

XÂY DỰNG QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ CHỨNG CHỈ LƯU KÝ KHÔNG CÓ QUYỀN BIỂU QUYẾT Ở VIỆT NAM

*Phan Thị Thành Dương**
*Nguyễn Thị Thu Hiền***

Tóm tắt: Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết là công cụ tài chính hiệu quả để tăng thu hút vốn đầu tư nước ngoài 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 thôn tính các công ty trong nước. Tuy nhiên, pháp luật Việt Nam hiện nay mới chỉ định danh về chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết mà chưa có khung pháp lý về chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết. Vì vậy, nội dung của bài viết tập trung vào các vấn đề sau đây: (1) Phân tích, làm rõ sự cần thiết phải nhanh chóng xây dựng và hoàn thiện pháp luật về Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết ở Việt Nam; (2) Đề xuất các kiến nghị cụ thể để xây dựng khung pháp luật về Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết ở Việt Nam.

Abstract: NVDR is an effective financial instrument to increase the attraction of foreign investment without violating regulations on foreign investors's ownership restriction in public companies while preventing foreign investors from usurping domestic companies. However, the existing legal regulations of Vietnam only make an identification about NVDR, there is no legal framework for NVDR. Therefore, the article focuses on the following issues: (1) Analyzing and clarifying the need to build and improve the law on NVDR in Vietnam; (2) Proposing specific recommendations on the contents of the law adjustment of NVDR in Vietnam.

1. Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết là gì?

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. Tuy nhiên, mặt hạn chế của ĐTNN là các doanh nghiệp trong nước có thể bị các nhà ĐTNN thôn tính, từ đó tác động tiêu cực đến nền kinh tế nội địa. Trong bối cảnh đó, chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết, (Non-voting Depositary Receipt - NVDR), được xem là công cụ tài chính hiệu quả nhằm tăng thu hút vốn

ĐTNN, đồng thời ngăn ngừa được tình trạng nhà ĐTNN thôn tính các doanh nghiệp trong nước.

Theo quy định của Thái Lan, quốc gia rất thành công trong việc áp dụng NVDR thì 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 mua và 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

* TS., Khoa Luật Thương mại, Trường Đại học Luật Tp. Hồ Chí Minh.

** ThS., Khoa Luật Thương mại, Trường Đại học Luật Tp. Hồ Chí Minh.

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 tiêu¹. Như vậy, sự khác biệt duy nhất giữa đầu tư vào NVDR và đầu tư vào cổ phiếu 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, đồng thời ngăn ngừa được nguy cơ công ty trong nước bị thôn tính 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 2000², NVDR đã có sự tăng trưởng không ngừng, được coi là giải pháp chính yếu thúc đẩy ĐTNN vào thị trường chứng khoán (TTCK). NVDR đã góp phần cải thiện đáng kể quy mô và tính thanh khoản của TTCK Thái Lan, từ đó giúp nâng hạng TTCK Thái Lan từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi và phát huy tối đa vai trò của TTCK là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế³.

¹ 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, truy cập ngày 30/11/2022.

² Ngày 18/7/2000, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Thái Lan (SET) đã công bố các biện pháp quan trọng khẩn cấp, trong đó phát hành NVDR được xem là biện pháp ưu tiên để thu hút nguồn vốn của nhà ĐTNN trong bối cảnh nền kinh tế Thái Lan giảm sút nghiêm trọng và tình trạng thoái vốn mạnh của nhà ĐTNN trên TTCK sau tác động của khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Xem thêm: Bank of Thailand (2000), *Annual Economic Report 2000*, ISBN 974-8036-84-7, p.69.

³ 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>, đăng tải ngày 13/8/2013, truy cập 30/11/2022.

2. Sự cần thiết phải xây dựng và hoàn thiện pháp luật về chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết ở Việt Nam

Ở Việt Nam, từ những năm 2010 - 2012, Sở Giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh đã bắt đầu nghiên cứu về NVDR⁴. Tuy nhiên, phải tới năm 2020, NVDR mới lần đầu tiên được ghi nhận tại Luật Doanh nghiệp năm 2020. 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*”.

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 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán năm 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*

⁴ Mai Hiền, *HOSE tiên phong nghiên cứu, triển khai nhiều sản phẩm chứng khoán và nghiệp vụ mới*, Tạp chí Tài chính - Tiền tệ online, <https://thitruongtaichinhiente.vn/hose-tien-phong-nghien-cuu-trien-khai-nhieu-san-pham-chung-khoan-va-nghiep-vu-moi-28277.html>, đăng tải ngày 14/7/2020, truy cập ngày 30/11/2022.

nhưng không có các quyền khác về kinh tế liên quan đến cổ phiếu đó”.

