

CHÀO BÁN CHỨNG KHOÁN RA CÔNG CHÚNG NHÌN TỪ GÓC ĐỘ QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC

TS. Lê Vũ Nam
Trưởng Đại Học Kinh tế-Luật

Lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán (TTCK) nói chung và chào bán chứng khoán ra công chúng nói riêng là những hoạt động phức tạp, tác động trực tiếp đến đời sống kinh tế - xã hội và chính sách đầu tư, chính sách tiền tệ của quốc gia. Mặt khác, chào bán chứng khoán ra công chúng là một hình thức huy động vốn hiệu quả được các doanh nghiệp sử dụng khá phổ biến hiện nay nhằm thực hiện các dự án, kế hoạch kinh doanh của mình. Tuy nhiên, bên cạnh những lợi ích mang lại cho nền kinh tế, cho bản thân mỗi doanh nghiệp và các nhà đầu tư thì hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng là nơi dễ phát sinh các hành vi lừa đảo, không trung thực và thiếu minh bạch...có thể gây thiệt hại khôn lường về tài sản và lòng tin của các nhà đầu tư. Điều đó càng trở nên cực kỳ nguy hiểm trong bối cảnh trình độ và kinh nghiệm đầu tư chứng khoán của công chúng chưa cao như ở Việt Nam hiện nay. Để TTCK Việt Nam hoạt động thông suốt, an toàn và hiệu quả như mục tiêu đã đề ra thì việc nâng cao vai trò quản lý, điều tiết của Nhà nước đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng trong giai đoạn hiện nay là rất cần thiết

Về bản chất, quản lý Nhà nước đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng là sự tác động của các chủ thể mang quyền lực Nhà nước, chủ yếu bằng pháp luật đến các quan hệ phát sinh trong hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng.

Tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, Nhà nước đều đóng vai trò chủ đạo trong việc quản lý TTCK. Tùy theo mức độ phát triển của thị trường, đặc thù của hệ thống pháp luật mà mỗi quốc gia có mô hình quản lý và mức độ tác động của Nhà nước đối với các quan hệ phát sinh trên TTCK có thể khác nhau. Tại Trung Quốc, Ba Lan, Hungary... cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK là một cơ quan thuộc Chính phủ; tại một số nước khác, thì cơ quan này có vị thế khá độc lập gồm các thành viên là đại diện có thẩm quyền của một số bộ, ngành: Bộ Tài chính, Bộ Thương mại, Ngân hàng Trung ương và các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính,

tiền tệ, chứng khoán. Tuy nhiên, các thành viên vẫn phải do Chính phủ bổ nhiệm với nhiệm kỳ cụ thể. Ở Việt Nam, theo quy định của pháp luật hiện hành, Chính phủ thống nhất quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Bộ Tài chính chịu trách nhiệm trước Chính phủ thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) là đơn vị nằm trong cơ cấu tổ chức của Bộ Tài chính được Chính phủ giao nhiệm vụ trực tiếp thực hiện chức năng quản lý Nhà nước đối với hoạt động chứng khoán và TTCK, trong đó có hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Ngoài ra, các bộ, cơ quan ngang bộ trong phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của mình có trách nhiệm phối hợp với Bộ Tài chính thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK; Ủy ban nhân dân các cấp trong phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của mình có trách nhiệm thực hiện quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK tại địa phương.

Xét trên phương diện cách thức tiếp cận đối với đối tượng chịu sự quản lý, trên thế giới có hai phương thức quản lý Nhà nước đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Đó là phương thức quản lý theo “chế độ chất lượng” và theo “chế độ công bố thông tin đầy đủ”. Phương thức thứ nhất, yêu cầu cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và TTCK xem xét, thẩm định hồ sơ và đánh giá chất lượng chứng khoán một cách cẩn trọng trước khi cấp phép chào bán ra công chúng. Ưu điểm của phương thức này là đảm bảo các chứng khoán được chào bán ra công chúng là những chứng khoán có chất lượng và có độ an toàn cao do đã được thẩm định kỹ lưỡng, qua đó bảo vệ các nhà đầu tư, đặc biệt trong điều kiện kiến thức và kinh nghiệm của họ chưa nhiều. Tuy nhiên, phương thức này cũng bộc lộ một số yếu điểm cơ bản là thủ tục cấp phép chào bán chứng khoán kéo dài làm mất cơ hội huy động vốn kịp thời do doanh



