

QUY ĐỊNH VỀ TỶ LỆ SỞ HỮU CỦA NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TRẦN THỊ XUÂN ANH, PHẠM TIẾN MẠNH

Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 (Luật Chứng khoán năm 2019) sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2021 với nhiều quy định mới quan trọng, kỳ vọng sẽ góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển bền vững trong tương lai. Một trong những điểm mới quan trọng đó là Luật Chứng khoán năm 2019 đã quy định cụ thể, chi tiết về những nội dung liên quan đến tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán. Điều này tạo ra khung pháp lý đồng bộ, cởi mở thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài, tăng quy mô, thanh khoản cho thị trường chứng khoán, góp phần hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Từ khóa: Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, thanh khoản

COMMENTS ON OWNERSHIP RATIO OF FOREIGN INVESTORS IN VIETNAM SECURITIES MARKET IN LAW ON SECURITIES NO.54 / 2019 / QH14

Tran Thi Xuan Anh, Pham Tien Manh

Law on securities No. 54/2019/QH14 (Law on securities 2019), effective from 1/1/2021 with many new regulations, is expected to contribute to promoting the sustainable development of the securities market. One of the important new points is that the Law on Securities 2019 has specific provisions, detailing the contents related to foreign investors' ownership in the securities market. This creates a synchronous and open legal framework to attract foreign investment flows, increasing the scale and liquidity of the securities market, thereby contributing to promoting economic growth.

Keywords: Law on securities No. 54/2019/QH14, ownership ratio of foreign investors, liquidity

Ngày nhận bài: 12/2/2020

Ngày hoàn thiện biên tập: 19/2/2020

Ngày duyệt đăng: 2/3/2020

Khung khổ pháp lý về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán

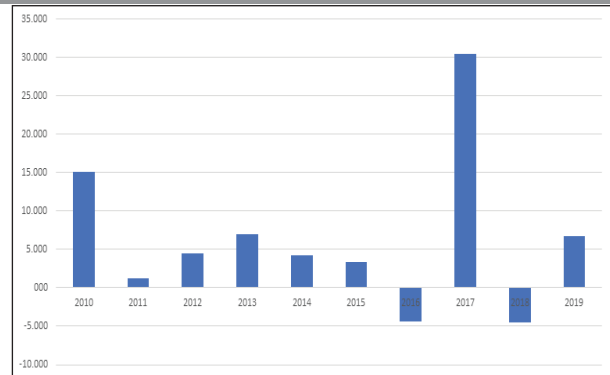
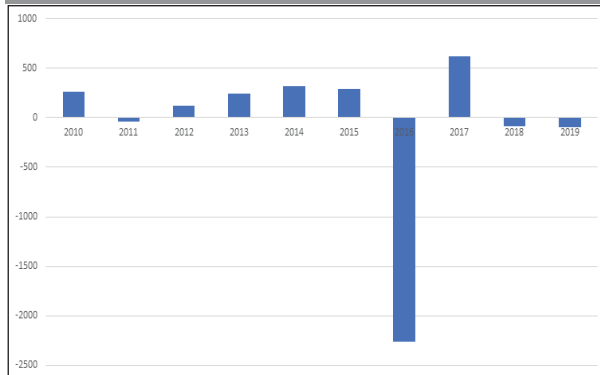
Nhằm tạo điều kiện môi trường pháp lý thuận lợi thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài và dòng vốn nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam, một loạt chính sách liên quan đã được thay đổi, ban hành và thực hiện

trong giai đoạn 1998 – 2019. Bắt đầu từ Quyết định số 139/1999/QĐ-TTg ngày 10/6/1999 về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam trên cơ sở Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Theo đó, vấn đề sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài bị khống chế ở mức tỷ lệ và đối tượng sở hữu gồm tỷ lệ sở hữu trái phiếu, cổ phiếu và đối với nhóm công ty tài chính và phi tài chính. Cụ thể: (1) các tổ chức, cá nhân nước ngoài được nắm giữ tối đa 20% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của một tổ chức phát hành, chứng chỉ quỹ đầu tư của một quỹ đầu tư chứng khoán, trong đó, một tổ chức nước ngoài được nắm giữ tối đa 7% và một cá nhân nước ngoài được nắm giữ tối đa 3%; (2) các tổ chức, cá nhân nước ngoài được nắm giữ tối đa 40% tổng số trái phiếu đang lưu hành của 1 tổ chức, trong đó 1 pháp nhân nắm giữ tối đa 10%; 1 cá nhân nắm giữ tối đa 5%. Với công ty chứng khoán, mức nắm giữ tối đa của bên nước ngoài trong công ty chứng khoán liên doanh là 30%.

