

Huy động vốn nước ngoài thông qua chứng chỉ lưu ký- kinh nghiệm của doanh nghiệp Trung Quốc và bài học cho Việt Nam

Dương Ngân Hà

Học viện Ngân hàng

Ngô Thị Hằng

Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 12/01/2020

Ngày nhận bản sửa: 19/01/2021

Ngày duyệt đăng: 28/01/2021

Chứng chỉ lưu ký (DR) là phương thức huy động vốn phổ biến và hiệu quả của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán (TTCK) quốc tế. Giá trị vốn huy động từ DRs năm 2018 đạt gần 20 tỷ đôla trên toàn cầu và khối lượng giao dịch DR tại các thị trường quốc tế cũng có xu hướng tăng dần từ năm 2012 đến nay, đạt mức tăng trưởng 16,2% vào năm 2018 so với năm 2017 (Citibank, 2019). Bên cạnh đó, việc phát hành DR còn giúp doanh nghiệp niêm yết bổ sung trên thị trường nước ngoài với những lợi ích như tiết giảm chi phí sử dụng vốn, cải thiện thanh khoản của cổ phiếu thị trường nội địa. Tại Việt Nam, TTCK đã chứng kiến những bước phát triển

Foreign capital mobilization via depository receipts- experiences of Chinese corporations and lessons for Vietnam

Abstract: Depository Receipt (DR) is a common and effective fund raising method for corporations in foreign stock markets. Capital value raised via DRs reached 20 billion USD globally and trading volume of DRs in foreign markets has experienced an increasing trend since 2012 and achieved a growth rate of 16.2% in 2018, compared to the year of 2017 (Citibank, 2018). Besides, issuing DRs facilitates issuers to proceed additional listings in various foreign stock markets with benefits such as reducing cost of capital, improving stock liquidity in domestic markets. In Vietnam, the stock market has witnessed fast-growing steps, causing funding raising channels through the domestic stock market to be more competitive, and hence, issuing DRs could be a new and efficient alternative approach. In which, issuing experiences from international firms, especially Chinese firms with similar economic background and business cultures will be significantly essential and valuable for Vietnamese firms. This paper, by analysing DR issuance practices of Chinese firms, states that a complete legal framework supporting DR issuings and issuers' active moves in preparing issuing and listing conditions in international markets play a decisive role towards the success of this fund raising channel.

Keywords: Depository Receipt, Capital mobilization, Chinese corporations

Ha Ngan Duong

Email: hadn@hvn.edu.vn

Hang Thi Ngo

Email: ngohang@hvn.edu.vn

Organization of all: Banking Academy of Vietnam

mạnh mẽ trong thời gian gần đây, làm cho kênh huy động vốn thông qua TTCK nội địa ngày càng cạnh tranh hơn, và do vậy, phát hành thông qua DR có thể trở thành một kênh huy động vốn mới và hiệu quả hơn. Trên cơ sở đó, kinh nghiệm phát hành của các doanh nghiệp quốc tế, đặc biệt là các doanh nghiệp thị trường Trung Quốc với đặc điểm kinh tế và văn hoá kinh doanh tương đồng với Việt Nam là cần thiết và có nhiều giá trị với các doanh nghiệp Việt Nam. Bài viết, thông qua phân tích thực trạng huy động vốn DR của các doanh nghiệp Trung Quốc, chỉ ra rằng khung pháp lý hoàn thiện, hỗ trợ phát hành và hướng dẫn phát hành DR, cũng như sự chủ động của tổ chức phát hành trong việc đáp ứng điều kiện phát hành và giao dịch trên thị trường quốc tế đóng vai trò quyết định tới mức độ thành công của kênh huy động vốn này.

Từ khóa: Chứng chỉ lưu ký, Huy động vốn, doanh nghiệp Trung Quốc.

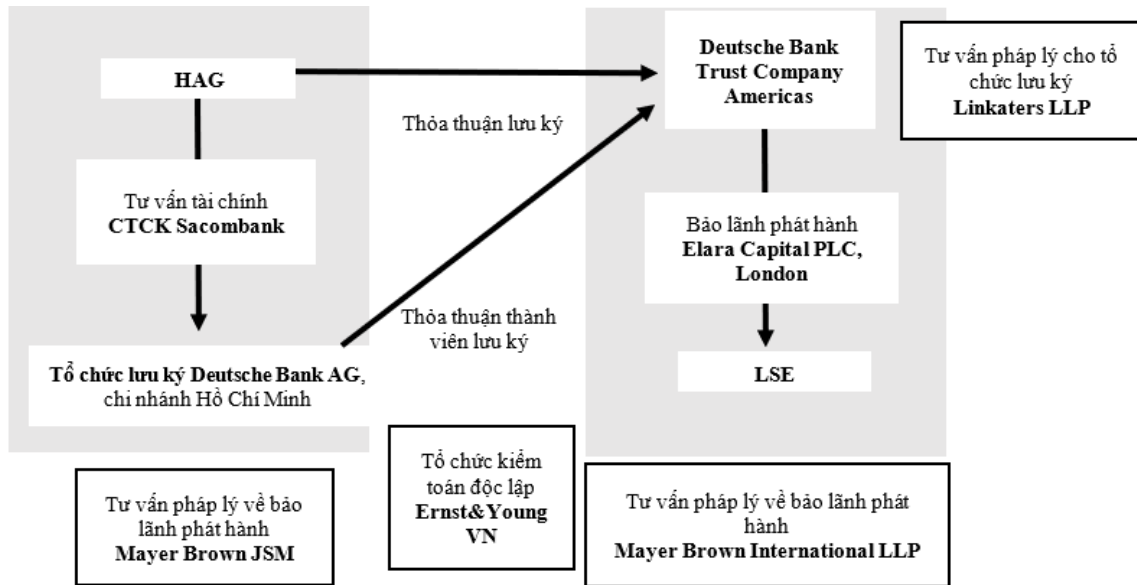
1. Huy động vốn thông qua phát hành chứng chỉ lưu ký

Chứng chỉ lưu ký- Depositary Receipt (DR) là một công cụ tài chính có thể chuyển nhượng, được phát hành bởi một ngân hàng lưu ký, đại diện cho quyền sở hữu cổ phiếu phổ thông hoặc trái phiếu do một công ty nước ngoài phát hành. Theo quy định tại Việt Nam, chứng chỉ lưu ký là loại chứng khoán được phát hành dựa trên chứng khoán cơ sở của tổ chức được thành lập và hoạt động hợp pháp tại Việt Nam (Luật Chứng khoán, 2019).