ng nghiệp và dễ phát sinh cơ chế “xin-cho”. Chính vì vậy, “chế độ chất lượng” thường được áp dụng đối với các TTCK mới hình thành, nơi khung pháp lý điều chỉnh hoạt động chứng khoán và TTCK còn thiếu đồng bộ, chưa đầy đủ, chế độ kế toán và kiểm toán chưa chặt chẽ, rõ ràng và trình độ, kiến thức của nhà đầu tư về chứng khoán còn hạn chế. Khi TTCK đã phát triển, thì phương thức “chế độ chất lượng” không còn phù hợp nữa mà sẽ được thay thế bằng phương thức quản lý theo “chế độ công bố thông tin đầy đủ”. Theo phương thức này, tổ chức phát hành chứng khoán phải cung cấp thông tin đầy đủ theo quy định về đợt phát hành, cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và TTCK sẽ kiểm tra tính đầy đủ và hợp lệ mà

không có những “thẩm định chi tiết” trước khi cấp giấy chứng nhận đăng ký phát hành. Việc thẩm định chất lượng chứng khoán thuộc về từng nhà đầu tư trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Vì vậy, phương thức này đòi hỏi nhà đầu tư phải được trang bị những kiến thức và kinh nghiệm cần thiết về chứng khoán để có thể tự bảo vệ mình. Do đó, “chế độ công bố thông tin đầy đủ” chỉ áp dụng đối với các TTCK đã phát triển, chế độ công bố thông tin đã rõ ràng, khung pháp lý đã khá đầy đủ và đồng bộ, chế độ kế toán và kiểm toán đã được chuẩn hóa. Phương thức này giúp xóa bỏ cơ chế “xin-cho” và thủ tục hành chính, tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn nhanh chóng và hiệu quả nhưng lại phát sinh nhiều rủi ro hơn cho

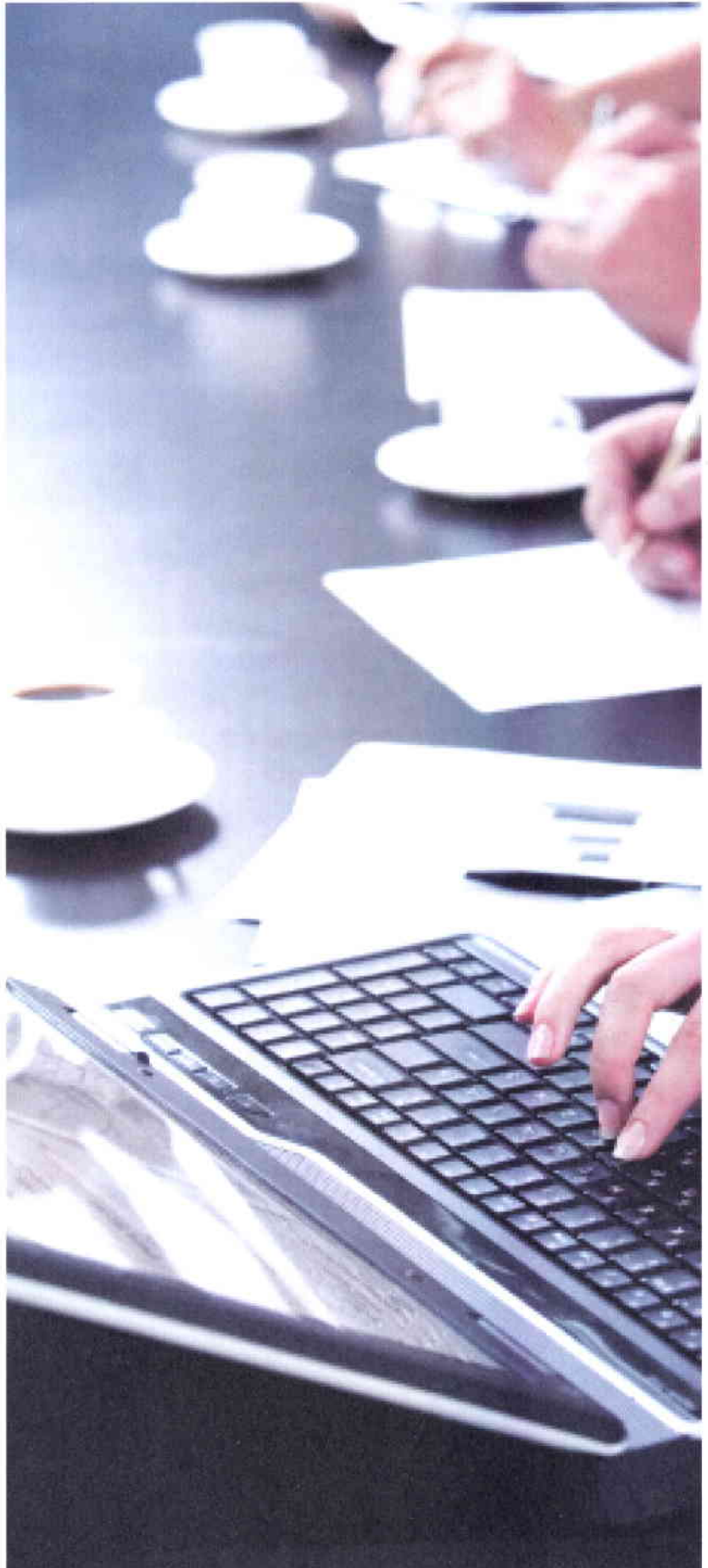
các nhà đầu tư trước khả năng đầu tư vào những chứng khoán kém chất lượng.

