

Michael Kokalari, CFA  
Chuyên gia Kinh tế trưởng

## Hiểu về Giới hạn Tỷ lệ Sở hữu Nước ngoài tại Việt Nam (FOL)

Nhà đầu tư nước ngoài bị giới hạn khối lượng cổ phần tối đa mua được tại hầu hết 763 công ty được niêm yết trên sàn HOSE và HNX, do Giới hạn Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL). Trước năm 2015, Chính phủ đặt mức FOL ở 49% cho hầu hết các cổ phiếu niêm yết (hay 30% cho một số ngành nghề chiến lược) nhằm tránh việc nhà đầu tư nước ngoài nắm quyền kiểm soát các ngành nghề tại Việt Nam. Từ 2015, tầm một nửa số công ty trên đã được quyền tự quyết nới mức trần FOL của mình.

Ít hơn 40 công ty niêm yết chọn loại bỏ hoàn toàn giới hạn khối lượng cổ phần tối đa cho nhà đầu tư nước ngoài (bằng cách nâng FOL của họ lên 100%) vì những lý do sau đây, dù trong số này có những cái tên lớn như gã khổng lồ Vinamilk hay Sabeco (công ty bia lớn nhất Việt Nam). Cuối cùng, Chính phủ vẫn tiếp tục giới hạn sở hữu của khối ngoại tại hơn 50 ngành nghề, kể cả đối với các công ty niêm yết hay chưa niêm yết, bao gồm:

Các ngành bị giới hạn	FOL tối đa	Các cổ phiếu nổi bật
Ngân hàng	30%	VCB, CTG, BID, TCB, VPB, MBB, ACB, VIB, STB, BVH
Hàng không	34%	VJC, HVN
Bất động sản	50%	VIC, VHM, NVL, VRE, DXG, KDH
Dầu khí	50%	GAS, PLX, PVS, PVD
Vật liệu xây dựng	50%	HPG, HSG, HT1

### Ý nghĩa của FOL đối với nhà đầu tư nước ngoài

Khi một công ty Việt Nam đã “đạt mức kịch trần FOL của họ” (tức là khối lượng cổ phiếu còn sẵn mà các nhà đầu tư nước ngoài có thể mua được đã hết) và một nhà đầu tư nước ngoài khác muốn mua cổ phiếu của công ty đó, nhà đầu tư mới đó bắt buộc phải mua cổ phiếu hiện được nắm giữ bởi một nhà đầu tư nước ngoài khác. Nhà đầu tư bán ra trong trường hợp này thường yêu cầu một phần bù cao hơn mức giá thị trường hiện hành - dẫn đến việc ghi nhận lỗ khi hoạch toán theo giá thị trường (mark-to-market) cho nhà đầu tư mới. Giả sử nhà đầu tư A trả nhà đầu tư B một mức giá cho cổ phiếu “XYZ” cao hơn 5% so với giá thị trường hiện hành: từ giao dịch này, nhà đầu tư A sẽ lập tức ghi nhận mức lỗ 5% mark-to-market, còn nhà đầu tư B sẽ ghi nhận lợi nhuận thu được 5%.

Trong 10 năm qua, chúng tôi (và nhiều chuyên gia khác) đã nhận định rằng các cổ phiếu Việt Nam mà được giao dịch có phần bù FOL thường hay có tăng trưởng doanh thu hoặc/và lợi nhuận trên vốn (ROE) cao. Xu hướng này giúp giải thích vì sao nhiều nhà đầu tư kinh nghiệm sẵn sàng thực hiện các khoản đầu tư mà ghi nhận “lỗ” ban đầu. Hơn nữa, các quỹ chỉ số bị động (ETF) trên các sàn ngoài Việt Nam thường không đầu tư vào các cổ phiếu Việt Nam mà đã đạt mức kịch trần FOL. Điều này lý giải vì sao các quỹ ETF này đã luôn tăng trưởng kém hơn đáng kể so với VN-Index (tức là họ đang bỏ lỡ một số doanh nghiệp hoạt động tốt nhất của Việt Nam).

