



Working Paper 2024.1.2.9
- Vol 1, No 2

CHÀO BÁN CỔ PHIẾU LẦN ĐẦU RA CÔNG CHÚNG CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN NASDAQ (HOA KỲ) MỘT SỐ KIẾN NGHỊ HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VÀ LƯU Ý CHO DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

Nguyễn Thị Phương Thảo¹; Lê Nguyễn Hân Du; Phan Phương Anh

Sinh viên K59 Luật Thương mại Quốc tế - Khoa Luật

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Đối với doanh nghiệp, chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) là một trong những cách phổ biến để gia nhập thị trường chứng khoán bởi tính thanh khoản cao và dễ dàng huy động vốn. Hiện nay, thị trường chứng khoán Mỹ có thể nói là "sân chơi" của những doanh nghiệp và nhà đầu tư lớn trên thế giới, điển hình là NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) - sàn giao dịch chứng khoán lớn thứ hai thế giới xét theo vốn hóa thị trường. Đây là sàn giao dịch mà các doanh nghiệp lớn của Việt Nam hướng tới bởi cơ hội tiếp cận nguồn vốn phục vụ lớn. Tuy nhiên, thực tế đã chứng minh: IPO trên sàn NASDAQ là thử thách rất lớn đối với các doanh nghiệp Việt Nam. Do đó, bài viết này sẽ (1) Nghiên cứu tổng quan về khung pháp lý của Việt Nam về IPO trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài; (2) Điều kiện mà doanh nghiệp Việt Nam cần đáp ứng để IPO trên sàn NASDAQ; (3) Đề xuất một số kiến nghị nhằm hoàn thiện pháp luật Việt Nam và một số lưu ý dành cho các doanh nghiệp Việt Nam muốn IPO trên sàn NASDAQ.

Từ khóa: Chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng, IPO, NASDAQ

INITIAL PUBLIC OFFERING OF VIETNAMESE ENTERPRISES ON THE NASDAQ STOCK EXCHANGE (USA) - SOME RECOMMENDATIONS TO COMPLETE THE LEGAL FRAMEWORK AND RECOMMENDATIONS FOR VIETNAMESE ENTERPRISES

Abstract

For enterprises, an initial public offering (IPO) is one of the most popular ways to enter the stock market because of its high liquidity and ease of raising capital. Currently, the US stock market can be said to be the "playground" of large enterprises and investors in the world,

¹ Tác giả liên hệ, Email: k59.2014610099@ftu.edu.vn.

typically NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)—the second largest stock exchange—in terms of market capitalization. This is the trading floor that large Vietnamese enterprises aim for because of the opportunity to access large capital sources. However, reality has proven that IPOs on NASDAQ are a huge challenge for Vietnamese enterprises. Therefore, this article will: (1) research an overview of Vietnam's legal framework on IPOs on foreign stock exchanges; (2) describe the conditions that foreign enterprises need to meet to IPO on NASDAQ; and (3) propose some recommendations to improve Vietnamese law and some notes for Vietnamese enterprises wanting to IPO on NASDAQ.

Key words: Initial public offering, IPO, NASDAQ.

1. Lời mở đầu

Trong quá trình tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, một trong những điều quan trọng nhất là huy động được nguồn vốn để duy trì các hoạt động kinh doanh của mình. Có rất nhiều cách để đạt được mục tiêu đó nhưng có lẽ chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (*thuật ngữ tiếng Anh: Initial public offering - IPO*) là mục tiêu mà doanh nghiệp nào cũng hướng đến không chỉ bởi khả năng huy động vốn lớn mà còn nâng cao danh tiếng. Với sự phát triển ngày càng nhanh chóng của kinh tế xã hội như hiện nay, hoạt động IPO không chỉ dừng lại ở thị trường trong nước mà các doanh nghiệp còn rất chú trọng đến thị trường chứng khoán nước ngoài. Đặc biệt là thị trường chứng khoán Hoa Kỳ với sàn giao dịch NASDAQ – sàn giao dịch chứng khoán lớn thứ hai thế giới xét theo vốn hóa thị trường. Tuy nhiên, một số hạn chế về mặt pháp lý cũng như khó khăn trong thực tế khiến cho chưa thực sự có nhiều doanh nghiệp Việt Nam IPO thành công tại NASDAQ. Do đó, **“Chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng của doanh nghiệp Việt Nam trên sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ (Hoa Kỳ) – Một số kiến nghị hoàn thiện pháp luật và lưu ý cho doanh nghiệp Việt Nam”** là một vấn đề có ý nghĩa rất thiết thực, giúp tháo gỡ vướng mắc và tạo động lực cho các doanh nghiệp Việt Nam trong tiến trình IPO tại thị trường chứng khoán nước ngoài.

2. Khung pháp lý của Việt Nam về chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài

2.1. Hoạt động chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các doanh nghiệp

2.1.1. Khái niệm hoạt động chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng

Chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng hay còn được biết đến với cụm từ IPO (Initial Public Offering) là một trong những hoạt động thiết yếu đối với các công ty cổ phần giúp tăng khả năng huy động vốn cũng như mở rộng phạm vi của các hoạt động kinh doanh. Trong đó, cổ phiếu được biết tới là một loại chứng khoán. Do đó, để hiểu rõ hơn về chào bán cổ phiếu ra công chúng thì trước hết cần tìm hiểu về hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng.

Theo quan điểm tại Mỹ, việc bảo vệ các nhà đầu tư là một yếu tố rất được chú trọng, do vậy chào bán chứng khoán ra công chúng được hiểu là “hoạt động chào bán chứng khoán trong đó tất cả những người được chào bán cần được bảo vệ thông qua việc đăng ký chào bán của chủ thể chào bán với cơ quan quản lý chứng khoán” (Phạm Thị Giang Thu, 2021). Định nghĩa này không nằm trong Luật Chứng khoán Mỹ năm 1933 mà được rút ra từ Quy chế của Ủy ban Chứng khoán và Thị trường chứng khoán Hoa Kỳ.

Ở Trung Quốc, khái niệm hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng được quy định chi tiết hơn trong Luật Chứng khoán Trung Quốc, được hiểu là những cuộc phát hành mà đầu tiên phải đáp ứng được các điều kiện luật định và thứ hai phải được báo cáo với cơ quan quản lý chứng khoán trực thuộc Hội đồng Nhà nước để xem xét, xác minh và phê chuẩn (Phạm Thị Giang Thu, 2021).

Tại Việt Nam, hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng được quy định trong khoản 19 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 “là việc chào bán chứng khoán theo một trong các phương thức như sau: chào bán thông qua phương tiện thông tin đại chúng; chào bán cho từ 100 nhà đầu tư trở lên, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp hoặc chào bán cho các nhà đầu tư không xác định”.

Tính đến hiện tại, chưa có định nghĩa riêng nào dành cho hoạt động IPO. Tuy nhiên, như đã nhận định ở trên cổ phiếu cũng là một loại chứng khoán nên về bản chất có thể được hiểu như một hình thức chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng. Về cơ bản, hoạt động IPO được hiểu là *lần phát hành cổ phiếu đầu tiên của một công ty cho số lượng nhà đầu tư đủ lớn và đưa lên sàn chứng khoán với mục đích chủ yếu là huy động vốn từ các nhà đầu tư này.*

2.1.2. Đặc điểm hoạt động chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng

Hoạt động IPO với tính chất là một hoạt động nằm trong tổng thể chào bán chứng khoán ra công chúng sẽ có những đặc điểm cơ bản sau:

Thứ nhất, hoạt động chào bán ra công chúng thường được tiến hành với quy mô rộng rãi. Mục đích chủ yếu của việc chào bán là để huy động được số lượng vốn lớn phục vụ cho các hoạt động kinh doanh, do đó các doanh nghiệp thường thực hiện trên một phạm vi lớn nhằm thu hút đông đảo các nhà đầu tư từ trong nước ra nước ngoài.

Thứ hai, chào bán ra công chúng là một hoạt động cần có sự quản lý từ nhà nước nhằm đảm bảo sự an toàn và tính thống nhất. Do đó, việc chào bán chỉ được thực hiện sau khi chủ thể phát hành đã đăng ký chào bán với cơ quan nhà nước có thẩm quyền quản lý (Nguyễn Thanh Tâm, 2021).

Thứ ba, nhằm đảm bảo cho việc phát hành thành công cũng như giảm thiểu rủi ro, việc chào bán của các doanh nghiệp thường được tiến hành thông qua tổ chức trung gian là các công ty bảo lãnh phát hành hoặc đại lý phát hành chứng khoán. Ví dụ: Công ty cổ phần Chứng khoán ASEAN (Việt Nam), Citigroup Global Markets Inc. (Hoa Kỳ),...