Tại Việt Nam, cùng với việc đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính và xóa bỏ cơ chế “xin-cho” trong hoạt động của các cơ quan Nhà nước nói chung nhằm tạo ra môi trường kinh doanh năng động và hấp dẫn, việc quản lý Nhà nước trong lĩnh vực chào bán chứng khoán ra công chúng cũng đã có những bước cải tiến đáng kể. Hiện nay, chúng ta đang trong giai đoạn chuyển đổi từ phương thức quản lý theo “chế độ chất lượng” sang “chế độ công bố thông tin đầy đủ”. Các thủ tục và thời hạn cấp phép chào bán chứng khoán ra công chúng đã được giảm thiểu, bên cạnh đó vai trò của hoạt động công bố

thông tin đầy đủ, chính xác và trung thực ngày càng được nâng cao, kiến thức và kinh nghiệm về chứng khoán của nhà đầu tư từng bước được hoàn thiện hơn.

Một trong những nội dung quan trọng trong quản lý Nhà nước về chứng khoán và TTCK nói chung và trong hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng nói riêng là việc ban hành các văn bản pháp luật để điều chỉnh những quan hệ phát sinh trong lĩnh vực này. Mô hình điều chỉnh pháp luật đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, tùy thuộc vào hệ thống pháp luật và mỗi nước có thể có cách tiếp cận khác nhau. Đối với các quốc gia theo hệ thống Thông luật (Common Law) như Anh, Mỹ, Úc... thì Luật công ty điều chỉnh các quan hệ phát sinh từ hoạt động chào bán chứng khoán, bao gồm cả chào bán nội bộ và chào bán ra công chúng. Trong khi đó, Luật chứng khoán điều chỉnh các quan hệ phát sinh từ quá trình tổ chức, quản lý và điều hành thị trường giao dịch chứng khoán. Các nước theo hệ thống pháp luật Châu Âu lục địa (Civil Law) như Pháp và nhiều nước Châu Âu khác thì Luật công ty điều chỉnh hoạt động chào bán chứng khoán nội bộ, Luật chứng khoán điều chỉnh hoạt động chào bán ra công chúng và hoạt động tổ chức, quản lý và giao dịch trên TTCK [4].

Các quan hệ phát sinh từ quá trình chào bán chứng khoán để phân phối nội bộ tại Việt Nam sẽ do Luật doanh nghiệp năm 2005 và Nghị định 01/2010/NĐ-CP của Chính phủ ngày 04 tháng 01 năm 2010 về chào bán cổ phần riêng lẻ điều chỉnh. Riêng đối với hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng sẽ được chi phối bởi Luật chứng khoán năm 2006 và Nghị định số 14/2007/NĐ-CP của Chính phủ ngày 19 tháng





01 năm 2007 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, Thông tư số 17/2007/TT-BTC ngày 13 tháng 3 năm 2007 hướng dẫn hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng. Theo đánh giá chung, các văn bản pháp luật hiện hành của Việt Nam mặc dù còn một số hạn chế nhưng đã chứa đựng khá đầy đủ các quy định để điều chỉnh những quan hệ vốn khá phức tạp phát sinh trong hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Theo đó, một doanh nghiệp muốn chào bán chứng khoán bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu phải đáp ứng các điều kiện về quy mô vốn điều lệ, thời hạn kinh doanh có lãi, có phương án khả thi về việc sử dụng vốn huy động được từ đợt chào bán [1]. Ngoài ra, việc chào bán chứng khoán ra công chúng bắt buộc phải đăng ký với UBCKNN, thực hiện chế độ kế toán, kiểm toán và công bố thông tin theo quy định. Pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng cũng có những quy định tương tự.

