Law Newsletter*, Số 60, 13/5/2008, <https://www.charltonslaw.com/hong-kong-depository-receipt-framework-to-be-implemented/>, truy cập ngày 22/5/2022.

7 TTCK phi tập trung (*Over-the-counter*).

tương ứng của NVDR về các quyền và nghĩa vụ cũng như giá trị vốn hóa, nếu có. Ngược lại, nhóm tác giả cho rằng khi NVDR biến động thì chỉ có thể biến động về thị giá, nên khả năng tác động ngược trở lại chứng khoán cơ sở không hình thành. Ở góc độ rộng hơn của TTCK, sự điều chỉnh, thay đổi của TTCK về giá cả hay khối lượng chứng khoán giao dịch nói chung sẽ phản ánh cung cầu TTCK khiến cho thị giá của NVDR cũng có thể dao động tương ứng trong tương quan chung với cổ phiếu cơ sở.

Từ những phân tích trên cho thấy, NVDR là một công cụ tài chính sáng tạo nhằm hướng đến hai mục tiêu là: hạn chế sự ảnh hưởng của các NĐTNN trong việc quản lý doanh nghiệp trong các lĩnh vực nhất định, nhưng vẫn mở ra cánh cửa đầu tư cho những nhà đầu tư chỉ cần các lợi ích thuần về tài chính, mà không quan tâm đến quyền quản trị doanh nghiệp. Tuy bản chất NVDR là một loại chứng khoán nhưng là một dạng thức đặc biệt, có một số đặc trưng pháp lý riêng, do đó, trong phần tiếp theo, nhóm tác giả đưa ra những lưu ý cụ thể để việc xây dựng khung pháp lý điều chỉnh để việc triển khai, vận hành NVDR vào thị trường được hiệu quả, khả thi.

### **3. Yêu cầu đặt ra khi xây dựng quy định pháp luật điều chỉnh chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết ở Việt Nam**

Việc xây dựng khung pháp lý cho việc điều chỉnh NVDR ở Việt Nam là nhu cầu tất yếu và đã được khẳng định ở các văn bản pháp lý như Luật Doanh nghiệp năm 2020, Luật Chứng khoán năm 2019 và Nghị định hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán năm 2019. Để đảm bảo cho các quy định pháp luật về NVDR có thể được thực thi và giải quyết được các vấn đề pháp lý cần điều chỉnh, thì cần lưu ý các yêu cầu sau đây:

*Thứ nhất*, các quy định về NVDR phải đảm bảo sự đồng bộ với các quy định pháp luật doanh nghiệp, luật đầu tư, luật chứng khoán và phù hợp với các luật chuyên ngành khác, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến giới hạn, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư cá nhân...

*Thứ hai*, các quy định về NVDR phải thể hiện được bản chất pháp lý của NVDR là một loại chứng khoán lưu ký và phái sinh dựa trên chứng khoán cơ sở là cổ phiếu phổ thông của công ty cổ phần. Thông thường, cổ phiếu cơ sở được lựa chọn cho việc phát hành NVDR là cổ phiếu phổ thông của công ty đại chúng hoặc công ty niêm yết, bởi lẽ những công ty niêm yết thông thường sẽ có nhu cầu vốn lớn, tính minh bạch và tính đại chúng cao nên cần thu hút vốn từ nhà đầu tư nước ngoài. Mặt khác, cần có cơ chế xác định việc lưu ký chứng khoán cơ sở để làm căn cứ phát hành NVDR.



*Thứ ba*, quy định về NVDR phải đảm bảo xác định được nội hàm pháp lý cần điều chỉnh để NVDR có cơ sở để hình thành, giao dịch và phát huy vai trò thúc đẩy tăng trưởng nguồn vốn cho thị trường, đặc biệt là thu hút nguồn vốn ngoại. Cụ thể, nội dung của quy định này cần giải quyết các vấn đề sau: (i) quy định về chứng khoán cơ sở của NVDR; (ii) chủ thể phát hành NVDR – quyền và nghĩa vụ; (iii) quy định về phương thức chào bán NVDR; (iv) quy định về điều kiện chào bán NVDR; (v) nhà đầu tư NVDR – quyền và nghĩa vụ; (vi) niêm yết, lưu ký NVDR; (vii) công bố thông tin liên quan NVDR; (viii) giao dịch NVDR.

*Thứ tư*, cần đảm bảo tính liên thông giữa NVDR và cổ phiếu cơ sở. Theo đó, việc xác lập quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư NVDR phải thể hiện được mối quan hệ tương ứng về quyền và nghĩa vụ liên quan đến chứng khoán cơ sở là cổ phiếu phổ thông.

*Thứ năm*, cần đảm bảo tính minh bạch trong mối quan hệ giữa chủ thể phát hành NVDR với chủ thể phát hành chứng khoán cơ sở, nhà đầu tư NVDR thông qua việc xác lập cơ chế bảo đảm thực thi quyền và nghĩa vụ của các bên trong quan hệ này, bảo đảm quyền và lợi ích chính đáng của nhà đầu tư và xa hơn là sự lành mạnh của TTCK nói chung.

## **Kết luận**

NVDR là một dạng đặc biệt của chứng chỉ lưu ký, một loại chứng khoán phái sinh, hình thành dựa trên chứng khoán cơ sở là cổ phiếu phổ thông. NVDR được xem là một công cụ tài chính thích hợp trong bối cảnh hiện nay ở Việt Nam để thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài vào những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh có điều kiện, bị giới hạn tỷ lệ đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, để NVDR có thể được triển khai hiệu quả vào thực tiễn, cần thiết phải nhận diện chính xác bản chất pháp lý của NVDR, xác định mối quan hệ giữa các chủ thể bắt buộc trong giao dịch NVDR cũng như các yêu cầu cần tuân thủ khi xây dựng khung pháp lý điều chỉnh về loại chứng khoán mới này. ●

## **Tài liệu tham khảo**

- [1] Charltons, “Hong Kong Depositary Receipt Framework to be implemented on 01 July 2008”, *Hong Kong Law Newsletter*, số 60, 2008
- [2] International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank, *Handbook on Securities Statistics*, ISBN:978-1-49838-831-3, 2015
- [3] Huy Thắng, “Bộ Tài chính triển khai giải pháp đồng bộ để nâng hạng thị trường chứng khoán”, *Cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính* [trans: Huy Thang, “The Ministry of Finance implements a synchronous solution to upgrade the stock market”, *Electronic Information Portal of the Ministry of Finance*]
- [4] Thai NVDR Company Limited, “Prospectus about issuance of non-voting depositary receipts”, 2020
- [5] Joseph Velli, “American Depositary Receipts: An Overview”, *Journal of Fordham International Law*, Vol. 17, No. 5, 1993