Tính cho đến nay, pháp luật Việt Nam về NVDR mới chỉ dừng lại ở hai quy định nêu trên. Nói cách khác, pháp luật Việt Nam mới chỉ quy định về việc nhận diện NVDR mà chưa có khung pháp lý cụ thể điều chỉnh về NVDR nên chưa thể áp dụng NVDR vào thực tiễn. Nhóm tác giả cho rằng, việc nhanh chóng xây dựng và 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. Sự cấp thiết này thể hiện cụ thể ở các khía cạnh sau đây.

2.1. Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết là biện pháp tăng thu hút vốn đầu tư nước ngoài nhưng vẫn bảo đảm tuân thủ tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa trong các công ty đại chúng

Việt Nam hiện là một quốc gia có nhiều hấp dẫn với nhà ĐTNN vì kinh tế vĩ mô ổn định với đà tăng trưởng cao, lạm phát được kiểm soát chặt chẽ, nguồn nhân lực trẻ, có trình độ... Tuy nhiên, tình hình huy động vốn ĐTNN thời gian qua vẫn còn nhiều khó khăn, kết quả đạt được chưa 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 lớn⁵. Trong khi đó, các công ty kinh doanh 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 nói “room ngoại” để thu hút thêm vốn nước ngoài.

⁵ Khoản 1 Điều 139 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán năm 2019.

Điều này xuất phát từ các lý do sau đây: *Thứ nhất*, việc nói “room ngoại” có thể làm cho địa vị pháp lý của công ty thay đổi vì theo Luật Đầu tư năm 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 so với các công ty trong nước⁶. *Thứ hai*, 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. *Thứ ba*, theo quy định của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, việc nói “room ngoại” là quyền chứ không phải nghĩa vụ của những công ty kinh doanh trong các ngành, nghề không bị hạn chế tiếp cận thị trường đối với nhà ĐTNN⁷. 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 là biện pháp phù hợp để tăng thu hút vốn ĐTNN thông qua việc nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài một cách gián tiếp cho tất cả các công ty đại chúng mà không phải sửa đổi các quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa trong các công ty đại chúng, đồng thời vẫn đảm bảo mục tiêu quản lý nhà nước do việc nhà ĐTNN sở hữu NVDR sẽ không có quyền biểu quyết nên không thể can thiệp vào hoạt động của công ty trong nước.

⁶ Khoản 1 Điều 23 Luật Đầu tư năm 2020.

⁷ Điểm e khoản 1 Điều 139 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán năm 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*”.

2.2. Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết 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 nổi⁸

TTCK Việt Nam, sau hơn 20 năm ra đời và phát triển, hiện vẫn bị 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)⁹. Một trong các nguyên nhân dẫn đến TTCK Việt Nam chưa được nâng hạng là khả năng tiếp

⁸ Nhằm mục đích hỗ trợ các nhà đầu tư quốc tế trong việc đánh giá các cơ hội đầu tư trên phạm vi toàn cầu, 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), Dow Jones và Russell thường phân loại TTCK theo 3 cấp độ: Thị trường phát triển (Developed Market), Thị trường mới nổi (Emerging Market) và Thị trường cận biên (Frontier Market). Để đưa ra tiêu chí xếp hạng TTCK, các tổ chức này thực hiện khảo sát đối với các nhà đầu tư trên thế giới. Do đó, TTCK của các nước được xếp hạng đều dựa trên đánh giá chung của giới đầu tư toàn cầu, thể hiện mức độ quan tâm của nhà đầu tư quốc tế tới thị trường đó, cũng như đánh giá của họ về mức độ phát triển của từng TTCK riêng biệt. Các tiêu chí chung làm cơ sở phân loại TTCK bao gồm: i) Quy mô thị trường; ii) Tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN; iii) Khả năng tự do chuyển đổi ngoại tệ; iv) Phương thức thanh toán sau giao dịch; v) Giao dịch bán không và cho vay chứng khoán.

Xem thêm: Khuất Thị Kiều Vân (Ủy ban chứng khoán Nhà nước), *Giới thiệu các tiêu chí xếp hạng TTCK của MSCI*, http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/vi/aptcnoidu-ngchitiet.jspx?id=906&_afLoop=124633410452000&_afWindowMode=0#%40%3F_afLoop%3D124633410452000%26id%3D906%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Daumyibg1c_9, đăng tải ngày 07/5/2015, truy cập ngày 30/11/2022.

⁹ Phương Nga, *Chứng khoán Việt lỡ hẹn nâng hạng thị trường: Vì sao và làm sao?*, <https://kinhdothi.vn/chung-khoan-viet-lo-hen-nang-hang-thi-truong-vi-sa-o-va-lam-sao.html>, đăng tải ngày 19/6/2022, truy cập ngày 30/11/2022.

