

TÍNH THỐNG NHẤT CỦA CÁC QUY ĐỊNH VỀ CHÀO BÁN CỔ PHẦN THEO LUẬT DOANH NGHIỆP NĂM 2005 VÀ LUẬT CHỨNG KHOÁN NĂM 2006

ThS. NGUYỄN MINH HẰNG *

Chào bán cổ phần là nội dung quan trọng trong quá trình hoạt động của công ty cổ phần. Hoạt động này không những tạo ra cơ chế tạo lập vốn một cách khoa học và hiệu quả đối với công ty mà còn là biểu hiện sự công khai, công bằng từ phía doanh nghiệp đối với các cổ đông. Trong bối cảnh hiện nay, việc quy định chào bán cổ phần của công ty cổ phần phải phù hợp với các quy định của pháp luật về chứng khoán để tạo lập tính đồng bộ và thống nhất trong áp dụng pháp luật. Điều đó, một mặt thúc đẩy hoạt động của thị trường chứng khoán, mặt khác tạo ra tính thanh khoản cho các cổ phiếu của công ty cổ phần. Bài viết này đề cập một số vấn đề về chào bán cổ phần theo Luật doanh nghiệp năm 2005 trong mối liên hệ với Luật chứng khoán năm 2006.

Luật doanh nghiệp năm 2005 quy định việc chào bán và chuyển nhượng cổ phần của công ty cổ phần tại Điều 87 với các vấn đề chính sau:

Thứ nhất, hội đồng quản trị có quyền quyết định thời điểm, phương thức và giá chào bán cổ phần trong số cổ phần được quyền chào bán.⁽¹⁾

Theo quy định này, hội đồng quản trị của công ty cổ phần đã được trao thêm quyền năng mới, đó là được quyết định địa điểm,

phương thức, giá chào bán cổ phần. Quyền năng này của hội đồng quản trị là cần thiết và quan trọng. Tuy nhiên, quyền quyết định tổng số cổ phần đưa ra chào bán của công ty cổ phần chưa được quy định cụ thể trong Luật doanh nghiệp năm 2005. Số lượng cổ phần được chào bán quyết định những vấn đề cơ bản, liên quan trực tiếp tới doanh nghiệp và hơn nữa liên quan tới quyền lợi của các nhà đầu tư. Số lượng cổ phần cho thấy khả năng về vốn của doanh nghiệp cũng như tiềm năng đầu tư của cổ đông. Hơn nữa, trên thực tế, việc chào bán cổ phần của doanh nghiệp cùng với thông tin về tổng lượng cổ phần được quyền chào bán luôn luôn là thông tin quan trọng hàng đầu.

Thứ hai, giá chào bán cổ phần không được thấp hơn giá thị trường tại thời điểm chào bán hoặc giá trị được ghi trong sổ sách cổ phần tại thời điểm gần nhất. Quy định này nhằm bảo vệ giá trị cổ phần cũ trong trường hợp công ty chào bán thêm cổ phần. Quy định này cũng cho thấy có sự thống nhất, đồng bộ giữa quy định của Luật doanh nghiệp năm 2005 và Luật chứng khoán năm 2006, vì theo quy định của pháp luật về chứng khoán, khi công ty cổ phần muốn phát

* Giảng viên Khoa pháp luật kinh tế Trường Đại học Luật Hà Nội

hành thêm cổ phiếu ra công chúng, giá cổ phiếu bán ra ít nhất phải bằng giá cổ phiếu đang giao dịch tại thị trường. Tuy nhiên, Luật doanh nghiệp năm 2005 cũng quy định một số trường hợp ngoại lệ như sau:

Trường hợp thứ nhất, cổ phần chào bán lần đầu tiên cho những người không phải là cổ đông sáng lập.

Theo chúng tôi, quy định này có hạt nhân hợp lí, vì đây là "lần đầu tiên" chào bán cổ phần, thời điểm này chưa xác định được "giá thị trường" của cổ phần. Giá bán cổ phần lần đầu sẽ do hội đồng quản trị quyết định, giá bán có thể thấp hơn, cao hơn hoặc bằng mệnh giá. Quy định này phù hợp ngay cả trong trường hợp doanh nghiệp lựa chọn phương thức chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng. Điều này đảm bảo thành công cho đợt chào bán cổ phần lần đầu, được coi là lần chào bán quan trọng nhất trong quá trình tạo lập vốn điều lệ của công ty cổ phần.

Trường hợp thứ hai, cổ phần chào bán cho tất cả các cổ đông theo tỉ lệ cổ phần hiện có của họ ở công ty.

