

# MỘT SỐ VẤN ĐỀ VỀ PHÁP LUẬT ĐIỀU CHỈNH HOẠT ĐỘNG CHÀO BÁN CỔ PHIẾU CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN TẠI VIỆT NAM

*Phạm Thị Giang Thu\**  
*Nguyễn Minh Hằng\*\**

Quá trình hình thành và phát triển của các công ty cổ phần tại Việt Nam luôn song hành với hoạt động mở rộng nguồn vốn của chủ thể đặc trưng trong nền kinh tế thị trường này. Pháp luật liên quan đến phát hành cổ phiếu của công ty cổ phần đã được hình thành ở Việt Nam trong khoảng thời gian khá dài, mang lại những kết quả thiết thực cho đời sống kinh tế. Đó là sự ra đời và lớn mạnh của hàng trăm ngàn công ty cổ phần, sự chuyển đổi và gia tăng nguồn vốn của hàng nghìn doanh nghiệp nhà nước, nay đã trở thành các tập đoàn kinh tế. Tuy nhiên, quy định hiện hành liên quan đến phát hành cổ phiếu của công ty cổ phần vẫn nổi lên một số nội dung cần tiếp tục nghiên cứu, trao đổi để tạo ra hiệu quả tốt nhất cho các tổ chức phát hành, cho nhà đầu tư và cho nền kinh tế. Đó cũng chính là nội dung mà phạm vi bài viết này muốn đề cập, trao đổi.

## **1. Vấn đề chủ thể có quyền năng phát hành cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

Xét theo lẽ thường, công ty cổ phần là chủ thể có quyền năng đầy đủ nhất trong việc phát hành chứng khoán. Tuy nhiên, thời điểm và giới hạn phát hành cổ phiếu của các công ty cổ phần được phép phát hành cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam lại không giống nhau. Bên cạnh đó, các vấn đề có liên quan đến quyền năng phát hành cổ phiếu của các đối tượng này cũng cần xem xét.

Việc phát hành cổ phiếu là hoạt động huy động vốn của sở hữu chủ đặc trưng nhất của công ty cổ phần. Trước năm 2002, vấn đề

chào bán chứng khoán của các tổ chức kinh tế nước ngoài không được đặt ra vì nhiều nguyên nhân khác nhau, trong đó bao hàm cả yếu tố kinh tế và phi kinh tế. Từ năm 2002, khi Việt Nam chính thức ký Hiệp định Thương mại song phương Việt Nam - Hoa Kỳ, nhiều vấn đề đã được đặt ra và thực sự là áp lực phải thực hiện. Đặc biệt, những cam kết của Việt Nam với các nước ký kết khi đàm phán gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính và dịch vụ tài chính đang đặt ra vấn đề cần giải quyết phù hợp với tình hình và điều kiện cụ thể của Việt Nam trong giai đoạn này. Ở đây, chúng tôi muốn đề cập đến việc thực hiện các cam kết về nguyên tắc đối xử của Việt Nam trong lĩnh vực chào bán cổ phiếu: nguyên tắc đối xử quốc gia và nguyên tắc đối xử tối huệ quốc sẽ phải thể hiện như thế nào trong các văn bản pháp luật về chứng khoán. Điều kiện thực tế xã hội của Việt Nam đặt ra những câu hỏi nào cho nhà làm luật khi thực hiện các nguyên tắc đối xử nêu trên (?).

Vấn đề chào bán cổ phiếu của các tổ chức kinh tế nước ngoài. Là các chủ thể có nhu cầu vốn, các tổ chức kinh tế và Chính phủ các quốc gia cũng như tổ chức quốc tế thường lựa chọn những phương án gọi vốn với chi phí thấp hoặc điều kiện chào bán với tiêu chuẩn định lượng và định tính thấp hơn so với các thị trường sơ cấp khác. Điều đó lý giải vì sao phát sinh nhu cầu chào bán của các chủ thể có yếu tố nước ngoài tại Việt Nam.