Thứ tư, tùy vào mục đích của hoạt động chào bán đối với mỗi doanh nghiệp mà tổng giá trị cổ phiếu đã chào bán thường phải đạt tới mức độ tối thiểu giúp tập trung được lượng vốn lớn, giúp doanh nghiệp thực hiện được các dự án, hoạt động kinh doanh theo kế hoạch.

Ngoài những đặc trưng cơ bản trên, bản thân hoạt động IPO cũng có đặc điểm riêng biệt. Có thể kể đến như IPO phải là lần phát hành cổ phiếu đầu tiên của một doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là một doanh nghiệp có thể có nhiều lần chào bán cổ phiếu mới nhưng IPO chỉ có thể được thực hiện duy nhất một lần.

2.1.3. Ý nghĩa hoạt động chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng

Đối với thị trường chứng khoán và nền kinh tế nói chung, hoạt động IPO sẽ giúp các doanh nghiệp tăng quy mô và khối lượng các giao dịch. Nếu IPO thành công sẽ là động lực thúc đẩy

một số lượng lớn nhà đầu tư từ trong nước đến cả các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường chứng khoán từ đó thu hút thêm luồng tiền lớn và sự quan tâm “nhiệt tình” đối với nền kinh tế.

Đặc biệt đối với các doanh nghiệp muốn tiến hành IPO ở thị trường chứng khoán nước ngoài thì ngoài vấn đề thu hút được nguồn tiền đầu tư mạnh mẽ, việc IPO thành công sẽ tạo niềm tin cho nhà đầu tư nước ngoài giúp nâng cao được vị thế, hình ảnh doanh nghiệp cũng như mở rộng được thị trường xuất nhập khẩu cho chính mình. Ngoài ra, khi một doanh nghiệp nội địa thành công chào bán cổ phiếu ra nước ngoài là đồng thời giúp gia tăng danh tiếng quốc gia, từ đó thu hút dòng vốn trong nước và nước ngoài đầu tư vào thị trường.

Đối với bản thân các doanh nghiệp, IPO cũng có ý nghĩa hết sức quan trọng trong việc duy trì và phát triển các hoạt động kinh doanh:

Một là, IPO tăng cơ hội thu hút vốn hiệu quả và nhanh chóng cho các doanh nghiệp bởi việc huy động vốn từ công chúng thông qua cổ phiếu sẽ mở rộng cơ hội tiếp cận được nhiều nhà đầu tư hơn. Hơn nữa, sau khi IPO thành công cũng sẽ làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu của doanh nghiệp giúp cho các nhà đầu tư giao dịch dễ dàng và linh hoạt hơn.

Hai là, IPO thành công sẽ khẳng định được uy tín và tiềm lực phát triển của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, từ đó nâng tầm thương hiệu và định vị công ty trên thị trường cạnh tranh, thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư giúp tạo đà cho giá trị cổ phiếu tăng trưởng mạnh mẽ.

Ba là, phát hành cổ phiếu ra công chúng sẽ giúp doanh nghiệp tạo dựng được một hình ảnh đẹp, xây dựng được niềm tin trong thị trường và do đó, khả năng huy động vốn trong tương lai thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu sẽ thuận lợi hơn (Lê Đạt, 2023).

2.2. Các quy định của pháp luật Việt Nam hiện nay về chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài

Doanh nghiệp Việt Nam thực hiện IPO trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài trước hết phải đáp ứng các quy định của pháp luật trong nước về IPO trong đó có Luật Chứng khoán năm 2019, Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005 và các văn bản hướng dẫn thi hành.

2.2.1. Quy định của pháp luật chứng khoán về IPO trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài

- Điều kiện về chủ thể

Tổ chức phát hành của hoạt động IPO là các công ty cổ phần bởi chỉ có loại hình doanh nghiệp này được thực hiện phát hành cổ phiếu. Để được IPO tại nước ngoài, tổ chức phát hành phải là công ty đại chúng được quy định tại Luật Chứng khoán năm 2019, có nghĩa tổ chức phát hành là công ty cổ phần “có vốn điều lệ đã góp từ 30 tỷ đồng trở lên, có tối thiểu 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 nhà đầu tư không phải là cổ đông lớn nắm giữ” (Điều 30).

- Điều kiện về nội dung

Nghị định 155/2020/NĐ-CP đưa ra một số điều kiện mà tổ chức phát hành phải đáp ứng để hồ sơ đề nghị được chấp thuận bao gồm các điều kiện về tỷ lệ sở hữu nước ngoài theo quy định của pháp luật, quyết định của Đại hội đồng cổ đông thông qua việc IPO tại nước ngoài và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán và đảm bảo tuân thủ các quy định về quản lý ngoại hối. Trong đó đáng chú ý là các quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài và quy định về quản

lý ngoại hối. Pháp luật Việt Nam có quy định về các trường hợp tiếp cận thị trường có điều kiện đối với nhà đầu tư nước ngoài, trong đó bao gồm điều kiện về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tùy theo từng ngành nghề cụ thể.

Việc niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán nước ngoài được quy định phải gắn với chào bán cổ phiếu ra nước ngoài. Để được niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại nước ngoài thì tổ chức phát hành cũng phải đáp ứng các điều kiện tương ứng với điều kiện IPO tại nước ngoài. Bên cạnh đó, ngành nghề kinh doanh phải không thuộc danh mục ngành nghề mà pháp luật cấm bên nước ngoài tham gia theo Nghị định 31/2021/NĐ-CP ngày 26 tháng 3 năm 2021 quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Đầu tư, bởi đây đều là những ngành nghề ảnh hưởng trực tiếp đến chủ quyền, an ninh, xã hội và kinh tế của Việt Nam. Nếu tổ chức phát hành là tổ chức kinh doanh có điều kiện phải được sự chấp thuận của cơ quan quản lý nhà nước chuyên ngành.

- Điều kiện về hồ sơ xin chấp thuận

Hồ sơ xin chấp thuận đăng ký IPO tại nước ngoài phải có đầy đủ các văn bản bao gồm: Giấy đề nghị theo mẫu; Quyết định của Đại hội đồng cổ đông về phương án IPO và sử dụng vốn thu được, phương án đảm bảo IPO đáp ứng quy định tỷ lệ sở hữu nước ngoài; Giấy xác nhận của ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép về việc tổ chức phát hành mở tài khoản phong tỏa nhận tiền mua cổ phiếu bằng ngoại tệ; và dự thảo hồ sơ đăng ký chào bán mà tổ chức phát hành sẽ nộp cho cơ quan có thẩm quyền nước dự định IPO hoặc ý kiến pháp lý của công ty tư vấn luật quốc tế về việc IPO không phải đăng ký với cơ quan có thẩm quyền của nước sở tại.

- Về thủ tục chấp thuận đề nghị đăng ký IPO tại nước ngoài, pháp luật Việt Nam quy định các bước bao gồm:

Thứ nhất, trước khi doanh nghiệp có dự định IPO tại nước ngoài gửi hồ sơ đăng ký chào bán chính thức cho cơ quan có thẩm quyền tại nước đó thì doanh nghiệp phải nhận được sự chấp thuận từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Tổ chức phát hành nộp hồ sơ đề nghị chấp thuận IPO tại nước ngoài đầy đủ và hợp lệ để Ủy ban Chứng khoán Nhà nước xem xét trong thời hạn 10 ngày. Nếu được chấp thuận, trong 07 ngày kể từ ngày được chấp thuận, tổ chức phát hành công bố trên trang điện tử của mình, trên Sở giao dịch chứng khoán về việc được chấp thuận.

Thứ hai, tổ chức phát hành tiến hành việc phân phối cổ phiếu và phải hoàn thành trong 90 ngày kể từ ngày được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận. Trường hợp không thể hoàn thành đúng thời hạn, có thể được xem xét gia hạn nhưng tối đa không được quá 30 ngày.

Thứ ba, trong 10 ngày sau khi kết thúc IPO, tổ chức phát hành gửi Báo cáo kết quả đợt chào bán và văn bản xác nhận của ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép nơi mở tài khoản phong tỏa về số tiền thu được từ đợt IPO cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Đồng thời, tổ chức phát hành phải công bố thông tin trên trang điện tử của mình và Sở giao dịch chứng khoán về kết quả đợt chào bán. Trong 03 ngày làm việc kể từ khi nhận được các tài liệu trên đầy đủ và hợp lệ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thông báo bằng văn bản về việc nhận được báo cáo kết quả đợt chào bán cho tổ chức phát hành, Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam và đăng tải lên trang thông tin điện tử của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về việc nhận được các báo cáo này. Sau khi có thông báo trên của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, tổ chức phát hành chấm dứt phong tỏa số tiền thu được từ đợt chào bán.