Tiếp đến là Quyết định số 146/2003/QĐ-TTg thay thế Quyết định số 139/1999/QĐ-TTg quy định cụ thể về nói rộng hơn tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài song vẫn có sự khác biệt về đối tượng sở hữu đối với công ty tài chính và phi tài chính. Cụ thể, (1) các tổ chức, cá nhân nước ngoài được nắm giữ tối đa 30% số cổ phiếu niêm yết của tổ chức phát hành, đồng thời bỏ giới hạn trần sở hữu cho 1 nhà đầu tư; (2) trần sở hữu của khối ngoại tại công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ được



HÌNH: DIỄN BIẾN MUA-BÁN RÒNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI TRONG GIAI ĐOẠN 2010-2019
SỐ LƯỢNG: Triệu cổ phiếu, GIÁ TRỊ: Tỷ đồng



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

nâng lên 49% vốn điều lệ; không giới hạn về tỷ lệ sở hữu đối với trái phiếu.

Ngày 29/9/2005, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Với Quyết định này đã tạo ra bước tiến đáng kể khi quy định trần sở hữu khối ngoại đối với công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ là 49% vốn điều lệ, công ty đại chúng niêm yết, đăng ký giao dịch là 49% số cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch (trừ trường hợp một số ngành nghề đặc biệt) và không hạn chế đối với trái phiếu, trừ trường hợp các điều ước quốc tế mà Chính phủ Việt Nam ký kết có quy định khác.

Đến năm 2015, Chính phủ ban hành Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26/06/2015 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 ban hành quy định không hạn chế tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, trừ trường hợp điều lệ công ty có quy định khác. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp được trao quyền “chọn” tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trong phạm vi trần cho phép của ngành nghề kinh doanh mà doanh nghiệp hoạt động. Đến Luật Chứng khoán năm 2019 quy định ngoại trừ các trường hợp có quy định riêng, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp niêm yết là 100% trừ khi ngành nghề đặc thù có quy định riêng và không còn điều khoản phụ thuộc vào Điều lệ doanh nghiệp. Như vậy có thể thấy, so với Luật Chứng khoán 2006 được ban hành, Luật Chứng khoán năm 2019 đã là một bước tiến dài, mở đường cho các nhà đầu tư ngoại tham gia mạnh mẽ vào thị TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, vẫn còn những ý kiến cần trao đổi xung quanh vấn đề này dưới góc độ nhà đầu tư, doanh nghiệp niêm

yết cũng như các tổ chức kinh doanh chứng khoán tham gia thị trường.

Vấn đề cần trao đổi về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán

Những quy định mới về tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK tại Luật Chứng khoán năm 2019 được kỳ vọng tạo ra bước phát triển mới cho TTCK, góp phần giúp TTCK ngày càng phát triển, bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư; tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn, thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam... Để Luật Chứng khoán năm 2019 áp dụng hiệu quả vào thực tiễn phát triển của TTCK Việt Nam trong thời gian tới, nhóm tác giả trao đổi về những quy định mới về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán, từ đó đề xuất một số kiến nghị, cụ thể:

Một là, mặc dù đã có quy định khá “mở”, nhưng trên thực tế chưa cải thiện đáng kể yếu tố room ngoại như thị trường kỳ vọng trước đó. Tính tới cuối năm 2017, mới chỉ có 20 doanh nghiệp niêm yết nói tỷ lệ sở hữu tối đa cho nhà đầu tư nước ngoài trong tổng số 1.500 doanh nghiệp niêm yết và con số này là hơn 30 doanh nghiệp tính đến cuối năm 2019. Nguyên nhân chính là vì điều luật ban hành chưa cụ thể để hướng dẫn các công ty đại chúng thi hành bởi: (1) nhiều doanh nghiệp đại chúng đăng ký nhiều ngành nghề kinh doanh, trong đó có những ngành mà pháp luật ngành chưa quy định tỷ lệ sở hữu, nên muốn tăng tỷ lệ sở hữu hơn 49% thì phải loại bỏ một số ngành nghề đó...; (2) nếu tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài thực lên trên 51%, doanh nghiệp sẽ chịu nhiều hạn chế về hoạt động kinh doanh theo hướng chặt chẽ hơn so với doanh nghiệp trong nước, hạn chế về đầu tư,



BẢNG: GIÁ TRỊ MUA/BÁN RÒNG CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM (TỶ VND)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HOSE	15.142,78	1.237,43	3.702,60	5.610,22	3.765,77	2.799,09	-5.521,30	29.696,63	-3.589,17	5.189,46
HNX	N/A	10,17	969,29	1.289,04	494,95	767,20	825,34	-977,08	-1.041,49	-265,48
UPCOM	-17,60	-33,52	-146,67	63,96	12,93	-146,01	370,47	1.757,13	137,31	1.859,31
TỔNG	15.125,18	1.214,08	4.525,22	6.963,22	4.273,65	3.420,28	-4.325,49	30.476,68	-4.493,35	6.783,29

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

góp vốn... theo Luật Đầu tư; (3) với các CTCK có vốn nước ngoài chiếm trên 51% sẽ phải chịu ràng buộc về tự doanh, thanh toán, vay và cho vay đầu tư chứng khoán theo hướng chặt hơn CTCK nội địa. Từ đây, hai vấn đề tồn tại nữa xuất hiện, đó là: (i) sự thiếu hài hoà và công nhận lẫn nhau giữa pháp luật TTCK và Luật Đầu tư; (ii) môi trường kinh doanh, đầu tư còn có sự phân biệt đáng kể giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp nước ngoài. Do vậy, để đảm bảo Luật Chứng khoán năm 2019 được thực thi hiệu quả, điều cần bản là phải tạo cơ chế đối xử bình đẳng trong tiếp cận cơ hội đầu tư cho nhà đầu tư trong nước và nước ngoài.

Hai là, ở góc nhìn tích cực, việc mở ra một khung pháp lý thông thoáng giúp doanh nghiệp tiếp cận tốt hơn cơ hội huy động vốn ngoại và đón nhận thêm những nguồn lực mới. Tuy nhiên, mở đến 100% và doanh nghiệp không được tự quyết định tỷ lệ cụ thể cũng là một thách thức liên quan đến quy định về tư cách pháp lý khi nói room.

Cụ thể, theo Luật Đầu tư, nếu tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư ngoại từ 51% trở lên thì doanh nghiệp sẽ bị xem như là công ty nước ngoài và phải đáp ứng điều kiện và thực hiện thủ tục đầu tư theo quy định đối với nhà đầu tư nước ngoài khi thực hiện đầu tư thành lập tổ chức kinh tế; đầu tư góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp, đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nếu tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư ngoại đạt từ 51% vốn điều lệ, doanh nghiệp còn chịu sự ràng buộc về các khoản mục đầu tư, ví dụ, có thể doanh nghiệp đang đầu tư vào những ngành nghề chưa cho phép nhà đầu tư nước ngoài tham gia (như phân phối dược phẩm). Đây là lý do khiến nhiều doanh nghiệp niềm yết không muốn mở room cho nhà đầu tư nước ngoài theo Nghị định số 60/2015/NĐ-CP hiện hành.