DR gồm nhiều loại khác nhau tùy theo thị trường giao dịch DR, gồm có: (1) ADR (American Depositary Receipt)- Chứng chỉ lưu ký Mỹ là loại DR được phát hành và giao dịch nhiều nhất trên thế giới, đây cũng là loại ADR lâu đời nhất trên thị trường chứng khoán; (2) EDR (European Depositary Receipt) - Chứng chỉ lưu ký Châu Âu; (3) GDR (Global Depositary Receipt)- Chứng chỉ lưu ký toàn cầu. Ngoài ra, do nhu cầu huy động vốn tại mỗi thị trường, chứng chỉ lưu ký địa phương được thiết kế dành cho mỗi Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) quốc gia như Chứng chỉ lưu ký Singapore (SDR), Chứng chỉ lưu

ký Hong Kong (HDR), chứng chỉ lưu ký Trung Quốc (CDR).

Hoạt động phát hành và niêm yết DR tại thị trường quốc tế được chứng minh mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp, bao gồm: Giảm chi phí vốn (Merton, 1987), cải thiện hoạt động quản trị công ty (Coffee, 1999 và Stuz, 1999), cải thiện mức độ bảo vệ cổ đông thiểu số (Reese và Weisbach, 2002), cải thiện tính minh bạch trong công khai thông tin và tăng nhận thức của nhà đầu tư về công ty tại thị trường quốc tế (Baker và cộng sự, 2002), cải thiện thanh khoản của cổ phiếu (Chouinard và D'Souza, 2004). Tuy nhiên, niêm yết và giao dịch chứng khoán tại một thị trường nước ngoài cũng gây ra một số bất lợi cho doanh nghiệp như chi phí niêm yết và tuân thủ điều kiện niêm yết khắt khe (Zingales, 2007), rào cản văn hóa giữa các quốc gia có thể dẫn tới xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông (Frijins và cộng sự 2010). Doanh nghiệp còn có thể đối mặt với rủi ro hủy niêm yết do không đáp ứng các điều kiện giao dịch, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ (Witmer, 2005). Quyết định hủy niêm yết dù tự nguyện hay bắt buộc đều ảnh hưởng tiêu cực tới giá cổ phiếu trong ngắn hạn tại thị trường trong nước (You và cộng sự, 2012).



Bước 1: Tại thị trường trong nước, HAG có nhu cầu tăng vốn trên thị trường quốc tế, họ thuê tổ chức tư vấn tài chính, tư vấn pháp lý về bảo lãnh phát hành

Bước 2: HAG sẽ ký thỏa thuận lưu ký với Deutsche Bank trên cơ sở bán cho Deutsche Bank một lượng cổ phần tương ứng với số lượng GDR dự tính phát hành.

Bước 3: HAG sẽ phát hành cổ phiếu cho Deutsche Bank chi nhánh tại Việt Nam theo thỏa thuận lưu ký đã ký trước đó.

Bước 4: Deutsche Bank sẽ thông qua các tổ chức tư vấn, bảo lãnh để phát hành GDRs tại SGDCK London.

Hình 1. Quy trình phát hành GDR của Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HAG) năm 2010 tại SGDCK London (LSE)

Nguồn: London Stock Exchange (2020)

DR được phát hành dựa trên nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp hoặc nhu cầu đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài. Đứng trên quan điểm huy động vốn, doanh nghiệp sẽ xác định mức vốn mong muốn và ký kết thỏa thuận lưu ký với các ngân hàng lưu ký (có cung cấp dịch vụ phát hành DR). Vốn huy động từ phát hành DR sẽ bổ sung nguồn vốn cho doanh nghiệp, tuy nhiên người sở hữu DR (cổ đông nước ngoài) thường sẽ không có quyền biểu quyết, chỉ được nhận cổ tức (thông qua ngân hàng lưu ký) và nhận thông tin từ tổ chức phát hành. Hoạt động phát hành DR cần có sự phối hợp chặt chẽ của nhiều chủ thể, bao gồm: Ngân hàng lưu ký, tổ chức phát hành chứng khoán cơ sở, nhà đầu tư, tổ chức lưu ký, ngân hàng đầu tư, tổ chức bảo lãnh, tổ chức

tư vấn pháp luật (tham khảo Hình 1). Quyết định phát hành DR phụ thuộc vào nhu cầu huy động vốn cũng như định hướng tiếp cận thị trường quốc tế của doanh nghiệp (Bancel và Mittoo, 2001; Pagano và cộng sự, 2002; King và Mittoo, 2007). Ngoài ra, quyết định này còn bị chi phối bởi cấu trúc sở hữu doanh nghiệp, cụ thể là tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài hoặc sở hữu Nhà nước tại các doanh nghiệp (Abdallah và Goergen, 2016). Sự phát triển của thị trường vốn trong nước cũng như đặc điểm của thị trường chứng khoán mục tiêu cũng được chứng minh có tác động tới quyết định tiếp cận thị trường vốn quốc tế của doanh nghiệp (Claessens và Schmukler, 2007; Erruana và Losq, 1985).

2. Thực trạng huy động vốn thông qua chứng chỉ lưu ký của doanh nghiệp Trung Quốc

Tại Trung Quốc, từ những năm 1990, số lượng doanh nghiệp trong nước tăng nhanh kéo theo nhu cầu huy động vốn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên, quá trình huy động vốn của các doanh nghiệp Trung Quốc gặp nhiều rào cản do:

Thứ nhất, hoạt động huy động vốn tại thị trường trong nước thông qua kênh truyền thống- tín dụng ngân hàng thương mại trở nên khó khăn hơn. Đặc biệt, tín dụng ngân hàng cho khối doanh nghiệp tư nhân bắt đầu sụt giảm mạnh từ sau năm 2013, sau khi Chính phủ Trung Quốc, trước sự phát triển mạnh mẽ, đặc biệt về số lượng, của các doanh nghiệp tư nhân, đã có những quyết sách, đặc biệt về tín dụng, để tạo điều kiện, hỗ trợ sự phát triển các doanh nghiệp nhà nước nhằm giữ vững vị thế của các doanh nghiệp nhà nước (Hình 2). Do đó, các doanh nghiệp Trung Quốc dần chuyển hướng tiếp cận vốn thông qua các kênh thay thế như thị trường chứng khoán, bao gồm cả thị trường chứng khoán trong nước và quốc tế.