Có thể thấy rằng, bằng các quy định chặt chẽ về điều kiện, trình tự, thủ tục và nghĩa vụ công bố thông tin chính xác và trung thực về những đợt chào bán chứng khoán ra công chúng, các nhà làm luật muốn thiết lập một “trật tự” trong một “sân chơi” giữa một bên là các doanh nghiệp huy động vốn với một bên là các nhà đầu tư mà phần rủi ro lại nghiêng về phía nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ, các nhà đầu tư cá nhân. Mục tiêu cuối cùng là để bảo vệ nhà đầu tư và cũng giúp cho TTCK thực hiện được “thiên chức” của mình trong nền kinh tế thị trường là một kênh huy động vốn và đầu tư hiệu quả. Tuy nhiên, nếu chỉ dừng lại ở việc đưa các quy định chặt chẽ và đầy đủ thôi thì quyền và lợi ích của nhà đầu tư khó có thể được đảm bảo. Thực tế

cho thấy, các quyền và lợi ích của nhà đầu tư thường bị xâm hại trong quá trình thực thi các văn bản pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng do nhiều nguyên nhân khác nhau.

Tình trạng các công ty đại chúng (CTĐC)* vi phạm pháp luật chứng khoán liên tục bị UBCKNN xử phạt thời gian qua đã trở nên khá phổ biến và đã gây ra không ít bức xúc trong giới đầu tư và những ai quan tâm đến hoạt động của thị trường này.

Các vi phạm của CTĐC chủ yếu tập trung ở các hành vi như: chào bán chứng khoán ra công chúng mà không đáp ứng đủ điều kiện theo Luật chứng khoán, chào bán chứng khoán ra công chúng mà không đăng ký với UBCKNN và thực hiện công bố thông tin theo quy định, hoặc không đăng ký với UBCKNN khi đã đáp ứng điều kiện trở thành CTĐC...

Tuy nhiên, có một thực tế đang diễn ra là xử phạt vẫn cứ xử phạt, còn vi phạm thì vẫn cứ tiếp tục diễn ra. Cho nên, có khả năng trong thời gian tới danh sách các CTĐC bị xử phạt sẽ còn tiếp tục kéo dài thêm. Vậy nguyên nhân của tình trạng này nằm ở đâu?

Có ý kiến cho rằng, nguyên nhân mà các CTĐC “lờn thuốc” trước các biện pháp xử phạt của UBCKNN là do mức trần xử phạt theo quy định của Nghị định số 36/2007/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán 70 triệu đồng cho một hành vi vi phạm là quá thấp và không đủ sức răn đe. Thế nhưng, qua tham khảo các quyết định xử phạt của UBCKNN có thể thấy rằng, rất ít khi mức xử phạt trần được áp dụng mà phổ biến nhất chỉ dao động ở khoảng 20 triệu đồng đến 50 triệu đồng

cho một vi phạm, con số này quá nhỏ so với chi phí bỏ ra để phát hành chứng khoán đúng quy định. Thường mức phí để kiểm toán cho một báo cáo tài chính dao động vào khoảng 150 triệu đến 250 triệu và phí tư vấn cho một đợt phát hành khoảng 100 triệu đến 200 triệu.

Cũng cần lưu ý rằng, Khoản 2, Điều 7, Nghị định 36/2007/NĐ-CP quy định, ngoài việc áp dụng các biện pháp xử phạt chính bao gồm cảnh cáo và phạt tiền, đối tượng thực hiện hành vi vi phạm trên TTCK còn có thể đối diện với các biện pháp xử phạt bổ sung như: tịch thu toàn bộ các khoản thu từ việc thực hiện các hành vi vi phạm mà có và số chứng khoán được sử dụng để vi phạm hành chính; đình chỉ có thời hạn hoặc hủy bỏ đợt phát hành chứng khoán ra công chúng, nếu sau bốn mươi lăm ngày không khắc phục được thiếu sót, vi phạm; tước có thời hạn hoặc không có thời hạn đối với giấy chứng nhận chào bán chứng khoán ra công chúng...

Mặc dù vậy, trên thực tế chưa lần nào các biện pháp xử phạt bổ sung này được áp dụng đối với hành vi vi phạm pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng. Như vậy có thể thấy rằng vấn đề là ở chỗ chúng ta không sử dụng hết những “cây gậy” mà pháp luật trao cho nhưng vẫn kêu là thiếu. Nếu việc xử phạt các hành vi vi phạm pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng được kết hợp cả hai biện pháp là phạt tiền và xử phạt bổ sung thì tính răn đe sẽ được tăng lên đáng kể.