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, để 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 2025¹⁰, Việt Nam cần có những giải pháp cụ thể trong việc cải thiện khả năng tiếp cận TTCK trong nước của nhà ĐTNN. Nhóm tác giả nhận thấy NVDR 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, 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 cho Tổ chức phát

¹⁰ 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 thêm: Huy Thắng, *Bộ Tài chính triển khai giải pháp đồng bộ để nâng hạng thị trường chứng khoán*, https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r/l/tin-bo-tai-chinh?DdocName=MOFUCM238166, đăng tải ngày 04/7/2022, truy cập ngày 30/11/2022.

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 phát hành cổ phiếu cơ sở chưa đạt mức tối đa theo luật định. Thêm vào đó, do 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 Giao dịch chứng khoán) có thể chủ động triển khai thực hiện mà không phụ thuộc vào kế hoạch tăng vốn của công ty phát hành cổ phiếu cơ sở. 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 trong các tiêu chí hàng đầu mà các nhà đầu tư quốc tế sẽ xem xét khi lựa chọn quốc gia đầu tư và được 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) sử dụng trong việc xếp hạng TTCK. 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.

Tóm lại, trong bối cảnh Việt Nam hiện nay, NVDR là một giải pháp rất phù hợp nhằm đáp ứng nhu cầu tăng thu hút vốn ĐTNN của nền kinh tế nội địa nhưng vẫn bảo đảm tuân thủ 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.

3. Một số kiến nghị về khung pháp lý điều chỉnh chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết ở Việt Nam

Trên cơ sở nghiên cứu quy định pháp luật về NVDR của Thái Lan - quốc gia rất thành công trong việc áp dụng NVDR và có mô hình NVDR được đánh giá là đặc biệt phù hợp với các nước đang phát triển và có TTCK còn non trẻ để dung hoà 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 địa¹¹, đặt trong mối tương quan với pháp luật đầu tư và pháp luật chứng khoán Việt Nam hiện hành, nhóm tác giả đề xuất một số kiến nghị cụ thể sau đây nhằm xây dựng khung pháp lý điều chỉnh NVDR ở Việt Nam.

3.1. Về đối tượng, phạm vi điều chỉnh của pháp luật về Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết

NVDR là một loại chứng khoán mà việc hình thành và giao dịch được thiết lập trong mối tương quan giữa các chủ thể sau: i) Chủ thể phát hành chứng khoán cơ sở là công ty niêm yết, đăng ký giao dịch (gọi chung là Công ty mục tiêu); ii) Tổ chức phát hành NVDR là chủ thể mua, sở hữu chứng khoán cơ sở và phát hành NVDR cho nhà đầu tư theo tỷ lệ 01 cổ phiếu cơ sở phát hành được 01 NVDR; iii) Nhà đầu tư NVDR. Theo đó, pháp luật về NVDR sẽ có đối tượng điều chỉnh là các vấn đề liên quan đến NVDR từ phát hành đến quá trình giao dịch NVDR, bao gồm các quy định về chứng khoán cơ

¹¹ Xem thêm: Tanakorn Likitapwat và William F. Johnson (2016), *Market Segmentation in Developing Markets Evidence from Thai Non-Voting Depository Receipts*, Journal of Applied Economic Sciences, Số 11, p.241 - 256.

sở; chủ thể phát hành NVDR; điều kiện phát hành NVDR; các nội dung về chào bán, lưu ký, niêm yết, giao dịch NVDR; quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư NVDR; quyền và nghĩa vụ của chủ thể phát hành NVDR; công bố thông tin về NVDR.

Phạm vi điều chỉnh của pháp luật về NVDR là các chủ thể liên quan trong quá trình chào bán, giao dịch NVDR, trong đó bao gồm chủ thể phát hành NVDR, nhà đầu tư NVDR và các chủ thể tham gia quản lý đối với NVDR như Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán.

3.2. Về chứng khoán cơ sở để phát hành Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết

Khoản 1 Điều 140 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP quy định: “*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*”. Như vậy, theo quy định hiện nay thì chứng khoán cơ sở của NVDR là cổ phiếu của công ty niêm yết hoặc công ty đăng ký giao dịch¹².

Theo nhóm tác giả, phạm vi chứng khoán cơ sở để phát hành NVDR có thể mở rộng cho cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết, chưa đăng ký giao dịch bởi đây cũng là loại hình công ty có nhu cầu huy động vốn lớn, có tính minh bạch và tính đại chúng cao¹³. Đồng thời, pháp luật về

NVDR cần có quy định về tỷ lệ tối đa cổ phiếu cơ sở trên vốn điều lệ của Công ty mục tiêu được phát hành NVDR sao cho bảo đảm tính thống nhất với các quy định về hạn chế nhà ĐTNN của pháp luật chuyên ngành. Ví dụ, nếu Công ty mục tiêu là tổ chức tín dụng, tỷ lệ này không được vượt quá 15% vốn điều lệ của tổ chức tín dụng để phù hợp với quy định của Luật Các tổ chức tín dụng về tỉ lệ sở hữu vốn tối đa của một tổ chức trong tổ chức tín dụng¹⁴.

