

BỘ TÀI CHÍNH
ỦY BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC
ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CẤP CƠ SỞ

KHUNG PHÁP LÝ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỬA SAU
- KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ MỘT SỐ ĐỀ XUẤT
CHO VIỆT NAM

MÃ SỐ ĐĂNG KÝ: CS.04.07

Đơn vị chủ trì: Ban Phát triển Thị trường
Chủ nhiệm đề tài: Th.s Tạ Thanh Bình

Hà Nội – 12/2004

Danh sách các thành viên tham gia thực hiện đề tài:

1. Th.s Tạ Thanh Bình – Chủ nhiệm đề tài
2. Th.s Bùi Thu Thủy – Thư ký đề tài
3. Th.s Bùi Quang Bách – Thành viên

Lời mở đầu

Niêm yết cửa sau (*back - door listing*) là một khái niệm quen thuộc đối với thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới. Một cách đơn giản, có thể hiểu niêm yết cửa sau là việc một công ty không niêm yết trở thành công ty niêm yết do hệ quả của việc thu tóm quyền kiểm soát công ty niêm yết.

Hiện nay, thị trường chứng khoán các nước, đặc biệt là các thị trường mới nổi, thường áp dụng các thủ tục và điều kiện niêm yết khá chặt chẽ để bảo đảm sự ổn định và an toàn của thị trường. Trước thực tế này, ngày càng nhiều công ty sẽ tìm cách niêm yết “cửa sau” hơn là tuân thủ thủ tục thông thường bằng lối “cửa trước”, vì niêm yết cửa sau tỏ ra là một phương pháp niêm yết khá đơn giản và nhiều tiện ích. Song hành cùng với thực trạng ngày càng có nhiều hoạt động thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp (kể cả thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp niêm yết) diễn ra hiện nay, có thể nhận thấy rằng niêm yết cửa sau sẽ trở thành một vấn đề pháp lý và quản lý hết sức cấp thiết, cần phải có sự nghiên cứu thấu đáo.

Mặt khác, cũng cần lưu ý rằng bên cạnh các ưu thế không thể phủ nhận, niêm yết cửa sau còn là hoạt động tiềm ẩn khá nhiều xung đột về lợi ích và rủi ro cả về phía công ty niêm yết cũng như công ty thu tóm và cổ đông của công ty này. Nhu cầu đảm bảo tính nhất thể với các quy định và điều kiện niêm yết hiện hành cũng là vấn đề cần phải cân nhắc kỹ lưỡng. Chính vì vậy, việc nghiên cứu khung khổ pháp lý điều chỉnh hoạt động niêm yết cửa sau đang là vấn đề mang tính thực tiễn cấp bách nhằm đáp ứng nhu cầu hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động của thị trường chứng khoán Việt nam nói chung, đồng thời phục vụ cho việc xây dựng Luật chứng khoán trong thời gian tới. Xuất phát từ nhu cầu này, nhóm nghiên cứu đề tài đã lựa chọn đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở với nội dung: ***“Khung pháp lý về hoạt động niêm yết cửa sau – kinh nghiệm quốc tế và một số đề xuất cho Việt nam”***.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ NIÊM YẾT CỦA SAU VÀ KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ NƯỚC

1.1. KHÁI NIỆM

1.1.1 Khái niệm niêm yết cửa sau

1.1.1.1 Định nghĩa

Một cách đơn giản, có thể hiểu: “*Niem yết cửa sau là kỹ thuật mà một công ty thất bại trong việc niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán sử dụng, nhờ đó công ty này có thể thu tóm và sáp nhập với một công ty đã niêm yết trên Sở giao dịch*”¹

Định nghĩa này cho thấy niêm yết cửa sau là một kỹ thuật niêm yết trên Sở giao dịch liên quan tới việc thu tóm một công ty đã niêm yết sẵn, hay còn là một kỹ thuật để công ty không niêm yết đạt được mục đích niêm yết trên Sở giao dịch. Nó khác với kỹ thuật niêm yết chính thống (orthodox listing technique) hay còn gọi là niêm yết cửa trước (front-door listing technique) – là phương cách niêm yết thông qua việc nộp hồ sơ xin phép niêm yết theo thủ tục thông thường và tuân thủ tất cả các tiêu chuẩn niêm yết của Sở giao dịch.

Ta cũng có thể bắt gặp một định nghĩa cụ thể hơn về niêm yết cửa sau:

“*Niem yết cửa sau*” xảy ra khi việc phát hành chứng khoán của một công ty niêm yết dẫn đến, trực tiếp hoặc gián tiếp, việc thu tóm một công ty không niêm yết đối với một công ty niêm yết và sự thay đổi quyền kiểm soát thực tế của công ty niêm yết. Một giao dịch là nguyên nhân kéo theo hệ quả niêm yết cửa sau có thể diễn ra dưới một số hình thức, như: phát hành chứng khoán để tăng vốn, hợp nhất hoặc sáp nhập. Những giao dịch này thường được coi là niêm yết cửa sau nếu chúng sẽ (hoặc có thể sẽ) dẫn tới kết quả là người nắm giữ chứng khoán của công ty niêm yết sở hữu dưới 50% số chứng khoán hoặc quyền biểu quyết của công ty, kèm theo đó là sự thay đổi quyền kiểm soát thực tế của công ty niêm yết”²

¹ Investorwords: http://www.investorwords.com/371/backdoor_listing.html

² Toronto Stock Exchange Manual, article 626

Định nghĩa này cho thấy việc niêm yết cửa sau có thể xảy ra thông qua một hoặc hai loại giao dịch chính. Thứ nhất, là việc phát hành chứng khoán nhằm mục đích thu tóm tài sản và thứ hai, là việc hợp nhất hoặc sáp nhập mà nhờ đó công ty không niêm yết có được số cổ phiếu cần thiết trong công ty niêm yết nhằm giúp nó có được quyền kiểm soát thực tế trong công ty niêm yết này. Cho dù thực hiện loại giao dịch nào trong số 2 loại giao dịch kể trên, công ty niêm yết vẫn tiếp tục niêm yết, công ty không niêm yết có thể coi là đã được niêm yết – bằng đường cửa sau – bởi vì nó có quyền kiểm soát thực tế trong công ty niêm yết mà không cần phải đi qua thủ tục niêm yết thông thường.

Dưới góc độ của công ty niêm yết là đối tượng để thực hiện niêm yết cửa sau, có thể định nghĩa như sau:

*“Niêm yết cửa sau xảy ra khi một công ty đã niêm yết thấy cần phải “lấy lại sức sống” cho mình thông qua việc mua lại hoạt động kinh doanh hoặc các dự án kinh doanh mới của một công ty khác bằng chính cổ phiếu của mình và điều này thường dẫn đến sự thay đổi trong đường lối kinh doanh và sở hữu của công ty niêm yết này. Điều đó cũng cho phép một công ty đầu tư mạo hiểm chưa niêm yết có thể được niêm yết mà không phải thực hiện các thủ tục chào bán ra công chúng và thực hiện những thủ tục phức tạp để hoàn tất một bản cáo bạch”.*³

Nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới sử dụng phổ biến thuật ngữ “thâu tóm ngược” (reverse take-over) (hoặc sử dụng kèm với thuật ngữ “back-door listing”) để chỉ hoạt động niêm yết cửa sau, vì coi niêm yết cửa sau về thực chất là hệ quả của việc thực hiện giao dịch thâu tóm ngược (ví dụ Canada, Malaysia...). Tuy vậy, mặc dù là phương thức phổ biến nhất, song thâu tóm ngược không phải là kỹ thuật duy nhất để đi đến niêm yết cửa sau, vì cũng có thể thực hiện niêm yết cửa sau bằng các phương pháp khác như hợp nhất, sáp nhập... Thuật ngữ “back-door listing” được sử dụng để chỉ kỹ thuật mà công ty không niêm yết sử dụng, còn thuật ngữ “reverse take-over” được sử dụng để nói về nội dung giao dịch do công ty niêm yết thực hiện. Về bản chất, thâu tóm ngược một công ty niêm yết cũng là phương pháp mà một công ty sử dụng để hướng tới mục tiêu niêm yết trên Sở giao dịch mà không cần phải thực hiện chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) theo phương thức thông thường. Trong một vụ thâu tóm ngược điển hình, một công ty không niêm yết bị “mua lại” bởi một công ty niêm yết, nhưng đổi lại, người bán của công ty không niêm yết lại nhận được một số lượng lớn cổ phiếu và điều đó khiến cho bản thân công ty niêm yết bị mất quyền kiểm soát đối với công ty

³ ANZ Financial Dictionary

của mình. Hệ quả là, sau khi xảy ra “thâu tóm ngược”, các hoạt động kinh doanh chính của công ty không niêm yết lại trở thành hoạt động kinh chính mới của công ty niêm yết. Vì vậy, thâu tóm ngược thường là nguyên nhân dẫn đến cái gọi là niêm yết cửa sau về hoạt động kinh doanh của công ty không niêm yết đối với công ty niêm yết.

Gọi là thâu tóm “ngược”, vì nhìn bề ngoài, công ty niêm yết thâu tóm công ty không niêm yết. Tuy nhiên, sau khi giao dịch thâu tóm diễn ra, thực chất công ty niêm yết lại bị công ty không niêm yết thâu tóm do một số lượng lớn cổ phiếu của công ty niêm yết đã được phát hành và nắm giữ bởi công ty không niêm yết. Như vậy, sau thâu tóm, chính công ty không niêm yết mới là công ty nắm quyền kiểm soát và quản lý công ty niêm yết.

1.1.1.2 Nguyên nhân để một công ty không niêm yết tìm đến với niêm yết cửa sau

Có thể chỉ ra một số nguyên nhân cơ bản khiến cho các công ty tìm cách niêm yết cửa sau trên Sở giao dịch (mà không thực hiện niêm yết cửa trước theo thủ tục thông thường), đó là:

1. Công ty không niêm yết muốn tránh các khoản chi phí của việc niêm yết cửa trước. Chi phí cho việc niêm yết cửa trước bao gồm chi phí cho các nhà tư vấn phát hành chuyên nghiệp khi lập bản cáo bạch và đáp ứng các yêu cầu khác về quản lý có thể là rất cao. Ví dụ như tại Australia, chi phí cho luật sư, kế toán viên, công ty chứng khoán, nhà bảo lãnh phát hành và các chuyên gia tư vấn niêm yết khác thường chiếm tới trên 5% số vốn huy động được thông qua IPO. Chi phí cho niêm yết cửa sau thường thấp hơn nhiều.

2. Công ty không niêm yết muốn tránh sự chậm trễ đáng kể thường xảy ra khi niêm yết cửa trước. Đối với các thị trường chứng khoán phát triển, một công ty không niêm yết thường mất ít nhất 6 tháng, đôi khi lâu hơn, để chuẩn bị cho các thủ tục niêm yết. Sự chậm trễ này là không thể chấp nhận được đối với những công ty đang có nhu cầu phát triển một sản phẩm và thị trường nhanh chóng nhằm đáp ứng nhu cầu thực tế của người tiêu dùng hoặc để đối phó trước với đối thủ cạnh tranh. Thỏa thuận niêm yết cửa sau có thể hoàn tất trong thời gian ngắn hơn.

3. Công ty không niêm yết muốn giảm thiểu những phiền phức liên quan tới cơ quan quản lý khi thực hiện thủ tục niêm yết, ví dụ như công ty không thể đáp ứng được yêu cầu của luật là có tình trạng tài chính lành mạnh trong thời gian một vài năm trước khi xin phép niêm yết.

4. Công ty không niêm yết có thể không thể đáp ứng được điều kiện niêm yết do không đáp ứng được yêu cầu về cơ cấu cổ đông. Điều kiện niêm yết này thường khó có thể đáp ứng được khi thị trường đang sụt giảm và nhà đầu tư không sẵn lòng chấp nhận rủi ro để đầu tư vào một công ty vừa mới niêm yết. Bằng việc thu tóm quyền kiểm soát của một công ty niêm yết đã có sẵn cơ cấu cổ đông cần thiết, một công ty không niêm yết có thể đáp ứng yêu cầu về cơ cấu cổ đông một cách dễ dàng hơn nhiều.

5. Công ty không niêm yết có thể muốn tiếp cận với tài sản của công ty niêm yết mục tiêu. Tài sản có thể gồm tiền gửi trong tài khoản ngân hàng hoặc tài sản kinh doanh mà công ty không niêm yết cho là không cần thiết cho hoạt động kinh doanh của mình và có thể bán đi.

1.1.1.2 Thủ tục niêm yết của sau

Thông thường, bước đầu tiên trong thủ tục niêm yết của sau là việc công ty không niêm yết – hay các chuyên gia tư vấn của công ty – phải xác định công ty niêm yết phù hợp có thể đảm nhiệm chức năng là công cụ cho việc niêm yết của sau hay không. Các đặc điểm của một công ty niêm yết phù hợp bao gồm: có một lịch sử kinh doanh không thành công, có giá cổ phiếu tương đối thấp, một tên tuổi tốt và cơ cấu cổ đông đáp ứng được yêu cầu niêm yết.

Sau đó công ty không niêm yết lựa chọn kỹ thuật sử dụng để thu tóm quyền kiểm soát công ty niêm yết.

Kỹ thuật phổ biến nhất mà công ty không niêm yết sử dụng để thu tóm quyền kiểm soát của công ty niêm yết đó là công ty không niêm yết ký một hợp đồng có điều kiện để bán tài sản, ví dụ như quyền sở hữu trí tuệ hoặc tài sản quan trọng khác của mình cho công ty niêm yết. Để đổi lại, công ty niêm yết phát hành cổ phiếu cho công ty không niêm yết để giúp cho công ty không niêm yết có được quyền kiểm soát thực tế. Hợp đồng là có điều kiện dựa trên sự chấp thuận của cổ đông của công ty niêm yết nhằm thoả mãn yêu cầu về mặt pháp lý, trong đó có yêu cầu liên quan tới việc mua cổ phiếu theo phương thức giao dịch thu tóm (take-over bidding).

Công ty niêm yết khi đó sẽ triệu tập đại hội cổ đông để đưa ra các nghị quyết (hoặc một vài trong số các nghị quyết) sau đây để lấy biểu quyết của cổ đông:

- chấp thuận việc phát hành cổ phiếu cho công ty không niêm yết nhằm mục đích mua tài sản được bán cho công ty niêm yết;

- chấp thuận việc bán tài sản hiện hành của công ty niêm yết nhằm tài trợ cho hoạt động kinh doanh mới dự định triển khai;

- chấp thuận việc chỉ định giám đốc của công ty không niêm yết làm giám đốc của công ty niêm yết;

- chấp thuận thay đổi tên của công ty niêm yết nhằm phản ánh được hoạt động kinh doanh mới của công ty này.

Trong một số trường hợp, một hoặc một vài vấn đề nêu trên không được đưa ra Đại hội cổ đông để lấy biểu quyết. Ví dụ, những nhà kiểm soát mới có thể muốn giữ lại tên cũ của công ty niêm yết nếu như tên đó vẫn có giá trị về mặt thương hiệu.