Quy định này được hiểu rằng các cổ đông đã nắm giữ cổ phần của doanh nghiệp sẽ được quyền mua cổ phần theo tỉ lệ tương ứng với số cổ phần hiện có với giá bán không tham chiếu giá thị trường tại thời điểm chào bán. Trong trường hợp này, giá bán cổ phần cho các cổ đông cũ có thể sẽ thấp hơn giá thị trường tại thời điểm chào bán để đảm bảo quyền ưu tiên với các cổ đông cũ của doanh nghiệp. Quy định này đảm bảo quyền lợi của cổ đông cũng như đảm bảo sự ổn định về quản lí cũng như sở

hữu doanh nghiệp.

Trường hợp thứ ba, cổ phần chào bán cho người môi giới hoặc người bảo lãnh có sự ưu tiên về giá.

Sự ưu tiên về giá bán cổ phần cho các đối tượng này cũng có giới hạn nhất định, đó là số tiền chiết khấu hoặc tỉ lệ chiết khấu, tức là phần tiền mà người môi giới hoặc bảo lãnh được trừ khi mua cổ phần của doanh nghiệp mà họ tham gia môi giới, bảo lãnh. Luật doanh nghiệp năm 2005 quy định: "*Số chiết khấu hoặc tỉ lệ chiết khấu cụ thể phải được sự chấp thuận của số cổ đông đại diện cho ít nhất 75% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết*".⁽²⁾ Như vậy, việc quyết định tỉ lệ chiết khấu là bao nhiêu phụ thuộc vào sự chấp thuận của cổ đông đại diện cho ít nhất 75% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết. Điều đó thể hiện tính thống nhất ý chí của các cổ đông khi quy định giá bán của các cổ phần cho người môi giới hoặc bảo lãnh. Nhưng Luật doanh nghiệp năm 2005 khi bổ sung quy định về quyền biểu quyết của cổ đông trong trường hợp này lại bỏ qua cách tính giá chào bán cổ phần - một nội dung đã được quy định khá chi tiết và cụ thể tại Luật doanh nghiệp năm 1999.⁽³⁾ Điều này sẽ gây khó khăn cho doanh nghiệp khi xác định giá bán cổ phần cho người môi giới và bảo lãnh.

Thứ ba, về việc phát hành thêm cổ phần phổ thông - một nội dung hoàn toàn mới trong Luật doanh nghiệp năm 2005. Luật này đã quy định rất chi tiết và cụ thể trường hợp công ty phát hành thêm cổ phần phổ thông. Khoản 2 Điều 87 Luật doanh nghiệp năm 2005 quy định: "Trường hợp công ty phát

hành thêm cổ phần phổ thông và chào bán số cổ phần đó cho tất cả các cổ đông phổ thông theo tỷ lệ cổ phần hiện có của họ tại công ti". Quy định này trước hết đảm bảo quyền lợi của tất cả các cổ đông phổ thông trong công ti đồng thời đảm bảo ổn định cơ cấu sở hữu vốn và quyền quản lí của cổ đông phổ thông trong doanh nghiệp. Ưu điểm của quy định này là cụ thể hoá thủ tục, trình tự bán cổ phần phổ thông cho các cổ đông hiện hữu của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khoản 2 Điều 87 Luật doanh nghiệp năm 2005 còn tồn tại một số vấn đề cần được giải quyết triệt để và rõ ràng, nhằm tạo cơ sở pháp lí cho doanh nghiệp khi tiến hành chào bán cổ phần và tạo tính đồng bộ, thống nhất giữa các quy định của pháp luật doanh nghiệp và pháp luật chứng khoán. Cụ thể như sau:

Điểm c khoản 2 Điều 87 quy định: "*Cổ đông có quyền chuyển quyền ưu tiên mua cổ phần của mình cho người khác*". Đây là quy định đảm bảo quyền lợi cho cổ đông. Có thể nhận thấy rằng cổ đông phổ thông có hai quyền song song: quyền "mua cổ phần" và quyền "chuyển quyền ưu tiên mua". Tuy nhiên, đối tượng được cổ đông "chuyển quyền ưu tiên mua" pháp luật quy định là "người khác". Vậy phải hiểu "người khác" ở đây là ai? Có 3 cách hiểu:

+ Người khác có thể là các cổ đông phổ thông khác trong doanh nghiệp. Nếu theo cách hiểu này, cần phải quy định thêm là số cổ phần cổ đông đó được nhận quyền mua cũng phải theo tỷ lệ cổ phần hiện có của họ trong doanh nghiệp. Điều này sẽ đảm bảo giữ được cơ cấu cổ phần phổ thông một cách

tương đối, không làm thay đổi, xáo trộn sự ổn định về cơ cấu vốn và quyền quản lí doanh nghiệp của cổ đông.

