

CÁC TIÊU CHÍ XÁC ĐỊNH HÀNH VI CHÀO BÁN CỔ PHIẾU RA CÔNG CHÚNG THEO PHÁP LUẬT VIỆT NAM

TRẦN THỊ AN TUỆ *

Tóm tắt: Nhà đầu tư không xác định, số lượng nhà đầu tư là những tiêu chí quan trọng bậc nhất để đánh giá một đợt chào bán cổ phiếu là riêng lẻ hay chào bán ra công chúng. Tuy nhiên, các quy định liên quan đến hai tiêu chí này trong Luật chứng khoán Việt Nam hiện nay vẫn còn tồn tại một số bất cập. Từ góc độ pháp lý, bài viết tập trung phân tích các tiêu chí xác định hành vi chào bán cổ phiếu ra công chúng, kiến nghị giải pháp hoàn thiện quy định pháp luật Việt Nam về vấn đề này.

Từ khóa: Chào bán; cổ phiếu; công chúng; tiêu chí xác định; hành vi

Nhận bài: 10/8/2018

Hoàn thành biên tập: 18/7/2019

Duyệt đăng: 31/7/2019

CRITERIA FOR A PUBLIC OFFERING OF SECURITIES UNDER THE LAW OF VIETNAM

Abstract: Undefined investor and the number of investors are the most important criteria for classifying a securities issue as a private placement or as a public offering of securities. However, some inadequacies of the provisions of the Securities Law of Vietnam on the above mentioned criteria still remain. From the legal perspective, the paper focuses on an analysis of criteria for a public offering of securities and offers proposals for improving the law of Vietnam in this regard.

Keywords: Offering; securities; public; criterion

Received: Aug 10th, 2018; Editing completed: July 18th, 2019; Accepted for publication: July 31st, 2019

Hiện nay, Luật chứng khoán hầu hết các nước trên thế giới đều sử dụng phương thức mô tả để định nghĩa hành vi chào bán chứng khoán ra công chúng, trong đó chủ yếu dựa vào các tiêu chí số lượng nhà đầu tư, tính xác định của đối tượng kêu gọi góp vốn và phương thức thực hiện chào bán. Điều 10 Luật chứng khoán Trung Quốc năm 2005, sửa đổi, bổ sung một số điều năm 2014 (sau đây gọi là Luật chứng khoán Trung Quốc) quy định: “Phát hành chứng khoán công khai⁽¹⁾

là việc phát hành chứng khoán theo một trong các phương thức sau: (1) Phát hành cho nhà đầu tư không xác định; (2) Phát hành cho lũy kế từ hai trăm nhà đầu tư xác định trở lên; (3) Các hình thức phát hành chứng khoán khác do pháp luật quy định. Các trường hợp không phải phát hành chứng khoán công khai thì không được phép quảng cáo, thông báo và sử dụng các phương thức chào mời công khai khác”.

để chỉ hành vi chào bán chứng khoán ra công chúng, phân biệt với “phát hành chứng khoán phi công khai” (非公开发行证券) để chỉ hành vi chào bán chứng khoán riêng lẻ. Xem: Luật chứng khoán Trung Quốc năm 2005 (sửa đổi năm 2014): http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm, truy cập 03/7/2019.

* NCS. Học viện Văn Pháp, Đại học Khoa học và Kỹ thuật Bắc Kinh, Trung Quốc
E-mail: antuetran@xs.ustb.edu.cn

(1). Luật chứng khoán Trung Quốc sử dụng thuật ngữ “phát hành chứng khoán công khai” (公开发行证券)

Luật chứng khoán Mỹ năm 1933 (sau đây gọi là Luật chứng khoán Mỹ) không có điều khoản cụ thể định nghĩa hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Tuy nhiên, khoản 2 Chương 4 Luật này quy định “*Việc phát hành chứng khoán không đề cập tới chào bán ra công chúng thì được miễn trừ áp dụng các quy định tại Chương 5*”. Trong đó, Chương 5 chỉ ra các hành vi bị cấm trong một đợt phát hành chứng khoán mà bản đăng kí chào bán không có hiệu lực, chủ yếu đề cập việc sử dụng các phương tiện thông tin đại chúng để thông báo và tiến hành chào bán chứng khoán. Sau đó, Ủy ban Chứng khoán và Hối đoái Mỹ (SEC) lần lượt vào các năm 1974, 1982 và 1990 đã ban hành ba văn bản gồm Rule 146 và Regulation D và Rule 144A quy định về những trường hợp được coi là chào bán riêng lẻ.⁽²⁾ Hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng qua đó được mô tả một cách gián tiếp. Điều 7 Luật chứng khoán Đài Loan năm 1989 sửa đổi, bổ sung một số điều năm 2013 lại giải thích thuật ngữ “*kêu gọi cổ phần*”⁽³⁾ như sau: “*Khái niệm kêu gọi cổ phần trong Luật này được hiểu là hành vi của người sáng lập công ti tại thời điểm trước khi thành lập*

hoặc của tổ chức phát hành trước khi phát hành chứng khoán, công khai chào mời các đối tượng không xác định mua cổ phiếu hoặc trái phiếu của công ti”. Khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán Việt Nam năm 2006, sửa đổi, bổ sung một số điều năm 2010 (sau đây gọi là Luật chứng khoán) quy định: “*Chào bán chứng khoán ra công chúng là việc chào bán chứng khoán theo một trong các phương thức sau: a) Thông qua phương tiện thông tin đại chúng, kể cả Internet; b) Chào bán chứng khoán cho từ một trăm nhà đầu tư trở lên, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; c) Chào bán cho một số lượng nhà đầu tư không xác định*”.