3.3. Về tổ chức phát hành Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết

Trên cơ sở quy định hiện hành về tổ chức và hoạt động của Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam¹⁵, nhóm tác giả kiến nghị Tổ chức phát hành NVDR ở Việt Nam là công ty con của Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam, do Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam thành lập và nắm giữ 100% vốn điều lệ. Chức năng chính của tổ chức này là phát hành NVDR để bán cho nhà đầu tư và tham gia vào quá trình vận hành NDVR trên TTCK Việt Nam. Trong tương lai, khi thị trường NVDR đã hoạt động ổn định, chúng ta có thể cho phép ngân hàng thương mại thỏa mãn các điều kiện về bảo đảm an toàn cho hoạt động ngân hàng và hoạt động phát hành NVDR cũng được phép phát hành NVDR. Quy định này sẽ làm đa dạng hóa sản phẩm NVDR trên TTCK và góp phần kiểm soát vị thế độc quyền phát hành NVDR của Tổ chức phát hành NVDR thuộc

¹² Khoản 48 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định: “*Tổ chức niêm yết, tổ chức đăng ký giao dịch là tổ chức có chứng khoán phát hành được niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch chứng khoán*”.

¹³ Khoản 1 Điều 32 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định: *Công ty đại chúng* là công ty cổ phần thuộc một trong hai trường hợp sau đây: a) Công ty có vốn điều lệ đã góp từ 30 tỷ đồng trở lên và có tối thiểu là 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 nhà đầu tư không phải là cổ đông lớn nắm

giữ; b) Công ty đã thực hiện chào bán thành công cổ phiếu lần đầu ra công chúng thông qua đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

¹⁴ Theo khoản 2 Điều 55 Luật Các tổ chức tín dụng năm 2010 (sửa đổi, bổ sung năm 2017), một cổ đông là tổ chức không được sở hữu vượt quá 15% vốn điều lệ của một tổ chức tín dụng.

¹⁵ Xem Điều 43 Luật Chứng khoán năm 2019, Quyết định số 37/2020/QĐ-TTg ngày 23/12/2020 của Thủ tướng Chính phủ về thành lập, tổ chức và hoạt động của Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam.

Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam, từ đó bảo đảm thị trường NVDR nói riêng và TTCK nói chung vận hành theo đúng các quy luật của nền kinh tế thị trường.

Tham gia vào quá trình vận hành NVDR, Tổ chức phát hành NVDR sẽ có các quyền và nghĩa vụ pháp lý sau đây:

Thứ nhất, Tổ chức phát hành NVDR có quyền mua cổ phiếu cơ sở của Công ty mục tiêu và phát hành NVDR tương ứng cho nhà đầu tư. Khi nhà đầu tư có nhu cầu mua NVDR được phát hành trên cổ phiếu cơ sở của một Công ty mục tiêu, nhà đầu tư sẽ đặt lệnh mua NVDR với số lượng và mức giá cụ thể. Các thông tin này sẽ được chuyển tới Tổ chức phát hành. Căn cứ vào nhu cầu của nhà đầu tư, Tổ chức phát hành NVDR thực hiện mua cổ phiếu phổ thông của Công ty mục tiêu, nắm giữ quyền sở hữu đối với số cổ phiếu này và phát hành NVDR tương ứng cho nhà đầu tư theo tỷ lệ 1:1. Chứng chỉ chứng nhận quyền sở hữu NVDR sẽ được Tổ chức phát hành cấp cho nhà đầu tư khi có yêu cầu¹⁶.

Thứ hai, Tổ chức phát hành NVDR có quyền tham gia Đại hội đồng cổ đông của Công ty mục tiêu và thực hiện quyền biểu quyết đối với việc hủy niêm yết của Công ty mục tiêu. Tổ chức phát hành NVDR sở hữu số cổ phiếu phổ thông của Công ty mục tiêu tương ứng với số NVDR đã phát hành cho nhà đầu tư, nên là cổ đông phổ thông của

Công ty mục tiêu¹⁷ và có quyền tham dự tất cả cuộc họp Đại hội đồng cổ đông của Công ty mục tiêu¹⁸. Tuy nhiên, Tổ chức phát hành không có quyền biểu quyết đối với mọi vấn đề của Công ty mục tiêu, ngoại trừ biểu quyết về việc hủy niêm yết¹⁹. Quyền biểu quyết tương ứng với tỷ lệ cổ phần của Công ty mục tiêu mà Tổ chức phát hành nắm giữ sẽ được phân bổ lại cho các cổ đông trong nước tương ứng với tỷ lệ nắm giữ cổ phần của các nhà đầu tư đó theo cơ chế ủy quyền từ Tổ chức phát hành.