Một kỹ thuật khác đôi khi được sử dụng trong niêm yết của sau đó là công ty không niêm yết tiến hành một cuộc thầu tóm theo đúng thể thức đối với công ty niêm yết, tuân thủ các điều kiện của hoạt động thầu tóm doanh nghiệp. Kỹ thuật này ít được sử dụng hơn so với kỹ thuật mô tả ở trên vì chi phí lớn hơn và thời gian tiến hành khá dài do thủ tục chào mua công khai để thầu tóm doanh nghiệp thường mất khá nhiều thời gian.

Để có thể hình dung một cách rõ nét về toàn bộ giao dịch diễn ra, hãy xem xét ví dụ điển hình về một trường hợp niêm yết trên Sở giao dịch bằng phương pháp của sau tại Malaysia.⁴

Berjaya Textiles là một trường hợp nổi bật thu hút sự chú ý của giới truyền thông Malaysia vào thời điểm cuối 1993 đầu 1994.

Jaya Tiasa Plywood là một công ty tư nhân do Tiong Hiew King – nhà kinh doanh đồ gỗ – thành lập năm 1987. Công ty hoạt động cầm chừng cho đến khi kết thúc năm tài chính ngày 31/3/1991. Vào năm 1992 và 1993, vốn phát hành và vốn điều lệ của công ty tăng tương ứng lên 10 triệu RM và 18 triệu RM. Hoạt động kinh doanh chính của *Jaya Tiasa Plywood* là sản xuất và bán gỗ dán và vecni. *Jaya Tiasa Plywood* lấy gỗ nguyên liệu từ công ty *Rimbunan Hijau*, một công ty tư nhân khác cũng của Tiong Hiew King. Năm 1993, *Rimbunan Hijau* có khoảng 800,000 hecta rừng ở vùng Sarawak miền Đông Malaysia. Sản phẩm của *Jaya Tiasa Plywood* chủ yếu để xuất khẩu sang Trung quốc. Trong năm đầu hoạt động, *Jaya Tiasa Plywood* lỗ trước thuế 4.2 triệu RM được phân bổ cho chi phí thành lập do xây dựng nhà máy

⁴ “The Reverse Take-over of Berjaya Textiles and Back-door Listing of Jaya Tiasa: A Malaysian Case” – Wan Nordin Wan-Hussin, School of Accountancy, Universiti Utara Malaysia.

và lắp đặt máy móc thiết bị. Sang năm tài chính thứ hai kết thúc vào ngày 31/3/1993, *Jaya Tiasa Plywood* lãi trước thuế 5.1 triệu RM.

Ngày 6/12/1993, *Berjaya Textiles*, công ty niêm yết trên Bảng chính SGDCK Malaysia (KLSE) với mức vốn hoá thị trường là 345.8 triệu RM tuyên bố ý định thâu tóm toàn bộ cổ phần của *Jaya Tiasa Plywood* gồm 18 triệu cổ phiếu giá trị 1.00RM/1cổ phiếu với giá mua 1.045 triệu RM thông qua việc phát hành 348.3 triệu cổ phiếu mới của *Berjaya Textiles* với giá 3.00RM/1 cổ phiếu cho chủ sở hữu/người bán *Jaya Tiasa Plywood*. Giá phát hành 3.00RM/1 cổ phiếu *Berjaya Textiles* là ước đoán giá thị trường trung bình của *Berjaya Textiles* hiện đang là 2.89RM/1cổ phiếu cho đến thời điểm 23/11/1993, ngày trước khi cổ phiếu của *Berjaya Textiles* đình chỉ giao dịch tự nguyện trong thời gian thông báo đề nghị thâu tóm.

Vụ trao đổi đó là làm tăng vốn điều lệ của *Berjaya Textiles* lên gần 6 lần, từ 71.2 triệu RM lên 419.5 triệu RM, và vì vậy, bên bán là *Jaya Tiasa Plywood* nắm giữ tổng cộng 83% vốn điều lệ của *Berjaya Textiles*. Tuy nhiên, *Jaya Tiasa Plywood* còn muốn Ủy ban chứng khoán và cổ đông thiểu số của *Berjaya Textiles* cho phép miễn nghĩa vụ thực hiện chào bán bắt buộc đối với phần cổ phiếu còn lại của *Berjaya Textiles*.

Cùng lúc với thông báo thâu tóm là thông báo rằng cổ đông kiểm soát hiện thời của *Berjaya Textiles* là *Berjaya Industrial*, khi đó sở hữu 38.5% vốn của *Berjaya Textiles* (vài ngày sau, *Berjaya Industrial* nắm giữ trên 80% cổ phiếu của *Berjaya Textiles*) sẽ mua tất cả 11 công ty con và một số tài sản cố định của *Berjaya Textiles* với giá khoản 122.1 triệu RM bằng tiền mặt.

Quá trình tái cơ cấu công ty nói trên dẫn tới 3 hệ quả quan trọng; (1) bên bán của công ty mục tiêu *Jaya Tiasa Plywood* trở thành cổ đông kiểm soát mới của *Berjaya Textiles*, (2) hoạt động kinh doanh của *Jaya Tiasa Plywood* được niêm yết trên SGDCK, mặc dù dưới cái tên của *Berjaya Textiles*, và mặc dù chưa đáp ứng được các tiêu chuẩn của việc niêm yết và (3) hoạt động kinh doanh chính của *Berjaya Textiles* được chuyển từ dệt sang đồ gỗ.

Ngày 8/4/1994, UBCK thông báo “đối với hoạt động tái cơ cấu dẫn đến hậu quả thâu tóm ngược công ty niêm yết hoặc niêm yết cửa sau các tài sản mới trên Bảng chính KLSE, các tài sản mới do công ty niêm yết mua được phải đáp ứng các tiêu chí sẵn có về niêm yết mới của UBCK và các tiêu chí về quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh”.

Để đáp ứng các yêu cầu mới về thầu tóm ngược hay niêm yết cửa sau, ngày 6/6/1994, *Berjaya Textiles* tiếp tục thông báo về đề nghị chào mua công ty *Rimbunan Hijau Plywood* với giá 143.7 triệu RM bằng tiền mặt. *Rimbunan Hijau Plywood* là một công ty tư nhân chuyên sản xuất và bán gỗ dán, và cũng lấy nguyên liệu từ *Rimbunan Hijau*. Với lợi nhuận trước thuế của *Rimbunan Hijau Plywood* trung bình 10.5 triệu RM/năm (từ 6.2 triệu RM cho tới 18.3 triệu RM cho năm tài chính kết thúc từ 31/05/1990 đến 1994), *Rimbunan Hijau Plywood* đã đủ tiêu chuẩn để niêm yết trực tiếp trên Bảng chính KLSE.

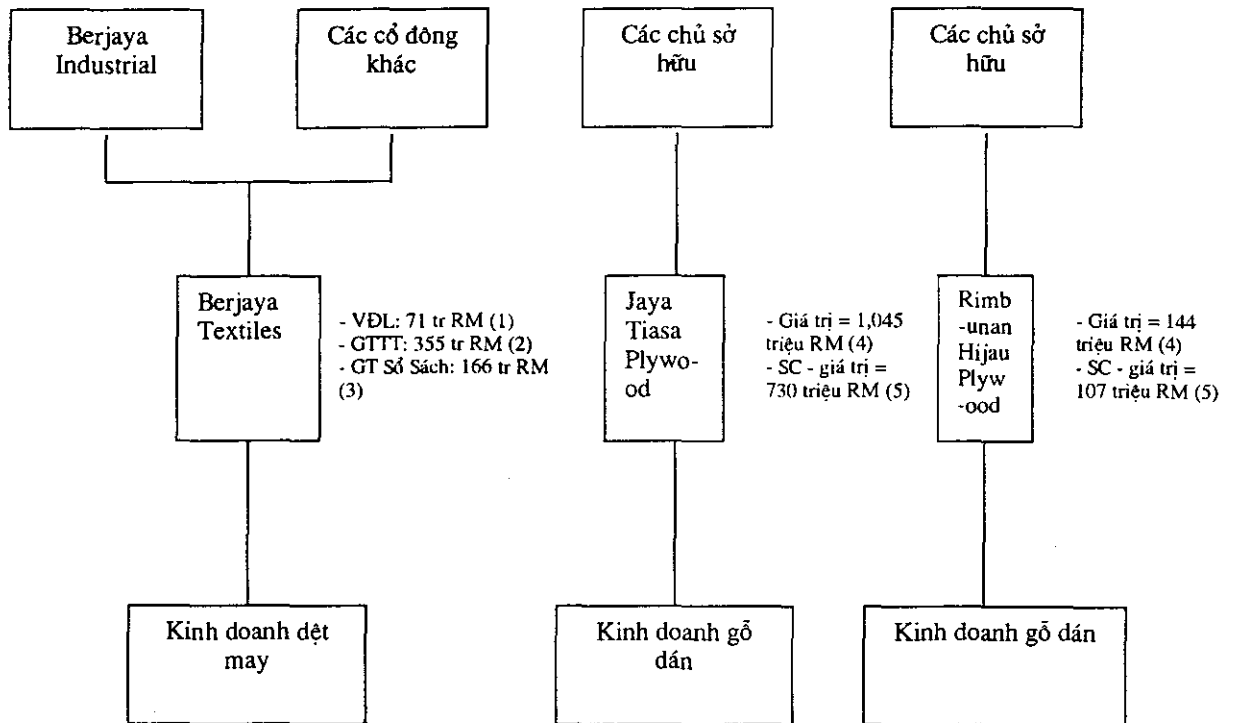
Xét về mặt kinh tế, sau khi thực hiện niêm yết cửa sau, cả hai bên trong giao dịch là cổ đông kiểm soát và cổ đông thiểu số cũ của *Berjaya Textiles*, và bên bán là công ty không niêm yết *Jaya Tiasa Plywood* người sau đó trở thành cổ đông kiểm soát mới của *Berjaya Textiles* đều thu lợi. *Berjaya Industrial*, cổ đông kiểm soát cũ của *Berjaya Textiles*, thu lợi 219 triệu RM từ việc nhượng lại số cổ phần kiểm soát của mình và các cổ đông cũ của *Berjaya Textiles* thu được lợi nhuận bất thường tổng cộng bằng khoảng 160% từ chênh lệch giữa giá bán trong ngày thông báo đầu tiên cho tới ngày có được sự chấp thuận của cổ đông (tương đương 300 triệu RM). Bên bán là *Jaya Tiasa Plywood* đã đạt được sự tăng trưởng trong giá trị doanh nghiệp từ hơn 650 triệu RM lên tới 1.695 triệu RM, chỉ trong vòng 3 tháng sau khi vụ thầu tóm ngược hoàn tất, tương đương với một đợt phát hành riêng lẻ giá trị 1.045 triệu RM.

Toàn bộ các chi nhánh hiện có và một số tài sản cố định của *Berjaya Textiles* được bán cho *Berjaya Industrial* với tổng giá trị 96.8 triệu RM. Sau khi trừ số tiền mà *Berjaya Industrial* phải trả cho *Berjaya Textiles*, số tài sản ròng bán cho *Berjaya Industrial* chiếm khoảng 90% lượng tài sản ròng của *Berjaya Textiles* tại thời điểm 30/4/1994. Số tài sản ròng còn lại vẫn được *Berjaya Textiles* giữ lại bao gồm chủ yếu là các khoản đầu tư, trong đó phần lớn là đầu tư vào cổ phiếu của các công ty niêm yết trên KLSE.

Căn cứ vào giá trị tài sản chuyển nhượng và giá trị của tài sản ròng còn lại, giá trị niêm yết tăng thêm của *Berjaya Textiles* được ước tính khoảng 165 triệu RM.

Hình 1

Trước khi thực hiện giao dịch thầu tóm ngược của Berjaya Textiles dẫn đến niêm yết của sau của Jaya Tiasa Plywood



Ghi chú:

(1) Gồm 71 triệu cổ phiếu, mỗi cổ phiếu trị giá 1 RM.

(2) Dựa trên giá đóng cửa 4.98 RM vào ngày 23/11/1993, là giá trước ngày cổ phiếu ngừng giao dịch

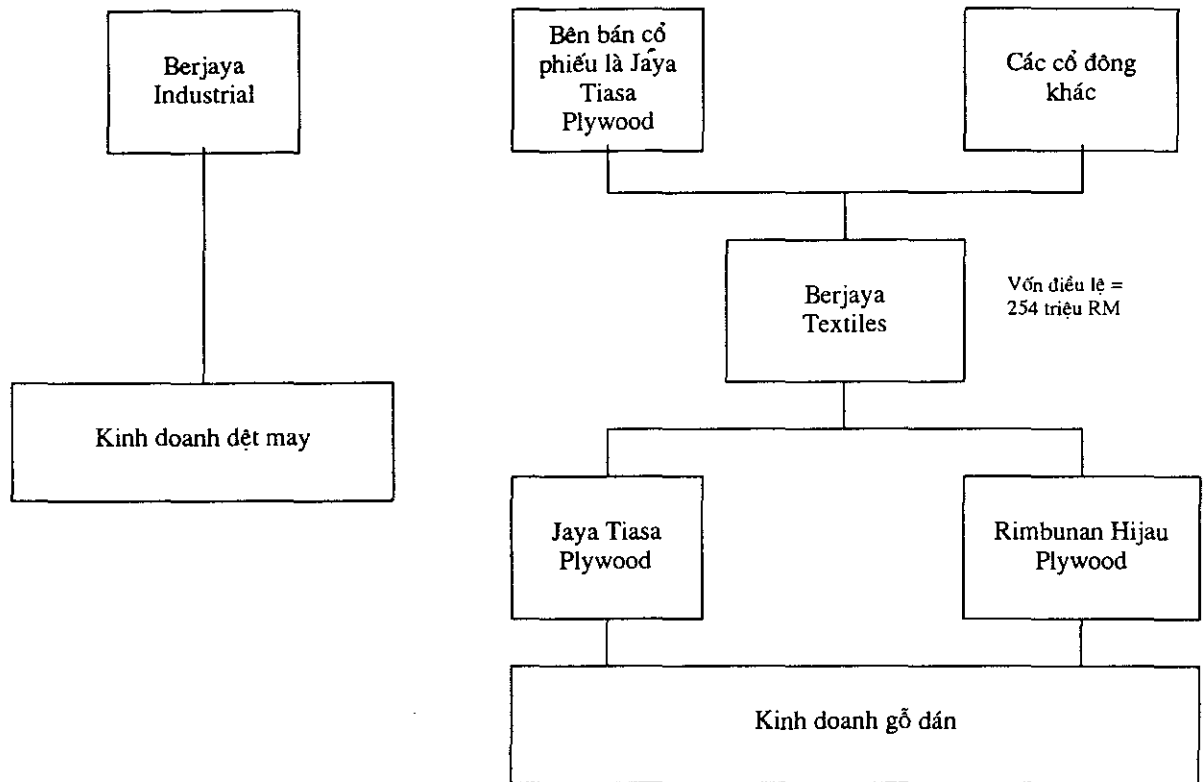
(3) Tài sản hữu hình ròng vào ngày 30/4/1994.