Từ những quy định của luật chứng khoán một số nước nêu trên trong đó có Việt Nam, có thể thấy, nhà đầu tư có phải là đối tượng xác định (hay định danh) hay không và số lượng nhà đầu tư xác định là hai tiêu chí cơ bản để đánh giá một đợt chào bán cổ phiếu là riêng lẻ hay chào bán ra công chúng. Tuy nhiên, Luật chứng khoán Việt Nam cũng như các văn bản có liên quan khác lại chưa đưa ra tiêu chuẩn định nghĩa khái niệm “*nhà đầu tư không xác định*”, đồng thời tiêu chí về số lượng nhà đầu tư quy định trong Luật cũng còn tồn tại một số điểm chưa hợp lí.

1. Ưu, nhược điểm của phương thức chào bán cổ phiếu ra công chúng và chào bán cổ phiếu riêng lẻ

Đối với một nền kinh tế hiện đại, chào bán cổ phiếu là kênh huy động hiệu quả các nguồn vốn trung hạn và dài hạn trong xã hội để phục vụ cho mục tiêu đầu tư phát triển. Chào bán cổ phiếu được hiểu là hành vi của

(2). Cùng với quy định cơ sở tại khoản 2 Chương 4 Luật chứng khoán Mỹ, những trường hợp chào bán chứng khoán phù hợp với quy định tại Rule 146, Regulation D và Rule 144A đều được coi là chào bán riêng lẻ. Xem: Luật chứng khoán Mỹ năm 1933, <http://www.doc88.com/p-94359020783.html>, truy cập 03/7/2019.

(3). Luật chứng khoán Đài Loan sử dụng thuật ngữ “*kêu gọi cổ phần*” (募集) để chỉ hành vi chào bán chứng khoán ra công chúng. Xem: Luật chứng khoán Đài Loan năm 1989, sửa đổi năm 2013, http://www.110.com/fagui/law_16008.html, truy cập 03/7/2019.

tổ chức phát hành khi đáp ứng các điều kiện luật định, căn cứ vào nhu cầu huy động vốn thực tế, dựa trên các quy định về trình tự, thủ tục pháp lý để tiến hành chào mời, phát hành và phân phối cổ phiếu. Không giống nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng, việc chào bán cổ phiếu chỉ làm tăng quyền lợi của người sở hữu chứng khoán chứ không làm tăng trái quyền, nhà đầu tư không thể tùy ý rút vốn, do đó không làm gia tăng áp lực trả nợ, giảm chỉ số rủi ro cho doanh nghiệp. Dựa vào tiêu chí đối tượng nhà đầu tư, chào bán cổ phiếu được phân chia thành hai phương thức là chào bán ra công chúng và chào bán riêng lẻ. Mỗi phương thức đều có những ưu, nhược điểm riêng, phù hợp với nhu cầu và đặc điểm của từng tổ chức phát hành.

Khoản 12a Điều 6 Luật chứng khoán quy định: “*Chào bán chứng khoán riêng lẻ là việc tổ chức chào bán chứng khoán cho dưới một trăm nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và không sử dụng phương tiện thông tin đại chúng hoặc Internet*”. Trong phần lớn trường hợp khi nhu cầu về vốn không lớn nhưng lại gặp khó khăn trong việc tiếp cận khoản vay từ ngân hàng hoặc chưa đáp ứng các điều kiện luật định để chào bán cổ phiếu ra công chúng thì doanh nghiệp sẽ tiến hành chào bán cổ phiếu riêng lẻ. Đối tượng hướng tới chủ yếu của đợt phát hành là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, các công ti có tiềm lực tài chính lớn mạnh và có quan hệ mật thiết với tổ chức phát hành hoặc nhân viên nội bộ của công ti cùng những người có liên quan.

Phương thức chào bán này có những ưu điểm nổi bật như sau:

Một là trình tự, thủ tục tiến hành đơn giản, linh hoạt, thời gian của đợt phát hành ngắn giúp doanh nghiệp có thể nhanh chóng huy động vốn, tránh bị bỏ lỡ cơ hội kinh doanh. Ví dụ, nếu phát hành chứng khoán riêng lẻ, các doanh nghiệp ở Mỹ sẽ được miễn trừ đăng kí phát hành.⁽⁴⁾ Tại Australia, trong trường hợp phát hành cổ phiếu cho dưới 20 nhà đầu tư hoặc tổng giá trị đợt phát hành không vượt quá 2 triệu đô la Mỹ thì doanh nghiệp không cần tiến hành thủ tục đăng kí.⁽⁵⁾ Ở Việt Nam, thời gian thẩm định hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng là 30 ngày, trong khi đó thời gian thẩm định bộ hồ sơ chào bán riêng lẻ chỉ bằng một nửa;

Hai là chi phí phát hành thấp do không phát sinh các thủ tục bảo lãnh phát hành, doanh nghiệp cũng không cần triển khai các hoạt động truyền thông để đưa tin về đợt chào bán cổ phiếu;

Ba là giúp doanh nghiệp giữ được bí mật kinh doanh. Điểm c khoản 2 Điều 10a Luật chứng khoán nêu rõ, trong trường hợp công ti đại chúng tiến hành chào bán chứng khoán riêng lẻ thì “*cần xác định rõ đối tượng, số lượng nhà đầu tư*”. Có thể thấy đợt chào bán cổ phiếu riêng lẻ có phạm vi nhỏ, đối tượng nhận mua cổ phiếu thường là những người có kinh nghiệm đầu tư hoặc có liên quan đến

(4). Tham khảo khoản 2 Chương 4 Luật chứng khoán Mỹ, nguồn: <http://www.doc88.com/p-94359020783.html>, truy cập 03/7/2019.