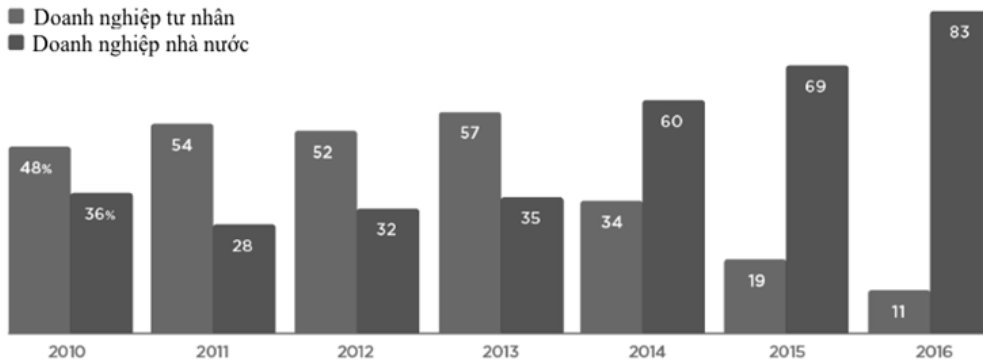
Thứ hai, thị trường chứng khoán nội địa của Trung Quốc bộc lộ một số điểm hạn chế, gây khó khăn cho nhu cầu huy động vốn của các doanh nghiệp trong nước. Các SGDCK nội địa của Trung Quốc giai đoạn những năm 1990 còn sơ khai và chưa hoạt động hiệu quả dẫn tới những định giá sai cổ phiếu tại thị trường trong nước, gây mất niềm tin với nhà đầu tư nội địa và ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng huy động vốn của doanh nghiệp. Thêm vào đó, quy trình và thủ tục niêm yết tại các SGDCK Trung Quốc khá tốn kém về chi phí và thời gian (có thể lên tới 4-5 năm) cho một đợt IPO tại

thị trường trong nước¹.

Điều này đã thúc đẩy các doanh nghiệp Trung Quốc tìm kiếm các kênh huy động vốn mới, đặc biệt là từ thị trường quốc tế ngay từ những thời gian đầu TTCK trong nước mới thành lập và hoạt động. Cụ thể, ngay sau khi Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc thành lập vào năm 1992, Qingdao Beer trở thành công ty Trung Quốc đầu tiên niêm yết nước ngoài. Làn sóng niêm yết quốc tế của các doanh nghiệp Trung Quốc thực sự bùng nổ sau cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á. Nhiều công ty đã vực dậy và phát triển mạnh mẽ sau khủng hoảng, thu hút được sự quan tâm lớn từ các nhà đầu tư trên các TTCK lớn như Hong Kong, Singapore, Mỹ, Anh và Úc (Zhang Yi, 2002).

Trong số các kênh huy động vốn từ thị trường quốc tế, thì huy động vốn thông qua phát hành DR được nhiều doanh nghiệp Trung Quốc lựa chọn sử dụng. Quá trình tiếp cận vốn trên thị trường quốc tế về DR của doanh nghiệp Trung Quốc được chia thành hai giai đoạn với những đặc trưng riêng biệt về tổ chức phát hành. Giai đoạn đầu tiên (bắt đầu từ giữa những năm 1990 đến đầu năm 2000): Doanh nghiệp huy động vốn chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và công nghiệp của Trung Quốc bao gồm nhiều doanh nghiệp nhà nước (SOE) đã niêm yết tại thị trường trong nước trong một khoảng thời gian dài. Giai đoạn thứ hai (bắt đầu vào đầu năm 2000): Doanh nghiệp trong giai đoạn này chủ yếu thuộc lĩnh vực truyền thông, du lịch và giải trí. Trong đó, nhiều công ty không đáp ứng được các tiêu chuẩn phát hành cổ phiếu hạng A tại thị trường trong nước nhưng vẫn có thể chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng thông qua DR tại Mỹ. Sau năm 2010, nhiều doanh nghiệp Trung Quốc có xu hướng hủy niêm

¹ Tham khảo điều kiện niêm yết tại SGDCK Thượng Hải – www.sse.com.cn



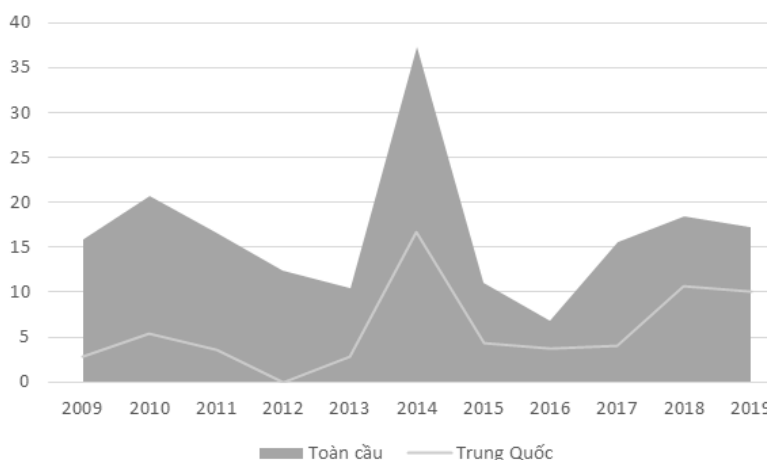
Hình 2. Cơ cấu vốn tín dụng ngân hàng theo nhóm doanh nghiệp tại Trung Quốc, giai đoạn 2010- 2016

Đơn vị: % - Nguồn: Lardy (2019)

yết DR trên thị trường Mỹ (ADR) và quay lại giao dịch cổ phiếu tại thị trường nội địa. Tính tới năm 2019, Trung Quốc hiện là quốc gia có số lượng doanh nghiệp huy động vốn thông qua DR lớn nhất toàn cầu (về số lượng thương vụ và giá trị phát hành DR) (Citibank, 2019). Giá trị vốn huy động thông qua DR trong giai đoạn 10 năm từ 2009 đến 2019 luôn chiếm tỷ trọng cao so với tổng giá trị huy động vốn DR toàn cầu. Đặc biệt giai đoạn 2016 đến 2019 tỷ trọng này đạt trên 55% (bao gồm cả phát hành DR lần đầu và phát hành DR bổ sung) (Hình 2).