Trong thực tế, nhu cầu chào bán chứng khoán của các chủ thể nước ngoài đã phát sinh tại Việt Nam. Hàng loạt các tổ chức kinh tế nước ngoài đã và đang tiến hành các hoạt động cần thiết để chào bán cổ phiếu tại Việt Nam. Vì vậy, cần phải có qui định cụ

\* TS. Luật học, Giảng viên chính Đại học Luật Hà Nội.

\*\* Ths. Luật học, Giảng viên Đại học Luật Hà Nội.

Để các chủ thể này đủ cơ sở pháp lý thực hiện hoạt động chào bán chứng khoán trên thị trường phát hành của Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng ta cũng cần tính toán tới khả năng của tổ chức kinh tế nước ngoài sử dụng chính nguồn vốn của người Việt Nam để đầu tư vào lãnh thổ Việt Nam, nhưng dưới dạng đăng ký vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam và hưởng ưu đãi đối với phần vốn có của tổ chức nước ngoài. Tuy vậy, việc đặt ra những điều kiện riêng biệt cũng phải xem xét đến khả năng liệu các điều kiện đó có vi phạm nguyên tắc đối xử hay không và chúng ta cần phải giải thích như thế nào về việc đặt ra những điều kiện chuyên biệt đó.

Đối với công ty cổ phần không có vốn đầu tư nước ngoài, có thể nhận thấy một số điểm sau:

Đối với hoạt động chào bán cổ phiếu ra công chúng. Bên cạnh việc đưa ra khái niệm về chào bán chứng khoán ra công chúng, thì hoạt động này phải đáp ứng đầy đủ các điều kiện qui định tại Luật Chứng khoán. Tuy nhiên, trong thực tế, nhiều vấn đề đã phát sinh, vi phạm và có sự không tương thích giữa các Luật áp dụng. Chẳng hạn, trường hợp doanh nghiệp thực hiện phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu chỉ phải tuân thủ Luật Doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nếu doanh nghiệp chào bán cho trên 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp thì phải tuân thủ Luật Chứng khoán, tức là phải tuân thủ điều kiện được qui định theo Điều 12 Luật Chứng khoán và phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán trước khi chào bán. Sự không rõ ràng về các qui định nêu trên đã khiến các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn vì không biết phải thực hiện hoạt động chào bán trên cơ sở pháp lý nào và tuân thủ trình tự thủ tục nào. Điều này cũng đã dẫn đến một thực tế hàng trăm công ty cổ phần đã chào bán cổ phiếu ra công chúng nhưng không tuân thủ Luật Chứng khoán. Hoạt động chào bán cổ phiếu của các ngân hàng thương mại cổ phần, các công ty tài chính cổ phần và nhiều công ty đại chúng khác là những ví dụ cụ thể.

Bên cạnh sự không tương thích cũng như lỗ hổng của hai văn bản Luật nêu trên, những qui định liên quan đến điều kiện chào bán cổ phiếu ra công chúng cũng cần đánh giá, phân tích thêm. Khi xây dựng Luật Chứng khoán, chúng ta đã dựa trên cả hai tiêu chí: tiêu chí định tính và tiêu chí định lượng. Tuy nhiên, hiện nay chính những điều kiện áp dụng đồng thời lại đang hạn chế cơ hội có vốn từ công chúng của mô hình doanh nghiệp nhỏ và vừa. Luật Chứng khoán qui định mức vốn điều lệ thực có tối thiểu của tổ chức phát hành là 10 tỷ đồng. Điều này có nghĩa nếu công ty có vốn dưới chuẩn, muốn phát hành cổ phiếu, chỉ có thể phát hành nội bộ hoặc phát hành riêng lẻ. Tuy nhiên, nếu việc phát hành nội bộ nhưng lại cho hơn 100 cổ đông hiện hữu theo Luật Doanh nghiệp lại vi phạm qui định của Luật Chứng khoán. Sự phức tạp về tiêu chuẩn dẫn đến tình trạng các tổ chức phát hành thực hiện chia nhỏ đợt phát hành để tránh vi phạm pháp luật. Trường hợp này nhà làm luật lại không giải quyết được mục tiêu ban đầu.