(5). Tham khảo khoản 1 Điều 708 Luật công ti Australia năm 2001, nguồn: <https://www.docin.com/p-986390540.html>, truy cập 03/7/2019.

tổ chức phát hành, do đó họ dễ dàng tiếp cận được với các thông tin liên quan đến cổ phiếu, vì vậy Luật chứng khoán không đưa ra quy định về nghĩa vụ công bố thông tin đối với doanh nghiệp;

Bốn là phạm vi chào bán dưới một trăm nhà đầu tư giúp doanh nghiệp tránh được tình trạng phân tán quyền sở hữu;

Năm là đối tượng nhận mua trong đợt chào bán cổ phiếu riêng lẻ thường là những nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp hoặc công ti đối tác, đây được coi là những cổ đông chiến lược, có kiến thức về đầu tư, nắm trong tay công nghệ, có kinh nghiệm quản trị cùng nhiều mối quan hệ làm ăn trên thị trường, điều này mang lại rất nhiều lợi thế, hỗ trợ quá trình phát triển của doanh nghiệp;

Sáu là trong một số trường hợp, thông qua việc phát hành cổ phiếu cho công ti đối tác, doanh nghiệp duy trì và củng cố được các quan hệ hợp tác đầu tư, kinh doanh;

Bảy là chào bán cổ phiếu riêng lẻ có thể làm gia tăng giá trị nội tại của doanh nghiệp. Nếu đợt phát hành mang lại kết quả khả quan, thu hút được nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp và các công ti lớn, doanh nghiệp có thể nâng cao được uy tín trên thị trường, từ đó dễ dàng thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư, giúp đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng.

Mặt khác, nếu nhìn từ góc độ của nhà đầu tư chứng khoán, khoản tiền nhàn rỗi cộng với nhu cầu đầu tư mạo hiểm mang lại lợi nhuận cao đặt ra yêu cầu xuất hiện một phương thức đầu tư nhanh gọn, tiện lợi, nhiều ưu đãi. Khi đó, chào bán cổ phiếu riêng lẻ trở thành kênh đầu tư hấp dẫn dành

cho những đối tượng nhà đầu tư kiểu này. Bởi trên thực tế, giá cổ phiếu chào bán riêng lẻ thường thấp hơn giá cổ phiếu giao dịch trên thị trường thứ cấp. Thậm chí, có những công ti sẽ đưa ra sự đảm bảo về giá cổ phiếu không thấp hơn một mức giá đã được xác định trước trong một thời kì nhất định, nếu trong khoảng thời gian này giá cổ phiếu xuống thấp hơn mức giá đã định thì công ti sẽ có phương án để bù đắp thiệt hại cho nhà đầu tư. Những chính sách ưu đãi này không chỉ kích thích đầu tư, giúp doanh nghiệp tập hợp được nguồn vốn mà còn thu hút được nhiều nhà đầu tư chiến lược phục vụ cho mục tiêu phát triển dài hạn.

Tuy nhiên, bên cạnh những ưu điểm nêu trên thì chào bán cổ phiếu riêng lẻ cũng có một số điểm hạn chế, cụ thể là: Vì quy mô của đợt phát hành tương đối nhỏ nên số tiền huy động được thường không lớn, hơn nữa việc chuyển nhượng cổ phần, trái phiếu chuyển đổi chào bán riêng lẻ bị hạn chế thời gian tối thiểu kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán (thường là 6 tháng, 12 tháng hoặc 36 tháng tùy theo quy định của Luật chứng khoán mỗi quốc gia), điều này dẫn đến tình trạng cổ phiếu (đặc biệt là cổ phiếu phát hành lần đầu của các doanh nghiệp là công ti trách nhiệm hữu hạn muốn chuyển đổi thành công ti cổ phần) sẽ bị hạn chế tính thanh khoản trong một thời gian tương đối dài, từ đó làm gia tăng rủi ro, dẫn đến tâm lí e ngại của các nhà đầu tư. Thêm vào đó, phương thức phát hành này có thể gây ra những tổn hại nhất định cho cổ đông hiện hữu, bởi như đã phân tích ở trên, giá chào bán cổ phiếu

riêng lẻ thường được chiết khấu so với giá giao dịch trên thị trường thứ cấp, do đó các nhà đầu tư nhận mua trong trường hợp này có thể mua được cổ phiếu với mức giá ưu đãi nhưng lại nhận khoản tiền cổ tức tương đương với cổ đông cũ, điều đó sẽ tạo ra tâm lý so bì và thiệt thòi cho những cổ đông này. Ngoài ra, trong ngắn hạn việc chào bán riêng lẻ sẽ ngay lập tức làm tăng số vốn điều lệ của doanh nghiệp, trong khi lợi nhuận chưa kịp tăng tương ứng, do đó có thể làm giảm lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu (chỉ số EPS). Cuối cùng, chào bán cổ phiếu riêng lẻ có thể dẫn tới tình trạng “làm loãng” quyền kiểm soát công ti của các cổ đông lớn, gây ảnh hưởng đến quyền lợi và vị trí của những cổ đông này. Đi kèm với đó, cơ cấu cổ đông lớn biến động sẽ kéo theo sự thay đổi về quyền quản lý, điều hành công ti, cổ đông lớn mới xuất hiện có thể đưa ra những yêu cầu sửa đổi chiến lược phát triển ban đầu của doanh nghiệp.

Trong trường hợp cần huy động nguồn vốn lớn, các doanh nghiệp đáp ứng yêu cầu luật định sẽ xem xét phương án chào bán cổ phiếu ra công chúng. Đặc điểm đối tượng của phương thức phát hành này là những nhà đầu tư không xác định hoặc từ một trăm nhà đầu tư xác định trở lên, cho thấy phạm vi ảnh hưởng của đợt chào bán là rất rộng, do đó cần có sự giám sát và quản lý chặt chẽ từ phía Nhà nước. So với chào bán riêng lẻ, chào bán cổ phiếu ra công chúng có nhiều ưu điểm nổi bật, thu hút sự lựa chọn của các tổ chức phát hành, cụ thể:

- Đợt phát hành hướng tới nhà đầu tư

đại chúng, không hạn chế số lượng, do đó có thể huy động được nguồn vốn lớn, phù hợp với những tổ chức cần nhiều vốn và mong muốn phát hành nhiều cổ phiếu để mở rộng quy mô;

- Phạm vi phát hành rộng rãi giúp ngăn chặn được hành vi đầu cơ cổ phiếu và thao túng giá;

- Phát hành cổ phiếu ra công chúng là điều kiện tiên quyết để doanh nghiệp có thể niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán, bởi lẽ muốn niêm yết công khai thì trước hết doanh nghiệp phải là công ti đại chúng. Việc niêm yết trên sở giao dịch sẽ làm nâng cao uy tín và danh tiếng của doanh nghiệp, cũng như làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu công ti.