Tính cho tới tháng 10 năm 2020, có 416 ADRs của Trung Quốc hiện đang niêm yết tại các SGDCK Mỹ (NYSE và NASDAQ) (SEC, 2020) với giá trị giao dịch lên tới 1,52 nghìn tỷ đôla Mỹ vào năm 2019. Trong số những doanh nghiệp Trung Quốc niêm yết tại Mỹ, doanh nghiệp thuộc các ngành truyền thông và thương mại điện tử chiếm tỷ trọng lớn (7/10 doanh nghiệp Trung Quốc đang niêm yết tại Mỹ có giá trị vốn hóa lớn nhất thuộc hai nhóm ngành này - Bảng 1).

Huy động vốn trên thị trường quốc tế thông qua DR đòi hỏi các doanh nghiệp Trung



Hình 3. Giá trị vốn huy động thông qua phát hành DR của doanh nghiệp Trung Quốc trong giai đoạn từ 2009 đến 2019

Đơn vị: Tỷ đô la Mỹ - Nguồn: Citibanks (2019)

Quốc phải chủ động trong kế hoạch huy động vốn của đơn vị nhằm gia tăng mức độ thành công của phương án phát hành, trong đó việc xác định thị trường mục tiêu và phương thức phát hành đóng vai trò hết sức quan trọng. Bên cạnh đó, sự hỗ trợ từ phía cơ quan chức năng cũng góp phần đáng kể vào việc nâng cao tính khả thi của các kế hoạch huy động vốn quốc tế của các doanh nghiệp Trung Quốc.

Thị trường mục tiêu

Quyết định lựa chọn thị trường mục tiêu của doanh nghiệp Trung Quốc phụ thuộc nhiều vào loại hình doanh nghiệp, chiến lược tiếp cận thị trường quốc tế cũng như khả năng đáp ứng các điều kiện niêm yết quốc tế. Dựa trên các yếu tố về sự tương đồng địa lý và văn hóa, Hong Kong và Singapore trở thành thị trường mục tiêu của các doanh

nh nghiệp nhỏ, đồng thời các thị trường này giúp các doanh nghiệp tận dụng lợi thế huy động vốn với chi phí thấp, cải thiện thanh khoản, cải thiện giá cổ phiếu và hấp dẫn các nhà đầu tư có nhu cầu đa dạng hóa rủi ro danh mục đầu tư (Yin, 2011).

Trong khi đó, Mỹ và Châu Âu lại trở thành mục tiêu của những doanh nghiệp muốn cải thiện quy mô vốn và tính thanh khoản. Từ những năm 1990, các doanh nghiệp Trung Quốc đã nhận thấy sự tương đồng về các điều kiện niêm yết giữa thị trường Mỹ và Hong Kong, trong khi đó với đặc điểm của TTCK mang tính chất toàn cầu, quy mô giao dịch lớn nhất thế giới cũng như những điều kiện thuận lợi đăng ký giao dịch thuận lợi, Mỹ nhanh chóng trở thành thị trường có sức hút lớn đối với các doanh nghiệp Trung Quốc. Quan trọng hơn nữa, khác với các thị trường quốc tế khác, thị trường Mỹ

Bảng 1. Top 10 doanh nghiệp Trung Quốc có giá trị vốn hóa lớn nhất đang niêm yết ADRs tại TTCK Mỹ (năm 2020)

STT	Mã chứng khoán	Công ty	Ngành	Giá trị vốn hóa (USD)
1	BABA	Alibaba Group Holding Ltd ADRs	Hàng tiêu dùng không thiết yếu	779.954.122.125
2	CHL	China Mobile Ltd ADRs	Truyền thông	132.189.828.000
3	JD	JD.com Inc ADRs	Hàng tiêu dùng không thiết yếu	100.851.383.298
4	NTES	NetEase Inc ADRs	Truyền thông	62.620.594.880
5	PDD	Pinduoduo Inc. ADRs	Hàng tiêu dùng không thiết yếu	60.912.859.660
6	BEKE	KE Holdings Inc ADRs of Class A	Bất động sản	49.942.737.100
7	CEO	CNOOC Ltd ADRs	Năng lượng	43.111.626.000
8	BIDU	Baidu Inc ADRs of Class A	Truyền thông	33.999.916.390
9	TAL	TAL Education Group ADRs	Hàng tiêu dùng không thiết yếu	30.534.087.548
10	BGNE	BeiGene ADRs	Chăm sóc sức khỏe	27.670.253.477

Nguồn: U.S Securities and Exchange Commission (2020)

chấp nhận các doanh nghiệp có cấu trúc đặc biệt (VIE)² đăng ký phát hành DR và giao dịch DR tại Mỹ, gia tăng cơ hội tiếp cận vốn cho các doanh nghiệp Trung Quốc. Ngoài các thị trường trên, vào tháng 7 năm 2019, SGDCK Thượng Hải và SGDCK London đã ký kết biên bản thỏa thuận cho phép các công ty Trung Quốc tiếp cận với thị trường Anh (London Stock Exchange, 2020). Sự hợp tác này cho phép các nhà đầu tư nước ngoài có thể tiếp cận doanh nghiệp Trung Quốc thông qua các GDR được niêm yết tại SGDCK London và ngược lại, nhà đầu tư Trung Quốc có thể tiếp cận cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết tại SGDCK London thông qua CDR. Biên bản thỏa thuận này đã mở ra thị trường mục tiêu mới, cho phép doanh nghiệp Trung Quốc có thêm sự lựa chọn cho nhu cầu huy động vốn quốc tế.

Phương thức phát hành

DRs của Trung Quốc được phát hành theo hai phương thức, bao gồm phát hành song song (Dual-listing hoặc niêm yết song song) và phát hành đơn lẻ (Single-listing hoặc niêm yết đơn lẻ). Phát hành song song được thực hiện khi doanh nghiệp phát hành DR tại thị trường nước ngoài và có cổ phiếu cơ sở được niêm yết tại thị trường trong nước. Ngược lại, phát hành đơn lẻ là khi công ty phát hành DR và niêm yết tại thị trường nước ngoài nhưng cổ phiếu cơ sở không được giao dịch công khai tại thị trường nội địa.