(4) Tính theo giá thuận mua vừa bán

(5) Dựa trên mức lợi nhuận hàng năm là 120 triệu RM và 17.58 triệu RM của Jaya Tiasa Plywood và Rimbunan Hijau Plywood, biểu thị tương ứng với lãi nhân 6 lần

Hình 2

Sau khi thực hiện giao dịch đầu tư ngược của Berjaya Textiles dẫn đến niêm yết của sau của Jaya Tiasa Plywood



Trình tự các sự kiện:

- (1) Berjaya Industrial bán phần vốn của mình trong Berjaya Textiles và mua lại tài sản và tất cả các chi nhánh của Berjaya Textiles.
- (2) Berjaya Textiles phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông/chính là người bán Jaya Tiasa Plywood với mục đích mua lại Jaya Tiasa Plywood.
- (3) Berjaya Textiles mua Rimbunan Hijau Plywood bằng tiền bán tài sản và chi nhánh cho Berjaya Industrial.
- (4) Jaya Tiasa Plywood trở thành cổ đông kiểm soát mới của Berjaya Textiles nhờ việc nắm giữ 182.5 triệu cổ phiếu trong Berjaya Textiles, chiếm 72% vốn điều lệ sau khi phát hành thêm của Berjaya Textiles.
- (5) Hoạt động kinh doanh gỗ dán của Jaya Tiasa Plywood và Rimbunan Hijau Plywood được niêm yết gián tiếp qua đường của sau thông qua Berjaya Textiles.

1.1.2. Phân biệt thầu tóm ngược/niêm yết cửa sau và thầu tóm, sáp nhập doanh nghiệp niêm yết.

Từ ví dụ trên đây, có thể thấy việc công ty không niêm yết thực hiện thầu tóm ngược nhằm niêm yết cửa sau qua công ty niêm yết khác và việc một công ty không niêm yết thực hiện giao dịch thầu tóm công ty niêm yết khác nhau cơ bản ở ít nhất 4 điểm như sau:

- **Thứ nhất**, trong giao dịch thầu tóm ngược, công ty niêm yết được coi là “khởi xướng” việc mua thầu tóm thực chất lại trở thành công ty bị thầu tóm sau khi giao dịch diễn ra do hệ quả của việc xuất hiện của các cổ đông chủ chốt mới và sự thay đổi trong bộ máy quản lý công ty niêm yết cũng như hoạt động kinh doanh chính của công ty niêm yết.

Xem xét ví dụ trên đây, ta thấy ngành nghề kinh doanh của *Berjaya Textiles* sau cuộc thầu tóm ngược đã chuyển từ dệt may sang chế biến gỗ, trong đó sản xuất đồ gỗ chiếm hơn 90% lợi nhuận và tài sản của *Berjaya Textiles*. Cùng với việc tái cơ cấu lại *Berjaya Textiles*, thì công ty kiểm toán của nó là Coopers & Lybrand, cũng bị thay thế bằng công ty Ernst & Young – là công ty kiểm toán của *Jaya Tiasa Plywood* và *Rimbunan Hijau Plywood* để thực hiện kiểm toán cho năm tài chính kết thúc ngày 30/4/1996.

Cơ cấu cổ đông sở hữu sau thầu tóm thay đổi về cơ bản. Trước khi diễn ra thầu tóm ngược, cổ đông chủ chốt trong *Berjaya Textiles* là Vincent Tan. Sau khi thầu tóm ngược của *Berjaya Textiles* bởi *Jaya Tiasa Plywood*, Tiong Hiew King, cổ đông sáng lập của *Jaya Tiasa Plywood* lại trở thành cổ đông cá nhân lớn nhất trong *Berjaya Textiles*, chiếm 77.1 triệu cổ phiếu trực tiếp và gián tiếp (30%). Sau khi thầu tóm ngược, người bán *Jaya Tiasa Plywood* cùng nhau nắm giữ hơn 70% vốn điều lệ mở rộng của *Berjaya Textiles*, thay cho *Berjaya Industrial* với tư cách là cổ đông chi phối.

- **Thứ hai**, số lượng cổ phiếu trong công ty niêm yết tăng mạnh sau khi giao dịch thầu tóm diễn ra. Điều này xảy ra là do công ty niêm yết đã phát hành một lượng lớn cổ phiếu cho công không niêm yết, và số lượng cổ phiếu này phải đủ lớn để công ty không niêm yết nắm được quyền kiểm soát và quản lý công ty niêm yết. Trong khi đó, đối với trường hợp thầu tóm sáp nhập công ty niêm yết thường không xảy ra tình trạng này.

Cụ thể là, sau thầu tóm, số lượng cổ đông của *Berjaya Textiles* cũng thay đổi rất lớn. Số lượng nhà đầu tư nhỏ (sở hữu từ 10.000 cổ phiếu trở xuống) tăng từ 3.443 tại thời điểm tháng 9/1993 lên 7.883 vào tháng 9/1995. Tuy nhiên, xét về khía cạnh tập trung hóa cổ phần, cổ phiếu của *Berjaya*

Textiles vẫn tiếp tục được nắm giữ bởi các cổ đông lớn (người nắm giữ từ 1 triệu cổ phiếu trở lên). Tháng 9/1993, các cổ đông lớn nắm giữ tới 70% *Berjaya Textiles*, và vào tháng 9/1995, con số này tăng lên 82%.

- **Thứ ba**, về mặt thủ tục, phần lớn các trường hợp thực hiện giao dịch thầu tóm công ty niêm yết thông thường tại pháp luật về thị trường chứng khoán các nước đều gắn với quy định “*chào mua bắt buộc đối với phần cổ phiếu còn lại sau thầu tóm*”⁵ và khả năng bị huỷ niêm yết của công ty niêm yết nếu như số cổ phiếu bị thầu tóm đạt đến mức công ty niêm yết không có thể tiếp tục niêm yết với tư cách của chính bản thân công ty đó nữa. Tuy nhiên, đối với trường hợp thầu tóm ngược nhằm mục tiêu niêm yết của sau, công ty không niêm yết phải làm sao để không phải thực hiện quy định chào mua bắt buộc đối với phần cổ phiếu còn lại sau thầu tóm đó nữa, vì mục tiêu của giao dịch không phải là sự chấm dứt sự tồn tại của công ty niêm yết, mà ngược lại, công ty niêm yết phải tiếp tục tồn tại (mặc dù đã khác hoàn toàn về bản chất doanh nghiệp). Đó là lý do vì sao công ty không niêm yết phải “núp bóng” một giao dịch thầu tóm ngược, nghĩa là trên danh nghĩa, nó không đứng ra “thầu tóm” công ty niêm yết, mà là “bị công ty niêm yết thầu tóm”.

- Cuối cùng, và có lẽ là quan trọng nhất, đó là mục tiêu chính của thầu tóm ngược là thầu tóm ngược sử dụng như một công cụ để niêm yết các tài sản nắm giữ riêng lẻ một cách gián tiếp thông qua công ty niêm yết. Còn mục tiêu của thầu tóm công ty niêm yết chủ yếu là nhằm thực hiện các kế hoạch về cải tổ, tái cơ cấu doanh nghiệp hoặc thực hiện các ý định về thôn tính, cạnh tranh doanh nghiệp khác.

1.1.3. Mối quan hệ giữa niêm yết của sau và thầu tóm, sáp nhập doanh nghiệp.

Thực chất, niêm yết của sau là hệ quả của hành vi “thầu tóm ngược” mà công ty niêm yết thực hiện. Vì vậy, các quy định pháp lý điều chỉnh hoạt động niêm yết của sau gắn liền với các quy định pháp lý điều chỉnh hoạt động thầu tóm, sáp nhập đối với doanh nghiệp niêm yết nói riêng và hoạt động thầu tóm, sáp nhập của các doanh nghiệp nói chung. Nhìn chung, pháp

⁵ Điều 36 Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán: “*Giao dịch thầu tóm tổ chức niêm yết*:

.....
4. Trường hợp người thầu tóm nắm giữ tới 80% vốn cổ phần của tổ chức niêm yết bị thầu tóm thì tổ chức niêm yết bị huỷ bỏ niêm yết. Trong vòng 10 ngày, kể từ ngày công bố kết quả mua lại, nếu các cổ đông còn lại có yêu cầu, người thầu tóm có nghĩa vụ phải mua tiếp cổ phiếu của họ theo đúng điều kiện chào mua công khai đã công bố.”

luật các nước đều có những quy định cụ thể và khá chặt chẽ về hoạt động thầu tóm doanh nghiệp thông qua thị trường chứng khoán nhằm đảm bảo bình đẳng cho các nhà đầu tư tham gia thị trường cũng như duy trì tính minh bạch của thị trường. Đó cũng là lý do vì sao hầu hết các quy định về niêm yết của sau trong pháp luật về thị trường chứng khoán các nước đều liên quan chặt chẽ tới quy định về thầu tóm doanh nghiệp, cũng như các yêu cầu về công bố thông tin khi thực hiện giao dịch thầu tóm doanh nghiệp niêm yết.

1.2. LỢI ÍCH VÀ RỦI RO CỦA NIÊM YẾT CỦA SAU

1.2.1. Lợi ích của niêm yết của sau

Tất cả các bên đều được lợi từ hoạt động niêm yết của sau, đặc biệt là cổ đông của công ty không niêm yết do giá trị công ty của họ đã tăng lên nhanh chóng và liên tục kể từ sau khi được niêm yết. Các nghiên cứu về hoạt động thầu tóm ngược dẫn đến niêm yết của sau đã làm sáng tỏ những lợi ích mà các bên có được từ hoạt động này.

1.2.1.1. Đối với công ty không niêm yết

- Công ty không niêm yết có thể được niêm yết một cách nhanh chóng và tiết kiệm chi phí. Thời gian và chi phí để trở thành một công ty niêm yết thông qua IPO đang ngày càng trở thành một gánh nặng đối với doanh nghiệp. Một cuộc khảo sát thực hiện vào tháng 7/2003 của Hiệp hội các công ty niêm yết Canada⁶ đối với 300 lãnh đạo của các công ty niêm yết hàng đầu Canada đã đưa ra kết quả như sau:

- Việc hoàn tất các thủ tục để chào bán ra công chúng mất trung bình 8 tháng với chi phí từ 100.000\$ đến 200.000\$, tùy từng loại niêm yết. Riêng chi phí để thực hiện bản cáo bạch cho một công ty niêm yết trên SGDCK Toronto (TSX) tốn trung bình 1.4 triệu \$ và niêm yết trên SGDCK mạo hiểm Toronto (TSX Venture Exchange) tốn trung bình 225.000 \$, trung bình mỗi trang cáo bạch chi phí hết 29.000\$.
- Có 28% số lãnh đạo của công ty niêm yết “không hài lòng lắm” với chi phí ra công chúng và niêm yết, trong khi đó, có tới 20% số người được hỏi trả lời “không hài lòng chút nào”.

⁶ “The cost of going public and staying public”, 6th Annual Western Canadian Securities Forum, Canadian Listed Company Association, 7/2003.

- 20% số công ty niêm yết được hỏi cho rằng các yêu cầu báo cáo và công bố thông tin khi thực hiện các thủ tục phát hành ra công chúng và niêm yết đối với các cấp quản lý hiện đang quá phiền phức so với cần thiết.
- 14% số công ty lựa chọn sẽ “không ra công chúng” nếu họ có cơ hội làm điều đó một lần nữa.

Tương tự như vậy, chi phí trung bình hiện nay cho việc chuẩn bị một bản cáo bạch khi niêm yết trên SGDCK Australia (ASX) là khoảng 500.000 USD với thời gian khoảng vài tháng.

Với những khoản chi phí và thời gian như vậy, việc phát hành ra công chúng và niêm yết chứng khoán trên Sở giao dịch trở nên khó khăn đối với công ty chỉ có nguồn vốn hữu hạn và một số lượng cổ đông ít. Vì vậy, niêm yết cửa sau trở thành một “lối thoát” với nhiều ưu điểm cho những công ty loại này. Thống kê các trường hợp niêm yết cửa sau cũng cho thấy nhìn chung phương thức niêm yết này đặc biệt phù hợp với những công ty chưa có lịch sử kinh doanh phát triển hay những công ty kinh doanh tài sản có tính mạo hiểm cao như các công ty sở hữu trí tuệ, công ty khai thác khoáng sản nhưng có khả năng phát triển mạnh nếu có đủ tiềm lực tài chính để đầu tư khai thác hoặc tiếp thị hợp lý. Đối với những công ty này, thực hiện một đợt phát hành ra công chúng thường rất khó khăn vì nhà đầu tư thường ngần ngại khi đầu tư vào những công ty nhiều rủi ro và chưa có lịch sử kinh doanh đáng tin tưởng.

- Gia tăng giá trị tài sản. Sau khi công ty đã được niêm yết theo phương thức cửa sau, cổ đông của công ty không niêm yết lúc này đã nắm giữ phần lớn cổ phiếu của công ty niêm yết trước đó, và vì vậy giá trị tài sản của họ gắn liền với giá trị cổ phiếu của công ty niêm yết. Đối với cổ đông của công ty đi niêm yết theo phương thức cửa sau, rõ ràng họ đã thu được một khoản lợi nhuận đáng kể khi giá trị cổ phiếu cũng như “giá trị vô hình” của uy tín và tính thanh khoản cao của cổ phiếu của họ giờ đã tăng lên theo giá trị của công ty niêm yết, so với giá trị cổ phiếu trước đây mà họ nắm giữ khi công ty của họ còn chưa được niêm yết.

1.2.1.2. Đối với công ty niêm yết

Nhìn chung việc niêm yết cửa sau thường chỉ được nhìn nhận về mặt lợi ích dưới góc độ của công ty không niêm yết, vì thực tế cho thấy “người chủ động” trong các hoạt động loại này là các công ty không niêm yết, chứ

hiếm khi công ty niêm yết muốn bị kiểm soát và thôn tóm bởi một công ty không niêm yết khác.

Tuy nhiên, các nghiên cứu liên quan tới niêm yết cửa sau lại cho thấy lợi ích từ việc niêm yết cửa sau đối với cổ đông của công ty niêm yết cũng rất rõ rệt, cho dù mức độ sở hữu của họ trong công ty bị “pha loãng” do việc phát hành cổ phiếu cho các cổ đông mới. Lợi ích này có thể bắt nguồn từ 3 nguyên nhân⁷:

- Công ty niêm yết hoạt động kinh doanh không thành công có thể được “cải tổ” cơ bản, thường là nhờ những định hướng kinh doanh mới và đội ngũ quản lý mới là các cổ đông chủ chốt mới;

Trong một số nghiên cứu về các trường hợp thôn tóm diễn ra trong đó công mục tiêu là công ty không niêm yết, Chang (1998)⁸ đã nghiên cứu 281 trường hợp thôn tóm diễn ra từ năm 1981-1992 tại Mỹ và tổng kết thấy rằng, trong số 150 trường hợp thôn tóm có đổi lại bằng việc phát hành cổ phiếu, 41 trường hợp dẫn đến kết quả làm tăng số lượng cổ đông lớn và mức độ sở hữu trung bình của các cổ đông lớn này trong công ty niêm yết là 16,7%. Nghiên cứu cũng cho thấy trong trường hợp công ty mục tiêu là công ty không niêm yết, người thôn tóm thực hiện việc mua lại của mình bằng cách phát hành cổ phiếu thu được khoản lợi nhuận bất thường trung bình lên tới 2,6%. Điều này hoàn toàn trái ngược với khoản lợi nhuận bất thường trung bình âm 2,5% trong trường hợp người thôn tóm thôn tóm công ty niêm yết thông qua việc tài trợ bằng cổ phiếu.