Tuy nhiên, chào bán cổ phiếu ra công chúng cũng tồn tại một số điểm hạn chế khiến tổ chức phát hành ngần ngại khi lựa chọn phương thức này như:

- Quy trình tiến hành chào bán cổ phiếu phức tạp, thời gian chờ đợi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thẩm định hồ sơ và cấp phép phát hành tương đối dài. Hơn nữa, đối với những quốc gia áp dụng mô hình quản lý theo chất lượng như Việt Nam, để được cấp phép chào bán ra công chúng, tổ chức phát hành phải đáp ứng các điều kiện về vốn điều lệ tối thiểu, về đội ngũ quản lý, phương án sử dụng vốn huy động, hoạt động sản xuất kinh doanh liên tục có lãi trong một khoảng thời gian nhất định... Đương nhiên không phải doanh nghiệp nào cũng đáp ứng được hết những yêu cầu khắt khe này;

- Phương thức chào bán cổ phiếu ra công chúng yêu cầu tổ chức phát hành phải công bố đầy đủ, trung thực các thông tin liên quan

đến doanh nghiệp theo quy định pháp luật như hoạt động sản xuất kinh doanh, tài sản, tình hình tài chính... Trong số đó có không ít thông tin mà doanh nghiệp không mong muốn phải công bố rộng rãi;

- Chi phí để tiến hành một đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng là không hề nhỏ, bởi phương thức này tiêu tốn các khoản chi phí truyền thông, quảng cáo và chi phí bảo lãnh phát hành... Nếu kết quả của đợt phát hành không được như dự kiến ban đầu thì chi phí thực hiện chào bán có thể còn cao hơn số tiền thu được, dẫn đến việc doanh nghiệp không đạt được mục tiêu huy động vốn.

Đối tượng của đợt chào bán cổ phiếu công khai là những nhà đầu tư đại chúng, họ gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận và phân tích thông tin của doanh nghiệp phát hành, lại là đối tượng yếu thế về năng lực tài chính, vì vậy luật chứng khoán của hầu hết các nước trên thế giới đều đưa ra những quy định hết sức nghiêm ngặt về thủ tục phát hành và vấn đề công bố thông tin. Bất kì đợt chào bán cổ phiếu nào hướng tới những đối tượng là nhà đầu tư không xác định thì trước hết, tổ chức phát hành cần làm thủ tục xin cấp phép (đối với mô hình quản lý theo chất lượng) hoặc đăng ký (đối với mô hình quản lý công bố thông tin), để cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán nắm được thông tin đợt chào bán nhằm có những biện pháp can thiệp hiệu quả, giúp hạn chế tối đa các rủi ro có thể xảy ra. Đồng thời, doanh nghiệp cũng phải chấp hành nghĩa vụ công bố thông tin đầy đủ. Điều này là phù hợp với nguyên tắc do Tổ chức các uỷ ban chứng khoán quốc tế

(IOSCO) ban hành: “*Tổ chức phát hành cần công bố đầy đủ, chính xác và kịp thời các kết quả tài chính và các thông tin khác có tầm quan trọng đối với quyết định đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư*”. Trong mỗi đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng, luôn tồn tại tình trạng bất đối xứng về thông tin giữa các nhà đầu tư với nhau và giữa nhà đầu tư với người quản lý doanh nghiệp. Trong khi đó, nhà đầu tư về cơ bản chỉ căn cứ vào những thông tin do tổ chức phát hành cung cấp để đưa ra quyết định đầu tư. Bởi vậy, nếu trong quá trình chào bán cổ phiếu, tổ chức phát hành thiếu minh bạch, cố tình che giấu thông tin bất lợi, thổi phồng những thông tin có lợi hoặc đưa ra thông tin sai lệch thì sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến lợi ích của nhà đầu tư, từ đó tác động tiêu cực đến sự ổn định, tính công bằng, công khai của thị trường chứng khoán, nhất là đối với một thị trường còn non trẻ như Việt Nam. Rõ ràng không thể chỉ trông chờ vào ý thức tự giác của doanh nghiệp trong vấn đề minh bạch thông tin, vì vậy sự can thiệp của cơ quan công quyền cùng các chế tài được quy định trong Luật chứng khoán và các văn bản liên quan là điều hết sức cần thiết, nhằm đảm bảo việc tổ chức phát hành buộc phải thực hiện nghiêm chỉnh trách nhiệm công bố đầy đủ, trung thực các thông tin liên quan đến đợt chào bán.

2. Những bất cập trong tiêu chí xác định hành vi chào bán cổ phiếu ra công chúng theo quy định của Luật chứng khoán

Như đã đề cập ở trên, đối với hai tiêu chí về đối tượng và số lượng nhà đầu tư để xác định một đợt chào bán cổ phiếu là chào bán

ra công chúng hay chào bán riêng lẻ được quy định trong Luật chứng khoán Việt Nam hiện nay vẫn còn tồn tại một số điểm bất cập, đặt ra yêu cầu cần nhanh chóng tiến hành sửa đổi và hoàn thiện.

2.1. Về tiêu chí đối tượng nhà đầu tư

Điểm c khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán quy định, trong trường hợp tổ chức phát hành “chào bán cho một số lượng nhà đầu tư không xác định” thì đợt phát hành được xem là chào bán ra công chúng. Có thể thấy, đối tượng nhà đầu tư không xác định là đặc trưng cơ bản, cũng là dấu hiệu đầu tiên và quan trọng nhất để nhận biết hành vi chào bán cổ phiếu ra công chúng. Việc đưa ra tiêu chí trên nhằm mục tiêu bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư nhỏ lẻ, hạn chế được rủi ro, giúp thị trường chứng khoán phát triển ổn định.