Phương thức phát hành song song chỉ được sử dụng bởi những doanh nghiệp Trung

Quốc có tình hình tài chính và quản trị công ty tốt. Những doanh nghiệp này sẽ niêm yết cổ phiếu tại SGDCK Hong Kong sau đó đăng ký niêm yết song song tại Mỹ thông qua ADR (Mak và Ngai, 2005). Cổ phiếu được niêm yết song song thường gặp vấn đề về tỷ lệ chuyển đổi giữa cổ phiếu và ADR do yết giá cổ phiếu theo các đồng tiền khác nhau. Điều này cũng gây ra khó khăn cho doanh nghiệp do xét theo tỷ giá, nhiều ADR bị xếp vào nhóm cổ phiếu nhỏ (penny stock) và được phân loại vào nhóm cổ phiếu có rủi ro cao, dễ bị hủy niêm yết khỏi thị trường Mỹ khi thị giá giao dịch thấp trong khoảng thời gian dài.

Phương thức phát hành đơn lẻ hiện là phương thức được nhiều doanh nghiệp Trung Quốc lựa chọn khi tiếp cận thị trường Mỹ khi phương thức này giúp các doanh nghiệp loại bỏ được rủi ro tỷ giá như phương thức phát hành song song. Tuy nhiên, cũng bởi cổ phiếu cơ sở không được niêm yết tại thị trường trong nước, khi ADR bị hủy niêm yết sẽ gây rủi ro cho các nhà đầu tư sở hữu ADR do tính thanh khoản kém của cổ phiếu tại thị trường trong nước. Rõ ràng có thể thấy, so với phương thức phát hành riêng lẻ, phương thức phát hành song song sẽ đưa ra các điều kiện niêm yết chặt chẽ hơn đối với các doanh nghiệp và theo đó, doanh nghiệp phát hành DR thành công theo phương thức phát hành song song cũng tạo dựng được hình ảnh doanh nghiệp cũng như phần nào khẳng định được chất lượng kinh doanh và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với cộng đồng nhà đầu tư quốc tế, so với doanh nghiệp lựa chọn hình thức phát hành còn lại (Luo và cộng sự, 2012).

Ngoài hai phương thức phát hành trên, một số doanh nghiệp Trung Quốc bị giới hạn tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, thời gian gần đây có xu hướng sử dụng Mô hình cấu trúc doanh nghiệp VIE - Mô hình kiểm

² VIE (Variable Interest Entity) được gọi là "Mô hình kiểm soát đặc biệt" mô tả một cấu trúc hoạt động hợp pháp khi một pháp nhân nước ngoài không sở hữu, nhưng có quyền kiểm soát một pháp nhân khác (công ty khác) tại Trung Quốc thông qua các thỏa thuận, nhằm tháo gỡ quy định hạn chế đầu tư đối với nhà đầu tư nước ngoài tại Trung Quốc. Mô hình VIE được sử dụng lần đầu tại Trung Quốc vào năm 2000 bởi Công ty Sina hoạt động trong lĩnh vực Internet khi thực hiện niêm yết tại Mỹ (King và Wood, 2012)

soát đặt biệt để thực hiện phát hành DRs và niêm yết tại thị trường quốc tế.

Sự hỗ trợ từ phía cơ quan quản lý

Trong giai đoạn đầu khi các doanh nghiệp trong nước tiếp cận thị trường quốc tế, Chính phủ Trung Quốc không có nhiều chính sách hỗ trợ. Cho tới giai đoạn từ 2014 tới nay, một số biên bản hợp tác, các thỏa thuận kết nối mới được công bố tạo cơ hội cho doanh nghiệp trong nước dễ dàng tiếp cận thị trường quốc tế. Từ năm 2002, Ủy ban chứng khoán Trung Quốc đã công bố Dự thảo quy định về điều kiện đầu tư vào Trung Quốc của nhà đầu tư nước ngoài (Qualified Foreign Institutional Investor-QFII) cho phép nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào Trung Quốc nhằm tăng cường hội nhập tài chính giữa các thị trường khu vực Châu Á. Tuy nhiên, cho tới năm 2014, kết nối Thượng Hải - Hong Kong và Thẩm Quyển- Hong Kong chính thức tạo ra bước ngoặt trong vấn đề tiếp cận thị trường vốn nước ngoài của doanh nghiệp Trung Quốc thông qua SGDCK Hong Kong, từ đó tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành DR trên TTCK Mỹ theo phương thức phát hành song song.

Năm 2019, Kết nối Shanghai- London được thông qua cho phép các nhà đầu tư toàn cầu tìm kiếm cơ hội đầu tư vào các chứng khoán doanh nghiệp quy mô lớn của Trung Quốc thông qua giao dịch DR (GDR) SGDCK London. Đồng thời, các công ty niêm yết trên SGDCK London cũng có thể tiếp cận trực tiếp nhà đầu tư Trung Quốc qua phát hành, niêm yết và giao dịch CDR tại Trung Quốc.

Tuy nhiên, với việc phát hành DR thông qua mô hình cấu trúc VIE, hiện nay, Chính phủ Trung Quốc chưa có một động thái rõ ràng về việc ủng hộ hay hạn chế phương thức phát hành này, song cũng không có quy định cấm doanh nghiệp Trung Quốc

thực hiện phương thức phát hành này (Yarun, 2020). Do đó, về dài hạn, với hành lang pháp lý chưa hoàn thiện, kênh đầu tư vào DR Trung Quốc do doanh nghiệp VIE phát hành sẽ trở thành kênh tiềm ẩn rủi ro lớn cho cổ đông quốc tế, gây khó khăn tới quá trình huy động vốn thông qua VIE của các doanh nghiệp Trung Quốc.

Như vậy, có thể thấy, chính sách mở cửa nền kinh tế, tăng sự nhận diện của doanh nghiệp Trung Quốc tại thị trường quốc tế được hậu thuẫn lớn từ Chính phủ thông qua các thỏa thuận, hợp tác với các thị trường quốc tế. Tuy nhiên, đối với loại hình doanh nghiệp bị hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài, Chính phủ hiện chưa có nhiều hỗ trợ cũng như tạo thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp cận thị trường quốc tế.