+ Người khác cũng có thể là các cổ đông sở hữu các cổ phần ưu đãi mà không sở hữu cổ phần phổ thông. Vậy, trong trường hợp này họ có được phép nhận "quyền ưu tiên mua" cổ phần do cổ đông phổ thông chuyển giao hay không? Và trong trường hợp pháp luật cho phép họ là đối tượng nhận quyền ưu tiên mua cổ phần từ cổ đông phổ thông thì mức độ và tỷ lệ tối đa họ được mua sẽ là bao nhiêu để không ảnh hưởng đến cấu trúc vốn hiện có của công ti cổ phần?

+ Người khác có thể được hiểu là những tổ chức, cá nhân bên ngoài doanh nghiệp được nhận chuyển quyền ưu tiên mua của cổ đông phổ thông. Nếu theo cách hiểu này, pháp luật cần có quy định cụ thể về cơ chế điều chỉnh quyền mua cổ phần với những đối tượng này để tránh nguy cơ doanh nghiệp bị thao túng bởi một số người có tiềm lực tài chính.

Vậy, "người khác" tại điểm c, d khoản 2 Điều 67 được hiểu theo cách nào trong những cách hiểu đã nêu trên hay được hiểu theo cả 3 cách? Điều này cần thiết phải được làm rõ trong các nghị định hướng dẫn thi hành luật.

Thứ tư, Luật doanh nghiệp năm 2005 quy định về việc xử lí số cổ phần còn lại sau đợt phát hành. Nội dung này có thể được tóm tắt như sau: Hội đồng quản trị quản lí số cổ phần còn lại sau đợt phát hành, hội đồng quản trị có thể phân phối số cổ phần còn lại cho cổ đông công ti hoặc người khác, trừ khi đại hội đồng cổ đông có chấp thuận khác

hoặc cổ phần được bán qua trung tâm giao dịch chứng khoán.⁽⁴⁾ Quy định này dễ dẫn đến một cách hiểu là số cổ phần còn lại có thể được bán qua trung tâm giao dịch chứng khoán. Cách hiểu này cho thấy sự mâu thuẫn giữa Luật doanh nghiệp năm 2005 và Luật chứng khoán năm 2006 về điều kiện, thủ tục, trình tự phát hành chứng khoán. Theo Luật chứng khoán năm 2006, việc chào bán cổ phần ra công chúng của doanh nghiệp phải đảm bảo các điều kiện, trình tự, thủ tục riêng. Chúng tôi cho rằng cần phải quy định cụ thể và rõ ràng hơn nội dung này tránh việc hiểu lầm và áp dụng sai pháp luật.

Xuất phát từ các quy định tại Điều 87 Luật doanh nghiệp năm 2005, có thể thấy hoạt động chào bán cổ phần của công ty cổ phần theo thủ tục, trình tự phát hành chứng khoán riêng lẻ, một nội dung rất được quan tâm từ phía doanh nghiệp cũng như các nhà nghiên cứu. Điều này cũng cho thấy rằng Luật doanh nghiệp năm 2005, về nguyên tắc đã có sự phân biệt giữa hai phương thức phát hành cổ phần: phát hành rộng rãi và phát hành riêng lẻ. Việc phát hành rộng rãi chịu sự điều chỉnh của pháp luật về chứng khoán. Việc phát hành riêng lẻ sẽ có hướng dẫn cụ thể của Chính phủ. Như vậy, Luật doanh nghiệp năm 2005 đã giới hạn phạm vi điều chỉnh trong hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ, những nội dung liên quan đến hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng do Luật chứng khoán quy định. Như vậy, ở đây đã có sự thống nhất tương đối giữa hai đạo luật cùng điều chỉnh một hoạt động của công ty cổ phần, đó là hành vi chào bán

chứng khoán. Điều này hiện tại phù hợp với các công ty cổ phần đang hoạt động tại Việt Nam. Tính thống nhất giữa hai đạo luật trên thể hiện việc điều chỉnh đồng bộ của các quy định trong hai đạo luật với nội dung phát hành cổ phiếu của công ty cổ phần ở mỗi phương thức phát hành khác nhau mà công ty lựa chọn.