Thêm nữa, nếu phần bù FOL hiện hành của một cổ phiếu cao hơn 7% (tức ngoài mức biến động giao dịch trong ngày +/- 7%), thì giao dịch sẽ không thực hiện qua sàn giao dịch và dẫn đến vấn đề thủ tục giấy tờ. Các nhà quản lý danh mục đầu tư của VinaCapital không mua cổ phiếu kịch trần FOL qua các giao dịch phi tập trung (OTC), do sự thiếu minh bạch của các giao dịch như vậy, và vì mối quan hệ chặt chẽ của chúng tôi với các nhà môi giới trong nước cho phép chúng tôi tích lũy cổ phiếu kịch trần FOL trong một số trường hợp nhất định (chẳng hạn như phát hành cổ phiếu ESOP, v.v.) Cuối cùng, lưu ý rằng chúng tôi đã từng bán cổ phiếu trong danh mục đầu tư của mình với mức phí phần bù lên đến 50% cho các nhà đầu tư nước ngoài.

### Sự sụp đổ của Phí phần bù do FOL

Trước đây, các cổ phiếu được nhà đầu tư ưa chuộng nhất (như của Tập đoàn Thế giới Di động) được giao dịch với mức phí phần bù FOL lên tới 40-50%, và mức phí phần bù của hầu hết các cổ phiếu mà nhà đầu tư nước ngoài tìm mua dao động từ ~7% đến 30%. Tuy nhiên, phí phần bù của hầu hết các cổ phiếu mà đã đạt mức kịch trần FOL sau đó đã giảm xuống khoảng 0-3% đến hiện tại, trừ một số mã cổ phiếu phổ biến như TCB, MWG, và ACB hiện được giao dịch với mức bù FOL tầm 7%.

Sự sụp đổ của phí phần bù do FOL một phần được thúc đẩy bởi sự ra mắt của một quỹ ETF năm ngoái bao gồm toàn bộ các cổ phiếu đã chạm trần hoặc gần chạm trần FOL. ETF trị giá khoảng 600 triệu đô này<sup>1</sup> là một pháp nhân trong nước không bị hạn chế khi mua cổ phiếu Việt Nam, và các nhà đầu tư nước ngoài được phép mua 100% cổ phiếu hiện hành của quỹ này. Vì thế, cơ cấu này tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nước ngoài mua một rổ cổ phiếu đã chạm trần FOL. Việc quỹ chỉ số mua những cổ phiếu này là nhân tố chính giúp giảm phí phần bù FOL trên cả thị trường, nhưng sự tăng trưởng mạnh của thị trường chứng khoán có thể cũng đã đóng góp trong việc giảm phí phần bù do FOL.

<sup>1</sup> VinaCapital có hai quỹ nước ngoài đang được quản lý tích cực mà đầu tư một phần đáng kể vào cổ phiếu có FOL: VAF & VVF.

### **FOL của Đa số các Công ty Việt Nam vẫn ở mức 49%**

Năm 2015, Chính phủ bắt đầu cho phép các công ty tự quyết nâng (hay hạ) FOL của họ qua một quá trình cụ thể từ việc biểu quyết cổ đông tại ĐHCĐ thường niên (hoặc ĐHCĐ bất thường), và sau đó nộp đơn xin thay đổi FOL hiện có của công ty lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCK). Tuy nhiên, các công ty không đi qua quy trình nêu trên vẫn giữ nguyên mức FOL gốc 49% của họ. Điều này lý giải vì sao khoảng 90% công ty trên sàn giao dịch chính của Việt Nam có FOL về cơ bản không thay đổi so với trước khi quy định về FOL được nới lỏng năm 2015.

Các lý do chính mà các công ty có thể không chọn nâng trần FOL bao gồm:

- 1) **Công ty chưa gần đạt đến Giới hạn Sở hữu Nước ngoài**. Hơn ¼ trong số 100 công ty niêm yết lớn nhất của Việt Nam vẫn còn đủ room cho nhà đầu tư nước ngoài nhảy vào (tức là có ít nhất 5% số cổ phiếu đang lưu hành vẫn còn sẵn cho khối ngoại), làm giảm động cơ thúc đẩy để các công ty nâng FOL.
- 2) **Các cổ đông hiện hữu muốn giữ quyền kiểm soát công ty**, lo sợ rằng các nhà đầu tư nước ngoài với nguồn lực tài chính vượt trội hơn có thể kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp, cùng những lý do khác.
- 3) **Một số công ty có thể gặp bất lợi thương mại** nếu tỷ lệ vốn ngoại chiếm trên 50% cổ phần của họ (ví dụ, công ty có thể gặp khó khăn hơn khi vay vốn từ các ngân hàng trong nước hoặc gặp các vấn đề về vận hành khác).