Thêm vào đó, ngoài việc chuẩn bị kỹ lưỡng cho phương án phát hành, thì việc tiếp tục duy trì và phát triển hoạt động của doanh nghiệp cũng như tuân thủ các quy định niêm yết và giao dịch của thị trường quốc tế cũng đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong việc duy trì và mở rộng kênh huy động vốn DR trên thị trường quốc tế. Thống kê cho thấy mặc dù là quốc gia dẫn đầu về lượng vốn huy động thông qua ADRs trong khu vực Châu Á, song số lượng doanh nghiệp Trung Quốc hủy niêm yết trên thị trường Mỹ đã tăng nhanh chóng trong giai đoạn từ 2011 đến nay (Hu và cộng sự, 2019). Nguyên nhân được cho là bắt nguồn từ những hạn chế của hoạt động niêm yết: định giá thấp và chi phí yêu cầu công khai thông tin tại Mỹ (Engel và cộng sự, 2007), sai phạm trong lĩnh vực kế toán (Chen và cộng sự, 2013). Những vi phạm này khiến các nhà đầu tư Mỹ mất lòng tin và gây tác động tiêu cực tới việc định giá, mức độ hấp dẫn của DRs của Trung Quốc tại Mỹ, cũng như cơ hội phát hành DR trong tương lai của các doanh nghiệp Trung Quốc trên thị trường Mỹ và các thị trường quốc tế khác.

3. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Nghiên cứu thực trạng phát hành DR của các doanh nghiệp Trung Quốc có thể thấy định hướng tiếp cận thị trường vốn quốc tế của các doanh nghiệp chủ yếu bị chi phối bởi nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp, khả năng tiếp cận thị trường vốn trong nước, và rào cản đến từ quy định hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại một số lĩnh vực kinh tế đặc thù như Internet, truyền thông, giáo dục.

Tại Việt Nam, Luật đầu tư số 61/2020/QH14 và Luật Chứng khoán (Luật số 54/2019/QH14) hiện vẫn quy định hạn chế tỷ lệ sở hữu tại một số loại hình doanh nghiệp. Điều kiện niêm yết tại thị trường trong nước đang tăng dần nhằm sàng lọc những doanh nghiệp có chất lượng, việc làm này sẽ dẫn tới một số lượng lớn doanh nghiệp gặp khó khăn khi đăng ký niêm yết tại thị trường chính thức. Hoạt động phát hành trên thị trường sơ cấp của các doanh nghiệp nhỏ chưa thực sự thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư. Tính cho tới thời điểm năm 2020, Việt Nam có khoảng 10 doanh nghiệp niêm yết đã có kế hoạch tiếp cận thị trường vốn quốc tế thông qua phát hành cổ phiếu hoặc DR song không thành công (Dương Ngân Hà, 2019). Nguyên nhân chủ yếu tới từ khả năng của doanh nghiệp Việt Nam trong việc đáp ứng các yêu cầu về thủ tục pháp lý, điều kiện về công bố thông tin và quy định của pháp luật TTCK Việt Nam về giới hạn tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài. Trong số các công ty đã từng công bố kế hoạch phát hành chứng khoán quốc tế, Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai là trường hợp duy nhất đã phát hành thành công chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR), huy động hơn 50 triệu đôla Mỹ từ các nhà đầu tư tại thị trường Anh vào năm 2010. Tuy vậy, Hoàng Anh Gia Lai đã không duy trì được thị trường

giao dịch GDR trên thị trường quốc tế và đã hủy niêm yết toàn bộ số lượng GDR tại SGDCK London vào năm 2018 với lý do thanh khoản kém (Dương Ngân Hà, 2019). Từ thực trạng vấn đề tiếp cận vốn trên thị trường quốc tế của các doanh nghiệp Việt Nam có thể thấy các doanh nghiệp có nhu cầu huy động vốn quốc tế, nhưng chưa được chú trọng nghiên cứu, tiếp cận và phát triển trở thành kênh thay thế phổ biến và ổn định cho các phương án huy động vốn nội địa. Ngoài các lí do kể trên, mức độ phân khúc giữa thị trường trong nước và quốc tế cũng như những rào cản về quy tắc kế toán, tài chính cũng như mức độ kém thành công của các phương án phát hành của các doanh nghiệp tiên phong trong huy động vốn quốc tế cũng kìm hãm các doanh nghiệp Việt Nam trong chủ động tìm hiểu và thực hiện huy động vốn quốc tế (Dương Ngân Hà, 2019). Bởi vậy, nghiên cứu và tìm hiểu chi tiết phương thức huy động vốn thông qua DR có thể mở ra hướng tài trợ vốn mới, khả thi, và hiệu quả hơn cho các doanh nghiệp Việt Nam.

Trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm huy động vốn thông qua phát hành DR của các doanh nghiệp Trung Quốc cho thấy doanh nghiệp Việt Nam, khi tiếp cận kênh huy động vốn này, cần lưu ý một số vấn đề sau: *Thứ nhất, cơ quan quản lý cần xác định rõ vai trò của hình thức phát hành qua DR đối với việc huy động vốn của doanh nghiệp trong nước, từ đó có cơ chế và lộ trình để hoàn thiện hành lang pháp lý đối với phương án phát hành qua DR cũng như các giải pháp tăng cường hợp tác thỏa thuận quốc tế nhằm khuyến khích và hỗ trợ doanh nghiệp trong đẩy mạnh huy động vốn quốc tế, giảm áp lực lên hệ thống ngân hàng và thị trường vốn nội địa.* Bài học từ Trung Quốc cho thấy mặc dù cơ chế quản lý thị trường nội địa của các cơ quan chức năng đã buộc các doanh nghiệp chủ động trong

việc tìm kiếm các phương án huy động vốn quốc tế thay thế, đặc biệt thông qua DR, song các cơ quan chức năng cũng đã từng bước tham gia liên kết với các thị trường quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp nội. Tuy nhiên, các bước hỗ trợ sâu rộng hơn là cần thiết để đẩy mạnh thị trường huy động vốn cũng như mở rộng cơ hội tiếp cận cho các DN trong nước như: (i) việc ban hành khung pháp lý hoàn chỉnh, hướng dẫn chi tiết cách thức thực hiện chào bán DRs tại thị trường quốc tế, quy định cụ thể về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài; (ii) các SGDCK trong nước cần xây dựng những thỏa thuận hợp tác cụ thể về vấn đề tiếp cận vốn thông qua phát hành DRs tại thị trường quốc tế, chứ không chỉ kết nối thị trường giao dịch chung- những thỏa thuận này khi thành công được kỳ vọng sẽ nói lòng được điều kiện phát hành và niêm yết của doanh nghiệp Trung Quốc tại các thị trường liên kết; (iii) Chính phủ, SGDCK và các cơ quan liên quan cũng cần có những chính sách cải cách quản lý doanh nghiệp niêm yết hướng tới sự tương đồng với thông lệ quốc tế.

