

CHỨNG CHỈ LƯU KÝ - KÊNH HUY ĐỘNG VỐN CHO CÁC DOANH NGHIỆP Ở THỊ TRƯỜNG NƯỚC NGOÀI

HUỲNH THỊ HƯƠNG THẢO

Khoa Tài chính Kế toán – Trường ĐHCN Thực phẩm Tp.HCM

TÓM TẮT

Quá trình hội nhập đã tạo điều kiện cho các công ty huy động vốn và niêm yết chứng khoán của mình tại các thị trường nước ngoài. Nhà đầu tư có nhiều cách khác nhau để đầu tư vào cổ phiếu của các công ty bên ngoài thị trường nội địa, cách đầu tiên là nhà đầu tư có thể trực tiếp tiến hành mua bán các chứng khoán trên thị trường nước ngoài. Theo cách này, tất cả các khoản giao dịch mua, bán, cổ tức, chênh lệch giá đều được định bằng đơn vị tiền tệ quốc gia của công ty phát hành chứ không phải bằng đồng nội tệ của nhà đầu tư. Hơn nữa, nhà đầu tư còn phải làm quen với các quy trình và thủ tục liên quan đến việc giao dịch, bù trừ, thanh toán... tại các thị trường này. Ngoài cách đầu tư trực tiếp, nhà đầu tư có thể sử dụng hình thức đầu tư thông qua chứng chỉ lưu ký (Depositary Receipts – DR). Mục tiêu bài viết nêu lên quy trình phát hành DR, lợi ích và thách thức khi phát hành DR, ưu điểm và nhược điểm của một số thị trường trên thế giới để lựa chọn thị trường phát hành DR và một số gợi ý chính sách nhằm đẩy mạnh kênh huy động vốn này.

DEPOSITARY RECEIPTS – CAPITAL MOBILIZATION CHANNEL FOR ENTERPRISES IN FOREIGN MARKETS

ABSTRACT

The process of integration has created an opportunity for companies raising capital and listing of its securities in foreign markets. Investors have many different ways to invest in stocks of companies outside the domestic market, the first is investors can directly trade securities on foreign markets. In this way, all transactions to buy, sell, dividend, price differences are specified in the national currency of the issuer not by the local currency of the investor. Furthermore, investors should also be familiar with the processes and procedures involved in trading, clearing and settlement... in these markets. In addition to direct investment, the investor can use forms of investment through Depositary Receipts (DR). Article's target discusses the release of DR, benefits and challenges when issuing DR, advantages and disadvantages of a number of markets around the world to select the DR markets and some policy implications to strengthen capital mobilization channel.

1. Chứng chỉ lưu ký - cơ hội và thách thức khi phát hành

Chứng chỉ lưu ký là loại chứng khoán được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán trong nước, bằng đồng nội tệ và đại diện cho cổ phiếu của các công ty nước ngoài. Chứng chỉ lưu ký được khởi tạo khi cổ phiếu của một công ty nước ngoài được ký gửi vào ngân hàng lưu ký tại quốc gia có Sở giao dịch chứng khoán mà cổ phiếu này dự kiến sẽ giao dịch. Ngân hàng lưu ký sau đó sẽ phát hành các chứng chỉ đại diện cho số cổ phiếu đã

được ký gửi. Số lượng DR phát hành và mức giá của mỗi DR phụ thuộc vào tỷ lệ so sánh giữa DR dự kiến phát hành với số lượng cổ phiếu cơ sở. Do đó, 1 DR có thể đại diện cho một cổ phiếu cơ sở, nhiều cổ phiếu cơ sở hoặc một phần của cổ phiếu cơ sở. Giá của các DR cũng bị ảnh hưởng bởi các yếu tố giống như các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, trường hợp có sự chênh lệch giữa giá của DR và giá của các cổ phiếu cơ sở tại các thị trường giao dịch khác nhau có thể tạo ra cơ hội tìm kiếm lợi nhuận cho các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá.

Ngân hàng lưu ký chịu trách nhiệm phát hành các chứng chỉ lưu ký đồng thời cũng đóng vai trò đăng ký và lưu ký bao gồm các nhiệm vụ xử lý các công việc như thanh toán cổ tức, thực hiện các nghĩa vụ thuế, chia tách cổ phiếu... Các ngân hàng như The bank of NewYork Mellon, Deutsche Bank, JP Morgan, Citibank... được biết đến như những ngân hàng cung cấp dịch vụ lưu ký lớn nhất.