Chang cũng phát hiện ra rằng trong 41 trường hợp thôn tóm bằng cách phát hành cổ phiếu cho công ty mục tiêu là công ty không niêm yết và sau đó có sự xuất hiện của các cổ đông lớn mới, lợi nhuận bất thường trung bình là 5% so với 1,8% nếu không xuất hiện cổ đông lớn mới. Chang cũng quan sát thấy rằng trong số 41 cổ đông lớn mới này, 30 cổ đông có chân trong Hội đồng quản trị của công ty niêm yết và 14 người trong số họ giữ những vị trí quan trọng như Chủ tịch Hội đồng quản trị, Giám đốc điều hành, Chủ tịch hoặc Phó chủ tịch. Từ đó, Chang rút ra kết luận rằng khi hoạt động thôn tóm dẫn đến sự xuất hiện của các cổ đông chủ chốt mới, hoạt động kinh doanh của công ty niêm yết sẽ có phản ứng tích cực nhờ sự chủ động trong quản lý của những cổ đông này.

- Tăng số lượng cổ đông của công ty;

⁷ “The Reverse Take-over of Berjaya Textiles and Back-door Listing of Jaya Tiasa: A Malaysian Case” – Wan Nordin Wan-Hussin, School of Accountancy, Universiti Utara Malaysia.

⁸ Chang, S., 1998, Take-overs of Privately Held Targets, Method of Payment and Bidder Returns, Journal of Finance 53, 773-784.

Việc phát hành một khối lượng lớn cổ phiếu mới cho người bán tài sản là công ty không niêm yết cộng với số lượng lớn cổ phiếu do những cổ đông lớn của công ty niêm yết cũ nếu họ muốn bán ra ngoài sẽ làm tăng số lượng cổ đông trong công ty niêm yết lên một cách đáng kể. Người ta đã nghiên cứu vấn đề này để tìm xem liệu có phải đây là một nguyên nhân khiến cho hoạt động thâu tóm ngược dẫn đến niêm yết của sau sẽ đem lại một hiệu quả kinh tế thực sự hay không. Giả thuyết về sự gia tăng số lượng cổ đông của Merton (1987)⁹ cho rằng sự gia tăng số lượng cổ đông sẽ làm giảm lợi nhuận dự kiến của họ và chi phí vốn của công ty, vì vậy làm tăng giá trị thị trường của cổ phiếu mà họ nắm giữ. Vì vậy, các công ty đều có xu hướng thích tăng số lượng cổ đông. Giả thuyết này đã được nhiều nghiên cứu mang tính thực định ủng hộ, trong đó có Kadlec và McConnell (1994)¹⁰, Amihud et al.¹¹ (1999), Foerster và Karolyi (1999)¹², Miller (1999)¹³...

Kadlec và McConnell (1994) khảo sát các công ty niêm yết trên SGDCK New York trong những năm 1980 có sự tăng số lượng cổ đông, và nhận thấy rằng các công ty này đã thu được khoản lợi nhuận bất thường khi đưa ra niêm yết là 5,8%. Ngoài ra, khi xem xét những thay đổi trong chênh lệch giữa giá chào mua và giá chào bán chứng khoán, họ nhận thấy rằng những công ty sau khi niêm yết có số tăng cổ đông lớn nhất là những công ty có giá chứng khoán tăng cao nhất.

Amihud et al. (1999) đưa ra một dẫn chứng thực tế để ủng hộ giả thuyết của Merton. Họ nghiên cứu 66 công ty của Nhật Bản đã gia tăng số lượng cổ đông của mình bằng các biện pháp như giảm đơn vị giao dịch hoặc lô giao dịch tối thiểu trong khoảng thời gian từ năm 1991 đến 1996 và nhận thấy việc tăng số lượng cổ đông làm cho chứng khoán đó được công chúng đầu tư biết đến nhiều hơn, tính thanh khoản của chứng khoán tăng cao hơn và do vậy có tác dụng tích cực tới giá trị của doanh nghiệp.

Nghiên cứu điển hình 153 công ty đến từ 11 quốc gia ở Châu Âu, Canada, Châu á và Châu Úc có cổ phiếu niêm yết chéo trên các Sở NYSE, AMEX, NASDAQ trong những năm 1976 đến 1992, Foerster và Karolyi (1999) cũng đi đến một số kết luận ủng hộ cho giả thuyết của Merton. Họ

⁹ Merton, R., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance* 42, 483-510.

¹⁰ Kadlec, G., McConnell, J., 1994, The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings, *Journal of Finance* 49, 611-636.

¹¹ Amihud, Y., Mendelson, H., Uno, J., 1999, Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan, *Journal of Finance* 54, 1169-1185.

¹² Foerster, S., Karolyi, G., 1999, The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stock Listings in the United States, *Journal of Finance* 54, 981-1013.

¹³ Miller, D., 1999, The Market The Market Reation to International Cross-Listing: Evidence from Depositary Receipts, *Journal of Financial Economics* 51, 103-123.

chứng minh rằng sự thay đổi giá cổ phiếu khi niêm yết trên thị trường quốc tế liên quan rất chặt chẽ với số lượng cổ đông. Trung bình, thay đổi trong số lượng cổ đông do niêm yết chéo là tăng 28,8%, và công ty thu được khoản lợi nhuận gia tăng trung bình là 19% trong năm trước khi niêm yết, 1,2% trong tuần niêm yết nhưng lại âm 14% trong năm sau khi niêm yết. Tổng cộng trong 2 năm, công ty thu được tổng lợi nhuận cộng dồn khá lớn.

Nghiên cứu của Miller (1999) khẳng định lại rằng số lượng cổ đông lớn sẽ làm tăng doanh thu của doanh nghiệp. Khác với Foerster và Karolyi (1999), Miller nghiên cứu ảnh hưởng của giá cổ phiếu đối với việc niêm yết kép của các loại cổ phiếu trên các SGDCCK khác nhau của Mỹ (NYSE, NASDAQ, OTC “tờ hồng” (“pink sheets”) và PORTAL). Trong khoảng thời gian từ năm 1985 đến 1995, ông đã nghiên cứu 181 công ty đến từ 35 quốc gia khác nhau, và nhận thấy rằng việc niêm yết kép đem lại khoản thu nhập bất thường nhiều nhất cho các công ty niêm yết trên các SGDCCK chính của Mỹ như NYSE hoặc NASDAQ, và ít nhất đối với các công ty niêm yết trên OTC “tờ hồng” và PORTAL. Chính hạn chế rằng chỉ có những nhà đầu tư có tổ chức đủ tiêu chuẩn mới được phép giao dịch trên hệ thống PORTAL làm cho chứng khoán giao dịch trên Sở này có tính thanh khoản thấp hơn và được công chúng đầu tư biết đến ít hơn so với những chứng khoán giao dịch trên NYSE hoặc NASDAQ. Vì vậy, một lần nữa ông lại bày tỏ quan điểm đồng tình với giả thuyết của Merton.

- Triển vọng tăng trưởng trong tương lai của công ty niêm yết sẽ tốt hơn do việc đưa thêm các tài sản mới từ các công ty có chỉ số Tobin Q tương đối cao hơn.

Nghiên cứu của Lang et al (1989)¹⁴ và Servaes (1991)¹⁵ đưa ra 1 khía cạnh khác của về lợi ích của việc thu tóm ngược và niêm yết của sau đối với công ty niêm yết. Họ chứng minh rằng lợi ích đối với công ty thu tóm và công ty mục tiêu cũng như lợi ích gộp của cả 2 công ty có mối tương quan chặt chẽ với hệ số Q của Tobin về công ty thu tóm và công ty mục tiêu. Hệ số Q của Tobin là hệ số giữa giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành của công ty trên giá trị thay thế của tài sản công ty. Hệ số Q cao hoặc cao hơn 1 có nghĩa là trình độ quản lý công ty tốt hơn khi các nguồn lực khan hiếm của công ty được sử dụng một cách hiệu quả hơn. Kết quả cho thấy thu nhập bất thường của cả công ty thu tóm và công ty mục tiêu sẽ lớn hơn nếu công ty mục tiêu có hệ số Q thấp và công ty thu tóm có hệ số Q cao. Điều đó có nghĩa là khi một công ty đang làm ăn hiệu quả thu tóm một công ty

¹⁴ Lang, L., Stulz, R. Walking, R., 1989, Managerial Performance, Tobin's Q, an the Gains from Successful Tender Offers, *Journal of Financial Economics* 24, 137-154.

¹⁵ Servaes, H., 1991, Tobin's Q and the Gains from Takeovers, *Journal of Finance* 46, 409-420.

đang làm ăn kém hiệu quả thì sẽ đem lại thặng dư về mặt giá trị cao hơn đối với công ty bị thâu tóm.

Do đó, một số trường hợp niêm yết cửa sau đem lại lợi ích cho cổ đông của công ty niêm yết mà quyền sở hữu đã bị pha loãng do sự nắm giữ cổ phiếu của công ty không niêm yết nhưng bù lại lại có được triển vọng kinh doanh thành công hơn so với mô hình sở hữu và kiểm soát như cũ. Hơn nữa, niêm yết cửa sau khiến công ty không niêm yết có khả năng tiếp cận với tài sản của công ty niêm yết nhanh hơn và rẻ hơn so với niêm yết cửa trước.

1.2.2. Rủi ro của niêm yết cửa sau

Bên cạnh những ưu điểm đã trình bày trên đây, việc niêm yết cửa sau cũng có những bất lợi hay rủi ro. Có thể kể đến những rủi ro cơ bản sau đây:

1.2.2.1 Xung đột lợi ích giữa cổ đông và Hội đồng quản trị.

Khả năng này là khá cao trong trường hợp việc niêm yết cửa sau nhằm phục vụ cho lợi ích của một nhóm các thành viên Hội đồng quản trị của công ty niêm yết khi những thành viên này muốn “rũ bỏ trách nhiệm” sau khi lãnh đạo của công ty không niêm yết trở thành những người lãnh đạo mới của công ty niêm yết khi việc niêm yết cửa sau đã kết thúc. Điều này đặc biệt dễ xảy ra khi công ty niêm yết đang trên đà làm ăn “xuống dốc” do hoạt động quản lý yếu kém hoặc do Hội đồng quản trị của công ty đã mắc phải những sai lầm nghiêm trọng.

Việc niêm yết cửa sau cũng có thể diễn ra do một “thỏa thuận ngầm” giữa công ty niêm yết và công ty không niêm yết. Để làm được điều này, Hội đồng quản trị của công ty niêm yết sẽ đưa ra những lý lẽ để có thể thuyết phục cổ đông của mình trong Đại hội cổ đông sẽ được tổ chức để phê chuẩn quyết định về “thâu tóm ngược”.

1.2.2.2 Quyền lợi của cổ đông thiểu số không được bảo vệ đầy đủ.

- Các cổ đông của công ty niêm yết có thể thanh toán với giá quá cao (có nghĩa là phát hành quá nhiều cổ phiếu) so với giá trị tài sản mà công ty không niêm yết bán cho công ty niêm yết, đặc biệt khi họ không có đầy đủ thông tin về giá trị tài sản đó. Khả năng này tăng lên nếu như đối tác kinh doanh của công ty không niêm yết lại sở hữu cổ phiếu ở công ty niêm yết và bỏ phiếu ủng hộ các quyết định có lợi cho công ty không niêm yết và bất lợi cho công ty niêm yết.

- Sau khi sở hữu của công ty niêm yết được chuyển cho những người kiểm soát mới, công ty niêm yết có thể thực hiện hoạt động kinh doanh hoàn toàn trái ngược với mục đích đầu tư ban đầu của các cổ đông tại công ty niêm yết cũ.

- Thị trường của chứng khoán có thể không có thông tin một cách đầy đủ do sự không chắc chắn liệu cổ đông của công ty niêm yết có chấp thuận việc phát hành cổ phiếu cho công ty không niêm yết hay không và liệu lòng tin của nhà đầu tư có do đó mà bị giảm sút hay không. Vì vậy, giá giao dịch cổ phiếu của công ty niêm yết trên thị trường sẽ có những xáo trộn nhất định sau khi có thông báo đề nghị niêm yết của sau.

1.2.2.3 Phá vỡ tính nhất thể trong các quy định về điều kiện niêm yết và quản lý niêm yết.

Việc niêm yết của sau có thể tạo nên một sự “bất bình đẳng” trong việc thực thi các quy định về niêm yết và quản lý niêm yết, cụ thể là:

- Trong khi các công ty thực hiện niêm yết theo các thủ tục thông thường phải trải qua quá trình lâu dài và tốn kém và đáp ứng các điều kiện chặt chẽ về lịch sử kinh doanh, số vốn điều lệ tối thiểu và cơ cấu cổ đông phù hợp thì các công ty niêm yết theo lối của sau lại dường như lại được phép “đi tắt”, “bỏ qua” các quy định này, mặc dù về bản chất giao dịch của họ là hợp pháp (nhìn bề ngoài là việc công ty niêm yết thầu tóm công ty không niêm yết).

- Thiếu bình đẳng về phương diện công bố thông tin. Điều này đặc biệt gây thiệt hại đối với nhà đầu tư khi không có đầy đủ thông tin về sự thay đổi đáng kể tính chất và quy mô hoạt động của công ty niêm yết.

1.3. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ NIÊM YẾT CỦA SAU

1.3.1. Xu thế phát triển của niêm yết của sau trên thị trường chứng khoán thế giới

1.3.1.1. Niêm yết của sau đang là hiện tượng diễn ra ngày càng nhiều trên thị trường chứng khoán thế giới

Các trường hợp niêm yết của sau đã và đang diễn ra ngày càng nhiều trên thị trường chứng khoán của nhiều nước trên thế giới. Khái niệm “niêm yết của sau”, “thầu tóm ngược” có mặt ở hầu hết quy định quản lý thị trường chứng khoán của các nước. Những trường hợp thầu tóm ngược kéo theo niêm yết của sau (take-overs-cum-back-door listings) đã trở nên phổ biến ở

Malaysia ngay từ những năm đầu thập kỷ 90. Những vụ việc nổi tiếng nhất là vụ thu tóm ngược của Fleet Group đối với Renong năm 1990 (trị giá 1.04 tỷ RM), Hicom Holding đối với New Serendah Rubber năm 1993 (trị giá 2.01 tỷ RM), Mekar Idaman đối với Acidchem năm 1995 (trị giá 1.03 tỷ RM), Sarawak Electricity Supply Corporation bởi Dunlop Estates (trị giá 1.41 tỷ RM) và Malaysia National Insurance đối với Timah Langat năm 1995 (trị giá 941 triệu RM). Sự phổ biến của các vụ việc thu tóm ngược ở Malaysia đang có xu hướng ngày càng tăng. Có thể kể đến những vụ thu tóm ngược nổi tiếng thời gian gần đây như việc tháng 4/2001, Malaysian Tobacco Company đã tuyên bố ý định mua lại công ty tư nhân Binariang Satellite Systems với giá 1.25 tỷ RM. Hoặc vào tháng 7/2001, Kedah Cement thông báo dự định bán các hoạt động kinh doanh hiện tại của mình, bao gồm cả các chi nhánh và công ty con cho Malayan Cement (chủ sở hữu 77% vốn cổ phần trong Kedah Cement) với giá 1.1 tỷ RM và do đó đưa cổ phiếu của EON Bank và các công ty con của nó vào Kedah Cement.