Tuy nhiên, điều khoản này lại tồn tại hai vấn đề bất hợp lý:

Thứ nhất, cách quy định “chào bán cho một số lượng nhà đầu tư không xác định” như hiện nay có thể tồn tại hai xu hướng lý giải: Cách hiểu thứ nhất thuật ngữ “không xác định” dùng để bỏ nghĩa cho cụm từ “một số lượng”, tức quy định này được hiểu là “chào bán cho một số lượng không cụ thể, không giới hạn các nhà đầu tư”. Nói cách khác, ở đây số lượng nhà đầu tư là bất kì, đối tượng nhà đầu tư là không xác định. Vậy thì quy định này đã bao hàm cả trường hợp “chào bán chứng khoán cho từ một trăm nhà đầu tư trở lên, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp”, mà nếu như vậy thì việc phân chia thêm dấu hiệu số lượng nhà đầu tư là không có ý nghĩa. Do đó, cách hiểu

này chưa hợp lý. Cách hiểu thứ hai, thuật ngữ “không xác định” được dùng để làm rõ cho đối tượng “nhà đầu tư”, hướng giải thích này đồng nhất với quy định trong luật chứng khoán của các nước. “Nhà đầu tư không xác định” là những nhà đầu tư nhỏ lẻ cần được Luật chứng khoán bảo vệ đặc biệt. Khi đối tượng của đợt phát hành là những nhà đầu tư không xác định thì không cần xem xét đến yếu tố số lượng mà sẽ đương nhiên áp dụng các quy định về chào bán cổ phiếu ra công chúng. Vì vậy, để đảm bảo tính chính xác và khoa học, thống nhất trong cách hiểu Luật, điểm c khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán nên sửa đổi thành “chào bán cho nhà đầu tư không xác định” và bỏ đi cụm từ “một số lượng”.

Thứ hai, Luật chứng khoán Việt Nam và các văn bản hướng dẫn thi hành hiện nay chỉ đưa ra các định nghĩa về “nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp”, “người biết thông tin nội bộ”, “người có liên quan”,⁽⁶⁾ mà chưa đưa ra tiêu chí để phân biệt đối tượng “nhà đầu tư xác định” với “nhà đầu tư không xác định”. Nếu chỉ hiểu đơn giản “không xác định” là hướng tới mọi thành phần trong xã hội, phát hành rộng rãi, không nhằm vào đối tượng nào cụ thể thì sẽ chưa đầy đủ và chuẩn xác. Kinh nghiệm lập pháp và thực tiễn vận hành thị trường chứng khoán các quốc gia trên thế giới chỉ ra rằng, năng lực và kinh nghiệm đầu tư, khả năng nắm bắt và xử lý thông tin liên quan đến cổ phiếu, mối liên hệ với tổ chức phát hành và mức độ gánh chịu rủi ro

(6). Các khoản 11, 33, 34 Điều 6 Luật chứng khoán.

của nhà đầu tư là những tiêu chí cơ bản để nhận biết đối tượng “nhà đầu tư xác định”.

Là quốc gia có thị trường chứng khoán lâu đời và phát triển bậc nhất trên thế giới, Mỹ từ rất sớm đã lựa chọn áp dụng mô hình công bố thông tin đầy đủ để quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Theo đó, để tiến hành một đợt chào bán chứng khoán ra công chúng, tổ chức phát hành chỉ việc đăng ký và cung cấp đầy đủ các tài liệu liên quan tới đợt chào bán cho Ủy ban chứng khoán và hối đoái Mỹ, hết thời hạn quy định, nếu SEC không đưa ra bất kỳ ý kiến phản đối nào về bộ hồ sơ thì tổ chức phát hành có thể tự động tiến hành chào bán chứng khoán. Cũng như nhiều nước khác trên thế giới, Mỹ đặt ra những tiêu chí để xác định bản chất của một đợt chào bán chứng khoán là riêng lẻ hay chào bán ra công chúng, trong đó có tiêu chí về tính xác định của đối tượng tham gia đầu tư.

Đối với tiêu chí này, bộ Quy tắc Regulation D năm 1982⁽⁷⁾ của nước này có đề cập khái niệm “accredited investors” (nhà đầu tư được công nhận) và “non-accredited investors” (nhà đầu tư chưa được công nhận).⁽⁸⁾ SEC áp dụng ba tiêu chuẩn chính để

xem xét một nhà đầu tư có phải là “accredited investors” hay không, bao gồm: 1) Tiêu chuẩn về kinh nghiệm đầu tư: gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân mở công ti theo Đạo luật cố vấn đầu tư năm 1940 (Investment Advisers Act); 2) Tiêu chuẩn về mối liên hệ với tổ chức phát hành: bao gồm thành viên hội đồng quản trị, quản lý cấp cao của tổ chức phát hành và những người có quan hệ hợp tác, kinh doanh với các đối tượng nêu trên; 3) Tiêu chuẩn về tài sản (liên quan đến khả năng chịu rủi ro của nhà đầu tư) gồm: tổ chức có tổng tài sản vượt quá 5 triệu đô la Mỹ, cá nhân có tài sản riêng hoặc tài sản chung hợp nhất với vợ (chồng) vượt quá 1 triệu đô, nhà đầu tư cá nhân trong hai năm gần nhất có thu nhập riêng vượt quá 200.000 đô hoặc thu nhập chung với vợ (chồng) vượt quá 300.000 đô hoặc có dự báo thu nhập trong năm đáng tin cậy đạt được mức tương đương.