Ngoài ra, hiện tượng “lờn thuốc” còn xuất phát từ cơ chế xử lý và giải quyết vấn đề. Một điều khá phổ biến là các vi phạm của CTĐC về chào bán chứng khoán thường xảy ra từ nhiều năm trước. Sở dĩ các vi

phạm này được phát hiện là do có khiếu nại, tố cáo của nhà đầu tư hoặc phần lớn là do các Sở giao dịch chứng khoán và Trung tâm lưu ký chứng khoán phát hiện trong quá trình tiếp nhận hồ sơ niêm yết và lưu ký chứng khoán và sau đó báo cáo cho UNCKNN. Lúc đó, chính các CTĐC lại là người khá tích cực trong việc nộp phạt vì biên lai nộp phạt lại là một trong những tài liệu không thể thiếu để bổ sung nhằm hoàn tất thủ tục “lên sàn”. Cách xử lý này làm cho chúng ta nhớ lại câu chuyện về xử phạt nhà xây dựng trái phép trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh vào đầu những năm 2000. Khi đó, những người xây nhà trái phép chỉ cần nộp phạt với số tiền tương trưng và sau đó mang biên lai nộp phạt để làm thủ tục hợp thức hóa căn nhà. Chính vì vậy tình trạng xây nhà trái phép tràn lan và vấn đề “xé nhỏ dự án” lúc bấy giờ là khá phổ biến. Cho đến khi thành phố cương quyết xử lý mạnh mẽ là bên cạnh việc xử phạt tiền những nhà xây trái phép hoặc vượt tầng quy định có thể bị đập bỏ thì trật tự mới được văn hồi.

Thực trạng nêu trên cho thấy quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, trong đó có quyền được pháp luật bảo vệ trước những loại hàng hóa không rõ nguồn gốc, kém chất lượng từ những đợt chào bán “lậu” chứng khoán ra công chúng đã không được bảo vệ một cách hiệu quả. Tính chất nguy hiểm của hành vi vi phạm pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng thể hiện ở chỗ làm tăng tính rủi ro trong đầu tư chứng khoán, xói mòn lòng tin của các nhà đầu tư về một TTCK công khai, minh bạch và đúng pháp luật, trật tự, kỷ cương không được duy trì ảnh hưởng đến việc thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội nói chung. Thiết nghĩ, để góp phần giảm thiểu và

ngăn chặn các vi phạm pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng, qua đó tạo môi trường đầu tư chứng khoán minh bạch và đúng pháp luật, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư thì vai trò quản lý Nhà nước trong lĩnh vực này cần đặc biệt chú trọng. Chúng tôi cho rằng, trong thời gian tới UBCKNN cần kiên quyết hơn nữa trong vấn đề xử phạt. Cần mạnh dạn áp dụng các biện pháp xử phạt bổ sung song song với việc nâng mức xử phạt tiền để tăng tính răn đe. Đồng thời cần chủ động giám sát, kiểm tra để ngăn chặn, phát hiện và xử lý kịp thời các hành vi vi phạm nhằm hạn chế tối đa những thiệt hại có thể

Tài liệu tham khảo

1. Luật chứng khoán số 70/2006/QH 11, Khoản 1 và Khoản 2, Điều 12,
2. Nghị định 85/2010/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán
3. Phạm Trọng Bình (2006), “Tài liệu giảng dạy Pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán”, Trung tâm nghiên cứu và đào tạo chứng khoán-Uy ban chứng khoán Nhà nước, Nhà Xuất bản Thống kê, Hà Nội, tr. 93.
4. Lê Vũ Nam, Đừng để “lòn thuốc”, HYPERLINK "http://tintuc.xalo.vn/00-688968568/dung_de_lon_thuoc.html" http://tintuc.xalo.vn/00-688968568/dung_de_lon_thuoc.html, truy cập ngày 21/08/2010.
5. Xử phạt vi phạm hành chính đối với Cty CP Chứng khoán Nam Việt, <http://www.ssc.gov.vn> truy cập ngày 21/10/2010;
6. Xử phạt vi phạm hành chính đối với Cty CP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO, www.ssc.gov.vn truy cập ngày 21/08/2010;
7. Xử phạt vi phạm hành chính đối với CtyCP Dầu khí Đầu tư khai thác Cảng Phước An, <http://www.ssc.gov.vn> truy cập ngày 21/08/2010.

* Theo khoản 1, Điều 25, Luật chứng khoán 2006 thì: Công ty đại chúng là công ty cổ phần thuộc một trong ba loại hình sau đây: (i) Công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng; (ii) Công ty có cổ phiếu được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán; (iii) Công ty 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 tỷ đồng Việt Nam trở lên.