Có hai loại chứng chỉ lưu ký là chứng chỉ lưu ký toàn cầu (Global Depositary Receipt – GDR) và chứng chỉ lưu ký tại Mỹ (American Depositary Receipt – ADR). Chứng chỉ lưu ký toàn cầu là loại chứng chỉ lưu ký được phát hành bên ngoài quốc gia của công ty có cổ phiếu cơ sở và bên ngoài Hoa Kỳ. Ngân hàng lưu ký phát hành GDR thường có trụ sở hoặc chi nhánh tại quốc gia nơi có Sở giao dịch chứng khoán mà chứng chỉ lưu ký được giao dịch. Lợi thế của GDR là nó không bị lệ thuộc bởi các quy định liên quan đến tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài hay các quy định về kiểm soát dòng vốn của các quốc gia nơi các công ty phát hành cổ phiếu đóng trụ sở bởi nó được phát hành ở nước ngoài. Chứng chỉ lưu ký tại Mỹ (ADR) là chứng chỉ lưu ký được định bằng USD và được giao dịch trên các Sở giao dịch chứng khoán của Mỹ như những cổ phiếu thường. Được tạo ra đầu tiên vào năm 1927, ADR là loại chứng chỉ lưu ký lâu đời nhất và hiện tại cũng là loại chứng chỉ lưu ký được giao dịch phổ biến nhất. ADR tạo điều kiện cho các công ty nước ngoài có thể huy động vốn từ các nhà đầu tư Mỹ.

** Lợi ích về phía công ty phát hành*

- Hội nhập vào nền kinh tế thế giới: Để niêm yết chứng khoán thành công trên thị trường quốc tế, doanh nghiệp phải được các định chế tài chính lớn thẩm định, theo đó, hình ảnh và thương hiệu của doanh nghiệp trên thị trường quốc tế cũng được chứng minh và khẳng định. Ngoài ra, thương hiệu mạnh cũng giúp cho việc mở rộng thị trường, mạng lưới phân phối và đối tác của doanh nghiệp thêm thuận lợi.

- Nâng cao tính thanh khoản cho cổ phiếu: Số lượng nhà đầu tư trong và ngoài nước tăng lên do tin tưởng vào tiềm năng phát triển dài hạn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp Việt Nam có thể dùng chứng chỉ cổ phiếu niêm yết tại thị trường quốc tế làm phương tiện thanh toán cho các cuộc mua bán, sáp nhập, mở rộng phạm vi hoạt động trên thị trường quốc tế.

- Nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp theo chuẩn quốc tế: Việc tham gia vào thị trường quốc tế khiến doanh nghiệp phải không ngừng nâng cao hệ thống quản trị doanh nghiệp, tiếp thu các tập quán thông lệ quản lý kinh doanh tiên tiến trên thế giới để có thể đảm bảo tuân thủ các chuẩn mực quốc tế. Khi niêm yết ra sàn chứng khoán lớn ở nước ngoài, doanh nghiệp phải đáp ứng những điều kiện niêm yết khắt khe của sàn chứng khoán

đó như tính minh bạch thông tin, tiêu chuẩn kế toán, mức độ quản trị doanh nghiệp, mức độ bảo vệ nhà đầu tư...

- Tăng khả năng huy động vốn, đa dạng hóa nguồn vốn cho các doanh nghiệp trên thị trường quốc tế, đặc biệt trong hoàn cảnh thị trường chứng khoán trong nước khá ảm đạm, các đợt phát hành cổ phiếu nhằm tăng quy mô, đa dạng hóa các nguồn vốn đều không thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư trong nước.

** Thách thức về phía công ty phát hành*

- Huy động vốn quốc tế đồng nghĩa với việc doanh nghiệp chịu phát sinh nhiều chi phí, đặc biệt là phí dịch vụ tư vấn luật, tư vấn nghiệp vụ được cung cấp bởi các công ty danh tiếng trên thế giới. Ngoài ra, doanh nghiệp cần đầu tư hơn nữa vào công tác marketing, PR để quảng bá thương hiệu trên trường quốc tế.

- Mở rộng đối tượng cổ đông song song với việc quan hệ cổ đông của doanh nghiệp trở nên phức tạp hơn khi rào cản địa lý và rào cản ngôn ngữ sẽ gây khó khăn nhất định và phát sinh chi phí trong việc duy trì quan hệ với các nhà đầu tư quốc tế.