Việt Nam có thể tham khảo kinh nghiệm lập pháp của Mỹ nhằm làm rõ hơn nhóm đối tượng “nhà đầu tư không xác định” trong Luật chứng khoán, theo hướng phân loại “nhà đầu tư không xác định” bao gồm những người không thuộc một trong ba nhóm sau:

Nhóm thứ nhất là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, được liệt kê tại khoản 11 Điều 6 Luật chứng khoán. Đặc điểm của nhóm đối tượng này là có kinh nghiệm và kiến thức về đầu tư, khả năng nắm bắt và

(7). Regulation D do 6 quy tắc chính hợp thành, quy định về 3 trường hợp miễn trừ thực hiện nghĩa vụ đăng ký, trong đó quy tắc 501 đến 503 gồm các điều khoản định nghĩa và giải thích liên quan đến miễn trừ thực hiện nghĩa vụ đăng ký, quy tắc 504, 505 quy định về trường hợp phát hành quy mô nhỏ, quy tắc 506 nói về phát hành riêng lẻ.

(8). Regulation D quy định nếu đối tượng của chào bán riêng lẻ là “accredited investors” được định nghĩa ở quy tắc 506 thì không hạn chế số lượng. Nếu là “non-accredited investors” được định nghĩa ở quy tắc 501 thì không được vượt quá 35 người, cho dù đó là

những “non-accredited investors” mà tổ chức phát hành trước khi chào bán chứng khoán có lý do chính đáng để tin tưởng rằng, những nhà đầu tư này có đủ kinh nghiệm và kiến thức về kinh doanh để đánh giá giá trị và mức độ mạo hiểm của khoản đầu tư.

phân tích thông tin nhạy bén, chính xác. Ngoài ra, đối với nhà đầu tư là công ti bảo hiểm, công ti quản lý quỹ... thì lại có đặc thù đầu tư dài hạn, họ chủ yếu mua trái phiếu doanh nghiệp hoặc mua cổ phiếu để nắm giữ lâu dài, nhận cổ tức, thay vì mục đích kinh doanh trên thị trường thứ cấp;

Nhóm thứ hai là những người biết thông tin nội bộ và người có liên quan đến nhân viên trong công ti, bao gồm các đối tượng được quy định tại các khoản 33 và 34 Điều 6 Luật chứng khoán. Đặc điểm của nhóm này là có lợi thế về việc nắm bắt sớm thông tin liên quan đến tổ chức phát hành, đặc biệt là các thông tin nội bộ, mà trên thị trường chứng khoán thì thông tin có ảnh hưởng rất lớn đến sự thành bại của các quyết định đầu tư;

Nhóm thứ ba là những nhà đầu tư có tiềm lực tài chính vững mạnh, đặc điểm của nhóm này là khả năng chấp nhận rủi ro và ứng phó với các biến động trên thị trường. Họ có thể là nhà đầu tư tổ chức cũng có thể là nhà đầu tư cá nhân. Đối với nhóm này, Luật chứng khoán Việt Nam chưa có quy định điều chỉnh. Luật chứng khoán có thể quy định theo hướng yêu cầu nhà đầu tư thực hiện nghĩa vụ chứng minh tài chính, chứng tỏ tài sản ròng lớn gấp bao nhiêu lần tổng giá trị của các khoản đầu tư (gồm những khoản đã đầu tư và khoản đang có dự định góp vốn vào tổ chức phát hành).

Tóm lại, những nhà đầu tư không thuộc ba nhóm kể trên (nhà đầu tư không xác định) là đối tượng cần được pháp luật can thiệp, hỗ trợ, nhằm hạn chế rủi ro trong đầu tư, tạo dựng niềm tin cho công chúng vào thị trường

chứng khoán, góp phần đảm bảo cho thị trường vận hành ổn định, tránh được các đợt khủng hoảng.

2.2. Về tiêu chí số lượng nhà đầu tư

Trên thị trường chứng khoán, nhà đầu tư là đối tượng trước hết cần được bảo vệ. Tuy nhiên, mục tiêu cốt lõi bảo vệ nhà đầu tư không thể tách rời mục tiêu phát triển nền kinh tế, hỗ trợ hoạt động của doanh nghiệp. Bởi vậy, nhiệm vụ của Luật chứng khoán là duy trì trật tự ổn định trên thị trường, đảm bảo sự cân bằng quyền lợi giữa nhà đầu tư và các doanh nghiệp. Đối với hoạt động chào bán cổ phiếu, khi hướng đến những đối tượng xác định, đợt phát hành thường có quy mô nhỏ, giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư có mối liên hệ nhất định, cho phép nhà đầu tư nắm tương đối rõ về tình hình hoạt động của tổ chức đó, vì vậy doanh nghiệp được phép áp dụng các quy định về chào bán chứng khoán riêng lẻ để tiết kiệm chi phí, giảm thiểu thủ tục, rút ngắn thời gian chờ đợi cấp phép phát hành. Tuy nhiên, khi số lượng nhà đầu tư xác định đạt đến ngưỡng nào đó thì hành vi chào bán lại phải được coi chào bán ra công chúng. Đối với trường hợp này, Luật chứng khoán quy định: “... *Chào bán chứng khoán cho từ một trăm nhà đầu tư trở lên, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp*”.⁽⁹⁾ Cách quy định này đã bộc lộ những điểm bất hợp lý. Cụ thể, nếu xem xét đồng thời điểm c và b khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán, khi đợt phát hành hướng đến đối tượng nhà đầu tư không xác định thì

(9). Điểm b khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán.

căn cứ vào điểm c đương nhiên cần áp dụng các quy định về chào bán chứng khoán ra công chúng. Vậy thì quy định chào bán cho “từ một trăm nhà đầu tư trở lên” tại điểm b chắc chắn cần phải hiểu là “nhà đầu tư xác định”, vì chỉ cần trong số các đối tượng mà tổ chức phát hành kêu gọi góp vốn xuất hiện một hay một vài nhà đầu tư không xác định thì ngay lập tức phải áp dụng quy định tại điểm c điều khoản nói trên. Thế nhưng, Luật chứng khoán hiện nay lại quy định đi kèm với tiêu chí chào bán cho “từ một trăm nhà đầu tư trở lên”, bổ sung cụm từ “không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp” - đối tượng vốn đã thuộc nhóm nhà đầu tư xác định. Đây rõ ràng là sự luẩn quẩn, thiếu tính logic. Do đó, Luật chứng khoán chỉ cần quy định “chào bán cho từ một trăm nhà đầu tư trở lên” và bỏ đi cụm “không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp”.