Trường hợp việc chào bán, phát hành cổ phiếu ra nước ngoài gắn với niêm yết, giao dịch cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán nước ngoài thì tổ chức phát hành gửi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước hồ sơ đăng ký niêm yết, giao dịch và hồ sơ đăng ký chào bán, phát hành chứng khoán ra nước ngoài. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trả lời bằng văn bản đồng thời về hồ sơ chào bán, phát hành cổ phiếu ra nước ngoài và việc đăng ký niêm yết, giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán nước ngoài của tổ chức phát hành trong thời hạn 30 ngày kể từ ngày nhận được hồ sơ đầy đủ và hợp lệ.

Tổ chức phát hành còn phải đáp ứng các quy định về công bố thông tin theo quy định của pháp luật nước ngoài và pháp luật của Việt Nam. Trường hợp có sự khác biệt về công bố thông tin giữa pháp luật hai nước phải báo cáo với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Trong trường hợp tổ chức phát hành đồng thời niêm yết ở thị trường chứng khoán trong nước và nước ngoài, báo cáo tài chính định kỳ phải được lập theo chuẩn mực kế toán Việt Nam và nước ngoài, kèm theo bản giải trình các điểm khác biệt giữa các chuẩn mực kế toán. Sở dĩ như vậy là do hiện nay Việt Nam đang sử dụng một hệ thống lập báo cáo tài chính khác với tiêu chuẩn lập và công bố tài chính quốc tế. Điều này trở thành một trở ngại lớn trong khi các doanh nghiệp Việt Nam xem xét đến việc có lựa chọn IPO tại nước ngoài hay không.

2.2.2. Quy định của pháp luật về quản lý ngoại hối

Một trong những điều kiện để Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận đề nghị IPO là công ty đại chúng phải “*tuân thủ các quy định của pháp luật về quản lý ngoại hối*” (Điều 71, Nghị định 155/2020/NĐ-CP). Như vậy, bên cạnh pháp luật về chứng khoán, việc IPO tại Hoa Kỳ cũng chịu sự điều chỉnh của Pháp lệnh Ngoại hối 2005 (được sửa đổi, bổ sung năm 2013), Nghị định 70/2014/NĐ-CP ngày 17 tháng 7 năm 2014 hướng dẫn Pháp lệnh Ngoại hối và Pháp lệnh Ngoại hối sửa đổi, Thông tư 39/2015/TT-NHNN ngày 31 tháng 12 năm 2015 quy định việc mở và sử dụng tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ để thực hiện việc phát hành chứng khoán ở nước ngoài của người cư trú là tổ chức.

Theo điểm b khoản 2 Điều 4 của Pháp lệnh Ngoại hối 2005 (được sửa đổi, bổ sung năm 2013), công ty cổ phần là một tổ chức kinh tế được thành lập, hoạt động kinh doanh tại Việt Nam được xác định là người cư trú.

Về thời điểm mở tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ ở nước ngoài, Điều 20 Pháp lệnh Ngoại hối, khoản 2 Điều 10 Nghị định 70/2014/NĐ-CP quy định “*Khi được phép phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ ở nước ngoài dưới hình thức phát hành cổ phiếu, ..., người cư trú là tổ chức phải mở một tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ tại một tổ chức tín dụng được phép, thực hiện thu, chi ngoại tệ có liên quan đến việc phát hành chứng khoán thông qua tài khoản này theo quy định của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*”. Trong khi đó, tại Thông tư 39/2015/TT-NHNN, thời điểm mở tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ được quy định tại Điều 5, Điều 6; theo đó, công ty cổ phần phải mở một tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ trước khi gửi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán bằng ngoại tệ ở nước ngoài.

Như vậy, giữa Pháp lệnh Ngoại hối, Nghị định 70/2014/NĐ-CP và Thông tư 39/2015/TT-NHNN dường như chưa có sự thống nhất về thời điểm mở tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ. Việc Pháp lệnh Ngoại hối, Nghị định 70/2014/NĐ-CP quy định “*Khi được phép phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ ở nước ngoài*” rất dễ được hiểu là công ty đã có được sự

chấp thuận của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thì mới phải mở tài khoản vốn này. Trong khi đó, như đã phân tích, pháp luật chứng khoán coi việc mở tài khoản là một trong những điều kiện để chấp thuận đề nghị IPO ở nước ngoài.

Về loại hình tổ chức tín dụng, công ty cổ phần phải mở tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ tại các ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép kinh doanh, cung ứng dịch vụ ngoại hối.

Về các loại giao dịch được phép thực hiện, trong quá trình IPO và niêm yết tại Hoa Kỳ, tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ được sử dụng để thực hiện thu ngoại tệ từ việc phát hành cổ phiếu ở Hoa Kỳ, chi trả cổ tức cho cổ đông ở nước ngoài và thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành ở nước sở tại Hoa Kỳ, chi thanh toán các chi phí liên quan đến việc phát hành cổ phiếu ở Hoa Kỳ,...

Việc pháp luật về quản lý ngoại hối quy định một cách chi tiết và tương đối đầy đủ đã tạo cơ sở pháp lý quan trọng để các công ty cổ phần của Việt Nam thực hiện IPO và niêm yết ở nước ngoài.

3. Chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng trên sàn giao dịch NASDAQ (Hoa Kỳ)

3.1. Khái quát về thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ

3.1.1. Tổng quan về thị trường chứng khoán Hoa Kỳ

Thị trường chứng khoán Hoa Kỳ là một trong những thị trường mạnh, tiềm năng nhất được rất nhiều nhà đầu tư trên toàn cầu chú ý. Ngày 17 tháng 5 năm 1972 được đánh dấu là ngày ra đời của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ bằng sự kiện 24 thương gia hàng đầu của New York gặp và ký kết Thỏa thuận Buttonwood để giao dịch (mua, bán) cổ phiếu, trái phiếu tại 68 Phố Wall và sau đó là sự ra đời của Sở Giao dịch Chứng khoán đầu tiên tại Hoa Kỳ vào năm 1800.

Tính đến hiện tại, Phố Wall là nơi đặt trụ sở của tất cả các ngân hàng lớn của Hoa Kỳ quỹ đầu cơ và nhà giao dịch chứng khoán, cũng như một số sàn giao dịch lớn nhất của quốc gia. Điển hình là hai sàn chứng khoán lớn nhất thế giới là NYSE (sở giao dịch chứng khoán tập trung) và NASDAQ (thị trường chứng khoán phi tập trung) đều tập trung tại Thị trường Phố Wall (Ngọc Trang, 2023). Mặc dù ra đời sau thị trường chứng khoán đầu tiên tại Amsterdam năm 1611 gần 200 năm nhưng đến nay, thị trường chứng khoán Hoa Kỳ đã thành công vươn lên dẫn đầu, trở thành một thị trường hấp dẫn và đầy tiềm năng đối với các nhà đầu tư:

Một là, tính công bằng, minh bạch cùng mức độ uy tín cao, sự chuyên nghiệp và khả năng sinh lời tốt là lý do thu hút được nhiều doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

Hai là, nơi tập trung các công ty hàng đầu thế giới. Có thể kể đến như việc Microsoft, Apple, tập đoàn Alibaba hay Honda,... đều là những công ty lớn và có giá trị trên thế giới đã niêm yết tại sàn chứng khoán Hoa Kỳ.

Ba là, giờ giấc giao dịch linh hoạt. Thị trường chứng khoán Hoa Kỳ giao dịch từ 9h30 sáng cho đến 4h chiều ET, từ thứ Hai đến thứ Sáu các ngày trong tuần, ngoại trừ các ngày nghỉ lễ và cuối tuần sẽ là thời gian không giao dịch.

Bốn là, sự đa dạng về các sản phẩm, từ cổ phiếu, trái phiếu, hàng hoá cho đến các sản phẩm quyền chọn, hợp đồng tương lai... Ngoài ra, thị trường Hoa Kỳ còn hỗ trợ các nhà đầu tư bán

không hầu hết các sản phẩm mà không giới hạn biên độ giá cũng như không giới hạn số lượng hay lô giao dịch.