Đối với hoạt động chào bán cổ phiếu riêng lẻ. Về vấn đề này, pháp luật Việt Nam ghi nhận ở nhiều văn bản khác nhau, áp dụng với các loại chủ thể khác nhau. Có thể chỉ ra đây những văn bản qui định về vấn đề này như: Luật Doanh nghiệp, Nghị định 38/2003/NĐ-CP ngày 15/4/2003 về việc chuyển đổi một số doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần, Nghị định 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp... Tuy nhiên, tất cả những văn bản này đều chỉ qui định đến những nội dung liên quan đến các doanh nghiệp Việt Nam (kể cả các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài). Cũng cần lưu ý rằng không có điều khoản nào cấm các tổ chức kinh tế nước ngoài chào bán cổ phiếu trên thị trường Việt Nam. Mặt khác, nếu như hoạt động chào bán ra công chúng đã có nhiều văn bản pháp luật điều chỉnh thì cho đến nay chúng ta vẫn chưa ban hành được Nghị định hướng dẫn chào bán cổ phần riêng lẻ. Những phân tích này

cho thấy sự khó khăn của tổ chức phát hành dưới hình thức chào bán riêng lẻ này.

## **2. Vấn đề công bố thông tin của tổ chức phát hành và chất lượng, nội dung của thông tin được công bố**

Qui định về chuẩn mực thông tin trên thị trường tập trung. Nếu coi thị trường chứng khoán là thị trường của thông tin thì có thể hình dung được giá trị của thông tin. Pháp luật hiện hành đã có nhiều nội dung liên quan đến công bố thông tin như các loại thông tin phải công bố, đối tượng, hình thức, phương tiện công bố thông tin. Đối với hoạt động chào bán, cho dù đó là chào bán lần đầu hay phát hành thêm chứng khoán, thông tin về đợt chào bán và thông tin về tổ chức chào bán có ý nghĩa rất quan trọng. Tuy nhiên, thực tiễn thị trường phát hành đang đặt ra rất nhiều nội dung liên quan đến chuẩn mực thông tin. Theo qui định hiện hành, tổ chức phát hành có trách nhiệm phải công bố thông tin gắn với đợt chào bán... Nhà đầu tư nói chung và cổ đông hiện hữu nói riêng không nhận được kịp thời, chính xác và đầy đủ các thông tin cơ bản về công ty, có thể chỉ ra như tổng số tài sản đến việc đánh giá chính xác về thực trạng tài chính hiện nay, thông tin về lưu chuyển tiền tệ trong quá khứ. Đối với thông tin trong tương lai cũng có giá trị quan trọng, có thể chỉ ra như dự đoán của Hội đồng quản trị hay cán bộ quản lý khác về những biến đổi giá trên mỗi loại thị trường của công ty và thị trường có liên quan, ước tính về biến động sản phẩm công ty... Một nhóm thông tin theo chúng tôi cũng có ý nghĩa quan trọng đối với đợt chào bán, đó là thông tin về chiến lược sử dụng nguồn vốn huy động từ đợt phát hành, trách nhiệm của tổ chức phát hành đối với hệ quả pháp lý của đợt chào bán đều đang bị né tránh. Mặc dù pháp luật không định rõ thế nào là chuẩn mực của thông tin công bố nhưng các nhà kinh tế cũng như đông đảo nhà đầu tư đều xác định đây chính là những thông tin chuẩn mực. Đây cũng chính là một trong những nguyên nhân gây nên "hiệu ứng đám đông" trên thị trường chứng khoán

trong thời gian qua đối với những quyết định của nhà đầu tư trong các đợt chào bán.