Trở lại với các quy định của Luật chứng khoán năm 2006 về chào bán chứng khoán ra công chúng, có thể nhận thấy pháp luật quy định về điều kiện phát hành cổ phiếu ra công chúng của công ty cổ phần rất chặt chẽ.

- Xét ở khía cạnh điều kiện về vốn, pháp luật chứng khoán quy định, tổ chức chào bán phải có mức vốn điều lệ tối thiểu đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ 10 tỉ đồng trở lên tính theo giá trị sổ sách mới được quyền chào bán cổ phiếu ra công chúng.⁽⁵⁾ Quy định này là hoàn toàn phù hợp để đảm bảo chất lượng chứng khoán chào bán ra công chúng. Mức vốn này cũng đòi hỏi tổ chức chào bán phải là những doanh nghiệp có quy mô lớn, có tiềm lực tài chính dồi dào. Những công ty cổ phần có thể có nhiều năm hoạt động kinh doanh có lãi nhưng nếu vốn điều lệ tối thiểu chưa đạt mức này đều không đủ điều kiện chào bán cổ phần ra công chúng. Như vậy, pháp luật đã có sự lựa chọn một số công ty cổ phần nhất định trong số các công ty cổ phần được phép chào bán chứng khoán rộng rãi ra công chúng. Mặt khác, có thể hiểu rằng phải là các công ty cổ phần đã được thành lập, đạt được mức vốn điều lệ tối thiểu mới được lựa chọn phương án chào bán cổ phần ra công chúng. Điều này hoàn toàn hợp

lí, thể hiện tính thống nhất, sự đồng bộ trong các quy định về điều kiện chào bán cổ phần giữa Luật doanh nghiệp năm 2005 và Luật chứng khoán năm 2006.

- Để chào bán chứng khoán ra công chúng, doanh nghiệp phải đảm bảo hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng kí chào bán có lãi đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng kí chào bán.⁽⁶⁾ Như vậy, giống như quy định về mức vốn, quy định này cũng là sự lựa chọn các doanh nghiệp làm ăn có lãi để được phép chào bán cổ phiếu ra công chúng nhằm đảm bảo chất lượng cũng như tính thanh khoản của chứng khoán. Nếu doanh nghiệp đã đạt đủ mức vốn theo yêu cầu nhưng hoạt động kinh doanh năm liền trước năm đăng kí phát hành không có lãi vẫn không được phép chào bán chứng khoán ra công chúng. Cùng với quy định về vốn, quy định này một lần nữa khẳng định quan điểm của các nhà làm luật Việt Nam là công ty cổ phần muốn chào bán chứng khoán ra công chúng theo quy định của Luật chứng khoán năm 2006 phải là những công ty cổ phần đã được thành lập và hoạt động theo quy định của Luật doanh nghiệp hoặc các công ty nhà nước cổ phần hoá. Điều này có nghĩa các công ty cổ phần thành lập và hoạt động theo Luật doanh nghiệp năm 2005 có thể lựa chọn chào bán chứng khoán ra công chúng nếu hội tụ đủ điều kiện luật định, trong trường hợp công ty không đủ điều kiện hoặc không có nhu cầu chào bán cổ phần ra công chúng, có thể lựa chọn hình thức chào bán thêm cổ phần riêng lẻ theo quy định của Luật doanh nghiệp năm 2005 tùy thuộc vào

nhu cầu vốn và khả năng của doanh nghiệp.

Thứ ba, doanh nghiệp muốn chào bán chứng khoán ra công chúng phải có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được đại hội cổ đông thông qua.⁽⁷⁾ Trong các quy định về chào bán và chuyển nhượng cổ phần theo quy định tại Luật doanh nghiệp năm 2005, không có quy định nào về phương án phát hành và sử dụng vốn thu hồi được từ đợt chào bán được đại hội cổ đông thông qua. Như vậy, có thể hiểu đây là quy định, là điều kiện riêng của hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng.

Với ba điều kiện như trên của công ty cổ phần khi thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng, có thể đánh giá rằng pháp luật Việt Nam thừa nhận chỉ có các công ty cổ phần được thành lập theo Luật doanh nghiệp (tức là đã chào bán cổ phần riêng lẻ), khi đạt đủ điều kiện luật định mới được quyền chào bán chứng khoán ra công chúng. Có thể hiểu một cách khác, hành vi chào bán cổ phần riêng lẻ luôn có trước hành vi chào bán cổ phần ra công chúng của công ty cổ phần thành lập và hoạt động theo Luật doanh nghiệp (bài viết này không đề cập hoạt động chào bán cổ phần của doanh nghiệp cổ phần hoá). Sự thống nhất và đồng bộ trong các quy định của Luật doanh nghiệp năm 2005 và Luật chứng khoán năm 2006 đã được thể hiện rất rõ ràng ở đây.