Bổ sung cho ý cuối, chúng tôi được biết có một số công ty nhiệt tình đón nhận các nhà đầu tư nước ngoài, nhưng đã giới hạn FOL của họ ở mức 49% hoặc thực hiện các bước để giảm FOL xuống 49%, sau khi đã nâng lên 100% trước đó.

### **Tương lai của FOL ở Việt Nam và Con đường lên Thị trường mới nổi**

Các công ty Việt Nam thường bỏ qua việc nâng trần vì họ không nhận thấy những lợi ích đáng kể từ việc nới FOL và từ đó cũng không sẵn sàng sử dụng các nguồn lực cần thiết để thực hiện việc này. Vào đầu năm 2021, các bộ luật mới bắt đầu có hiệu lực và giới thiệu hai giải pháp cho vấn đề này: 1) Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết, và 2) các thay đổi so với quy định FOL năm 2015 đang được áp dụng.

Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) được giới thiệu tại Thái Lan hơn 20 năm trước để giải quyết các vấn đề nêu trên, và gần đây các quan chức chính phủ Việt Nam cũng thường bàn về giải pháp khả thi này trước công chúng. Dù vậy, việc thiếu hướng dẫn rõ ràng và cụ thể từ Chính phủ, cùng với thực tế là còn rất nhiều vấn đề cần giải quyết để đưa NVDR vào hoạt động, đang thúc đẩy suy đoán rằng Việt Nam cuối cùng sẽ thay đổi quy định về FOL gần giống với Hàn Quốc.

Nói chính xác hơn, khái niệm các “Ngành Hạn chế Tiếp cận Thị trường” đối với khối ngoại của Việt Nam tương tự như của Hàn Quốc, nhưng chính phủ Hàn cho phép các nhà đầu tư ngoại sở hữu tới 100% cổ phần của các công ty nằm ngoài các ngành này. Theo hiểu biết của chúng tôi, chính phủ Việt Nam đang cân nhắc<sup>2</sup> một chế độ mà sẽ cho phép các công ty trong nước không nằm trong các ngành nghề hạn chế có thể mặc định không có giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài, nhưng các công ty này sẽ có quyền lựa chọn phương án xin ý kiến cổ đông để hạ trần FOL.

Cuối cùng, dù cho Chính phủ sử dụng phương án nào để giải quyết vấn đề về FOL, thì Việt Nam nhiều khả năng sẽ được đưa vào chỉ số MSCI-EM trong vòng 3 năm tới, theo quan điểm của chúng tôi, vì đa phần mọi người đều hiểu rằng các quy định hạn chế FOL của Việt Nam là rào cản lớn còn lại ngăn cản Việt Nam được đưa vào chỉ số này.

### **Lời kết**

Việc nới lỏng quy định về Giới hạn Sở hữu nước ngoài năm 2015 của Chính phủ cho phép khoảng một nửa số công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp.HCM và Hà Nội tự định mức FOL của riêng mình, nhưng rất ít công ty có quyền nâng mức FOL lên 100% đã thực sự làm như vậy vì nhiều lý do. Giải quyết vấn đề về FOL sẽ tạo tiền đề cho Việt Nam tham gia chỉ số MSCI-EM, từ đó tạo động lực cho dòng vốn đầu tư nước ngoài đổ vào nhiều hơn đáng kể. Hơn nữa, nới lỏng quy định về Giới hạn Sở hữu nước ngoài sẽ tạo điều kiện cho dòng vốn chảy vào tăng đáng kể trong dài hạn, do các nhà đầu tư nước ngoài chuyên nghiệp rất ấn tượng với tăng trưởng GDP lâu dài của Việt Nam; tăng trưởng thu nhập doanh nghiệp cao và thị trường chứng khoán tăng trưởng ấn tượng.

<sup>2</sup> Theo hiểu biết của chúng tôi, các bộ luật mới được đưa vào hiệu lực vào đầu năm 2021 về mặt lý thuyết sẽ loại bỏ FOL đối với các công ty không thuộc các ngành bị hạn chế, nhưng các “Nghị định” kèm theo mà cần thiết để thực thi luật trong hệ thống pháp luật Việt Nam vẫn chưa được ban hành. Tương tự, các luật mới có hiệu lực vào đầu năm 2021 có đề cập đến NVDR, mà không nêu rõ thời gian và cách thức NVDR sẽ được thực hiện tại Việt Nam. Tuy nhiên, luật chứng khoán mới và luật đầu tư mới thật đã giải quyết các vấn đề quan trọng khác, chẳng hạn như yêu cầu công bố thông tin của các công ty trong nước cho các nhà đầu tư.