Vấn đề cần bàn tiếp theo là cách tính số lượng nhà đầu tư xác định trong đợt chào bán chứng khoán ra công chúng. Điều 10 Luật chứng khoán Trung Quốc quy định, nếu đợt phát hành hướng tới tổng “lũy kế” từ 200 nhà đầu tư xác định trở lên thì được coi là phát hành ra công chúng.⁽¹⁰⁾ Trước hết cần khẳng định lại “nhà đầu tư xác định” trong quy định này đã bao gồm các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Kế đến, thuật ngữ số lượng “lũy kế” ở đây được hiểu là, định mức hai trăm nhà đầu tư được tính cộng dồn từ cả các đợt phát hành trước đó với đợt

phát hành hiện tại. Quy định này nhằm mục đích ngăn ngừa tổ chức phát hành thông qua nhiều lần khác nhau chào bán cho trên hai trăm nhà đầu tư xác định để lẩn tránh các quy định về xin cấp phép hoặc công bố thông tin và giảm thiểu được chi phí phát hành. Chiếu theo đó, nếu đợt chào bán chứng khoán hướng tới đối tượng xác định, bất luận là phát hành qua bao nhiêu lần, nếu tổng cộng số lượng nhà đầu tư loại này vượt quá 200 người thì sẽ áp dụng quy định điều chỉnh chào bán ra công chúng. Khi xét đến tiêu chí số lượng nhà đầu tư, Việt Nam có thể học hỏi kinh nghiệm cộng dồn số nhà đầu tư xác định từ tất cả các đợt phát hành của Trung Quốc. Qua đó có thể tránh tình trạng “có trường hợp doanh nghiệp đã lách luật bằng cách chắt nhỏ các đợt phát hành thành các đợt phát hành riêng lẻ hoặc ban đầu chỉ phân phối cho dưới một trăm cổ đông để không phải tuân thủ quy định của Luật chứng khoán nhưng sau đó cho phép chuyển nhượng (chỉ là hình thức, không phải chuyển nhượng thực sự), số cổ đông vẫn là trên một trăm người”.⁽¹¹⁾

Ngoài ra, thực tế còn tồn tại tình trạng tổ chức phát hành lợi dụng hình thức uỷ thác đầu tư để không thực hiện các nghĩa vụ khi chào bán cổ phiếu ra công chúng. Ví dụ, một nhóm “nhà đầu tư xác định” (nhóm cổ đông của công ti, nhóm “người có liên quan”...) không trực tiếp dùng danh nghĩa cá nhân để

(10). Điều 10 Luật chứng khoán Trung Quốc. Nguồn: http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm, truy cập 03/7/2019.

(11). Lê Thị Thu Thủy, “Những bất cập của Luật chứng khoán và kiến nghị giải pháp hoàn thiện”, *Tạp chí khoa học Đại học quốc gia Hà Nội, Luật học*, 26/2010, tr. 173.

(12). Khoản 34 Điều 6 Luật chứng khoán.

đăng kí danh sách cổ đông mà cùng uỷ thác cho một người đăng kí, trong trường hợp nếu các bên không tự nguyện công khai thông tin thì liệu quy định về số lượng nhà đầu tư có thực sự khả thi bởi người hưởng lợi mới chính là cổ đông thực sự của công ti. Bằng cách này, tổ chức phát hành có thể tránh được quy định về số lượng “nhà đầu tư xác định” và thực hiện chào bán riêng lẻ. Vì vậy, cơ quan quản lí về chào bán cổ phiếu cần phải truy cứu đến cùng người thực sự hưởng lợi từ quyết định đầu tư, thay vì chỉ xét đến số lượng nhà đầu tư trên danh nghĩa. Xuất phát từ những thực trạng đó mà một số học giả cho rằng, việc phân định chào bán là công khai hay riêng lẻ cần dựa vào yếu tố tính xác định của đối tượng được chào mời, chứ không nên áp dụng một cách máy móc tiêu chí số lượng nhà đầu tư. Như hai học giả Lương Tương Liên và Dương Dương nhận định, “không nên đề cập số lượng nhà đầu tư, vì việc đưa ra định mức số lượng rõ ràng không có đầy đủ cơ sở lí luận và hoàn toàn có thể biến động theo tình hình thực tế của thị trường chứng khoán ở mỗi thời kì”;⁽¹³⁾ Hay học giả Chu Bồi Bình cũng có chung quan điểm, “xem xét một đợt chào bán chứng khoán là công khai hay phi công khai cần phụ thuộc vào việc nhà đầu tư có nắm được đầy đủ thông tin liên quan đến chứng khoán và đợt chào bán hay không, chứ không ở số lượng nhà đầu tư. Nếu nhà đầu tư không có đầy đủ thông tin, tổ chức phát

hành tiến hành công khai, minh bạch các thông tin này thì đó là chào bán công khai”.⁽¹⁴⁾ Hoặc học giả Mã Kiều Trì cho rằng, “có người cho rằng việc đặt ra tiêu chí số lượng nhà đầu tư xác định để đánh giá đợt chào bán chứng khoán là công khai hay nội bộ là điều hết sức cần thiết, nhưng về căn cứ khoa học để đưa ra định mức số lượng nhà đầu tư thì lại bị nhà lập pháp bỏ ngỏ”.⁽¹⁵⁾