Thị trường chứng khoán Hồng Kông trong thời gian gần đây cũng chứng kiến những vụ niêm yết cửa sau lớn như: tập đoàn sản xuất đồ gia dụng Trung Quốc Haier Group niêm yết thông qua công ty Haier – CCT Holdings Ltd với giá trị giao dịch khoảng 200 triệu USD. “Cơn sốt” các giao dịch niêm yết cửa sau dường như được châm ngòi từ năm ngoái khi “ông trùm” về công nghệ trẻ tuổi Richard Li thu tóm công ty Tricom Holdings và chuyển nó thành công ty xây dựng cơ sở hạ tầng và Internet Pacific Century CyberWorks, và hiện nay với mức vốn gần 30 tỷ \$, công ty mới phát trong vòng chưa đầy 10 tháng này lại đang có ý định táo bạo để thu tóm quyền kiểm soát của công ty “blue chip” Cable and Wireless HKT. Kể từ đó đến nay, ít nhất đã có 8 vụ “thu tóm ngược” đã diễn ra.¹⁶

Ở Australia trong năm 2000, có 182 trường hợp niêm yết cửa trước trên SGDCK Australia (ASX). Trong cùng thời gian đó, có khoảng 25 trường hợp niêm yết cửa sau, trong đó công ty muốn niêm yết sáp nhập với một công ty niêm yết hiện tại và trong hầu hết các trường hợp, các công ty niêm yết này hoạt động không có lợi nhuận và chỉ có các triển vọng hạn chế. Sự gia tăng của các trường hợp niêm yết cửa sau là hệ quả của một giai đoạn suy giảm khá mạnh của thị trường IPO do nhà đầu tư lưỡng lự trong việc đầu tư vào những công ty mới nổi vì họ thiếu tin tưởng vào thị trường. Trong hoàn cảnh này, nhiều công ty, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ với kế hoạch kinh doanh dựa vào việc khai thác công nghệ thông tin được tư vấn về phương thức niêm yết cửa sau như một biện pháp thay thế cho IPO mà vẫn

¹⁶ Yulanda Chung, “Through the Backdoor: Hongkong’s red-hot technology boom is being fueled by reverse takeovers of small and slow-moving companies”, Asia Week.

giành được số lượng cổ đông và vốn cần thiết. Họ được tư vấn là việc chuẩn bị một bản cáo bạch sẽ tốn ít nhất vài tháng với số tiền khoảng 500.000 USD. Hơn nữa, các nhà bảo lãnh phát hành lại thường e ngại cho việc bảo lãnh những đợt phát hành như vậy vì nó tiềm ẩn khá nhiều rủi ro do môi trường đầu tư không chắc chắn. Điều đó khiến cho số lượng các trường hợp niêm yết cửa sau ngày càng trở nên phổ biến hơn.

1.3.1.2. Hoạt động niêm yết cửa sau ngày càng được thừa nhận rộng rãi về mặt pháp lý nhằm duy trì sự ổn định của thị trường và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư

Việc ghi nhận về mặt pháp lý đối với hoạt động niêm yết cửa sau một mặt thể hiện quan điểm của cơ quan quản lý trong việc đa dạng hoá các hình thức tham gia thị trường, khẳng định quyền tự do kinh doanh của doanh nghiệp, mặt khác cũng là biện pháp phòng ngừa các mặt tiêu cực và rủi ro mà niêm yết cửa sau có thể đem lại cho thị trường¹⁷. Tuy nhiên, quan điểm của cơ quan quản lý thị trường các nước có những nét khác nhau. Một số thị trường phát triển đi theo quan điểm “thông thoáng”, tạo điều kiện cho hoạt động niêm yết cửa sau diễn ra thuận lợi và nhanh chóng, thừa nhận như một hành vi giao dịch thông thường của doanh nghiệp (điển hình là Canada, Thụy Sĩ), song cũng có nhiều thị trường đi theo quan điểm “thắt chặt quản lý”, “thừa nhận nhưng không khuyến khích”, và có những quy định pháp lý chặt chẽ và không khuyến khích niêm yết cửa sau (mà đại diện là các thị trường châu Á như Singapore, Thái Lan...).

Các nhà quản lý thị trường của Singapore đi theo quan điểm thắt chặt quản lý, vì cho rằng niêm yết cửa sau là không công bằng đối với các doanh nghiệp thực hiện niêm yết mới theo các thủ tục thông thường. Có thể kể đến trường hợp kế hoạch thầu tóm ngược của công ty Internet WizOffice.Com đối với tập đoàn chứng khoán có trụ sở tại Hồng Kông Japan Asia đã bị SGDCK Singapore (SGX) từ chối vì cho rằng tập đoàn Japan Asia chưa đáp ứng được đầy đủ các tiêu chí của việc niêm yết cửa sau (cụ thể là các tiêu chí về lợi nhuận theo Đoạn 3(2) Phụ lục 1a Quy chế niêm yết của SGX). WizOffice là công ty niêm yết trên Bảng chính của SGX có kế hoạch mua toàn bộ vốn cổ phần của Japan Asia với giá 80 triệu \$ thông qua việc phát hành 1.6 tỷ cổ phiếu mới của WizOffice với giá 5 cent 1 cổ phiếu, nhằm giúp cho Japan Asia chiếm được 76,2% số cổ phần của WizOffice và nhờ đó có thể niêm yết cửa sau trên SGX. WizOffice đã nộp hồ sơ lên SGX từ tháng 8 năm 2002. Japan Asia được thành lập từ năm 1999 với tư cách là một ngân hàng đầu tư, và nó nắm giữ cổ phiếu của một vài công ty chứng khoán trong

¹⁷ Xem mục 1.2.1

khu vực. Theo Phụ lục 1a Quy chế niêm yết của SGX, công ty muốn niêm yết trên Bảng chính phải hoạt động được ít nhất 5 năm. Nếu công ty được thành lập ở nước ngoài, còn cần có tổng lợi nhuận trước thuế tích lũy ít nhất 15 triệu \$ cho 3 năm trước năm nộp hồ sơ niêm yết, và lợi nhuận trước thuế của mỗi năm trong 3 năm đó phải đạt ít nhất 2 triệu \$.

Vụ việc của WizOffice chỉ là một trong hàng loạt các vụ thầu tóm ngược nhằm mục tiêu niêm yết cửa sau đang bị trì hoãn tại SGX. Có thể kể đến những vụ việc lớn liên quan tới các công ty niêm yết tại SGX như Wee Poh Holdings, ITE Electric and Penton International cũng đang bị trì hoãn lại hoặc huỷ bỏ vì chưa đạt các tiêu chí về vốn hoặc lợi nhuận. Các nhà quản lý thị trường chứng khoán Singapore coi niêm yết cửa sau cũng là niêm yết mới, vì vậy, công ty sau khi thực hiện niêm yết cũng phải được xem xét đầy đủ các tiêu chí như niêm yết lần đầu.

Tương tự như Singapore, tháng 3/2002, tờ Manila Times đưa tin Chủ tịch Ủy ban chứng khoán và giao dịch Philippines (SEC) đề xuất việc tiếp tục quản lý các hoạt động niêm yết cửa sau, vì ngày càng nhận thấy niêm yết cửa sau là giải pháp có những ưu điểm nhất định về mặt thời gian và chi phí so với con đường niêm yết truyền thống, đồng thời niêm yết cửa sau cho phép các doanh nghiệp không niêm yết thầu tóm được những doanh nghiệp niêm yết kém năng động, tránh được những yêu cầu nghiêm ngặt của việc niêm yết. Tuy nhiên, mặc dù SEC không dự định đóng sập cánh cửa quản lý đối với hoạt động niêm yết cửa sau, song lại quan tâm tới việc điều tiết niêm yết cửa sau thông qua việc thi hành chặt chẽ những luật lệ về công khai thông tin. Cũng theo bài báo này, chủ tịch SEC *“nhấn mạnh đến sự cần thiết phải điều tiết việc thầu tóm các công ty niêm yết một cách công khai để ngăn chặn sự xói mòn lòng tin vào thị trường vốn Philippines do nhận thức rằng các cổ phiếu của những công ty này bị thao túng vì lợi ích của những cổ đông kiểm soát mới”*.

Trong khi Philippines nhấn mạnh đến khía cạnh công khai thông tin, các nhà quản lý thị trường chứng khoán Hàn quốc lại tập trung vào việc kiểm soát công ty không niêm yết. Với vai trò là một biện pháp ngăn ngừa niêm yết cửa sau, các công ty không niêm yết được yêu cầu phải đáp ứng những điều kiện khá chặt chẽ để có thể sáp nhập với một công ty niêm yết trên KOSDAQ, liên quan tới:

- giới hạn về thay đổi cổ phần nắm giữ của các cổ đông kiểm soát (tức là các cổ đông sở hữu 5% hoặc nhiều hơn trong tổng số cổ phiếu thường) trong thời kỳ 1 năm trước ngày sáp nhập;

- không giảm vốn;
- lợi nhuận từ các hoạt động kinh doanh trong năm gần đây nhất;
- tỉ lệ nợ dưới 100% hoặc thấp hơn 1,5 lần mức trung bình của ngành;
- đánh giá kiểm toán là “đủ năng lực” hay “không đủ năng lực”;
- không liên quan đến kiện cáo và các điều kiện khác.

Điều này chứng tỏ cơ quan quản lý thị trường chứng khoán của các nước châu Á khá thận trọng đối với tính hai mặt của niêm yết cửa sau. Trong khi đó, một số thị trường khác lại có quan điểm quản lý theo hướng “mở cửa” và “thông thoáng” hơn.

Một trong những ví dụ là New Zealand. Những động thái mới đây của SGDC New Zealand (NZSE) nhằm cụ thể hoá các quy chế về niêm yết cửa sau cho thấy thị trường nước này đang ngày càng quan tâm tới vấn đề này. Số lượng các trường hợp niêm yết niêm yết cửa sau trên NZSE diễn ra ngày càng phổ biến trong thời gian vừa qua. Phương thức niêm yết này chủ yếu được các công ty công nghệ cao sử dụng để có thể niêm yết và tiếp cận với nguồn vốn từ công chúng mà không phải tuân thủ các thủ tục niêm yết mới. Tuy nhiên, các nhà quản lý lại cho rằng việc thắt chặt quản lý đối với phương thức niêm yết cửa sau để ngăn ngừa rủi ro cho nhà đầu tư chỉ là việc giải quyết phần ngọn. Cần phải hướng cho các công ty đầu tư mạo hiểm nhận thức được quan điểm của NZSE là việc thắt chặt niêm yết cửa sau đồng nghĩa với việc khuyến khích các công ty niêm yết mới trên New Capital Market – NCM (có thể tạm dịch là Thị trường Vốn mới, nơi giao dịch các chứng khoán có tính mạo hiểm của New Zealand). Muốn vậy, NCM phải tỏ ra hấp dẫn hơn so với niêm yết cửa sau tại NZSE. Lợi ích nổi trội nhất của niêm yết cửa sau là giá cả và thời gian. Vì vậy, hiện tại các nhà quản lý thị trường New Zealand đang quyết tâm biến NCM thành con đường “niêm yết giá rẻ” cho các doanh nghiệp tại New Zealand. Trên thực tế, nếu tính toán tổng chi phí thì việc niêm yết cửa sau trên NZSE thậm chí còn tốn kém hơn so với niêm yết mới thông qua chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) trên NCM. NCM sẽ không chỉ giới hạn cho việc niêm yết của các công ty công nghệ cao, mà còn “rộng cửa” chào đón các loại công ty có “độ rủi ro” và đầu tư mang tính “mạo hiểm” mong muốn tìm kiếm nguồn vốn để mở rộng nhanh chóng quy mô kinh doanh của mình. Đương nhiên, bản cáo bạch của một công ty NCM phải ghi rõ khuyến cáo đối với các nhà đầu tư tương lai để họ hiểu là họ đang đầu tư vào một công ty có độ rủi ro cao.¹⁸ Như vậy, cùng một

¹⁸ <http://www.ncm.co.nz/investors.php>

lúc các nhà quản lý đã giải quyết được 3 vấn đề: đa dạng hoá khả năng tham gia thị trường, khuyến khích và hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ, đảm bảo công bằng và bảo vệ nhà đầu tư.

Mặc dù có những cách tiếp cận khác nhau, song nhìn chung hoạt động niêm yết cửa sau sẽ ngày càng được điều chỉnh chặt chẽ và ngày càng có xu thế phát triển hơn trong tương lai.

1.3.2. Khuyến nghị chung về nguyên tắc quản lý hoạt động thu tóm, sáp nhập doanh nghiệp và niêm yết cửa sau của IOSCO

Nhìn chung hoạt động thu tóm, sáp nhập công ty nói chung và niêm yết cửa sau nói riêng đem lại cả lợi ích và rủi ro cho công ty sáp nhập và công ty bị sáp nhập, cổ đông của các công ty này cũng như cho toàn xã hội. Nhưng như đã phân tích ở trên, trong nhiều trường hợp niêm yết cửa sau dẫn đến những rủi ro cho cổ đông thiểu số hay khó khăn cho nhà quản lý thị trường. Để giảm thiểu các hiện tượng này, cần thiết phải có cơ quan quản lý nhà nước đứng ra giám sát, quản lý hoạt động thu tóm, sáp nhập, đặc biệt là hoạt động niêm yết cửa sau với mục tiêu cơ bản là:

- (i) để bảo vệ quyền lợi của các cổ đông có ảnh hưởng chủ yếu tới các quyết định chiến lược của công ty và của các cổ đông thiểu số;
- (ii) đảm bảo các hoạt động này được tiến hành theo phương thức công bằng, hiệu quả, minh bạch, và
- (iii) giảm thiểu rủi ro hệ thống.

Đây cũng chính là mục tiêu mà Tổ chức quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) hướng tới khi đưa ra một số nguyên tắc liên quan trong trường hợp thu tóm, sáp nhập.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt nam là thành viên chính thức của Tổ chức quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) từ năm 2002, tổ chức này hiện có 172 thành viên đại diện cho gần 100 nền tài phán trên thế giới. Mục tiêu và nguyên tắc quản lý chứng khoán do IOSCO ban hành năm 2003 (các nguyên tắc của IOSCO) thiết lập hệ thống và các chỉ tiêu quản lý chứng khoán hiệu quả được quốc tế thừa nhận. Với tư cách là thành viên của IOSCO, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt nam cũng đã cam kết thực hiện các nguyên tắc này.