Thứ ba, Tổ chức phát hành NVDR có nghĩa vụ nhận các lợi ích kinh tế phát sinh từ cổ phiếu cơ sở từ Công ty mục tiêu và chuyển giao các lợi ích kinh tế này cho nhà đầu tư NVDR. Với tư cách là cổ đông của Công ty mục tiêu, Tổ chức phát hành NVDR sẽ nhận mọi lợi ích kinh tế phát sinh từ số cổ phiếu cơ sở²⁰ mà mình nắm giữ, bao gồm cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu của Công ty mục tiêu, quyền mua cổ phiếu mới hoặc các lợi ích kinh tế khác²¹. Sau đó, Tổ chức phát hành có nghĩa vụ chuyển giao toàn bộ các lợi ích kinh tế này cho các nhà đầu tư NVDR tương ứng với số NVDR mà nhà đầu tư đang sở hữu.

Thứ tư, Tổ chức phát hành NVDR có nghĩa vụ công bố thông tin liên quan đến NVDR. Các thông tin mà Tổ chức phát hành NVDR có nghĩa vụ công bố là những thông tin về việc phát hành và vận hành NVDR như thông tin về số lượng lệnh mua/bán NVDR, số lượng NVDR phát hành hàng

¹⁶ Theo khoản 5 Điều 2 Thông tư số 119/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 quy định về hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán: “Giấy chứng nhận sở hữu chứng khoán hoặc Sổ chứng nhận sở hữu chứng khoán là văn bản do tổ chức phát hành, công ty đại chúng hoặc tổ chức được tổ chức phát hành, công ty đại chúng ủy quyền cấp cho người sở hữu chứng khoán ghi số để xác nhận thông tin về việc sở hữu chứng khoán tại một thời điểm nhất định”.

¹⁷ Khoản 1 Điều 114 Luật Doanh nghiệp năm 2020 quy định: “Người sở hữu cổ phần phổ thông là cổ đông phổ thông”.

¹⁸ Khoản 1 Điều 115 Luật Doanh nghiệp năm 2020.

¹⁹ Khoản 3 Điều 140 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán năm 2019.

²⁰ Theo khoản 1 Điều 115 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định về các quyền của cổ đông phổ thông.

²¹ Khoản 3 Điều 135 Luật Chứng Khoán năm 2019.

ngày, số lượng NVDR đang lưu hành... Tổ chức phát hành NVDR cũng phải cung cấp cho Công ty mục tiêu danh sách nhà đầu tư nắm giữ NVDR cùng số lượng NVDR tương ứng mà nhà đầu tư đang nắm giữ.

Ngoài các quyền và nghĩa vụ cơ bản nêu trên, Tổ chức phát hành NVDR với tư cách là một công ty con của Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam còn có các quyền và nghĩa vụ khác theo quy định của Luật Doanh nghiệp, Luật Chứng khoán, các luật thuế và các quy định khác có liên quan.

3.4. Về nhà đầu tư Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết

Khoản 1 Điều 140 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán năm 2019: *“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”*. Theo quy định này thì chỉ có nhà ĐTNN mới được phép đầu tư vào NVDR. Tuy nhiên, nhóm tác giả cho rằng không nên giới hạn phạm vi nhà đầu tư NVDR chỉ bao gồm nhà ĐTNN, thay vào đó nên quy định nhà đầu tư NVDR bao gồm cả nhà đầu tư trong nước và nhà ĐTNN. Việc cho phép nhà đầu tư trong nước có quyền đầu tư NVDR là phù hợp với thông lệ quốc tế về NVDR²², đồng thời tạo thêm kênh đầu tư cho nhà đầu tư trong nước và góp phần gia tăng tính thanh khoản cho NVDR.

Về bản chất, NVDR là phương tiện để tách quyền biểu quyết ra khỏi cổ phiếu cơ sở trước khi chuyển cổ phiếu cho nhà đầu tư dưới hình thức NVDR. Do vậy, nhà đầu tư

NVDR có đầy đủ lợi ích kinh tế và nghĩa vụ phát sinh từ cổ phiếu cơ sở tương xứng với số NVDR mà mình đang nắm giữ, ngoại trừ quyền biểu quyết. Theo đó, nhà đầu tư NVDR sẽ có các quyền và nghĩa vụ cơ bản sau đây:

Thứ nhất, nhà đầu tư NVDR được hưởng các lợi ích kinh tế phát sinh từ số cổ phiếu cơ sở tương xứng với số NVDR mà mình nắm giữ. Các lợi ích kinh tế phát sinh từ cổ phiếu cơ sở bao gồm cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cổ phiếu của Công ty mục tiêu, quyền mua cổ phiếu mới và các lợi ích kinh tế khác. Các lợi ích kinh tế này sẽ do Tổ chức phát hành NVDR nhận từ Công ty mục tiêu và chuyển giao lại cho nhà đầu tư.