Với thực trạng trên, chúng tôi cho rằng rất cần thiết phải tính toán và hoàn thiện lại hệ thống pháp luật kế toán và kiểm toán. Chính vì pháp luật hiện hành chưa qui định về chuẩn mực thông tin, chuẩn mực kế toán được xác định còn chung chung nên Luật Kế toán cần xây dựng theo hướng phản ánh tình hình tài chính và tình hình kinh doanh của doanh nghiệp, bên cạnh việc phù hợp với nền kinh tế Việt Nam, nhưng cũng phải phù hợp với hệ thống chuẩn mực kế toán quốc tế. Tuy nhiên, chế độ kế toán chỉ được tuân thủ khi đi kèm với pháp luật kiểm toán. Cho dù Luật Kiểm toán đã qui định 16 chuẩn mực nhưng so với 36 chuẩn mực kiểm toán quốc tế thì nhiều nội dung chúng ta còn đang thiếu, hoặc đang bỏ ngỏ. Luật Chứng khoán cũng cần qui định rõ, đến mức chi tiết các loại thông tin mà tổ chức phát hành phải công bố theo hướng giải quyết những vấn đề đã được phân tích nêu trên.

Bên cạnh các đợt chào bán ra công chúng, tổ chức niêm yết hoặc công ty đại chúng cũng hoàn toàn có thể chào bán riêng lẻ thì hiện nay pháp luật lại chưa có qui định về vấn đề này, việc xác định có phát sinh trách nhiệm công bố thông tin hay không, nếu có thì nội dung thông tin công bố có điểm gì khác biệt so với các đợt chào bán ra công chúng. Chính sự không rõ ràng của pháp luật về vấn đề này làm cho tính tôn nghiêm trong quá trình thực thi pháp luật cũng bị giảm sút.

Nếu hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng của công ty cổ phần mặc dù còn một số nội dung cần xem xét nhưng chúng cũng đã được quan tâm đáng kể thì hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ của các công ty cổ phần, vấn đề công bố thông tin hầu như không đặt ra. Điều 87 Luật Doanh nghiệp qui định, đối với hoạt động phát hành chứng khoán, công ty cổ phần chỉ cần thông báo với cổ đông hiện hữu về việc phát hành cổ phiếu và đăng báo 3 số liên tiếp. Điều 31 Nghị định 88/2006/NĐ-CP ngày 29/8/2006

đăng ký kinh doanh qui định công ty phải công báo với cơ quan đăng ký kinh doanh để quyết định tăng vốn. Với những nội dung trên và xem xét đối tượng mua cổ phiếu trong trường hợp này, họ thường không phải là nhà đầu tư chuyên nghiệp để có thể tự thu thập và tự phân tích thông tin về tổ chức phát hành, về loại chứng khoán sẽ được phát hành. Như thế, rõ ràng có sự bất cân xứng về thông tin giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư khi phát hành chứng khoán riêng lẻ. Vì vậy, thiết nghĩ, một lần nữa, Chính phủ cần sớm ban hành nghị định hướng dẫn việc chào bán cổ phần riêng lẻ theo yêu cầu tại Điều 77 Luật Doanh nghiệp 2005 vì đến thời điểm hiện tại, văn bản này vẫn chưa được ban hành. Về nội dung công bố thông tin phát hành cổ phiếu riêng lẻ cũng cần đi theo hướng qui định nghiêm ngặt về công bố thông tin trước khi phát hành trừ những trường hợp được miễn áp dụng.

### 3. Vấn đề xử lý vi phạm liên quan đến việc chào bán cổ phiếu

Bất kỳ hoạt động gọi vốn nào, cho dù chào bán ra công chúng hay chào bán riêng lẻ đều có thể gây ra những hậu quả pháp lý nhất định. Vì vậy, việc qui định chế tài áp dụng đối với hành vi vi phạm mang tính răn đe là hoàn toàn cần thiết. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng những chế tài hiện hành là chưa tương xứng với mức độ vi phạm.