Theo các nguyên tắc của IOSCO, mục tiêu đầu tiên của hoạt động quản lý chứng khoán là bảo vệ nhà đầu tư. Các nguyên tắc này chỉ ra rằng cơ chế công bố thông tin đầy đủ cho quyết định của nhà đầu tư là phương cách quan trọng nhất để đảm bảo bảo vệ nhà đầu tư. Theo đó, cổ đông của công ty bị thu tóm phải:

- có được một khoảng thời gian hợp lý để cân nhắc bất kỳ một lời đề nghị nào theo đó một người sẽ mua lượng cổ phần đáng kể trong công ty;
- được cung cấp đầy đủ thông tin giúp họ đánh giá được lợi ích của những đề xuất thu tóm của người sẽ mua lượng cổ phần đáng kể trong công ty; đặc biệt là mục đích thu tóm và đánh giá triển vọng phát triển, cũng như những khó khăn có thể xảy ra trong hoạt động kinh doanh của cả công ty thu tóm lẫn công ty được thu tóm sau khi giao dịch thu tóm ngược được thực hiện;
- trên thực tế có thể, có được cơ hội hợp lý và bình đẳng trong việc tham dự vào những lợi ích dành cho cổ đông theo đề xuất của người sẽ mua lượng cổ phần đáng kể trong công ty;
- nhận được sự đối xử công bằng và bình đẳng (đặc biệt đối với các cổ đông thiểu số) về đề nghị thu tóm ngược có liên quan;
- không bị rơi vào hoàn cảnh bất lợi do sự đối xử và hành vi không công bằng của ban giám đốc của cả hai phía trong quá trình thực hiện giao dịch.

Các nguyên tắc của IOSCO còn chỉ ra rằng nguyên tắc cơ bản của nhà phát hành chứng khoán nhằm bảo vệ nhà đầu tư và duy trì niềm tin của họ vào thị trường chứng khoán là “cần phải có cơ chế công bố thông tin đầy đủ, chính xác và kịp thời để làm cơ sở cho nhà đầu tư ra quyết định của mình”. Nguyên tắc này xuất phát từ một đặc trưng của chứng khoán, đó là thể hiện một số quyền, thường là quyền đối với thu nhập và vốn của một doanh nghiệp. Nhà đầu tư chứng khoán chỉ có thể được đánh giá chính xác nếu có được thông tin đầy đủ và đáng tin cậy về doanh nghiệp một khi việc sở hữu vốn tách rời việc sử dụng vốn.

IOSCO cũng khẳng định rằng công bố thông tin cần phải “rõ ràng, kịp thời và cụ thể ở mức độ phù hợp”. Các yêu cầu về công bố thông tin cụ thể cần phải được bổ sung bởi yêu cầu chung về công bố thông tin, ví dụ như cần phải cung cấp toàn bộ thông tin tương ứng một quyết định đầu tư cụ thể.

Ngoài ra, IOSCO chỉ ra rằng các quy định pháp luật cần phải đảm bảo tính đầy đủ và chính xác của thông tin, ví dụ như bằng cách đưa ra các chế tài hoặc trách nhiệm pháp lý đối với tổ chức thu tóm và bất kỳ người có trách nhiệm nào nếu họ không làm hết trách nhiệm trong việc thu thập và cung cấp thông tin, ví dụ như giám đốc, nhà bảo lãnh phát hành, chuyên gia và nhà tư vấn được nêu tên trong bản cáo bạch.

Theo các nguyên tắc của IOSCO, bảo vệ nhà đầu tư dựa trên công bố thông tin mà không dựa trên bất kỳ sự đảm bảo nào từ cơ quan quản lý của Chính phủ. Quyền của nhà đầu tư đối với việc công bố thông tin không trung thực hoặc gây hiểu lầm cần phải được thực thi bởi nhà quản lý và chính bản thân nhà đầu tư. Việc cưỡng chế thực thi các quyền đó cần phải nhanh chóng, tiết kiệm chi phí và được dự báo trước, có chế phù hợp ở đây là cho phép trung gian và trọng tài tham gia giải quyết khiếu nại của nhà đầu tư trong trường hợp nhà đầu tư phải chịu tổn thất do hành vi vi phạm gây ra, ví dụ như hành vi công bố thông tin gây hiểu nhầm hoặc không trung thực mà không cần thiết phải đưa vụ việc ra xét xử tại tòa.

Pháp luật cũng cần phải tính tới mục đích thu tóm ngược hay niêm yết cửa sau của công ty. Cụ thể là pháp luật sẽ không gây cản trở và tạo hành lang pháp lý cho hoạt động thu tóm ngược và niêm yết cửa sau. Thông tin công bố không được ít hơn những gì mà nhà đầu tư cần và nhà quản lý cần phải xem xét một cách nhanh chóng các tài liệu dùng cho công bố thông tin sao cho công ty có thể thực hiện thu tóm ngược và tham gia thị trường một cách kịp thời.

Theo các nguyên tắc của IOSCO, tính có thể so sánh và tin cậy của các thông tin tài chính cũng là vấn đề thiết yếu đối với việc ra quyết định. Mục tiêu của các báo cáo tài chính là cung cấp thông tin về tình hình tài chính, kết quả hoạt động, luồng tiền và những thay đổi trong cơ cấu sở hữu công ty cần thiết cho các nhà đầu tư sử dụng thông tin để ra quyết định. Những báo cáo này phải đảm bảo tính toàn diện, nhất quán, phù hợp, tin cậy và có thể so sánh. Chính vì vậy, việc áp dụng những tiêu chuẩn kế toán, kiểm toán tốt theo thông lệ quốc tế sẽ là những tiền đề cơ bản cho nghĩa vụ công bố thông tin và là những đảm bảo cần thiết cho sự tin cậy của các thông tin tài chính.

Các nguyên tắc của IOSCO đưa ra tiêu chuẩn mang tính hướng dẫn cho sự phát triển của pháp luật về chứng khoán ở Việt nam và cũng qua đó có thể đánh giá được thực trạng của hệ thống quản lý.

1.3.3. Nghiên cứu điển hình khung pháp lý của một số nước về niêm yết cửa sau

1.3.3.1 Canada¹⁹

Canada là một trong những nước quy định cụ thể và rõ ràng trình tự tiến hành thủ tục thực hiện niêm yết cửa sau và coi đây là một cách thức niêm yết được thừa nhận song song với việc niêm yết “cửa trước” thông thường. Vì vậy, pháp luật về chứng khoán của Canada quy định rất rõ ràng về các bước tiến hành giao dịch loại này. Nghiên cứu sau đây là một điển hình pháp luật về niêm yết cửa sau tại bang British Columbia.

Cơ quan quản lý hoạt động niêm yết cửa sau là Ủy ban chứng khoán British Columbia (UBCK)²⁰ và SGDCK mạo hiểm Canada (Canada Venture Exchange-CDNX)²¹. Phần lớn các quy định pháp lý cụ thể về niêm yết cửa sau nằm trong quy chế của CDNX.

Theo quy định của pháp luật, thuật ngữ “thâu tóm ngược” được dùng để chỉ giao dịch trong đó công ty niêm yết phát hành một lượng đủ lớn cổ phiếu ngân quỹ của mình cho một cá nhân hoặc một nhóm nhỏ cá nhân để đổi lấy tài sản thuộc sở hữu của những người này (thường là cổ phiếu trong công ty không đại chúng, không niêm yết), sao cho sau khi giao dịch hoàn tất, cá nhân hoặc nhóm cá nhân đó sẽ nắm giữ quyền kiểm soát công ty niêm yết. Giao dịch thâu tóm ngược còn được gọi là niêm yết cửa sau. Công ty không niêm yết trở thành công ty đại chúng và niêm yết trên Sở giao dịch không phải bằng cách hoàn tất Bản cáo bạch và đệ trình lên BCSC mà bằng cách đồng ý để công ty niêm yết công bố thông tin về “giao dịch trọng yếu” (material facts) của mình trong Hồ sơ Thông tin (Information Circular). Vì vậy, công chúng đầu tư không bị tước đi quyền được thông tin về các giao dịch trọng yếu của công ty không niêm yết. Điều đó cũng có nghĩa là bản thân việc niêm yết cửa sau không phải là giao dịch làm thiệt hại đến lợi ích của công chúng đầu tư. ***Thâu tóm ngược/niêm yết cửa sau là một giao dịch kinh tế hợp pháp và ngay tình.***

Trình tự niêm yết cửa sau thông thường trải qua 8 bước sau đây:

- ***Bước 1:*** các bên cùng ký vào bản thoả thuận liên quan tới giao dịch thâu tóm ngược trong đó nêu rõ các điều khoản của giao dịch. Khi thoả thuận về cơ bản đã được các bên thống nhất, CNDX sẽ ngừng giao dịch chứng

¹⁹ “Reverse take-overs and qualifying transactions”, Catalyst Corporate Finance Lawyer, 12/2000.

²⁰ British Columbia Securities Commission, thành lập theo Luật chứng khoán British Columbia.

²¹ Canada Venture Exchange – CDNX, được thành lập ngày 29/11/1999 bằng cách sáp nhập Sở giao dịch chứng khoán Vancouver (VSE) và Sở giao dịch chứng khoán Alberta (ASE), là nơi niêm yết chứng khoán của các công ty mới thành lập, công ty mạo hiểm, công ty có quy mô vốn vừa và nhỏ (bổ sung cho Sở giao dịch chứng khoán Toronto (TSE) là thị trường giao dịch cổ phiếu chất lượng cao và Sở giao dịch chứng khoán Montreal (ME) là thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh). Tính đến hết năm 2000, có khoảng 2.400 công ty niêm yết trên CDNX.

khoản của công ty niêm yết²² và yêu cầu công ty niêm yết công bố thông tin.²³

- *Bước 2:* công ty niêm yết và cổ đông của công ty không niêm yết tham gia vào một thoả thuận hoán đổi cổ phiếu theo đó họ chấp thuận đổi toàn bộ cổ phiếu đang lưu hành của công ty không niêm yết lấy cổ phiếu của công ty niêm yết.

- *Bước 3:* công ty môi giới là thành viên của CDNX được công ty không niêm yết thuê để tiến hành giao dịch phải nộp cho CDNX Hợp đồng bảo lãnh và thư yêu cầu giữ lại số cổ phiếu mà công ty niêm yết sẽ sử dụng cho giao dịch. Công ty niêm yết nhận Mẫu thông tin Cá nhân dành cho người sẽ trở thành giám đốc hoặc nhà quản lý của công ty niêm yết khai sau khi giao dịch thầu tóm ngược hoàn tất.

Sở dĩ có yêu cầu này vì hoạt động niêm yết của sau hay “phát hành ra công chúng một cách gián tiếp” được CDNX coi tương tự như thủ tục niêm yết lần đầu. Vì vậy CDNX sẽ không xem xét hồ sơ niêm yết nếu hồ sơ bảo lãnh chưa được đệ trình. Công ty niêm yết lấy bản tự khai về lý lịch cá nhân của những người sẽ làm giám đốc hoặc thành viên ban quản lý sau khi hoạt động thầu tóm ngược hoàn tất.

²² Thông thường, chứng khoán của công ty niêm yết bị ngừng giao dịch cho đến khi Sở giao dịch nhận được cam kết bảo lãnh của nhà bảo lãnh kèm với thư của nhà bảo lãnh yêu cầu số cổ phiếu của công ty niêm yết sử dụng cho giao dịch phải được giữ lại và sau khi Sở giao dịch đã xem xét hồ sơ cá nhân của những người sẽ làm giám đốc hoặc quản lý của công ty niêm yết và đánh giá một cách sơ bộ công ty niêm yết sau khi hoàn tất giao dịch thầu tóm ngược có đáp ứng tiêu chuẩn niêm yết theo quy định hay không.

²³ Thông tin được công bố bao gồm:

- + ngày đạt được thoả thuận liên quan tới việc thầu tóm ngược
- + mô tả về tài sản, hoạt động kinh doanh hoặc những lợi tức khác bị thầu tóm;
- + ngành kinh doanh mà người phát hành chứng khoán sẽ thực hiện sau khi kết thúc giao dịch thầu tóm
- + hoạt động kinh doanh của công ty niêm yết trước khi tiến hành giao dịch thầu tóm
- + tóm tắt về tình hình tài chính của doanh nghiệp
- + các điều khoản cụ thể liên quan tới giao dịch thầu tóm: số lượng tài sản được trả bằng tiền mặt, chứng khoán, tài sản nợ hoặc hình thức khác
- + tên và địa chỉ của bên bán cũng như tên và địa chỉ của người nắm giữ quyền kiểm soát hoặc lãnh đạo công ty đó;
- + và những thông tin khác liên quan tới nhân thân của những người sẽ nắm giữ vị trí chủ chốt trong công ty niêm yết sau khi giao dịch thầu tóm diễn ra
- + lợi ích trực tiếp hoặc gián tiếp của bất kỳ bên nào liên quan tới công ty niêm yết; những người này có phải là người nội bộ không và mối quan hệ giữa các bên có liên quan đến công ty niêm yết cũng như các bên có liên quan tới giao dịch thầu tóm ngược
- + tên và sơ yếu lý lịch của những người sau khi giao dịch thầu tóm ngược diễn ra sẽ trở thành cổ đông chủ chốt hoặc người nội bộ của công ty niêm yết
- + các điều kiện cần thiết liên quan tới giao dịch thầu tóm ngược
- + và các nội dung khác theo quy định tại Quy chế 3.3 của Sở giao dịch liên quan tới công bố thông tin tức thời).

- *Bước 4:* cổ phiếu của công ty niêm yết được giao dịch trở lại. Công ty niêm yết phải nộp cho CDNX Hồ sơ Thông tin (Information Circular) liên quan tới hoạt động thu tóm ngược, báo cáo tài chính, đánh giá kế hoạch kinh doanh và lệ phí theo quy định. Cổ phiếu của công ty niêm yết sẽ bị ngừng giao dịch nếu các giấy tờ này không được nộp cho CDNX trong vòng 60 ngày.²⁴

- *Bước 5:* CDNX xem xét hồ sơ thông tin, các giấy tờ đã được nộp kèm theo và cho ý kiến về những chỗ còn thiếu sót.

- *Bước 6:* công ty niêm yết thông báo ý kiến của CDNX liên quan tới tài liệu đã nộp. Nhà bảo lãnh hoàn chỉnh và đệ trình báo cáo bảo lãnh sơ bộ. Ủy ban niêm yết của CDNX sẽ xem xét hồ sơ, và nếu chấp thuận, CDNX sẽ gửi thư chấp thuận có điều kiện đối với giao dịch.