Nhìn chung, Hoa Kỳ là một trong những thị trường chứng khoán lâu đời và lớn nhất nên sự ảnh hưởng của nó là vô cùng mạnh mẽ đối với thị trường chứng khoán toàn cầu. Việc gia nhập vào thị trường Mỹ là một cơ hội mang lại nhiều lợi ích tốt cho các doanh nghiệp nhưng rủi ro và sự khó khăn cũng là rất cao.

3.1.2. Tổng quan về sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ

NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) được thành lập năm 1971 bởi Hiệp hội những người buôn bán chứng khoán Quốc gia (NASD) là sàn giao dịch chứng khoán điện tử đầu tiên trên thế giới với sự khác biệt hoàn toàn – không có sàn giao dịch hay giao dịch trực tiếp mà tất cả giao dịch cổ phiếu đều thông qua hệ thống máy tính và thực hiện bởi điện thoại (Nguyễn Thị Thùy Dương, 2011).

Sau hơn 50 năm ra mắt và hoạt động, NASDAQ đang là sàn giao dịch chứng khoán lớn thứ hai thế giới chỉ sau Sở giao dịch chứng khoán New York tính theo vốn hoá thị trường với hơn 3.700 công ty đại chúng được niêm yết giao dịch trên NASDAQ và tổng vốn hóa thị trường là hơn 23 nghìn tỷ USD (Kat Tretina & John Schmidt, 2023). Tuy nhiên, NASDAQ vẫn luôn là sàn giao dịch điện tử với số lượng giao dịch nhiều hơn bất kỳ sàn giao dịch chứng khoán nào khác.

Thứ nhất, các doanh nghiệp giao dịch trên NASDAQ có xu hướng thiên về các công ty định hướng công nghệ bởi một phần do các yêu cầu niêm yết ít khắt khe hơn nên NASDAQ trở thành mục tiêu của các doanh nghiệp mới, nhỏ và vừa. Đa số các mã chứng khoán giao dịch trên thị trường này là của các công ty thuộc ngành công nghệ thông tin và các công ty vừa và nhỏ.

Thứ hai, Sàn giao dịch NASDAQ mở cửa giao dịch từ 9 giờ 30 sáng đến 4 giờ chiều ET từ thứ Hai đến thứ Sáu. NASDAQ cũng cung cấp cả giao dịch mở rộng trước giờ mở cửa và sau giờ làm việc. Giờ giao dịch trước giờ mở cửa của NASDAQ là từ 4 giờ sáng đến 9 giờ 30 sáng theo giờ ET và giao dịch ngoài giờ diễn ra từ 4 giờ chiều đến 8 giờ tối theo giờ ET (Kat Tretina & John Schmidt, 2023).

Thứ ba, ở NASDAQ có ba cấp độ thị trường dành cho các cổ phiếu sau khi được chấp thuận và niêm yết bao gồm: Thị trường chọn lọc toàn cầu NASDAQ (NASDAQ Global Selected Market – NASDAQ-GS) – tiêu chuẩn cao nhất, thị trường toàn cầu NASDAQ (NASDAQ Global Market – NASDAQ-GM) – thị trường vốn hóa trung bình và thị trường vốn NASDAQ (NASDAQ Capital Market – NASDAQ-CM) – dành cho các công ty nhỏ.

Ngoài ra, NASDAQ còn là sàn đầu tiên có tính năng giao dịch điện tử, cung cấp trang web, đồng thời là sàn giao dịch đầu tiên lưu trữ hồ sơ trên đám mây và bán công nghệ của mình cho các sàn giao dịch khác.

3.2. Một số điều kiện cho doanh nghiệp Việt Nam chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng trên sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ

3.2.1. Điều kiện trong các văn bản pháp luật của Hoa Kỳ

Trên thế giới, Hoa Kỳ là một trong những quốc gia bảo vệ nghiêm ngặt thị trường chứng khoán và quyền lợi của nhà đầu tư. Hoạt động IPO tại Hoa Kỳ chịu sự điều chỉnh của một loạt các đạo luật khác nhau. Khung pháp lý cơ bản điều chỉnh hoạt động này bao gồm Securities Act of 1933 (Đạo luật Chứng khoán), Securities Exchange Act of 1934 (Đạo luật Giao dịch chứng khoán), Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Đạo luật Sarbanes-Oxley),... Đạo luật Chứng khoán năm 1933 chủ yếu tập trung vào quy định việc phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng, yêu cầu các công ty cung cấp thông tin đầy đủ và chính xác cho các nhà đầu tư tiềm năng. Đạo luật Giao dịch Chứng khoán năm 1934 quy định các hoạt động giao dịch đang diễn ra trên thị trường thứ cấp. Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002 được ban hành nhằm nâng cao các tiêu chuẩn quản trị doanh nghiệp bằng cách áp đặt các yêu cầu chặt chẽ hơn về báo cáo tài chính đối với các công ty đại chúng. Ủy ban Chứng khoán và Sàn giao dịch Hoa Kỳ (Securities and Exchange Commission; viết tắt: SEC) đã ban hành các quy định, tiêu chuẩn để hướng dẫn thực hiện các đạo luật này.

Hồ sơ tuyên bố đăng ký là một tài liệu cung cấp cái nhìn toàn diện cho các nhà đầu tư về doanh nghiệp IPO. Quy định S-K và S-X của SEC cung cấp hướng dẫn về những thông tin phải có trong hồ sơ tuyên bố đăng ký và cách trình bày các thông tin này. Quy định S-X là quy định kế toán tài chính của SEC, thường đề cập đến hình thức và nội dung của các thông tin tài chính như bảng cân đối kế toán, báo cáo thu nhập, báo cáo lưu chuyển tiền tệ,... Trong khi đó, quy định S-K điều chỉnh việc công khai các thông tin phi tài chính trong hồ sơ gửi lên SEC.

- Các thông tin tài chính

Nhìn chung, quy định S-X của SEC về báo cáo tài chính và các thông tin tài chính rất phức tạp và khắt khe, nhằm mục đích đảm bảo sự minh bạch và đảm bảo rằng các nhà đầu tư có quyền tiếp cận các thông tin tài chính chính xác. Nếu doanh nghiệp Việt Nam đáp ứng các tiêu chí để xác định công ty tăng trưởng mới nổi (Emerging Growth Company – EGC), doanh nghiệp Việt Nam sẽ được giảm bớt nghĩa vụ tiết lộ các thông tin trong tuyên bố đăng ký và các tài liệu khác nhằm tiếp cận thị trường vốn dễ dàng hơn. Một số yêu cầu quan trọng mà doanh nghiệp IPO phải đáp ứng bao gồm:

Về hình thức và nội dung báo cáo tài chính: Khi doanh nghiệp nước ngoài có kế hoạch tiến hành IPO tại Hoa Kỳ, doanh nghiệp đó phải tuân thủ một số yêu cầu báo cáo tài chính nhất định. Doanh nghiệp nước ngoài phải lập và trình bày báo cáo tài chính theo Nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP) hoặc Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) (210.4-01, 17 CFR 210.4-08(n), The Code of Federal Regulations). Quy tắc S-X cũng yêu cầu rằng nếu doanh nghiệp nước ngoài có công ty con hoặc khoản đầu tư lớn thì có thể phải hợp nhất kết quả tài chính vào báo cáo tài chính của doanh nghiệp bằng các phương pháp kế toán phù hợp. Ngoài ra, Quy tắc S-X yêu cầu công bố toàn diện thông tin liên quan về các hạn chế đối với việc chi trả cổ tức; giao dịch với các bên liên quan; các khoản nợ, thế chấp,... và các sự kiện quan trọng khác của doanh nghiệp nước ngoài có thể ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư (17 CFR 210.4-08, The Code of Federal Regulations).

Yêu cầu về kiểm toán: Doanh nghiệp nước ngoài muốn IPO tại Hoa Kỳ cần sử dụng đơn vị kiểm toán độc lập. Theo đó, kiểm toán viên phải độc lập với doanh nghiệp cả về mặt hình thức và mặt thực tế (17 CFR 210.2-01, The Code of Federal Regulations). Các tiêu chí xem xét tính độc lập bao gồm việc cấm một số mối quan hệ hoặc hoạt động nhất định có thể ảnh hưởng đến tính khách quan và công bằng của kiểm toán viên như có quan hệ tài chính, việc làm, kinh

doanh, cung cấp các dịch vụ phi kiểm toán,... Các quy định về kiểm toán độc lập trong quy tắc S-X được đặt ra nhằm đảm bảo tính trung thực và độ tin cậy của các báo cáo tài chính và công bố thông tin do doanh nghiệp tiến hành IPO cung cấp.