Đối với hoạt động chào bán riêng lẻ, mặc dù số lượng các công ty cổ phần gọi vốn bằng con đường này rất lớn (hàng trăm nghìn công ty cổ phần phi đại chúng/300 công ty cổ phần niêm yết), nhưng lại chưa có qui định về xử lý vi phạm. Vì vậy, văn bản hướng dẫn thi hành việc chào bán cổ phiếu riêng lẻ có thể qui định ngay chế tài áp dụng đối với hành vi vi phạm. Những phân tích dưới đây đều là phân tích, đánh giá về vi phạm trong quá trình chào bán ra công chúng.

Vì chào bán cổ phiếu ra công chúng là giai đoạn bao gồm nhiều hoạt động khác nhau, liên quan trực tiếp đến lợi ích vật chất của nhiều loại chủ thể nên nhiều hành vi vi phạm có thể phát sinh và gây hậu quả vật

chất. Có thể chỉ ra đây những loại vi phạm sau, chưa được pháp luật quan tâm và qui định chế tài đúng mức:

- Về sử dụng tiền đăng ký mua cổ phiếu. Theo nguyên tắc, việc bán cổ phiếu chỉ coi là hoàn tất khi người mua đã thanh toán đủ và thông tin về người mua đã được ghi đầy đủ vào sổ đăng ký cổ đông. Tuy nhiên, từ giai đoạn chào bán đến khi kết thúc giai đoạn bán là khoảng thời gian đáng kể và nhà đầu tư phải gửi vào tài khoản của tổ chức phát hành. Cũng theo nguyên tắc, tài khoản này là tài khoản phong tỏa và tổ chức phát hành không được sử dụng vào bất kỳ hoạt động nào khi chưa kết thúc đợt phát hành. Trong thực tế không như vậy. Vấn đề sử dụng vốn trên tài khoản tiền của nhà đầu tư đăng ký mua chứng khoán đang bị vi phạm, cụ thể là tổ chức phát hành sử dụng ngay tiền của nhà đầu tư nộp đăng ký mua cổ phiếu để kinh doanh. Vấn đề đặt ra, nếu hoạt động kinh doanh thua lỗ hoặc đợt phát hành không thành công, lợi ích của nhà đầu tư sẽ được giải quyết như thế nào. Vì vậy, bên cạnh việc cần qui định chặt chẽ nội dung cách thức quản lý nguồn vốn, cần phải xác định mức phạt tương thích dựa trên không chỉ đơn thuần là mức độ vi phạm mà còn phải dựa trên thiệt hại thực tế và mức phạt cần phải được tính tương ứng với mức độ thiệt hại.

- Vấn đề thông tin sai sự thật gắn với tổ chức phát hành trong giai đoạn phát hành. Thị trường chứng khoán có thể có vận động trái chiều nhưng thông tin về hoạt động chào bán của tổ chức phát hành đều tác động trực tiếp đến nhà đầu tư, đến cổ đông hiện hữu. Điều 9 Nghị định 36/2007/NĐ-CP ngày 8/3/2007 đưa ra mức phạt 20 triệu - 50 triệu đối với trường hợp vi phạm chế độ công bố thông tin liên quan đến đợt phát hành, theo chúng tôi là chưa tương thích với hậu quả của việc sử dụng thông tin sai sự thật. Vấn đề tương tự cũng đặt ra đối với các giao dịch nội gián gắn với đợt phát hành. Câu hỏi đặt ra là vậy xác định mức phạt dựa trên cơ sở nào? Cả hai loại vi phạm liên quan đến công bố thông tin và giao dịch nội gián đều rất

khó xác định được chính xác tổn thất hoặc giá trị của khoản thu bất chính. Vì vậy, chúng tôi cho rằng, cần phải nâng cao mức phạt so với qui định hiện hành để đề cao tính răn đe của pháp luật.