Thứ hai, nhà đầu tư NVDR có quyền bán NVDR mà mình đang nắm giữ cho Tổ chức phát hành NVDR hoặc các nhà đầu tư khác. Vì NVDR là một loại hàng hóa trên TTCK nên người sở hữu NVDR có quyền thực hiện các giao dịch liên quan đến NVDR tương tự như đối với các loại chứng khoán khác là mua, bán, chuyển nhượng nhằm thực hiện các kế hoạch đầu tư tài chính của mình và tối đa hóa lợi nhuận.

Thứ ba, nhà đầu tư NVDR có quyền chuyển đổi NVDR mà mình đang nắm giữ thành cổ phiếu cơ sở nếu tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện hữu tại Công ty mục tiêu chưa đạt mức tối đa do pháp luật hoặc do Điều lệ công ty quy định. Tỷ lệ chuyển đổi giữa NVDR và cổ phiếu cơ sở là 1:1, tức 01 NVDR tương đương 01 cổ phiếu cơ sở.

Thứ tư, nhà đầu tư NVDR có quyền nêu ý kiến về việc huỷ niêm yết của Công ty mục tiêu. Nhà đầu tư NVDR không phải là cổ đông của Công ty mục tiêu nên không có quyền biểu quyết đối với mọi vấn đề của Công ty mục tiêu, nhưng Tổ chức phát hành NVDR là cổ đông của Công ty mục tiêu và có quyền biểu quyết về việc huỷ niêm yết

²² Thái Lan quy định nhà đầu tư NVDR bao gồm cả nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài. Xem thêm tại: The Stock Exchange of Thailand, <https://www.set.or.th/nvdr/en/about/investor.html>, truy cập ngày 30/11/2022.

của Công ty mục tiêu. Tuy nhiên, việc biểu quyết này của Tổ chức phát hành là nhằm bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư, vì NVDR cũng sẽ bị huỷ niêm yết nếu cổ phiếu cơ sở bị huỷ niêm yết. Do đó, nhà đầu tư có quyền nêu ý kiến về việc huỷ niêm yết của Công ty mục tiêu. Trên cơ sở ý kiến của nhà đầu tư, Tổ chức phát hành sẽ biểu quyết tán thành hoặc phản đối việc huỷ niêm yết tại cuộc họp Đại hội đồng cổ đông của Công ty mục tiêu.

Thứ năm, nhà đầu tư NVDR có nghĩa vụ thanh toán cho Tổ chức phát hành NVDR các khoản chi phí phát sinh từ việc phát hành NVDR và việc chuyển giao quyền lợi kinh tế phát sinh từ cổ phiếu cơ sở cho nhà đầu tư. Các khoản chi phí này sẽ được khấu trừ vào các khoản tiền mà Tổ chức phát hành trả cho nhà đầu tư²³.

Thứ sáu, nhà đầu tư có nghĩa vụ nộp thuế thu nhập đối với thu nhập phát sinh từ việc chuyển nhượng NVDR. NVDR là một loại chứng khoán, là một hình thức huy động vốn trung và dài hạn trên TTCK. Theo quy định của pháp luật thuế hiện hành, thu nhập từ chuyển nhượng vốn là đối tượng chịu thuế thu nhập. Nếu nhà đầu tư là cá nhân sẽ phải nộp thuế thu nhập cá nhân cho thu nhập phát sinh từ việc chuyển nhượng NVDR²⁴. Nếu nhà đầu tư là tổ chức sẽ phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp cho thu nhập phát sinh từ việc chuyển nhượng

NVDR²⁵. Việc chấp hành nghĩa vụ thuế của nhà đầu tư NVDR thực hiện theo quy định của Luật Thuế thu nhập cá nhân, Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp, Luật Quản lý thuế và các văn bản hướng dẫn thi hành.

Thứ bảy, nhà đầu tư NVDR có tầm ảnh hưởng trên thị trường có nghĩa vụ công bố thông tin NVDR theo quy định của pháp luật. Theo nhóm tác giả, nhà đầu tư NVDR phải công bố thông tin bao gồm: i) Nhà đầu tư lớn, được xác định là nắm giữ từ 12% NVDR trở lên trên tổng NVDR phát hành, phải công bố thông tin khi chuyển nhượng NVDR; ii) Nhà đầu tư nội bộ trong Công ty mục tiêu phải công bố thông tin khi đặt lệnh mua hoặc lệnh bán NVDR.