- Hiện tại, Việt Nam chưa có khung pháp lý điều chỉnh việc các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường quốc tế, điều này khiến các doanh nghiệp không thể chủ động được trong lộ trình niêm yết sàn quốc tế đã dự kiến.

- Khi tham gia thị trường quốc tế, doanh nghiệp phải đáp ứng được các yêu cầu ngặt nghèo theo chuẩn mực quốc tế về quản trị doanh nghiệp, cơ chế báo cáo một cách thường xuyên, minh bạch và thực hiện các nghĩa vụ pháp lý, đây là thách thức lớn nhất với các doanh nghiệp Việt Nam khi mà chuẩn mực kế toán của Việt Nam (Vietnamese Accounting Standards - VAS) vẫn còn một số điểm chưa tương ứng với chuẩn mực kế toán quốc tế (International Financial Reporting Standards - IFRS).

2. Lựa chọn thị trường niêm yết ra nước ngoài cho các doanh nghiệp Việt Nam

** Thị trường Mỹ và London*

Thị trường chứng khoán Mỹ lớn nhất thế giới, thị trường London lớn nhất châu Âu và là trung tâm tài chính khu vực châu Âu. Doanh nghiệp niêm yết trên những sàn này sẽ có cơ hội tiếp cận với nguồn vốn khổng lồ, ổn định và khó bay hơi. Đây cũng là thị trường có tính thanh khoản cao và chi phí sử dụng vốn thấp. Để lên được sàn này, doanh nghiệp phải thỏa các điều kiện niêm yết cực kỳ khó khăn. Thị trường Mỹ nổi tiếng có tiêu chuẩn niêm yết khó nhất về chỉ tiêu tài chính và vấn đề minh bạch thông tin, bảo vệ nhà đầu tư nhưng nơi đây cũng có dịch vụ pháp lý tốt, những nhà phân tích lớn nhất thế giới như: Citigroup, Deutsche Bank, JPMorgan...

Phát hành ADR là hình thức dễ huy động vốn nhất tại Mỹ vì cơ quan phát hành ADR là những ngân hàng có tiếng ở Mỹ. Tuy nhiên, nhà đầu tư tại thị trường này chỉ biết và tin vào những cơ quan phát hành ra ADR mà sẽ không biết đến tên tuổi thực sự là nơi phát hành ra những cổ phiếu thực sự là các công ty nước ngoài.









Thị trường London có tiêu chuẩn niêm yết dễ hơn Mỹ và chú trọng về các chỉ tiêu ràng buộc như vốn hoạt động, quản trị công ty. London không bằng Mỹ về vốn hóa thị trường nhưng lại vượt Mỹ về số lượng công ty nước ngoài đến niêm yết. Ngoài ra, London còn dẫn đầu thế giới với trung tâm dịch vụ pháp lý, quản lý quỹ phòng ngừa rủi ro, ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, phái sinh, kế toán, tư vấn quản lý... Điều bất lợi của sàn Mỹ và London đối với doanh nghiệp Việt Nam là thị trường này xa xôi về mặt địa lý và khác nhau về múi giờ so với Việt Nam nên sẽ làm hao tốn thêm nguồn lực so với các thị trường khác.

** Thị trường Hồng Kông và Singapore*

Hồng Kông và Singapore là hai trung tâm tài chính của khu vực Đông Nam Á. So với Singapore, Hồng Kông là thị trường lớn hơn nhiều về quy mô. Những công ty niêm yết trên Hồng Kông chủ yếu là công ty Trung Quốc và một số rất ít đến từ các nước khác. Singapore ngoài những công ty Trung Quốc còn thu hút một số công ty đến từ Hồng Kông, Nhật, Úc, Đài Loan, Ấn Độ, Châu Âu, Hàn Quốc... Vậy, so với Hồng Kông, Singapore có nhiều và đa dạng công ty nước ngoài đến niêm yết. Điều kiện niêm yết của Singapore dễ hơn Hồng Kông về các tiêu chí tài chính như lợi nhuận, vốn hóa thị trường, nhà bảo trợ ở Hồng Kông là bắt buộc trong khi Singapore thì không cần, cả hai quốc gia đều có chính sách thuế ưu đãi.

Theo số liệu điều tra năm 2013 của tổ chức Z/Yen Group tại Luân Đôn về chỉ số bình chọn trung tâm tài chính trên thế giới, Singapore đứng thứ 4 trên thế giới với 751 điểm, sau Hồng Kông 759 điểm. London dẫn đầu và New York đứng thứ hai.