Một nội dung khác liên quan đến tính thống nhất trong các quy định về chào bán chứng khoán của Luật doanh nghiệp năm 2005 và Luật chứng khoán năm 2006 đó là các quy định về công ty đại chúng. Khác với các văn bản pháp luật trước đây về chứng

khoán và thị trường chứng khoán, Luật chứng khoán năm 2006 có một chương riêng quy định về công ty đại chúng.⁽⁸⁾ Trong các định nghĩa về công ty đại chúng, có quy định, công ty đại chúng là công ty cổ phần có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ mười tỉ đồng trở lên.⁽⁹⁾ Quy định trên cho thấy công ty đại chúng không phải trong mọi trường hợp đều là tổ chức chào bán chứng khoán ra công chúng. Tuy nhiên, cùng với các điều kiện để trở thành công ty đại chúng theo quy định trên, chỉ cần các công ty có chứng khoán niêm yết, có trên 100 nhà đầu tư sở hữu chứng khoán, có vốn điều lệ thực góp trên 10 tỉ đồng đã trở thành công ty đại chúng và chịu sự điều chỉnh của pháp luật đối với công ty đại chúng. Một thực tế ở Việt Nam hiện nay là có rất nhiều các công ty cổ phần đang hoạt động với số vốn điều lệ trên 10 tỉ đồng, có trên 100 nhà đầu tư sở hữu cổ phần (có nghĩa đã đáp ứng đủ điều kiện của công ty đại chúng) nhưng họ muốn lẩn tránh chế độ công bố thông tin, chế độ báo cáo tài chính công khai. Vì không chào bán chứng khoán ra công chúng nên họ không có nghĩa vụ đăng kí với Ủy ban chứng khoán nhà nước, các báo cáo tài chính không nhất thiết phải có xác nhận của tổ chức kiểm toán độc lập và điều cốt yếu là Nhà nước hoàn toàn không quản lí được các công ty cổ phần này, quyền lợi của các nhà đầu tư không được đảm bảo. Yêu cầu bắt buộc mà pháp luật đặt ra với công ty đại chúng là những công ty này phải thực hiện báo cáo và công bố thông tin

theo quy định của Chính phủ, phải tuân thủ các quy định về tài chính và kế toán, kiểm toán, phải tuân thủ các nguyên tắc về quản trị công ty và đặc biệt phải thực hiện đăng kí, lưu kí chứng khoán tập trung tại trung tâm lưu kí chứng khoán.⁽¹⁰⁾ Như vậy, với các quy định nêu trên, các công ty đại chúng sẽ phải từng bước công khai hoá thông tin ngay cả khi họ không chào bán chứng khoán ra công chúng. Điều này hoàn toàn phù hợp với các nguyên tắc đã được nêu ra trong pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán đặc biệt là nguyên tắc công khai, công bằng, minh bạch, bảo vệ quyền lợi, lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro.

Có thể nói Luật chứng khoán năm 2006 đã bổ sung và cụ thể hoá các quy định của Luật doanh nghiệp năm 2005 để đạt đến sự thống nhất, đồng bộ của việc điều chỉnh hoạt động chào bán chứng khoán của công ty cổ phần, cho dù công ty cổ phần lựa chọn hình thức chào bán chứng khoán riêng lẻ hay chào bán chứng khoán ra công chúng./.

-
- (1).Xem: Khoản 1 Điều 87 Luật doanh nghiệp năm 2005.
 - (2).Xem: Điểm c khoản 1 Điều 87 Luật doanh nghiệp năm 2005.
 - (3).Xem: Điểm c khoản 1 Điều 61 Luật doanh nghiệp năm 1999.
 - (4).Xem: Điểm d khoản 2 Điều 87 Luật doanh nghiệp năm 2005.
 - (5).Xem: Điều 12 Luật chứng khoán năm 2006.
 - (6).Xem: Khoản b Điều 12 Luật chứng khoán năm 2006.
 - (7).Xem: Khoản c Điều 12 Luật chứng khoán năm 2006.
 - (8).Xem: Chương 3 Luật chứng khoán năm 2006.
 - (9).Xem: Khoản c Điều 25 Luật chứng khoán năm 2006.
 - (10).Xem: Điều 27 Luật chứng khoán năm 2006.