3.5. Về chào bán, đăng ký, lưu ký và niêm yết Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết

Về chào bán NVDR: Theo quy định của Luật Chứng khoán năm 2019, chào bán chứng khoán bao gồm hai hình thức là chào bán chứng khoán ra công chúng²⁶ và chào bán chứng khoán riêng lẻ²⁷. NVDR là một loại chứng chỉ lưu ký²⁸, tức là một loại chứng khoán nên việc chào bán NVDR cho về cơ bản giống với chào bán các loại chứng khoán khác. Theo đó, nhóm tác giả kiến nghị việc chào bán NVDR phải tuân thủ các điều kiện về chào bán chứng khoán theo quy định của Luật Chứng khoán. Cụ thể, nếu NVDR được chào bán ra công

²³ Theo quy định của Công ty TNHH Thai NVDR, mọi chi phí liên quan đến việc phát hành, chuyển giao NVDR và chuyển giao các lợi ích kinh tế phát sinh từ NVDR cho nhà đầu tư sẽ do nhà đầu tư chi trả thông qua việc khấu trừ vào các khoản tiền mà Tổ chức phát hành phải trả cho nhà đầu tư. Xem thêm tại: Thai NVDR Company Limited (2020), *Prospectus about issuance of non-voting depositary receipts*, p.19, p.21, https://www.set.or.th/nvdr/en/info/files/Full_Prospectus_30012020.pdf, truy cập ngày 25/10/2022.

²⁴ Điều b khoản 4 Điều 3 Luật Thuế thu nhập cá nhân năm 2007 (sửa đổi, bổ sung năm 2012).

²⁵ Xem Điều 3 Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp 2008 (sửa đổi, bổ sung năm 2013) và khoản 1 Điều 15 Thông tư số 78/2014/TT-BTC ngày 18/06/2014 hướng dẫn thi hành Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ngày 26/12/2013 của Chính phủ quy định và hướng dẫn thi hành Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp.

²⁶ Khoản 19 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019.

²⁷ Khoản 20 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019.

²⁸ Khoản 8 Điều 4 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”.

chúng phải thỏa mãn các điều kiện chào bán được quy định tại Điều 15 Luật Chứng khoán năm 2019, nếu NVDR được chào bán riêng lẻ phải tuân thủ điều kiện chào bán được quy định tại Điều 30, 31 Luật Chứng khoán năm 2019.

Về thủ tục chào bán chứng khoán, Luật Chứng khoán năm 2019 quy định nếu chứng khoán được chào bán ra công chúng thì tổ chức phát hành phải đăng ký phát hành với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước²⁹; nếu chứng khoán được chào bán riêng lẻ mà tổ chức phát hành là công ty đại chúng thì bắt buộc phải đăng ký phát hành với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước³⁰; nếu tổ chức phát hành không phải là công ty đại chúng thì không bắt buộc phải đăng ký phát hành. Theo nhóm tác giả, do NVDR là một loại chứng khoán mới, đặc thù nên việc chào bán NVDR phải được đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, không phụ thuộc vào phương thức phát hành hay tư cách của chủ thể phát hành.

Về đăng ký NVDR³¹ và lưu ký NVDR³²: Theo quy định của Luật Chứng khoán năm 2019, chứng khoán của công ty đại chúng, chứng khoán của các tổ chức khác niêm yết, đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch chứng khoán, chứng khoán của tổ chức phát hành khác ủy quyền cho Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam làm đại lý

chuyển nhượng phải được đăng ký tập trung tại Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam³³. Xuất phát từ quy định này, nhóm tác giả kiến nghị NVDR phải được đăng ký và lưu ký tập trung tại Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam. Việc đăng ký và lưu ký NVDR tập trung sẽ giúp cho cơ quan quản lý nhà nước có thể giám sát được tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN tại các Công ty mục tiêu, giám sát được sự dịch chuyển của NVDR thông qua các giao dịch được thực hiện trên hệ thống từ đó kiểm soát được rủi ro hoạt động và bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư NVDR.

Về niêm yết NVDR³⁴: Pháp luật về NVDR hiện hành chưa có quy định nào về vấn đề niêm yết NVDR. Theo pháp luật Thái Lan, nhà đầu tư có thể mua NVDR thông qua Đại lý của Tổ chức phát hành tại Sở Giao dịch chứng khoán, hoặc thông qua Bên bảo lãnh phát hành nếu Công ty mục tiêu lựa chọn hình thức bán cổ phiếu thông qua Bên bảo lãnh phát hành³⁵. Theo pháp luật Hoa Kỳ, Chứng chỉ lưu ký Hoa Kỳ (American Depositary Receipts – ADRs) có thể được giao dịch tại thị trường phi tập trung hoặc tại các Sở Giao dịch chứng khoán³⁶. Như vậy, NVDR có thể được niêm yết hoặc không niêm yết. Theo nhóm tác giả, việc niêm yết NVDR hay không sẽ do Tổ chức phát hành NVDR quyết định trên cơ sở quy mô của từng đợt phát hành. Nếu đợt phát hành có số

²⁹ Khoản 1 Điều 16 Luật Chứng khoán năm 2019.