- *Các thông tin phi tài chính*

Quy tắc S-K là một quy định quan trọng chi phối các yêu cầu công bố thông tin đối với hồ sơ của các doanh nghiệp IPO gửi lên SEC. Đây là một khuôn khổ để các công ty cung cấp thông tin toàn diện và chính xác để cho phép các nhà đầu tư đánh giá hiệu quả hoạt động, rủi ro và triển vọng của công ty. Một số yêu cầu chính trong quy tắc S-K mà doanh nghiệp IPO phải đáp ứng là:

Về mô tả doanh nghiệp: Các doanh nghiệp IPO tại Hoa Kỳ phải cung cấp bản mô tả toàn diện về hoạt động kinh doanh của mình, bao gồm thông tin về quá trình hình thành và phát triển của doanh nghiệp; ngành, sản phẩm hoặc dịch vụ; phân khúc khách hàng, nhà cung cấp,... (17 CFR 229.101, The Code of Federal Regulations).

Các yếu tố rủi ro: Các doanh nghiệp được yêu cầu công bố những rủi ro đáng kể liên quan đến hoạt động kinh doanh và đầu tư của mình. Các doanh nghiệp đồng thời phải giải thích mỗi rủi ro ảnh hưởng như thế nào đến nhà đầu tư mua cổ phiếu IPO. Nếu các thông tin này dài hơn 15 trang, doanh nghiệp phải đưa lên phần đầu của bản cáo bạch.

Các thảo luận và phân tích của những người quản lý doanh nghiệp về tình hình tài chính và kết quả hoạt động kinh doanh: Nội dung chính của các cuộc thảo luận là tính thanh khoản, nguồn vốn, các chính sách kế toán quan trọng và bất kỳ xu hướng hoặc sự không chắc chắn nào đã biết có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động trong tương lai (17 CFR 229.303, The Code of Federal Regulations). Quy định này giúp các nhà đầu tư có cái nhìn cụ thể hơn từ góc độ của ban quản lý.

Các khoản tiền trả cho ban điều hành: Các doanh nghiệp phải công khai thông tin chi tiết về các thỏa thuận, chính sách với những người điều hành cấp cao của họ. Thông tin phải công bố bao gồm tiền lương, tiền thưởng, trao thưởng bằng cổ phiếu và các lợi ích khác trong mỗi năm tài chính được trao cho nhân sự chủ chốt như giám đốc điều hành chính, ba giám đốc điều hành được trả lương cao nhất, giám đốc tài chính,... (17 CFR 229.402, The Code of Federal Regulations). Sự minh bạch này nhằm mục đích đảm bảo trách nhiệm giải trình và điều chỉnh mức lương của người điều hành phù hợp với hiệu quả hoạt động của công ty.

Các vụ kiện đang diễn ra: Một doanh nghiệp IPO phải tiết lộ mọi vụ kiện đang diễn ra mà công ty hoặc công ty con là một bên liên quan, chẳng hạn như các vụ kiện hoặc hành động pháp lý có thể có tác động đáng kể đến tình trạng tài chính hoặc hoạt động của công ty. Thông tin được yêu cầu công khai gồm: tên tòa án, cơ quan đang xét xử vụ án, ngày tiến hành xét xử, các bên trong tranh chấp,... (17 CFR 229.103, The Code of Federal Regulations).

Quản trị doanh nghiệp: Quy tắc S-K yêu cầu các công ty tiết lộ thông tin về thành phần ban giám đốc, bao gồm số lượng và tính độc lập của các giám đốc, cũng như bất kỳ bằng cấp hoặc kinh nghiệm cụ thể nào cần có để trở thành thành viên hội đồng quản trị. Bên cạnh đó, quy tắc này bắt buộc công ty phải tiết lộ về tính độc lập của giám đốc, giúp nhà đầu tư đánh giá liệu các giám đốc có bất kỳ xung đột lợi ích nào có thể ảnh hưởng đến khả năng hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông hay không. Ngoài ra, các công ty phải công bố cách thức hội đồng quản trị

giám sát các quy trình quản lý rủi ro trong doanh nghiệp (17 CFR 229.407, The Code of Federal Regulations). Đồng thời SEC cũng bắt buộc công ty phải tiết lộ liệu họ có áp dụng quy tắc đạo đức áp dụng cho những người điều hành như CEO, CFO không và cung cấp thông tin chi tiết về nội dung của quy tắc đó hoặc bất kỳ quyền miễn trừ nào được cấp từ quy tắc đó (17 CFR 229.406, The Code of Federal Regulations).

SEC định kỳ xem xét và cập nhật quy tắc này để nâng cao các yêu cầu công bố thông tin hoặc giải quyết các vấn đề mới nổi. Điều này giúp duy trì niềm tin của nhà đầu tư vào tính minh bạch của thị trường tài chính bằng cách đảm bảo rằng các công ty cung cấp thông tin kịp thời và phù hợp. Tuy nhiên, quy định này có thể gây gánh nặng cho các công ty do yêu cầu báo cáo toàn diện và sâu rộng.

3.2.2. Điều kiện trong các quy tắc của sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ

Ngoài việc đáp ứng các điều kiện theo các đạo luật trên, các doanh nghiệp Việt Nam cần phải đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn do các sàn giao dịch chứng khoán đặt ra để cổ phiếu của công ty được giao dịch trên các sàn này. Tiêu chuẩn do NASDAQ đặt ra khác nhau tùy thuộc vào loại hình thị trường mà doanh nghiệp lựa chọn. NASDAQ-GS có những yêu cầu nghiêm ngặt nhất; các công ty niêm yết trên thị trường này phải đáp ứng các tiêu chuẩn tài chính và thanh khoản cao. NASDAQ-GM duy trì tiêu chuẩn niêm yết tương đối cao; các công ty niêm yết trên thị trường này phải đáp ứng một số yêu cầu tài chính nhất định nhưng không khắt khe như NASDAQ-GS. NASDAQ-CM có yêu cầu niêm yết ít khắt khe hơn, tạo cơ hội cho các công ty nhỏ hơn tiếp cận thị trường đại chúng với chi phí thấp hơn và ít nghĩa vụ pháp lý hơn. Đa số các doanh nghiệp đều lựa chọn NASDAQ-GS, do đó, trong phạm vi bài nghiên cứu này, nhóm tác giả tập trung phân tích các yêu cầu mà doanh nghiệp cần phải đáp ứng để được niêm yết trên thị trường này.

- Các yêu cầu về tài chính

Công ty phải có giá chào mua tối thiểu là 4 USD/cổ phiếu và đáp ứng một trong bốn bộ tiêu chuẩn sau (NASDAQ, 2023):

Bộ tiêu chuẩn số một là tiêu chuẩn về lợi nhuận. Công ty phải có tổng lợi nhuận trước thuế trong ba năm tài chính gần nhất từ 11 triệu USD trở lên; không có năm nào có tổng lợi nhuận trước thuế âm và trong hai năm tài chính gần nhất, lợi nhuận trước thuế phải đạt ít nhất 2,2 triệu USD mỗi năm.

Bộ tiêu chuẩn số hai là tiêu chuẩn về vốn hóa và dòng tiền. Trong ba năm tài chính gần nhất, công ty phải có tổng dòng tiền từ 27,5 triệu USD trở lên và không có dòng tiền nào âm trong bất kỳ năm nào. Bên cạnh đó, mức vốn hóa thị trường trung bình phải đạt tối thiểu 550 triệu USD trong 12 tháng trước đó. Đồng thời, doanh thu trong năm tài chính trước đạt từ 110 triệu USD trở lên.

Bộ tiêu chuẩn số ba là tiêu chuẩn về vốn hóa và doanh thu. Theo đó, vốn hóa thị trường trung bình của doanh nghiệp phải đạt tối thiểu 850 triệu USD trong 12 tháng trước đó và doanh thu trong năm tài chính trước đạt tối thiểu 90 triệu USD.

Bộ tiêu chuẩn số bốn là tiêu chuẩn về tài sản và vốn. Vốn hóa thị trường của công ty đạt từ 160 triệu USD trở lên, tổng tài sản từ 80 triệu USD trở lên và vốn chủ sở hữu đạt ít nhất 55 triệu USD tính đến năm tài chính hoàn thành gần đây nhất.

- *Yêu cầu về tính thanh khoản*

Đối với doanh nghiệp tiến hành IPO, NASDAQ yêu cầu phải có tối thiểu 450 cổ đông lớn tròn hoặc tổng số cổ đông là 2,200. Bên cạnh đó, doanh nghiệp phải có ít nhất 1,25 triệu cổ phiếu được nắm giữ công khai không hạn chế và giá trị thị trường của cổ phiếu đạt ít nhất 45 triệu USD.