Ba là, quy mô vốn hóa thị trường chứng khoán hiện nay của Việt Nam đã lớn, thậm chí vượt so với mặt bằng chung một số nước trong khu vực, một số nước, nằm trong danh sách thị trường mới nổi

theo xếp hạng của MSCI, nhưng số lượng doanh nghiệp đủ tiêu chuẩn hoặc đáp ứng được khẩu vị của nhà đầu tư ngoại sẵn sàng giải ngân không nhiều, xét ở tiêu chí trần tỷ lệ sở hữu và quy mô vốn hóa, ngành nghề yêu thích và các vấn đề khác (như công bố thông tin, chất lượng quản trị...). Do đó, việc nói room nhà đầu tư nước ngoài đưa ra trong bối cảnh hiện trạng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn là một bài toán khó, nếu muốn tăng cường kêu gọi dòng vốn quốc tế.

Bốn là, việc nói room nhà đầu tư nước ngoài không chỉ xem xét về mặt số lượng mà cả chất lượng nguồn vốn ngoại. Nếu chia nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) chảy vào nền kinh tế theo hai phân khúc: (1) Đầu tư mua cổ phần doanh nghiệp, và (2) mua bán thứ cấp (mua đi bán lại trên TTCK), thì TTCK Việt Nam đang chứng kiến xu hướng thứ hai nhiều hơn.

Hoạt động đầu tư mua cổ phần từ nguồn vốn FPI của các tổ chức nước ngoài hiện nay có thể khái quát là việc sở hữu một lượng lớn cổ phần tại các doanh nghiệp trong nước. Về cơ bản nguồn này thường tập trung vào các cơ hội cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, nhưng hiện đang có xu hướng đổ vào khu vực doanh nghiệp tư nhân. Song dù có đổ vào khu vực nào, mục đích cuối cùng của các nhà đầu tư nước ngoài là lợi nhuận. Đây cũng chính là mục tiêu của hoạt động đầu tư tài chính.

Nói rõ hơn, sản phẩm họ tìm kiếm là cổ phần của doanh nghiệp chứ không phải thứ doanh nghiệp đang sản xuất kinh doanh. Chính vì vậy, không ít trường hợp, dòng vốn FPI chỉ ở lại doanh nghiệp không quá một năm. Do đó, gọi họ là đối tác tài chính hay cổ đông lớn đúng hơn chứ không hẳn là đối tác chiến lược. Tuy nhiên, dù sao dòng vốn này kể cả là ngắn hạn vẫn có sức hấp dẫn riêng. Nói cách khác, dù việc tham gia vào doanh nghiệp chỉ để hưởng lợi trong thời gian ngắn, nhà đầu tư nước ngoài cũng đem lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp. Ngoài nguồn vốn mạnh, sự hỗ trợ



về kinh nghiệm quản lý, phát triển thị trường, hoạt động xúc tiến, quan hệ quốc tế, thu xếp kết nối... là những việc mà doanh nghiệp luôn cần. Nếu sau một thời gian nhà đầu tư nước ngoài thanh lý khoản đầu tư của mình (bán đi), thì việc này cũng sẽ diễn ra ngoài doanh nghiệp. Dù không ở lâu, và thường không trực tiếp tham gia quản trị điều hành, các nhà đầu tư tài chính lớn lại rất quan tâm đến việc giám sát (qua đại diện trực tiếp hoặc công ty kiểm toán). Điều này gián tiếp thúc đẩy doanh nghiệp mạnh lên.

Ở khía cạnh thứ hai, nhà đầu tư nước ngoài tham gia TTCK Việt Nam với mục đích mua đi bán lại, điều này ít nhiều đang ảnh hưởng đến thanh khoản của TTCK Việt Nam. Dữ liệu thống kê từ UBCKNN cho thấy, cơ cấu nguồn vốn FPI vào Việt Nam thời gian qua, xét theo loại chứng khoán đầu tư, tập trung chủ yếu ở mảng giao dịch cổ phiếu.