- *Bước 7:* công ty niêm yết gửi thông báo kèm theo Hồ sơ thông tin tới các cổ đông để chuẩn bị cho cuộc họp cổ đông hàng năm hoặc bất thường chấp thuận việc thực hiện giao dịch thu tóm ngược. Hồ sơ thông tin này phải ghi rõ là giao dịch thu tóm ngược đang trong giai đoạn chờ phê duyệt từ phía cơ quan quản lý.²⁵

- *Bước 8:* nếu các cổ đông đã chấp thuận việc thực hiện giao dịch, công ty niêm yết báo cáo kết quả họp đại hội cổ đông lên CDNX. Báo cáo phải nêu rõ kết quả biểu quyết thông qua nghị quyết về việc tiến hành giao dịch và số lượng người bỏ phiếu biểu quyết không bao gồm những người được coi là có liên quan tới công ty phát hành hoặc người nội bộ khác.²⁶ Sau

²⁴ Các giấy tờ này bao gồm:

+ dự thảo thông báo triệu tập họp đại hội cổ đông của công ty niêm yết để lấy biểu quyết về việc thực hiện giao dịch. Dự thảo này phải nói rõ giao dịch này đang ở trong giai đoạn chờ sự phê chuẩn của cơ quan có thẩm quyền.

+ bản sao giấy tờ liên quan tới chất lượng và sở hữu của các tài sản bị đem ra bán.

+ bản sao báo cáo tài chính đã được kiểm toán hoặc báo cáo tài chính khác chưa được kiểm toán được lập trong vòng 120 ngày kể từ ngày chấp thuận nộp hồ sơ xin phép thực hiện giao dịch thu tóm ngược.

+ bản sao kế hoạch kinh doanh trong 12 tháng tiếp theo kể từ khi thực hiện giao dịch thu tóm

+ biên lai nộp phí.

²⁵ Theo quy chế của UBCK (đoạn 11 Mẫu 30), Hồ sơ thông tin liên quan tới giao dịch thu tóm ngược phải có những thông tin tương đương Bản cáo bạch, bao gồm cả báo cáo tài chính của công ty không niêm yết được lập trong vòng 120 trước khi hoàn tất Hồ sơ thông tin và những thông tin khác mà Sở giao dịch yêu cầu theo mẫu 3A.

²⁶ Tuy từng trường hợp, báo cáo còn phải nêu cả kết quả biểu quyết của cổ đông đối với những vấn đề khác và bao gồm bản gốc hoặc bản sao có công chứng các hợp đồng theo quy định tại Điều 7 Quy chế 5.2, ý kiến của chuyên gia tư vấn pháp lý đảm bảo rằng tất cả mọi điều kiện (trừ chấp thuận của Sở giao dịch) đều đã thoả mãn, và công ty niêm yết sau khi giao dịch thu tóm ngược diễn ra là chủ sở hữu hợp pháp của tài sản, hoạt động kinh doanh và những lợi tức phát sinh, và tất cả các chứng khoán đều được phát hành hợp pháp, tất cả các cổ phiếu của công ty niêm yết được “hoán đổi” và thanh toán đầy đủ và có thể định giá được

khi được CDNX chấp thuận, công ty niêm yết phát hành cổ phiếu mới và cổ phiếu này bắt đầu được giao dịch.

Lúc này, công ty niêm yết sẽ thu tóm toàn bộ cổ phiếu đang lưu hành của công ty không niêm yết bằng cách bán cổ phiếu cho cổ đông của công ty không niêm yết (cổ phiếu này còn có tên gọi là “cổ phiếu hoán đổi”). Những cổ phiếu này phải chịu những hạn chế nhất định về thời hạn chuyển nhượng. Khi nghiên cứu những hạn chế này, cần phân biệt cổ phiếu hoán đổi phát hành cho các cổ đông chủ chốt của công ty không niêm yết và những cổ phiếu phát hành cho các cổ đông thiểu số của công ty không niêm yết. Trong một số trường hợp, những cổ phiếu hoán đổi này sẽ chỉ bị hạn chế chuyển nhượng khi nó được phát hành cho các cổ đông chủ chốt. Thời hạn hạn chế chuyển nhượng này tối thiểu là 3 năm và tối đa là 6 năm.

Để được coi như đã thực hiện một vụ niêm yết cửa sau, công ty niêm yết sau khi đã bị thu tóm bởi công ty không niêm yết phải đáp ứng được các yêu cầu sau đây:

- Đáp ứng các yêu cầu về vốn tối thiểu quy định cho ngành hoặc lĩnh vực nhất định.

- Có số lượng cổ đông tối thiểu đáp ứng tiêu chí đại chúng quy định cho ngành hoặc lĩnh vực tương ứng.

- Giám đốc hoặc ban giám đốc của công ty phải đạt các tiêu chí về năng lực do CDNX quy định và công ty phải đáp ứng các tiêu chuẩn về quản trị công ty theo quy định.

- Có công ty môi giới là thành viên của CDNX bảo lãnh cho việc niêm yết và việc bảo lãnh phải được lập thành văn bản.

- Đã nộp đầy đủ các giấy tờ và báo cáo theo quy định.

Với sự điều chỉnh pháp luật đầy đủ và chặt chẽ như vậy, số lượng các vụ niêm yết cửa sau tại Canada chiếm tỷ trọng khá cao so với niêm yết thông thường, và được coi như một lựa chọn để các công ty có thể “ra công chúng” (go public) bên cạnh phát hành và niêm yết chứng khoán.

1.3.3.2 Mỹ

Hoạt động thu tóm, sáp nhập công ty (trong đó có thu tóm và sáp nhập công ty niêm yết) rất phát triển trên thị trường chứng khoán Mỹ. Năm 1999 Ủy ban chứng khoán Mỹ đã ban hành Quy định về những người thu tóm và những liên hệ với người nắm giữ chứng khoán (*Regulation of*

takeovers and security holder communications). Đây là quy định hướng dẫn đối với các giao dịch chào mua công khai để nắm quyền kiểm soát một công ty trên thị trường chứng khoán Mỹ. Văn bản này cùng với hệ thống các văn bản pháp luật khác điều chỉnh hoạt động thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp nói chung và thu tóm sáp nhập doanh nghiệp thông qua thị trường chứng khoán nói riêng là cơ sở để các SGDCCK có những quy định cụ thể điều chỉnh hoạt động thu tóm sáp nhập diễn ra trên Sở của mình.

Điều 341 (Phần 3: niêm yết bổ sung) - Quy chế niêm yết trên SGDCCK Mỹ (AMEX) (Amex Company Guide) quy định về “Việc một công ty niêm yết bị thu tóm bởi một công ty không niêm yết” (niêm yết cửa sau)²⁷ như sau: *“Quy định nêu tại Điều này liên quan tới bất kỳ một kế hoạch thu tóm, sáp nhập hoặc hợp nhất nào mà kết quả cuối cùng của kế hoạch ấy là công ty niêm yết bị công ty không niêm yết thu tóm, cho dù trên danh nghĩa công ty niêm yết đó vẫn còn tồn tại. Để được phép áp dụng loại hình giao dịch này, cơ quan quản lý sẽ cân nhắc dựa trên tất cả các yếu tố liên quan, bao gồm số lượng chứng khoán tương ứng cần phát hành cho mỗi công ty là đối tượng của giao dịch, sự thay đổi về sở hữu của các công ty hoặc sự thay đổi về bộ máy quản lý của công ty niêm yết, công ty không niêm yết có lớn hơn công ty niêm yết hay không, và bản chất của giao dịch thu tóm là gì. Nếu nhận thấy công ty tồn tại sau thu tóm có đầy đủ tư cách để niêm yết, SGDCCK sẽ áp dụng các tiêu chí niêm yết ban đầu. Xem Điều 713 (b).²⁸”*

SGDCCK khuyến nghị rằng mọi dự kiến về kế hoạch thực hiện giao dịch có tính chất nêu trên, đặc biệt là bất kỳ kế hoạch nào theo đó cổ đông của công ty niêm yết sẽ sở hữu dưới 50% số lượng cổ phiếu hoặc quyền biểu quyết của công ty hình thành sau thu tóm, đều phải được đệ trình lên Sở Giao dịch để có ý kiến sơ bộ trước khi thực hiện.

Ngoài lệ phí phải nộp cho việc niêm yết bổ sung tính trên mỗi cổ phiếu, mỗi lần niêm yết như vậy phải nộp lệ phí trọn gói 1 lần là 10,000\$.

Quy định trên về hoạt động niêm yết cửa sau trên SGDCCK AMEX cho thấy:

²⁷ RULE, AMEX, §10.111, Sec. 341. ACQUISITION OF A LISTED COMPANY BY AN UNLISTED COMPANY

²⁸ Điều 713: “Đại hội cổ đông phải biểu quyết thông qua việc niêm yết bổ sung cổ phiếu và đây được coi là điều kiện tiên quyết để Sở giao dịch chứng khoán quyết định chấp thuận đối với hồ sơ niêm yết bổ sung cổ phiếu trong các trường hợp sau đây:

(a)

(b) giao dịch có liên quan tới việc áp dụng các tiêu chí niêm yết ban đầu của Sở giao dịch quy định tại Điều 341.”

- Giao dịch thầu tóm ngược dẫn đến niêm yết cửa sau là giao dịch được thừa nhận. Tuy nhiên, nó được xếp vào dạng giao dịch đặc biệt, cần phải có sự phê chuẩn của Sở giao dịch trước khi thực hiện.

- SGDCK không đưa ra những tiêu chí cụ thể cho giao dịch thầu tóm ngược. Đây là cách quy định vừa rất “chặt” vừa rất “lỏng”. “Lỏng” ở chỗ theo quy chế này mọi giao dịch thầu tóm ngược dẫn đến niêm yết cửa sau về mặt lý thuyết đều được phép thực hiện. Tuy nhiên, “chặt” ở chỗ cơ quan quản lý có quyền quyết định cho phép thực hiện giao dịch thầu tóm ngược dẫn đến niêm yết cửa sau trên cơ sở vụ việc, căn cứ vào nhiều yếu tố liên quan nhằm đảm bảo sự công bằng và ổn định của thị trường. Đây cũng là một quan điểm quản lý khá linh hoạt và hợp lý, và tỏ ra hiệu quả trong việc vừa thừa nhận quyền tự do kinh doanh của doanh nghiệp vừa hạn chế được những mặt tiêu cực mà niêm yết cửa sau có thể gây ra cho thị trường.

1.3.3.3 Thuy Sĩ²⁹

Trong một vài năm gần đây niêm yết cửa sau cũng đã bắt đầu trở nên phổ biến trên SGDCK Thuy Sĩ (SWX) với tư cách là một phương thức giúp doanh nghiệp “ra công chúng” đơn giản và ít tốn kém hơn phương thức IPO thông thường. Những trường hợp thầu tóm ngược đầu tiên xảy ra vào cuối năm 2000, khi 2 công ty đồng thời tuyên bố ý định sẽ thầu tóm các công ty đang niêm yết trên SWX bằng hình thức thầu tóm ngược. Vụ việc thứ nhất là thoả thuận thầu tóm ngược giữa Complete-E, một công ty phần mềm niêm yết trên SWX New Market đang lâm vào hoàn cảnh cực kỳ khó khăn về tài chính và công ty Pragmatica. Vụ thứ hai là thoả thuận thầu tóm ngược giữa Axantis – một công ty chế biến gỗ và công ty Model. Cả 2 vụ việc cho thấy rằng, thầu tóm ngược hay niêm yết cửa sau đều được Luật về SGDCK Liên bang (Federal Stock Exchange Act) cũng như Quy chế Niêm yết của SWX thừa nhận, cho dù hoạt động này xét về khía cạnh pháp lý vẫn còn nhiều vấn đề phải bàn cãi và giải quyết.

Trong 1 vụ thầu tóm ngược, vốn cổ phần của công ty niêm yết tăng lên trên 100% nhờ vào việc phát hành mới một lượng lớn cổ phiếu cho công ty không niêm yết – như một sự trao đổi. Do vậy, quyền mua cổ phiếu của cổ đông hiện tại trong công ty niêm yết sẽ bị loại trừ. Để thực hiện giao dịch này, các bên phải đáp ứng được các điều kiện sau:

- có hợp đồng thoả thuận về mọi điều khoản liên quan tới thầu tóm ngược giữa công ty niêm yết và công ty không niêm yết;

²⁹ “Just the reverse” – Froriep Renggli Law firm (Switzerland) (www.froriep.com)

- Hội đồng quản trị của công ty niêm yết phải lập một bản báo cáo đặc biệt đánh giá giá trị của cổ phiếu được phát hành mới;

- có báo cáo của kiểm toán viên xác nhận tính chính xác trong kết luận của Hội đồng quản trị về giá trị tài sản.

- Đại hội đồng cổ đông của công ty niêm yết nhất trí thông qua nghị quyết phê chuẩn thu tóm ngược với đa số phiếu của ít nhất 2/3 đại diện số phiếu có quyền biểu quyết của công ty niêm yết.

Giao dịch thu tóm ngược cần phải được thực hiện theo phương thức sao cho công ty không niêm yết không bị buộc phải chào mua bắt buộc đối với số cổ phiếu còn lại của công ty niêm yết theo quy định của Luật chứng khoán (Stock Exchange Act) (đây chính là điểm khác biệt giữa thu tóm ngược/niêm yết cửa sau và thu tóm doanh nghiệp niêm yết thông thường).³⁰ Theo quy định tại Luật này, việc chào mua bắt buộc xảy ra trong trường hợp một người hoặc một nhóm người cùng nhau thu tóm cổ phiếu của một công ty niêm yết, và cùng với số cổ phiếu mà họ đã nắm giữ trước đó sẽ làm cho tổng số cổ phiếu mà họ nắm giữ vượt ngưỡng 1/3 tổng số cổ phiếu của công ty niêm yết.³¹ Kể từ sau vụ niêm yết cửa sau của công ty Pragmatica nói trên, Ủy ban Thu tóm doanh nghiệp (Takeover Commission) ban hành quy định rằng chào mua bắt buộc này cũng phải thực hiện nếu như cổ phiếu được thu tóm bằng phương thức sáp nhập hoặc bán sáp nhập (quasi-merger), ví dụ như thu tóm ngược. Chỉ có một số trường hợp ngoại lệ được áp dụng nếu bên thu tóm đưa ra được lý do quan trọng quy định tại Luật chứng khoán, ví dụ công ty bị thu tóm vì mục tiêu tái cơ cấu doanh nghiệp. Vì vậy, công ty không niêm yết phải chứng minh được rằng thu tóm ngược là biện pháp tái cơ cấu doanh nghiệp cần thiết và phù hợp cho sự sống còn của công ty niêm yết thì mới được xem xét chấp thuận áp dụng ngoại lệ trên. Ủy ban Ngân hàng Liên bang (Federal Banking Commission) là cơ quan được Luật cho phép xem xét cụ thể từng vụ việc và cho phép các bên không phải tuân thủ quy định của Ủy ban thu tóm doanh nghiệp.