³⁰ Khoản 1 Điều 48 NĐ số 155/2020/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán năm 2019.

³¹ Khoản 33 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định: “*Đăng ký chứng khoán* là việc ghi nhận thông tin về tổ chức phát hành, chứng khoán của tổ chức phát hành và người sở hữu chứng khoán”.

³² Khoản 34 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định: “*Lưu ký chứng khoán* là việc nhận ký gửi, bảo quản, chuyển giao chứng khoán cho khách hàng, giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến chứng khoán lưu ký”.

³³ Điều 61 Luật Chứng khoán năm 2019.

³⁴ Khoản 24 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định: “*Niem yết chứng khoán* là việc đưa chứng khoán có đủ điều kiện niêm yết vào giao dịch trên hệ thống giao dịch cho chứng khoán niêm yết”.

³⁵ Thai NVDR Company Limited (2020), tldd.

³⁶ Joseph Velli (1993), *American Depositary Receipts: An Overview*, Tạp chí Fordham International Law, Tập 17(5), p.S39, <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2537&context=ilj>, truy cập ngày 30/11/2022.

lượng NVDR được phát hành lớn, có nhiều nhà đầu tư tham gia thì NVDR cần thiết phải được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán. Việc niêm yết NVDR trong trường hợp này giúp cho các giao dịch mua bán, trao đổi NVDR được diễn ra một cách thuận lợi và làm tăng tính thanh khoản cho loại chứng khoán trên TTCK.

Kết luận

NVDR là một công cụ tài chính giúp tăng thu hút vốn ĐTNN trong điều kiện Việt Nam chưa thể dỡ bỏ các hạn chế đối với sở hữu nước ngoài trong các công ty đại chúng vì mục tiêu an ninh kinh tế. Đồng thời, NVDR còn là giải pháp cải thiện khả năng tiếp cận TTCK trong nước của các nhà ĐTNN, góp phần thúc đẩy quá trình nâng

hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi nhằm phát huy tốt nhất vai trò của TTCK là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, pháp luật Việt Nam mới chỉ định danh về NVDR mà chưa có khung pháp lý về 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.

(Tiếp theo trang 51 – Định hướng hoàn thiện pháp luật...)

Thứ tư, việc hoàn thiện pháp luật về bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng cũng cần tính đến đặc thù của môi trường kinh tế số không có giới hạn về mặt địa lý. Pháp luật cần phải xây dựng được những quy định có tính khả thi để bảo vệ người tiêu dùng, không chỉ giới hạn ở các giao dịch được thực hiện trong nước, mà còn cả các giao dịch thương mại điện tử xuyên biên giới. Giao dịch thương mại điện tử xuyên biên giới ngày càng phát triển trong môi trường kinh tế số và cũng là đặc thù của nền kinh tế số. Những giao dịch này có thể tạo ra nhiều rủi ro, bất lợi cho người tiêu dùng, đặc biệt là những vấn đề liên quan đến luật áp dụng, cơ quan giải quyết tranh chấp, việc xác định trách nhiệm của người bán, người tham gia chuỗi cung ứng sản phẩm, nhà sản xuất... Do những giao dịch này được thực hiện vượt qua ngoài lãnh thổ quốc gia, nên việc bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng có thể gặp nhiều khó khăn. Ở góc độ Tư pháp quốc tế, các vấn đề phát sinh từ giao dịch xuyên biên giới

sẽ thuộc phạm vi điều chỉnh của pháp luật của các nước có liên quan. Trong nhiều trường hợp việc thực thi pháp luật vượt ngoài lãnh thổ³⁵, để bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng Việt Nam là hết sức cần thiết. Do đó, để bảo vệ được tối đa quyền lợi của người tiêu dùng, bảo đảm tính thực thi của pháp luật về bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng thì cần có sự học tập kinh nghiệm xây dựng pháp luật để hướng tới sự hài hòa pháp luật, phù hợp với thông lệ pháp luật quốc tế, đồng thời, xây dựng cơ chế phối hợp giữa cơ quan có thẩm quyền của Việt Nam về bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng với các cơ quan tương đồng ở các nước khác.

³⁵ Xem thêm về vấn đề này: Trần Thị Thu Phương, *Thăm quyền vượt lãnh thổ và thực tiễn qui định của pháp luật Việt Nam*, Tạp chí Luật học số 7/2018; Cox N., *The Extraterritorial enforcement of consumer legislation and the Challenge of the Internet*, *Edinburgh Law Review*, 2004, www.researchgate.net/publication/228198885, truy cập ngày 02/02/2023.