3. Kiến nghị hoàn thiện tiêu chí xác định hành vi “chào bán cổ phiếu ra công chúng” theo pháp luật Việt Nam hiện nay

Trên thực tế, các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay đang có xu hướng tăng cường huy động vốn thông qua kênh phát hành cổ phiếu riêng lẻ và dè dặt hơn khi chào bán cổ phiếu ra công chúng. Cụ thể, nếu như năm 2012 phát hành cổ phiếu ra công chúng chiếm tỉ trọng lớn (đạt 9.658 tỉ đồng tương đương 53,2% tổng giá trị phát hành), tỉ trọng phát hành riêng lẻ nhỏ (đạt 8.120 tỉ đồng tương đương 44,7% tổng giá trị phát hành) thì đến năm 2013, tỉ trọng phát hành cổ phiếu riêng lẻ tăng nhanh và đạt 38.184 tỉ đồng (tương đương 67,04% tổng giá trị phát hành), trong khi phát hành cổ phiếu ra công chúng chỉ đạt 14.361 tỉ đồng (tương đương 25,2% tổng giá trị phát hành). Và tính đến 06 tháng đầu năm 2014, cơ cấu cổ phiếu phát hành đang có sự

(13). Lương Tương Liên, Dương Dương, “证券公开发行界定之问题研究” (Nghiên cứu một số vấn đề về khái niệm chào bán chứng khoán công khai), *Tạp chí “经济与法”* (Kinh tế - Luật), số 6/2013, tr. 91.

(14). Chu Bồi Bình, “证券公开发行若干问题探讨” (Thảo luận một số vấn đề về chào bán chứng khoán công khai), *湖北函授大学学报* (Tạp chí khoa học Trường Đại học Hàm Thụ Hồ Bắc), kì 5, quyển 23/2010, tr. 98.

(15). Mã Kiều Trì, “证券公开发行—界定思路与立法冲突” (Ý tưởng và xung đột lập pháp khi định nghĩa chào bán chứng khoán công khai), *当代经济* (Tạp chí kinh tế đương đại), kì 4, quyển hạ, 2008, tr. 137.

chênh lệch nghiêng về phát hành cổ phiếu riêng lẻ với tỉ lệ là 46,7% - 19,04% tổng giá trị phát hành.⁽¹⁶⁾ Đây không phải là tín hiệu lạc quan đối với một nền kinh tế, bởi lẽ chào bán cổ phiếu riêng lẻ bị hạn chế về khoảng thời gian giữa các đợt phát hành ít nhất là sáu tháng, hơn nữa điều này còn ảnh hưởng đến chức năng huy động và phân bổ nguồn vốn trong xã hội của thị trường chứng khoán. Vì vậy, để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư cũng như giúp các doanh nghiệp không bị bỏ lỡ cơ hội kêu gọi nguồn vốn từ công chúng, Việt Nam cần khẩn trương xem xét lại các tiêu chí xác định hoạt động chào bán cổ phiếu ra công chúng để có những điều chỉnh phù hợp. Có như vậy mới kích thích được sự phát triển và làm phong phú nguồn sản phẩm trên thị trường chứng khoán.

Nhà làm luật Việt Nam cần sớm bổ sung văn bản hướng dẫn để làm căn cứ nhận diện đối tượng “nhà đầu tư không xác định”, nhằm tạo thuận lợi cho việc phân định đợt chào bán chứng khoán nói chung và chào bán cổ phiếu nói riêng là công khai hay riêng lẻ. Ngoài ra, đối với tiêu chí số lượng nhà đầu tư, Luật chứng khoán cũng cần có những thay đổi để đảm bảo tính logic và chặt chẽ. Từ những phân tích và đánh giá nêu trên, tác giả kiến nghị sửa đổi, bổ sung một số nội dung tại khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán như sau: “Chào bán chứng khoán ra công chúng là việc chào bán chứng khoán theo một trong các phương thức sau đây: a) Thông qua

phương tiện thông tin đại chúng, kể cả Internet; b) Chào bán chứng khoán cho từ một trăm nhà đầu tư xác định trở lên, cộng dồn từ cả các đợt chào bán trước đó; c) Chào bán cho nhà đầu tư không xác định”.

Việc sửa đổi này là phù hợp với thông lệ quốc tế về chứng khoán và thị trường chứng khoán, giúp Luật chứng khoán Việt Nam tiến gần hơn với các nước khác trên thế giới, từ đó góp phần thúc đẩy quá trình quốc tế hoá thị trường chứng khoán Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chu Bối Bình, “证券公开发行若干问题探讨” (Thảo luận một số vấn đề về chào bán chứng khoán công khai), *湖北函授大学学报 (Tập chí khoa học Trường Đại học Hàm Thụ Hồ Bắc)*, kì 5, quyển 23/2010.
2. Mạnh Hữu, “Cần hiểu đúng về bản chất của hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ”, <http://tcdcl.moj.gov.vn/qt/tintuc/Pages/thi-hanh-phap-luat.aspx?ItemID=410>
3. Lương Tương Liên, Dương Dương, “证券公开发行界定之问题研究” (Nghiên cứu một số vấn đề về khái niệm chào bán chứng khoán công khai), *Tạp chí “经济与法” (Kinh tế - Luật)*, số 6/2013.
4. Lê Thị Thu Thủy, “Những bất cập của Luật chứng khoán và kiến nghị giải pháp hoàn thiện”, *Tạp chí khoa học Đại học quốc gia Hà Nội, Luật học*, 26/2010.
5. Mã Kiên Trì, “证券公开发行——界定思路与立法冲突” (Ý tưởng và xung đột lập pháp khi định nghĩa chào bán chứng khoán công khai), *当代经济 (Tạp chí kinh tế đương đại)*, kì 4, quyển hạ, 2008.

(16). Mạnh Hữu, “Cần hiểu đúng về bản chất của hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ”, <http://tcdcl.moj.gov.vn/qt/tintuc/Pages/thi-hanh-phap-luat.aspx?ItemID=410>, truy cập 03/7/2019.