Thứ hai, lựa chọn thị trường phát hành mục tiêu phù hợp với đặc điểm, quy mô doanh nghiệp cũng như khả năng của doanh nghiệp trong việc duy trì đáp ứng điều kiện niêm yết và giao dịch của SGDCK quốc tế. Kinh nghiệm của doanh nghiệp Trung Quốc cho thấy, mỗi SGDCK đều đưa ra một số điều kiện niêm yết cụ thể, thường các SGDCK có quy mô lớn sẽ có điều kiện niêm yết khắt khe hơn. Lựa chọn thị trường mục tiêu để tiếp cận sẽ tùy vào nhu cầu vốn cũng như khả năng đáp ứng điều kiện phát hành và niêm yết. Doanh nghiệp Trung Quốc lựa chọn thị trường Mỹ bởi điều kiện niêm yết tại Sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ được đánh giá dễ dàng hơn SGDCK trong nước. Tuy vậy, một số doanh nghiệp đã niêm yết tại thị trường trong nước vẫn lựa

chọn giao dịch tại thị trường Mỹ bởi mục đích cải thiện cơ chế quản trị công ty, công khai minh bạch thông tin và tiếp cận với các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Đối với một số doanh nghiệp nhỏ, khả năng đáp ứng điều kiện phát hành và niêm yết chưa tốt, lựa chọn các SGDCK trong khu vực là lựa chọn tối ưu. Mặc dù, những SGDCK trong khu vực Châu Á như Hong Kong, Singapore vẫn đòi hỏi doanh nghiệp phát hành, niêm yết và giao dịch DR phải đảm bảo tiêu chí về quy mô giao dịch lớn, khả năng tiếp cận nhà đầu tư nước ngoài tốt, song việc niêm yết và giao dịch DR trên các thị trường này, do mức độ tương đồng về văn hoá khu vực, nên các doanh nghiệp Việt Nam có thể hạn chế được các vấn đề xung đột có thể xảy ra giữa cổ đông quốc tế và nhà quản trị công ty.

Thứ ba, doanh nghiệp phát hành cần lựa chọn loại DR và phương thức phát hành phù hợp. Hiện nay có hai loại DRs được giao dịch phổ biến trên toàn cầu ADR (phát hành, niêm yết và giao dịch chủ yếu tại các SGDCK Mỹ) và GDR (phát hành, niêm yết và giao dịch tại các SGDCK Châu Âu, SGDCK Singapore). Bên cạnh hai loại DR này, một số SGDCK khu vực sẽ giao dịch loại DR riêng của như DR của Đài Loan, DR của Trung Quốc, DR Hong Kong và DR Ấn Độ. Tùy theo điều kiện tài chính, phi tài chính của doanh nghiệp trong việc đáp ứng điều kiện phát hành và tiêu chuẩn niêm yết của thị trường mục tiêu, doanh nghiệp sẽ lựa chọn loại DR tương ứng để phát hành, nhằm tăng tính khả thi cũng như trong việc xây dựng lịch sử phát hành hiệu quả tại thị trường quốc tế tương ứng.

Hiện có hai phương thức phát hành DR được các doanh nghiệp Trung Quốc sử dụng, phát hành riêng lẻ và phát hành song song, như đã đề cập ở trên. Đối với doanh nghiệp niêm yết Việt Nam, phương thức phát hành DR song song sẽ là sự lựa chọn

tốt hơn bởi nếu phát hành DR đơn lẻ doanh nghiệp sẽ phải hủy niêm yết chính thức tại thị trường trong nước. Cấu trúc VIE hiện chưa xuất hiện tại Việt Nam, tuy vậy đây cũng là một cấu trúc niêm yết và tiếp cận thị trường vốn quốc tế dành cho những doanh nghiệp chưa niêm yết tại thị trường trong nước nhưng có nhu cầu tiếp cận vốn quốc tế.

4. Kết luận

Nghiên cứu kinh nghiệm huy động vốn thông qua phát hành chứng chỉ lưu ký của các doanh nghiệp Trung Quốc cũng như khái quát thực trạng huy động vốn quốc tế của các doanh nghiệp Việt Nam cho thấy, để khuyến khích doanh nghiệp chủ động tiếp cận và tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn quốc tế thành công thì sự định hướng cơ quan quản lý và cơ sở hạ tầng pháp lý hoàn thiện đóng vai trò then chốt. Bên cạnh, nhân tố mang tính quyết định tới sự thành công của kênh huy động vốn DR về dài hạn đó là sự chủ động chuẩn bị của doanh nghiệp từ giai đoạn dự toán nhu cầu vốn, chuẩn bị các điều kiện phát hành DR và sau đó là lên phương án duy trì và phát triển hình ảnh, chất lượng doanh

nh nghiệp cũng như cổ phiếu và DR nhằm duy trì thanh khoản của DR trên thị trường quốc tế, nhằm gia tăng cơ hội thành công cho các phương án phát hành chứng khoán quốc tế sau đó của doanh nghiệp.