Mười trung tâm tài chính hàng đầu thế giới

Rank	Change	Centre	Rating
1	—	 London	794
2	—	 New York City	779
3	—	 Hong Kong	759
4	—	 Singapore	751
5	▲1	 Tokyo	720
6	▼1	 Zurich	718
7	▲1	 Boston	714
8	▼1	 Geneva	710
9	▲1	 Frankfurt	702
10	▼1	 Seoul	701

Nguồn: http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_centre

Đáng chú ý nhất về hoạt động phát hành GDR tại Việt Nam thời gian qua phải kể đến trường hợp của Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAGL). HAGL đã bán 16,2 triệu cổ

phiếu cho ngân hàng lưu ký là Deutsche Bank Trust Company Americas (DBTCA) với sự tư vấn của Công ty chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (SBS). Dựa trên số lượng cổ phiếu này, cùng với 8,1 triệu cổ phiếu thưởng được hưởng vào ngày 26/01/2011 (tỉ lệ 2:1), DBTCA đã phát hành 24,3 triệu GDR cho HAGL. Khối lượng GDR này đã được bán cho các nhà đầu tư nước ngoài và sau đó đã được niêm yết và giao dịch trên sàn Professional Securities Market (PSM) của Sở giao dịch chứng khoán London (London Securities Exchange - LSE) ngày 23/03/2011. Thành công của thương vụ này đã giúp HAGL huy động được 60 triệu USD, đồng thời thu hút được sự chú ý của nhà đầu tư quốc tế. Vì là doanh nghiệp tiên phong trong việc thực hiện kêu gọi vốn thông qua chứng chỉ lưu ký nên HAGL phải mất gần hai năm trong việc triển khai các thủ tục phát hành và niêm yết GDR cũng như chọn ngân hàng lưu ký, chọn công ty chứng khoán nước ngoài, nhà tư vấn luật... Do đó, chi phí cho việc thực hiện các thủ tục phát hành và hoàn tất niêm yết GDR tại LSE là rất tốn kém mà không phải doanh nghiệp nào cũng thích hợp để thực hiện.

Việc GDR của HAGL gia nhập thị trường PSM trên LSE chỉ mới là bước đầu của quá trình này. Trong năm đầu tiên, HAGL phải cam kết tuân thủ các nghĩa vụ về báo cáo, bao gồm công bố các thông tin có thể tác động đến giá cổ phiếu, các vấn đề liên quan đến giao dịch, công bố báo cáo thường niên và duy trì một danh sách cổ đông được xem là trong nhóm có thông tin nội bộ. Chưa hết, những nhà đầu tư trên LSE mua GDR của HAGL đã trở thành cổ đông của doanh nghiệp này và do đó, những vấn đề về quan hệ cổ đông cũng phức tạp hơn. Nói cách khác, thách thức sau niêm yết là thách thức về quan hệ cổ đông và công bố thông tin kịp thời trên cả thị trường Việt Nam và London. Mặt khác, nếu GDR của HAGL không được giao dịch sôi động thì những đợt phát hành tiếp theo sẽ gặp trở ngại. Vì vậy, HAGL cũng phải làm tốt quan hệ marketing và khuyến khích các nhà phân tích quốc tế có báo cáo về GDR này để nhà đầu tư quốc tế thường xuyên để ý đến GDR của công ty.

Yêu cầu niêm yết trên thị trường PSM tại LSE

Quy định kế toán	Cáo bạch có thể sử dụng chế độ kế toán quốc gia của công ty phát hành (national GAAP – national Generally Accepted Accounting Principals)
Vốn hóa GDR	Tối thiểu 700.000 USD
Số chứng chỉ lưu ký trôi nổi	Không quy định
Quy định về số năm giao dịch	Chỉ cần có số liệu kế toán đã kiểm toán của 3 năm gần nhất (hoặc ít hơn nếu công ty hoạt động lớn hơn 3 năm)

Nguồn: [4]