- *Yêu cầu về quản trị doanh nghiệp*

Các công ty niêm yết trên sàn giao dịch NASDAQ phải tuân thủ một loạt các tiêu chuẩn cao về quản trị doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp nước ngoài, thay vì phải tuân theo tất cả các yêu cầu về quản trị doanh nghiệp áp dụng cho các công ty Hoa Kỳ, doanh nghiệp nước ngoài có thể tuân theo thông lệ quản trị doanh nghiệp ở nước họ (NASDAQ, 2023); ngoại trừ việc (i) phải có ủy ban kiểm toán gồm ít nhất ba thành viên đáp ứng các yêu cầu về tính độc lập của Quy tắc 10A-3 của SEC; (ii) công ty phải đáp ứng các yêu cầu nhất định về tính đa dạng đối với ban giám đốc (NASDAQ, 2022). Tuy nhiên, để được áp dụng các thông lệ của nước sở tại thay cho các thông lệ quản trị doanh nghiệp theo yêu cầu của NASDAQ, doanh nghiệp nước ngoài phải gửi tới NASDAQ một tuyên bố bằng văn bản từ một cố vấn độc lập ở nước họ để chứng nhận rằng các hoạt động của công ty không bị pháp luật nước sở tại cấm.

4. Một số kiến nghị hoàn thiện pháp luật Việt Nam và lưu ý cho doanh nghiệp Việt Nam về hoạt động chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng trên sàn giao dịch NASDAQ

4.1. Kiến nghị nhằm hoàn thiện quy định pháp luật ở Việt Nam về chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng trên sàn giao dịch chứng khoán nước ngoài

- *Sửa đổi Điều 20 Pháp lệnh Ngoại hối và Điều 10 Nghị định 70/2014/NĐ-CP*

Khoản 3 Điều 72 của Nghị định 155/2020/NĐ-CP có quy định, một trong những tài liệu trong hồ sơ đề nghị chấp thuận việc đăng ký chào bán cổ phiếu ra nước ngoài là “*Giấy xác nhận của ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép theo quy định của pháp luật quản lý ngoại hối về việc tổ chức phát hành mở tài khoản phong tỏa nhận tiền mua cổ phiếu bằng ngoại tệ*”. Trong khi đó, như đã phân tích, quy định tại Điều 20 Pháp lệnh Ngoại hối và Điều 10 Nghị định 70/2014/NĐ-CP “*Khi được phép phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ ở nước ngoài dưới hình thức phát hành cổ phiếu, ..., người cư trú là tổ chức phải mở một tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ...*” rất dễ gây hiểu lầm rằng khi doanh nghiệp đã có được sự chấp thuận của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thì mới phải mở tài khoản vốn này. Do đó, Điều 20 Pháp lệnh Ngoại hối và Điều 10 Nghị định 70/2014/NĐ-CP cần được sửa đổi theo hướng: “*Trước khi gửi hồ sơ đề nghị chấp thuận việc phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ ở nước ngoài dưới hình thức phát hành cổ phiếu, ..., người cư trú là tổ chức phải mở một tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ...*”.

- *Tiêu chuẩn tài chính kế toán*

Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) và IFRS đang có một sự khác biệt rất lớn bởi VAS được ban hành trong giai đoạn từ 2001-2005, trong khi đó, IFRS bao gồm hơn 40 chuẩn mực trong đó có nhiều chuẩn mực mới được áp dụng trong những năm gần đây. Như vậy, việc áp dụng IFRS ở Việt Nam đòi hỏi sự nỗ lực rất lớn, trước hết từ phía cơ quan quản lý nhà nước, trong việc biên soạn đầy đủ bộ IFRS và các tài liệu hướng dẫn áp dụng IFRS bằng tiếng Việt.

Theo Quyết định số 345/2020/QĐ-BTC ban hành ngày 16/03/2020 của Bộ Tài chính, trong giai đoạn 2022 – 2025, các công ty niêm yết có nhu cầu và đủ nguồn lực có thể tự nguyện áp dụng IFRS để lập báo cáo tài chính và phải thông báo cho Bộ Tài chính trước khi tự nguyện áp dụng IFRS. Trong giai đoạn sau năm 2025, đối với báo cáo tài chính hợp nhất, các công ty niêm yết bắt buộc phải áp dụng IFRS và đối với báo cáo tài chính riêng, các công ty niêm yết có thể bắt buộc phải áp dụng IFRS căn cứ vào tính hình thực tế.

Để hỗ trợ các công ty niêm yết nói riêng và các doanh nghiệp khác nói chung triển khai áp dụng IFRS, Bộ Tài chính cần sớm ban hành thông tư hướng dẫn chính xác nội dung IFRS, dịch sát nghĩa để tránh trường hợp các doanh nghiệp hiểu sai hoặc khó áp dụng. Bên cạnh đó, những thay đổi, cập nhật mới hàng năm của IFRS cần được bổ sung kịp thời trong các văn bản hướng dẫn thi hành.

4.2. Khó khăn và một số lưu ý cho các doanh nghiệp Việt Nam

4.2.1. Khó khăn và một số lưu ý cho doanh nghiệp Việt Nam trong quá trình IPO trên sàn NASDAQ

- Chuyển đổi và trình bày các báo cáo tài chính

Như đã phân tích, báo cáo tài chính theo IFRS là một trong những điều kiện doanh nghiệp Việt Nam bắt buộc phải đáp ứng để IPO trên sàn NASDAQ. Tuy nhiên, thực tế đã chứng minh rằng điều kiện này được xem là một thử thách khó khăn và phổ biến nhất mà các doanh nghiệp Việt Nam phải đối mặt và vượt qua. Quá trình chuyển đổi từ VAS sang IFRS không đơn giản là việc thay đổi chính sách kế toán thuộc trách nhiệm của bộ phận kế toán mà quá trình này ảnh hưởng đến mọi mặt hoạt động sản xuất, kinh doanh; đòi hỏi sự phối hợp của nhiều bộ phận chính như kế toán, kinh doanh, pháp chế, công nghệ thông tin,... ; chi phí chuyển đổi ban đầu khá lớn trong việc xây dựng lại hệ thống thu thập, xử lý dữ liệu và trình bày các thông tin tài chính.

Theo Quyết định số 345/QĐ-BTC, giai đoạn hiện nay vẫn đang là giai đoạn tự nguyện áp dụng IFRS. Do đó, với những doanh nghiệp có mong muốn thực hiện IPO trên sàn NASDAQ, để áp dụng thành công IFRS, các doanh nghiệp này cần lên lộ trình chuyển đổi sang IFRS, đề ra những kế hoạch thay đổi về quy trình kinh doanh, tuyển dụng nhân sự và nguồn lực tài chính cho việc chuyển đổi IFRS thay vì đợi đến năm lập báo cáo tài chính theo IFRS lần đầu tiên (KPMG, 2020). Hơn nữa, thay vì yêu cầu đội ngũ kế toán hiện tại – những người đang thực hiện hạch toán kế toán và trình bày báo cáo theo VAS, thực hiện công tác kế toán mới theo IFRS, các doanh nghiệp nên có một nhóm đội ngũ kế toán riêng biệt để triển khai IFRS với nòng cốt là những nhân sự được đào tạo chuyên sâu về IFRS với trình độ tiếng Anh tốt để kịp thời nắm bắt và hiểu những thay đổi của IFRS hàng năm trong trường hợp các hướng dẫn áp dụng IFRS của Bộ Tài chính chưa được cập nhật một cách đầy đủ. Việc chủ động chuẩn bị và lập báo cáo tài chính theo IFRS sẽ tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp IPO trên sàn giao dịch NASDAQ.

- Quản trị doanh nghiệp

Doanh nghiệp muốn IPO trên sàn NASDAQ cần đánh giá lại về bộ máy tổ chức và quản trị doanh nghiệp, bao gồm các khía cạnh như: thành viên độc lập của Hội đồng quản trị, các giám đốc đảm bảo tính độc lập; cơ chế lương thưởng, phụ cấp của thành viên Hội đồng quản

trị và giám đốc; ủy ban kiểm toán, quy trình quản trị rủi ro,... để từ đó có kế hoạch điều chỉnh, cơ cấu lại bộ máy nhằm hướng tới tuân thủ các yêu cầu niêm yết.