Năm 2012, khối ngoại đã mua ròng gần 4.600 tỷ đồng trên hai sàn Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, giá trị mua ròng trong năm 2012 gần gấp 3 lần so với năm 2011 góp phần làm gia tăng quy mô vốn cổ phiếu năm 2012 lên mức gần 1900 triệu USD. Đặc biệt, năm 2017 chứng kiến giá trị mua ròng của các nhà đầu tư nước ngoài lên đến gần 30.500 tỷ đồng, đây có thể coi là con số kỷ lục trong suốt giai đoạn 10 năm qua (2010-2019). Mặc dù, trong hai năm 2016 và 2018, các nhà đầu tư nước ngoài bán ròng trên toàn thị trường chứng khoán Việt Nam (tương ứng hơn 4.300 tỷ và gần 4.500 tỷ đồng), nhưng đến năm 2019, giá trị mua ròng đã quay trở lại chiếm ưu thế, với gần 6.800 tỷ đồng giá trị giao dịch.

Mặc dù, chưa đến mức dẫn dắt thị trường, song giao dịch NĐTNN trong thời gian gần đây ít nhiều đã có tính chất định hướng thị trường. Theo số liệu từ HOSE trong năm 2016, với xu hướng bán ròng cả về giá trị lẫn khối lượng của khối ngoại, với khối lượng mua chiếm 5,91% toàn thị trường, nhưng giá trị chiếm tới 17,44%; trong khi khối lượng bán chiếm 9,07%, nhưng giá trị bán lại chiếm tới 18,52% của toàn thị trường. Cũng tại HOSE, năm 2019 ghi nhận khối lượng mua chiếm 6,44% (tương đương 21,14% giá trị), trong khi khối lượng bán chiếm 11,05% (tương đương 20,44% giá trị) của toàn thị trường. Đối với HNX, tỷ trọng giao dịch khiêm tốn hơn, năm 2017 khối lượng mua chiếm 2,1% (tương ứng 5,51% giá trị), khối lượng bán chiếm 3,12% (tương đương 6,31% giá trị) toàn thị trường; tại năm 2019, các con số tương

ứng là 2,53% khối lượng (4,47% giá trị) và 3,74% khối lượng (5,09% giá trị) toàn thị trường.

Năm là, theo quy định mới của Luật Chứng khoán 2019, đối tượng được phép tham gia mua chứng khoán phát hành riêng lẻ của các công ty đại chúng, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán chỉ bao gồm các nhà đầu tư chiến lược và các nhà đầu tư chuyên nghiệp; so với quy định cũ, thì đối tượng tham gia là nhà đầu tư chuyên nghiệp và dưới 100 nhà đầu tư cá nhân. Mặc dù, theo quy định mới, nhà đầu tư chuyên nghiệp đã được mở rộng hơn, trong đó bao gồm cả các nhà đầu tư cá nhân với giá trị nắm giữ chứng khoán tối thiểu 2 tỷ đồng, hoặc có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu 01 tỷ đồng. Tuy nhiên, quy định này sẽ tạo ra không ít khó khăn đối với các nhà đầu tư cá nhân nước ngoài, khi mới tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam, nhưng lại mong muốn đầu tư vào các công ty đại chúng, công ty chứng khoán, hoặc các quỹ đầu tư chứng khoán thông qua các đợt phát hành chứng khoán riêng lẻ. Chính điều này đã làm hạn chế khả năng tiếp cận vốn của các tổ chức phát hành khi lựa chọn các nhà đầu tư cá nhân nước ngoài có tiềm năng.

Luật Chứng khoán 2019 đã sửa đổi nhiều nội dung mang tính toàn diện nhằm hướng tới một thị trường chứng khoán phát triển bền vững, thể hiện sự quyết tâm của Việt Nam trong việc làm lành mạnh, minh bạch thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

Tài liệu tham khảo:

1. Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14;
2. Quyết định số 139/1999/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam trên cơ sở Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán;
3. Quyết định số 146/2003/QĐ-TTg ngày 17/7/2003 thay thế Quyết định số 139/1999/QĐ-TTg.
4. Công ty cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam, (2016), Chuẩn bị cho cú bật mới. Triển vọng Việt Nam năm 2016. Hà Nội: Công ty cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam;
5. Nguyễn Thành Long (2015), Quản lý dòng lưu chuyển vốn quốc tế: Cơ hội và bài học kinh nghiệm, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Thông tin tác giả:

TS. Trần Thị Xuân Anh, TS. Phạm Tiến Mạnh
Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng
Email: anhttx@hvn.edu.vn