- Trách nhiệm vật chất của kiểm toán viên độc lập đối với kết quả kiểm toán. Luật Kế toán, Luật Kiểm toán, Luật Chứng khoán đều đề cập đến trách nhiệm của kiểm toán viên độc lập đối với kết quả báo cáo tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh của công ty. Đây là những căn cứ quan trọng để xác định giá trị cổ phiếu, xác định giá chào bán đối với tổ chức phát hành. Đối với cổ đông hiện hữu và nhà đầu tư, những tài liệu nêu trên là căn cứ quan trọng để quyết định có đầu tư vào tổ chức phát hành hay không và mức giá nào có thể chấp nhận được. Tuy vậy, những sự kiện của Bông Bạch Tuyết,

của hàng loạt các tập đoàn kinh tế hàng đầu thế giới đã cho thấy trách nhiệm của kiểm toán viên đối với thông tin sai sự thật, gây ra sự nhầm tưởng và thiệt hại của nhà đầu tư. Theo dõi diễn biến thị trường trong thời gian qua cho thấy chưa có kiểm toán viên nào bị truy cứu trách nhiệm hình sự hay bị phạt hành chính vì trách nhiệm của mình đối với kết quả kiểm toán và Luật Chứng khoán cũng không điều chỉnh trực tiếp hoạt động của kiểm toán viên độc lập nên có nhiều hạn chế trong việc xác định trách nhiệm của đối tượng này. Bên cạnh đó khái niệm "người liên quan" trong Luật Chứng khoán cũng rất không rõ ràng nên khó dẫn chiếu để xử lý vi phạm. Vì vậy, thiết nghĩ việc làm rõ trách nhiệm của chủ thể này trong quá trình chào bán chứng khoán cũng là một yếu tố để thị trường phát triển ổn định, minh bạch.

*(Tiếp theo trang 23 – Xác định thị trường...)*

trong thị trường liên quan của các doanh nghiệp. Thị trường liên quan chính là một khái niệm cơ bản để xác định sự tương quan trên thị trường của các doanh nghiệp và là căn cứ để bảo vệ cơ cấu thị trường, bảo vệ khả năng cạnh tranh lành mạnh giữa các thành phần của nền kinh tế.

Vấn biết rằng cả hai yếu tố cạnh tranh lành mạnh và độc quyền luôn đối nghịch, triệt tiêu nhau trong một nền kinh tế được vận hành theo đúng cơ chế thị trường. Nhưng tại Việt Nam, vì sự hình thành độc quyền với vai trò chủ yếu của Nhà nước chi phối đến hoạt động của các doanh nghiệp là xuất phát từ lịch sử phát triển của một nền kinh tế có đặc thù riêng, chuyển đổi từ cơ chế bao cấp sang cơ chế thị trường có sự điều tiết của Nhà nước nên sự độc quyền của các doanh nghiệp nhà nước là không tránh khỏi.

Tuy nhiên, hiện nay trên thực tế Việt Nam đang cố gắng dần xóa bỏ độc quyền tại nhiều lĩnh vực nhằm thực hiện tốt chính sách thu hút vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài vào Việt Nam.

Do vậy, để xác định được thị trường liên quan tại Việt Nam, ngoài việc ban hành các quy định mang tính định tính cần tiếp tục phải cụ thể hóa các yếu tố định lượng theo phương pháp xác định trong khái niệm thị trường liên quan theo pháp luật cạnh tranh. Điều này sẽ làm cho chính các doanh nghiệp luôn phải tự đánh giá mình hiện đang ở trạng thái cần sự điều tiết hay không từ phía Nhà nước để được bảo vệ phát triển các hoạt động kinh doanh trong một nền kinh tế Việt Nam đang ngày càng được mở rộng ra khu vực và quốc tế theo xu hướng tất yếu của thời đại.