- *Chuẩn bị thời điểm để niêm yết ra nước ngoài*

Đối với hoạt động chào bán cổ phiếu lần đầu ra thị trường chứng khoán nước ngoài của các doanh nghiệp Việt Nam, việc chuẩn bị cho thời điểm thích hợp để chào bán cũng là một yếu tố quan trọng thúc đẩy sự thành công. Nếu thị trường không thuận lợi tại thời điểm dự kiến phát hành thì hiệu quả hoạt động cũng có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, tình hình của nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng lại thay đổi thất thường, không thể lường trước với những biến cố, mà những sự kiện này có khi lại nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp. Do đó, thay vì lựa chọn chính xác thời điểm chào bán thì doanh nghiệp nên tập trung vào những yếu tố mình có thể kiểm soát, dành nhiều thời gian, công sức và có sự chuẩn bị kỹ lưỡng cho thời điểm dự kiến ra mắt. Thời gian hợp lý cho việc chuẩn bị IPO là từ 18 tháng đến 36 tháng, thời gian trung bình là 24 tháng.

Hành trình đến với sàn NASDAQ của VinFast là điển hình cho sự chuẩn bị khôn ngoan và biết nắm lấy thời cơ. Kế hoạch niêm yết trên thị trường Mỹ đã được VinFast áp dụng trong hai năm, kể từ đầu năm 2021 nhưng đến tận 2023 mới chính thức niêm yết thành công. Khoảng thời gian đầu năm 2021, cơn sốt của việc niêm yết trên sàn chứng khoán thông qua sáp nhập với SPAC đang là cao trào bởi các doanh nghiệp có thể bỏ qua quy trình IPO truyền thống tốn nhiều thời gian. Tuy nhiên, VinFast không thể ngay lập tức thực hiện do chưa đáp ứng một số tiêu chuẩn về báo cáo tài chính. Đến tháng 5 sau khi đáp ứng được những tiêu chuẩn này, thị trường lại đảo chiều đi xuống bởi sức hút của SPAC đã giảm mạnh khi SEC ban hành các quy định mới nhằm tăng cường giám sát đối với phương thức này. Do đó, VinFast trở lại với lựa chọn đầu tiên là niêm yết trực tiếp nhưng quá trình này cũng không dễ dàng. Thị trường IPO đóng cửa, trầm lắng kể từ giai đoạn đại dịch khiến việc chào bán cổ phiếu lần đầu gặp khó khăn.

Tháng 12/2022, VinFast quyết định nộp đơn đăng ký IPO tại Mỹ. Nhưng cuối tháng 4/2023, sau khi nhận được khoản cam kết tài trợ và cho vay từ Chủ tịch HĐQT Vingroup Phạm Nhật Vượng và Vingroup, áp lực phải huy động vốn từ IPO của VinFast giảm bớt. Không còn lo lắng về việc phải huy động hàng tỷ USD, ngày 30/5 VinFast quyết định rút đơn đăng ký IPO và trở lại với lựa chọn SPAC. Đến ngày 15/8/2023, VinFast đã chính thức ra mắt trên sàn NASDAQ, trở thành công ty niêm yết đại chúng toàn cầu.

Có thể thấy, quá trình niêm yết của VinFast cũng đã phải thay đổi liên tục từ thời gian đến phương thức ra mắt nhưng cũng bởi sự tính toán và lựa chọn khôn khéo này mà kết quả dành cho VinFast là sự thành công vang dội, một dấu mốc tự hào truyền cảm hứng cho các doanh nghiệp Việt Nam tiến xa hơn trên thị trường nước ngoài.

Ngoài VinFast thì tại Việt Nam cũng còn rất nhiều doanh nghiệp mạnh mẽ kế hoạch IPO tại thị trường quốc tế. Mới đây ngày 24/08/2023, VNG Limited đã nộp đơn IPO lên Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ với dự định lên sàn chứng khoán Nasdaq Global Select Market. Tuy nhiên, kế hoạch này đã bị hoãn lại và thời điểm lên sàn của VNG có thể phải chờ đến năm 2024. Theo tờ *Tech in Asia*, ông Lê Hồng Minh (Tổng giám đốc VNG) đã giải thích về việc hoãn IPO là do các nhà đầu tư vẫn chưa có tâm lý sẵn sàng với các đợt IPO công nghệ ở Châu Á khi Ban lãnh đạo VNG đã gặp gỡ gần 120 nhà đầu tư từ khắp thế giới trong năm vừa qua để chia sẻ câu chuyện của mình nhưng hầu hết họ chỉ chờ và quan sát.

- Các tổ chức tài chính bảo lãnh bao tiêu (underwriter) các chứng khoán được niêm yết

Một trong những yếu tố quan trọng giúp các doanh nghiệp Việt Nam tiến gần hơn với thị trường chứng khoán nước ngoài là sự hợp tác với một tổ chức tài chính bảo lãnh bao tiêu uy tín làm cố vấn. Tính đến nay, NASDAQ đang là sàn giao dịch chứng khoán điện tử lớn thứ hai tại Hoa Kỳ và là một trong những sàn giao dịch với quy mô rộng rãi, đa dạng ngành nghề nhất thế giới, do vậy quá trình IPO cũng đòi hỏi rất nhiều thủ tục, tài liệu cần chuẩn bị. Điều này đối với các doanh nghiệp Việt Nam khi muốn ra ngoài một thị trường mới mà không có người dẫn dắt thì quả thực rất khó khăn. Đối với các công ty muốn phát hành cổ phiếu, các nhà bảo lãnh sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc cung cấp một mạng lưới có quy mô toàn cầu để chào bán hiệu quả, họ sẽ đảm bảo bao tiêu cổ phiếu nếu việc mua bán tại thời điểm niêm yết không thuận lợi, đồng thời sẽ cùng các chuyên gia tham gia tư vấn cho sự chuẩn bị hồ sơ phù hợp với yêu cầu của thị trường chứng khoán nước đó nói chung và sàn giao dịch chứng khoán cụ thể nói riêng.

Để tìm được một tổ chức tài chính bảo lãnh bao tiêu uy tín, các doanh nghiệp cũng cần có sự tìm hiểu và chuẩn bị trước. Một số yếu tố có thể dùng để cân nhắc, lựa chọn là mức độ hiểu biết về hoạt động kinh doanh, khả năng định vị công ty và đề ra chiến lược tổng thể, danh tiếng, kinh nghiệm, chất lượng đội ngũ hay có sự hỗ trợ nào dành cho các doanh nghiệp sau khi IPO không. Ngoài ra, một vấn đề khá quan trọng ở đây là về việc xung đột lợi ích. Khi tìm hiểu về một tổ chức bảo lãnh, doanh nghiệp nên chú ý tới việc liệu có khách hàng nào của nhà bảo lãnh hiện tại hoặc trong tương lai có thể được coi là đối thủ cạnh tranh không, trong trường hợp có thì người bảo lãnh sẽ có kiến nghị gì để quản lý các xung đột tiềm ẩn,...

4.2.2. Một số kiến nghị cho doanh nghiệp Việt Nam trong việc lựa chọn phương thức niêm yết cổ phiếu trên sàn NASDAQ

- Niêm yết trực tiếp cùng việc huy động vốn (DLCR)

DLCR (Direct Listing with Capital Raise) hay còn gọi là huy động vốn thông qua niêm yết trực tiếp đã nổi lên như một giải pháp hấp dẫn cho các công ty muốn tham gia thị trường chứng khoán. Trước đây, niêm yết trực tiếp chỉ đơn giản là cổ phiếu hiện hữu của các công ty được chuyển sang dạng có thể giao dịch trên một sàn chứng khoán nào đó và không có việc huy động vốn mới. Tuy nhiên, ngày 19 tháng 5 năm 2021, SEC đã phê duyệt đề xuất thay đổi quy tắc của NASDAQ để cho phép huy động vốn đồng thời với niêm yết trực tiếp trên sàn chứng khoán này. Điều này có nghĩa là các công ty có thể phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn kết hợp với việc niêm yết trực tiếp trên sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ. Cổ phiếu mới được bán trực tiếp cho nhà đầu tư trên thị trường mở, giống như cổ phiếu hiện có của công ty được niêm yết. Qua đó, có thể kể đến một số điểm nổi bật của phương thức DLCR so với IPO như sau:

Thứ nhất, với DLCR một công ty sẽ bán cổ phiếu trong đợt chào bán ra công chúng trong đó giá chào bán được xác định thông qua phiên đấu giá mở màn trên NASDAQ. Ngoài ra, ngày 2 tháng 12 năm 2022 SEC đã phê duyệt các công ty lựa chọn DLCR để bán cổ phiếu trên NASDAQ trong phiên đấu giá mở đầu với mức giá có thể thấp hơn tới 20% hoặc cao hơn 80% so với mức giá ghi trong báo cáo đăng ký của họ.