Do hạn chế về khả năng tiếp cận số liệu, bài viết này chưa thể cung cấp các bằng chứng thực nghiệm chặt chẽ hơn về lợi ích của DR tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng như khả năng tiếp cận vốn quốc tế dài hạn của doanh nghiệp. Do đó, một số hướng nghiên cứu mới có thể triển khai trong tương lai như sau: (i) nghiên cứu thực nghiệm về tác động của việc sử dụng huy động vốn DR tới hiệu quả hoạt động, hiệu quả quản trị và khả năng cải thiện công bố thông tin của doanh nghiệp Trung Quốc; (ii) Khảo sát nhu cầu huy động vốn quốc tế nói chung và DR nói riêng của các doanh nghiệp Việt Nam; (iii) Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Việt Nam có thể nghiên cứu xây dựng quy trình hỗ trợ và hướng dẫn doanh nghiệp phát hành DR và đề xuất văn bản tới các cơ quan chức năng, đặc biệt là xây dựng cơ chế thử nghiệm (sandbox) áp dụng thí điểm với các doanh nghiệp hiện đã từng hoặc đang có nhu cầu huy động vốn quốc tế ■

Tài liệu tham khảo

- Abdallah, W., & Goergen, M. (2016). "Evolution of control of cross-listed companies", *The European Journal of Finance*, 22(15), 1507-1533
- Citi Bank (2019). "Citi Depository Receipt Service Year- End 2019 Report" Baker, H. K.; Nofsinger, J. R.; and Weaver, D. G. (2002). "International Cross- Listing and Visibility", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37 (3): 495-521.
- Bancel, F. and U.R. Mittoo (2001). "European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings", *European Financial Management*, 7(2), 213-236.
- Coffee, J.C. (1999). "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, 93, 641 – 708.
- Chen, K.-C., Cheng, Q., Lin, Y. C., Lin, Y.-C., and Xiao, X. (2013). "Financial Reporting Quality of Chinese Reverse Merger Firms: The Reverse Merger Effect or the China Effect?". SSRN 2043899
- Chouinard, E., & D'Souza, C. (2004). "The rationale for cross-border listings". *Bank of Canada Review*, 2003(Winter), 23-30.
- Claessens, S., & Schmukler, S. L. (2007). "International financial integration through equity markets: Which firms from which countries go global?", *Journal of International Money and Finance*, 26(5), 788-813
- Dương Ngân Hà (2019). "Niêm yết chéo chứng khoán trên thị trường quốc tế và giải pháp cho Việt Nam". Luận án Tiến sĩ.

- Engel, E., Hayes, R. M., and Wang, X. (2007). "The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, pp. 116-145.
- Errunza, V., & Losq, E. (1985). "International asset pricing under mild segmentation: Theory and test", *The Journal of Finance*, 40(1), 105-124.
- Frijns, B., Gilbert, A., & Tourani-Rad, A. (2010). "The dynamics of price discovery for cross-listed shares: Evidence from Australia and New Zealand", *Journal of banking & finance*, 34(3), 498-508.
- Hu, G., Lin, J. C., Wong, O., & Yu, M. (2019). "Why have many US-listed Chinese firms announced delisting recently?". *Global Finance Journal*, Vol. 41, pp. 13-31.
- King, M. R., & Mittoo, U. R. (2007). "What Companies Need to Know About International Cross-Listing", *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(4), 60-74.
- King and Wood (2012). "Variable Interest Entity Structure in China". Truy cập ngày 01/01/2021 từ: <https://www.chinalawinsight.com/2012/02/articles/foreign-investment/variable-interest-entity-structure-in-china/>
- Merton, R.C. (1987). "Presidential address: A simple model of capital market equilibrium with incomplete information", *Journal of Finance* 42, 483-510
- Lardy, N. R. (2019). "China's private firms continue to struggle". Retrieved on November 14, 2020 from: <https://www.piie.com/blogs/china-economic-watch/chinas-private-firms-continue-struggle>
- Luo, Y., Fang, F., & Esqueda, O. A. (2012). "The overseas listing puzzle: Post-IPO performance of Chinese stocks and ADRs in the US market". *Journal of multinational financial management*, Vol. 22, Issue. 5, pp. 193-211.
- Mak, B. S., & Ngai, A. M. (2005). Market linkage for dual-listed Chinese stocks. *Chinese Economy*, 38(2), 88-107.
- Pagano, M., A.A. Roell and J. Zechner (2002). "The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?", *Journal of Finance* 57, 2651-2694.
- Quốc hội (2019), Luật số 54/2019/QH14, 2019, Luật Chứng khoán, ban hành ngày 26/11/2019.
- Quốc hội (2020), Luật đầu tư số 64/2020/QH14, 2020, Luật Đầu tư, ban hành ngày 07/06/2020.
- Reese Jr, W. A., & Weisbach, M. S. (2002), "Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings", *Journal of financial economics*, 66(1), 65-104.
- U.S Securities and Exchange Commission (2020). "Danh sách ADR niêm yết tại các SGDCK Mỹ".
- Hong Kong Stock Exchange (2020). "Trading and Listing Conditions of DRs". Retrieved on 01/01/2021 from: https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/Getting-Started/Listing-on-the-Main-Board?sc_lang=en
- Shanghai Stock Exchange (2020). "Trading and Listing Conditions of DRs". Retrieved on 01/01/2021 from: <http://english.sse.com.cn/start/listing/overview/>
- London Stock Exchange (2020). "Trading and Listing Conditions of DRs". Retrieved on 01/01/2021 from: <https://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/main-market/listing-regime-and-obligations>
- SMPG (2014). "Global market practice for depositary (DRs)". Retrieved on 01/01/2021 from: https://smpg.info/fileadmin/documents/3_Settlement%20and%20Reconciliation%20WG/A_Final%20Global%20Market%20Practices/DR_MP_V4.3.pdf
- Stulz, R. (1999). "Globalization of equity markets and the cost of capital", *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 8 – 25.
- Witmer, J. L. (2005). *Why do firms cross-(de) list? An examination of the determinants and effects of cross-delisting*. SSRN Working paper
- Yanru (2020). "Foreign investment Law series – 05: The VIE structure Remain in Grey Area". Retrieved on 01/01/2021 from: <https://www.chinajusticeobserver.com/a/foreign-investment-law-series-05>
- Yin, J. (2011). "The market reaction to international cross-listing evidence from Hong Kong and mainland China cross-listed firms". Master Thesis in Finance. Retrieved on 01/01/2021 from: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=107463>
- You, L., Parhizgari, A. M., & Srivastava, S. (2012). "Cross-listing and subsequent delisting in foreign markets", *Journal of Empirical Finance*, 19(2), 200-216.
- Zhang Yi (2002). "Overseas Listing of Chinese Companies – A Study Focusing on Listing on the London Stock Exchange for Chinese Companies". Master Thesis No 2002:55. Retrieved on 01/01/2021 from: https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/2345/1/gbs_thesis_2002_55.pdf
- Zingales, L. (2007). "Is the US capital market losing its competitive edge?", *ECGI-Finance Working Paper*, (192).