3. Kết luận và gợi ý chính sách

Nhu cầu DR từ các nhà đầu tư quốc tế đã và đang gia tăng mạnh vì các nhà đầu tư cần đa dạng hóa danh mục đầu tư, giảm chi phí, giảm mức độ rủi ro. Trong việc đa dạng danh mục đầu tư trên toàn cầu, các nhà đầu tư thường phải đối phó với nhiều thách thức khi đầu tư trực tiếp vào thị trường của các nước đang phát triển hoặc mới nổi, đặc biệt là

gặp nhiều khó khăn trong việc nhận thông tin của công ty phát hành, các thách thức trong việc thanh toán, lưu ký và việc chuyển đổi ngoại tệ không rõ ràng hoặc tốn kém. Những DR vượt qua các rào cản cố hữu của đầu tư quốc tế, là một công cụ huy động vốn mới xuất hiện tại Việt Nam mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp cũng như nền kinh tế trong việc thu hút ngoại tệ từ bên ngoài. Tuy nhiên, số lượng doanh nghiệp sử dụng công cụ này để huy động vốn còn khá hạn chế. Do vậy, để công cụ này trở nên phổ biến và được sử dụng một cách có hiệu quả thì cần có những giải pháp đồng bộ từ các cấp quản lý cho đến một số chủ thể có liên quan.

- Đối với các cơ quan quản lý nhà nước: Hoàn thiện hành lang pháp lý cho hoạt động niêm yết chứng khoán ra nước ngoài phù hợp với thông lệ quốc tế, cần quy định rõ vấn đề đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ; Quy định về công bố thông tin ở mức độ bảo vệ nhà đầu tư cao; Nghiên cứu hoàn thiện quy chế quản trị công ty tiên tiến của thế giới áp dụng bắt buộc cho các công ty niêm yết tại Việt Nam để tạo điều kiện cho doanh nghiệp Việt Nam dần đạt đến sự chuẩn mực của các thông lệ quốc tế, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư nước ngoài.

- Đối với doanh nghiệp trong nước: Chủ động tiếp cận các chuẩn mực tài chính kế toán theo chuẩn quốc tế, hầu hết tất cả các sàn chứng khoán ở các nước đều yêu cầu các công ty phải công bố báo cáo tài chính đã được kiểm toán và soạn theo tiêu chuẩn kế toán quốc tế IFRS của 3 năm tài chính trước khi niêm yết, vì vậy các doanh nghiệp cần lập ra một kế hoạch chi tiết vì để thực hiện được việc này công ty phải bỏ ra một chi phí đáng kể và quá trình thực hiện sẽ cần có sự liên kết của rất nhiều bộ phận quan trọng trong hoạt động kinh doanh của công ty; Từng bước xây dựng và áp dụng các hệ thống quản trị công ty tiên tiến của thế giới đối với công ty đại chúng và niêm yết; Xây dựng và phát triển thương hiệu công ty mang tầm cỡ quốc tế để thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nước ngoài; Tích cực tìm kiếm những cơ hội kinh doanh mới, phát triển các dự án khả thi có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn; Cải thiện sự minh bạch trong việc công bố thông tin, áp dụng các chuẩn mực quốc tế trong việc trình bày các báo cáo tài chính và có quan hệ tốt với các tổ chức tài chính trong và ngoài nước; Lựa chọn nhà tư vấn niêm yết chuyên nghiệp và hiệu quả, doanh nghiệp nên lựa chọn nhà tư vấn nào hiểu rõ về thị trường mà doanh nghiệp muốn niêm yết và đã tư vấn thành công cho các doanh nghiệp khác niêm yết tại đó.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. PVFC (2011), “Phát hành chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDRs) - cơ hội và thách thức đối với doanh nghiệp Việt Nam”, http://www.vnba.org.vn/index.php?option=com_content&task=view&id=710&Itemid=34
2. Vũ Anh Đức (2011), “Chứng chỉ tín thác toàn cầu công cụ huy động vốn cổ phần tối ưu”, http://www.vnba.org.vn/index.php?option=com_content&view=article&id=1450:chng-ch-tin-thac-toan-cu-cong-c-huy-ng-vn-c-phn-ti-u-&catid=43:ao-to&Itemid=90
3. Lê Ngọc Hùng (2012), “Chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR) công cụ huy động vốn mới tại Việt Nam”, *tạp chí Công nghệ ngân hàng*, số (77), trang 51-57.
4. Hồ Quốc Tuấn (2011), “Lên sàn ngoại bằng GDR: vừa sức doanh nghiệp Việt Nam”, <http://cafef.vn/thi-truong-chung-khoan/len-san-ngoai-bang-gdr-vua-suc-dn-viet-nam-20110331115145163ca31.chn>