Thứ hai, nhà đầu tư nào có nhu cầu mua cổ phiếu sẽ được thực hiện ngay trong thời gian mở cửa giao dịch, từ đó mở rộng khả năng tiếp cận và dân chủ hóa quá trình chào bán.

Tuy nhiên, đối với các công ty lựa chọn phương thức DLCR, mặc dù công ty sẽ bán cổ phiếu trực tiếp ra công chúng trong phiên đấu giá mở màn NASDAQ chứ không thông qua tổ chức bảo lãnh phát hành nhưng các công ty sẽ cần xác định một nhà bảo lãnh phát hành trong quá trình chào bán.

- *Niêm yết thông qua công ty mua lại với mục đích đặc biệt - SPAC*

Các doanh nghiệp Việt Nam có mong muốn được chào bán và niêm yết cổ phiếu tại thị trường chứng khoán nước ngoài thường thực hiện theo hai phương thức: IPO hoặc thông qua công ty SPAC - Special Purpose Acquisition Company, tạm dịch là “công ty mua lại với mục đích đặc biệt”. Đối với phương thức thông qua công ty SPAC, về bản chất công ty này là một công ty rỗng tiến hành IPO theo đúng quy định pháp luật để huy động vốn. Công ty SPAC tìm kiếm các công ty mục tiêu để mua lại hoặc sáp nhập và đưa các công ty này niêm yết trên sàn chứng khoán dưới danh nghĩa của công ty SPAC đã hoàn thành IPO và lên sàn trước đó. Sau đó, doanh nghiệp bị sáp nhập hay mua lại chuyển các cổ phiếu đang niêm yết của SPAC thành cổ phiếu của mình. Tại Hoa Kỳ, công ty SPAC có một mã số chứng khoán riêng.

Phương thức SPAC có nhiều ưu điểm bởi khắc phục được các hạn chế lớn của phương thức IPO. Công ty SPAC đã hoàn thành IPO nên các công ty bị sáp nhập hay mua lại không cần thực hiện các thủ tục để được niêm yết giúp tiết kiệm thời gian, các khoản chi phí lớn cũng như các yêu cầu khắt khe của sàn nếu thực hiện IPO thông thường. Các doanh nghiệp Việt Nam lựa chọn thành lập một pháp nhân (tạm gọi là ListCo) tại một nước thứ ba để tiến hành sáp nhập hoặc mua lại với công ty SPAC. Bằng cách này doanh nghiệp đã tìm được giải pháp cho sự thiếu liên thông về mặt pháp lý của pháp luật Việt Nam và nước mà doanh nghiệp đang hướng đến. Một ví dụ điển hình cho phương thức này là trường hợp hãng xe điện Vinfast thực hiện niêm yết trên sàn chứng khoán NASDAQ thông qua Vinfast Singapore - pháp nhân sáp nhập với công ty SPAC Black Spade gần đây.

Bên cạnh đó cũng cần lưu ý một số các hạn chế và rủi ro của phương thức thông qua một công ty SPAC. Về cơ bản, nguồn vốn đầu tư của công ty SPAC không ổn định bởi nhà đầu tư có thể rút cổ phiếu lấy tiền bất cứ lúc nào mà không có các nghĩa vụ ràng buộc như IPO. Điều này khiến cho tính thanh khoản của các cổ phiếu cũng bị ảnh hưởng.

Nhìn chung, các doanh nghiệp Việt Nam muốn được niêm yết cổ phiếu trên một sàn chứng khoán nước ngoài phải xem xét kỹ khả năng của bản thân doanh nghiệp để lựa chọn các sàn phù hợp bởi việc duy trì trong và sau niêm yết cũng vô cùng quan trọng. Có thể thấy, IPO, DLCR và SPAC đều có những ưu điểm và hạn chế riêng, các doanh nghiệp có thể xem xét và cân nhắc lựa chọn loại hình phù hợp với mục tiêu và năng lực của mình.

5. Kết luận

Như vậy, có thể thấy rằng IPO trên sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ thực sự là một thử thách rất lớn bởi các doanh nghiệp Việt Nam không chỉ phải đáp ứng điều kiện của pháp luật Việt Nam về việc chào bán cổ phiếu ra thị trường chứng khoán nước ngoài mà còn phải đáp ứng được những yêu cầu của sàn NASDAQ. Đặc biệt trong hoàn cảnh vẫn còn một số khó khăn về mặt pháp lý khi luật pháp Việt Nam chưa có mối liên hệ với luật pháp Hoa Kỳ. Tuy nhiên, việc công ty VinFast ra mắt thành công trên sàn NASDAQ vào ngày 15 tháng 8

vừa qua cũng đã đánh dấu một bước ngoặt lớn, là sự khuyến khích to lớn cho những doanh nghiệp Việt Nam đã và đang có dự định IPO tại thị trường nước ngoài. Với những phân tích và đề xuất về pháp luật cũng như lưu ý trong thực tiễn đối với hoạt động IPO, nhóm tác giả hy vọng những kiến nghị nêu trên sẽ giúp ích trong việc hoàn thiện hệ thống pháp luật và tạo động lực cho các doanh nghiệp Việt Nam tham gia vào hoạt động IPO trên các thị trường chứng khoán nước ngoài.

Tài liệu tham khảo

Chính phủ. (2014), Nghị định 70/2014/NĐ-CP ngày 17 tháng 7 năm 2014 hướng dẫn Pháp lệnh Ngoại hối và Pháp lệnh Ngoại hối sửa đổi, Hà Nội.

Chính phủ. (2020), Nghị định 155/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, Hà Nội.

Federal Government. (nd), “The Code of Federal Regulations (CFR)”, Available at: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-210#subject-group-ECFRc7e266859632387> (Accessed 27 September, 2023).

NASDAQ. (2022), “NASDAQ’s board diversity rule what foreign issuers listed on NASDAQ should know”, Available at: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Foreign%20Issuers%20Listing%20on%20Nasdaq.pdf> (Accessed 7 October, 2023).

KPMG. (2020), “Những thách thức trong việc áp dụng IFRS ở Việt Nam và một số yếu tố để thành công”, Available at: <https://kpmg.com/vn/vi/home/phan-tich-chuyen-sau/2020/11/ifrs-in-vietnam-2020.html#:~:text=Kh%C3%B3%20kh%C4%83n%20%C4%91%E1%BB%91i%20v%E1%BB%9Bi%20Vi%E1%BB%87t,bi%E1%BB%87t%20theo%20VAS%20v%C3%A0%20IFRS> (Accessed 4 November, 2023).

Lê, Đ. (2023), "IPO là gì và 4 trường hợp thành công lẫn thất bại tại Việt Nam", *Infina. Vn*, Available at: <https://infina.vn/blog/ipo-la-gi/> (Accessed 27 September, 2023).

NASDAQ. (2023), Initial Listing Guide, Available at: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>, (Accessed 7 October 2023).

NASDAQ. (2023), The NASDAQ stock market llc rules, Available at: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series>, (Accessed 7 October, 2023).

Ngân hàng Nhà nước. (2015), Thông tư 39/2015/TT-NHNN ngày 31 tháng 12 năm 2015 quy định việc mở và sử dụng tài khoản vốn phát hành chứng khoán bằng ngoại tệ để thực hiện việc phát hành chứng khoán ở nước ngoài của người cư trú là tổ chức, Hà Nội.

Ngọc, T. (2023), "Thị trường chứng khoán Mỹ lớn cỡ nào", *Vneconomy.vn*, Available at: <https://vneconomy.vn/thi-truong-chung-khoan-my-lon-co-nao.htm> (Accessed 5 October 2023).

Nguyễn, T. T. (2021), "Một số vấn đề về điều kiện chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng ở Việt Nam hiện nay", *Tạp chí Công Thương*, số 27.

Nguyễn, T. T. D. (2011), *Năm thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới*, Trường Cao đẳng Kinh tế đối ngoại.

Phạm, T. G. T. (2021), *Giáo trình Luật Chứng khoán*, tái bản lần thứ 3, Trường Đại học Luật Hà Nội, NXB Công an Nhân dân, Hà Nội.

Quốc hội 14. (2023), Luật Chứng khoán 2019, Hà Nội.

Tretina, K. & Schmidt, J. (2023) "An Introduction to the NASDAQ Stock Exchange", Available at: <https://www.forbes.com/advisor/investing/nasdaq-stock-exchange/> (Accessed 7 October, 2023).

Ủy ban Thường vụ Quốc hội. (2005), Pháp lệnh Ngoại hối 2005 (được sửa đổi, bổ sung năm 2013), Hà Nội.