Luật chứng khoán cũng yêu cầu cổ đông phải công bố thông tin về mức nắm giữ cổ phiếu của họ nếu mức này tăng hoặc giảm xuống dưới ngưỡng 5, 10, 20, 33^{1/3}, 50 hoặc 66^{2/3}% tổng số cổ phiếu được quyền biểu quyết của công ty niêm yết. Việc công bố thông tin cần phải được thực hiện tại thời điểm các bên đạt được thoả thuận về giao dịch thu tóm ngược. Cho

³⁰ Xem điểm 1.1.2

³¹ Đối với Việt nam, quy định tương tự là 80% vốn cổ phần của tổ chức niêm yết bị thu tóm. (khoản 4 Điều 36 Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán)

dù việc thực giao dịch thầu tóm ngược còn phải phụ thuộc vào một số điều kiện, song công ty không niêm yết vẫn phải công bố thông tin về mức nắm giữ cổ phiếu (dự kiến) của họ trong công ty niêm yết chậm nhất là trước thời điểm ký kết hợp đồng thầu tóm ngược. Tuy nhiên, để tránh không phải công bố thông tin quá sớm về giao dịch thầu tóm ngược dự kiến thực hiện, công ty không niêm yết có thể yêu cầu Ban Công bố thông tin của SWX cho phép áp dụng theo trường hợp ngoại lệ. Yêu cầu này cần phải được đệ trình lên Ban Công bố thông tin trước khi ký kết thoả thuận có điều kiện về giao dịch thầu tóm ngược.

Nhìn chung, các nguyên tắc niêm yết của SWX cũng áp dụng cho trường hợp thầu tóm ngược. Để có thể niêm yết số cổ phiếu mới phát hành thêm của công ty niêm yết trên SWX, công ty niêm yết phải làm thủ tục xin phép niêm yết lại. Do số lượng cổ phiếu phát hành thêm trong một vụ thầu tóm ngược bao giờ cũng vượt quá 1/10 giá trị danh nghĩa của vốn cổ phần của công ty niêm yết nên công ty này vẫn phải làm bản cáo bạch cho đợt phát hành. Ngoài ra, để công ty niêm yết vẫn tiếp tục được niêm yết sau khi thầu tóm ngược hoàn tất, công ty cần đáp ứng được yêu cầu ít nhất 25% tổng số cổ phiếu phải do công chúng đầu tư nắm giữ (nếu là công ty niêm yết trên Bảng chính) hoặc 20% (nếu là công ty niêm yết trên SWX New Market). Các quy định về chế độ kế toán kiểm toán, công bố thông tin của công ty niêm yết được tiếp tục áp dụng như bình thường.

Việc công ty Pragmatica niêm yết cửa sau thông qua Complet-e là ví dụ cho thấy một giao dịch thầu tóm ngược ở Thụy Sĩ có thể được thực hiện trong vòng chưa đầy 4 tháng và rõ ràng đó là một lợi thế so với IPO, đồng thời cũng giúp công ty niêm yết có một sự “tái cơ cấu” lành mạnh và giúp công ty không niêm yết tìm được con đường hiệu quả để tiếp cận với công chúng bằng cách niêm yết trên SWX.

1.3.3.4 Malaysia

Trong một vụ thầu tóm ngược điển hình, khi các cuộc thương lượng thầu tóm ngược hoàn tất, các bên liên quan (công ty niêm yết và người bán tài sản) tham gia vào một hợp đồng mua và bán có điều kiện. Hợp đồng được coi là có điều kiện vì đề nghị mua phải được sự chấp thuận của các cơ quan quản lý có liên quan và của cổ đông công ty niêm yết.

Các tiêu chuẩn niêm yết của SGDCK Kuala Lumpur (KLSE) quy định công ty niêm yết phải báo cáo ngay về việc thầu tóm ngược và/hoặc

niêm yết của sau cho KLSE sau khi các điều khoản thoả thuận đã được hoàn tất.³²

Sau khi báo cáo về vụ việc xảy ra, bước tiếp theo là đệ trình đề nghị thầu tóm cho các cơ quan có liên quan để xin phê chuẩn. 3 cơ quan chính phải xin chấp thuận gồm có: (1) Ủy ban về Đầu tư nước ngoài (FIC), (2) Bộ Công nghiệp và Ngoại thương (MITI) nếu hoạt động kinh doanh của công ty có liên quan, và (3) UBCK. Khi UBCK thành lập ngày 1/3/1993 và Luật về UBCK năm 1993 có hiệu lực, tất cả các đề nghị mua liên quan tới việc phát hành chứng khoán trước hết phải được sự chấp thuận của UBCK.³³ UBCK được toàn quyền chấp thuận các đề nghị và yêu cầu sửa đổi bổ sung các điều khoản và điều kiện nếu UBCK thấy cần thiết.

Các điều kiện mà UBCK đặt ra đối với bên bán bao gồm thời hạn cấm chuyển nhượng 3 năm đối với cổ phiếu mà người bán đã thầu tóm được và/hoặc người bán phải đảm bảo 100% lợi nhuận có thể duy trì của công ty không niêm yết trong vòng 3 năm tài chính sau khi kết thúc việc mua lại. Đảm bảo về lợi nhuận phải được thực hiện dưới hình thức mà UBCK chấp thuận, tốt nhất là dưới hình thức đảm bảo của ngân hàng hoặc phát hành chứng khoán riêng lẻ cho các cổ đông độc lập.

Sau khi toàn bộ (hoặc hầu hết) các nội dung của giao dịch thầu tóm đã được cơ quan quản lý chấp thuận, thông báo sẽ được gửi tới các cổ đông của công ty niêm yết để lấy ý kiến chấp thuận của họ tại Đại hội cổ đông bất thường (EGM). Thông báo về Đại hội cổ đông bất thường phải bao gồm cả báo cáo kế toán về hoạt động kinh doanh của công ty không niêm yết sẽ bị mua lại, và bản cân đối kế toán của công ty sau khi đã được tái cơ cấu.³⁴

Trong trường hợp giao dịch thầu tóm được coi là có liên quan tới lợi ích của một bên thứ ba hoặc có sự thiên vị về lợi ích giữa 2 bên, công ty niêm yết phải chỉ định một nhà tư vấn độc lập trước khi các thoả thuận về giao dịch được thống nhất. Trách nhiệm và quyền hạn của nhà tư vấn độc lập này là tư vấn liệu giao dịch có làm ảnh hưởng đến cổ đông thiểu số hay không và đưa ra lập luận cho quan điểm đó, các giả định có liên quan và các yếu tố mà nhà tư vấn này tính đến trong quá trình đưa ra ý kiến.³⁵ Trong trường hợp người bán muốn được miễn trừ đối với nghĩa vụ phải chào mua bắt buộc đối với phần cổ phiếu còn lại của công ty niêm yết sau khi giao dịch thầu tóm diễn ra thì cổ đông thiểu số của công ty niêm yết này cũng rất cần

³² Chương 9.20 Quy chế Niêm yết của KLSE.

³³ Điều 32(2) Luật về Ủy ban Chứng khoán 1993.

³⁴ Phụ lục 10B (Phần F) Quy chế Niêm yết của KLSE.

³⁵ Chương 10.08 (4)(b) Quy chế Niêm yết của KLSE.

một sự tư vấn độc lập và đúng đắn³⁶. Các bên có lợi ích liên quan tới đề nghị thầu tóm và được miễn chào mua bắt buộc không được quyền bỏ phiếu biểu quyết trong Đại hội cổ đông bất thường.

1.3.3.5 Hồng Kông

Các nhà quản lý thị trường chứng khoán Hồng Kông đi theo quan điểm thắt chặt quản lý đối với hoạt động niêm yết cửa sau. Theo quy định, niêm yết cửa sau có thể diễn ra trên cả Bảng chính (Main Board) hoặc trên thị trường giao dịch mạo hiểm (Growth Enterprise Market) của Hồng Kông. Tuy nhiên, phần lớn các quy định cụ thể về giao dịch niêm yết cửa sau nằm trong các Quy chế của Thị trường giao dịch mạo hiểm (Growth Enterprise Market Rules – GEM Rules). Các quy định về niêm yết tại Bảng chính không đề cập nhiều tới giao dịch loại này.

Quy chế của Thị trường giao dịch mạo hiểm Hồng Kông có những nội dung cụ thể để phòng tránh các “âm mưu” “lách” các quy định về niêm yết bằng phương thức “niêm yết cửa sau”. Điều 19.06(6) của GEM Rules quy định việc tổ chức niêm yết phát hành cổ phiếu để thầu tóm tài sản của một công ty không niêm yết sẽ được coi là “thầu tóm ngược” nếu:

(a) giao dịch thầu tóm, hoặc một phần trong loạt các giao dịch thầu tóm, dẫn đến kết quả làm thay đổi quyền kiểm soát trong tổ chức phát hành là công ty niêm yết; hoặc

(b) giao dịch thầu tóm là nỗ lực nhằm đạt tới mục tiêu niêm yết các tài sản bị thầu tóm và là phương pháp nhằm lách các quy định niêm yết theo phương thức thông thường.

(việc thầu tóm tài sản ở đây được hiểu là thầu tóm tài sản của công ty không được niêm yết trên Bảng chính (Main Board) hoặc trên Thị trường Giao dịch mạo hiểm (GEM) của Hồng Kông.)

Có trường hợp công ty niêm yết phát hành chứng khoán để mua lại tài sản của công ty không niêm yết dẫn tới sự thay đổi cơ bản trong hoạt động kinh doanh của công ty niêm yết. Trường hợp thầu tóm này cũng được coi là

³⁶ Theo Phần II Luật về thầu tóm và sáp nhập doanh nghiệp của Malaysia năm 1998, người thầu tóm khi đã nắm được quyền kiểm soát công ty mục tiêu (thường là đạt được hơn 33% quyền biểu quyết của công ty này) thì phải tiếp tục thực hiện chào mua với theo cùng một điều kiện tương tự đối với số cổ phiếu còn lại của công ty đó, trừ khi được UBCK cho phép miễn thực hiện nghĩa vụ này. Các trường hợp miễn trừ thường gặp nhất là: (1) các cổ đông còn lại của công ty mục tiêu chấp thuận cho phép miễn trừ thực hiện nghĩa vụ này bằng nghị quyết tại Đại hội cổ đông; và (2) công ty thầu tóm không mua bất kỳ cổ phiếu nào của công ty mục tiêu trong vòng 12 tháng trước khi diễn ra Đại hội cổ đông trừ khi đã thoả thuận hoặc thảo luận trước với Ban giám đốc của công ty mục tiêu.

thâu tóm ngược và Sở giao dịch cũng sẽ áp dụng các điều kiện giống như trường hợp niêm yết mới. Quy định này nhằm đảm bảo các tài sản bị thâu tóm cũng đáp ứng các điều kiện niêm yết. Đây là quy định mới được bổ sung kể từ tháng 3 năm 2004.

Như vậy, theo quy định tại GEM Rules, bất kỳ tổ chức niêm yết nào phát hành chứng khoán và thực hiện các giao dịch được coi là “thâu tóm ngược” đều bị coi là niêm yết mới và phải thực hiện các thủ tục áp dụng cho tổ chức niêm yết mới. Tổ chức này phải tuân thủ toàn bộ trình tự thủ tục niêm yết mới, bao gồm cả việc tuân thủ quy định về việc phát hành bản cáo bạch. GEM Rules yêu cầu cổ đông chủ chốt nắm quyền kiểm soát của công ty niêm yết không được bỏ phiếu tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông phê chuẩn quyết định thực hiện giao dịch thâu tóm ngược. Trong trường hợp không có cổ đông chủ chốt nắm quyền kiểm soát công ty niêm yết thì những cổ đông tham gia quản lý công ty niêm yết cũng không có quyền bỏ phiếu trong cuộc họp này.

Các quy định về niêm yết tại Bảng chính (Main Board Rules) lại không có những nội dung chi tiết về giao dịch thâu tóm ngược. Về nguyên tắc, giao dịch thâu tóm dẫn đến kết quả thay đổi về quyền kiểm soát công ty niêm yết do sự xuất hiện của một hoặc một nhóm các cổ đông chủ chốt mới hoặc thay đổi về hoạt động kinh doanh chính của công ty niêm yết được coi là “giao dịch thâu tóm đặc biệt trọng yếu” (very substantial acquisition) và cũng được coi như niêm yết mới. Tuy nhiên, nguyên tắc bỏ phiếu của cổ đông các công ty niêm yết tại Bảng chính để phê chuẩn quyết định tham gia giao dịch thâu tóm loại này lại được quy định cụ thể và chặt chẽ hơn so với việc bỏ phiếu của cổ đông niêm yết tại GEM. Theo đó, thay vì chỉ quy định những cổ đông có lợi ích đối lập với các cổ đông khác trong công ty niêm yết khi thực hiện giao dịch thâu tóm không được phép bỏ phiếu biểu quyết, các quy định về niêm yết tại Bảng chính còn nêu rõ tất cả các cổ đông còn lại được quyền và có nghĩa vụ tham gia bỏ phiếu tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông để thông qua việc chấp thuận thực hiện giao dịch thâu tóm này. Mặt khác, do ý thức được tầm quan trọng của một giao dịch thâu tóm ngược đối với tổ chức phát hành là công ty niêm yết, các cổ đông phải có cơ hội được thực thi quyền bỏ phiếu của mình tại cuộc họp đại hội đồng cổ đông. Vì vậy, việc bỏ phiếu chấp thuận bằng cách gửi văn bản tới cuộc họp thay cho bỏ phiếu trực tiếp sẽ không được chấp nhận.

1.3.3.6 Thái Lan

SGDCK Thái Lan (SET) là cơ quan quản lý toàn bộ hoạt động niêm yết nói chung và niêm yết cửa sau nói riêng. Ở Thái Lan, niêm yết cửa sau

được thừa nhận với tư cách là một loại giao dịch mua bán tài sản đặc biệt của công ty niêm yết. Quan điểm quản lý của SET đối với bất kỳ giao dịch mua bán tài sản nào của công ty niêm yết là: nhà đầu tư phải luôn có được thông tin chính xác và đầy đủ về các giao dịch mua bán tài sản này. Vì vậy, SET đã ban hành các quy tắc và thủ tục công bố thông tin rất chặt chẽ đối với mọi loại giao dịch mua bán tài sản (do chính công ty niêm yết hoặc công ty con của công ty niêm yết thực hiện một cách trực tiếp hoặc gián tiếp). Mục tiêu của các quy định và thủ tục công bố thông tin này là:

1. Giúp các nhà đầu tư cá nhân có đầy đủ thông tin cần thiết khi ra quyết định đầu tư cũng như cho phép họ cơ hội tham gia vào việc ra các quyết định kinh doanh chính của công ty niêm yết.

2. Quy định rõ cách thức mà công ty niêm yết cung cấp thông tin có ảnh hưởng tới tình hình tài chính của công ty cho công chúng, do đó giúp nhà đầu tư có thể đánh giá chính xác tình hình hoạt động của công ty.

3. Đảm bảo với nhà đầu tư rằng các nguyên tắc quản lý việc niêm yết chứng khoán của công ty niêm yết trên SET luôn được duy trì thống nhất và chặt chẽ.

Theo những mục tiêu và nguyên tắc này, SET đã phân chia các mức độ nội dung và thủ tục công bố thông tin theo 4 loại giao dịch chính của công ty niêm yết như sau:

- **Loại 1:** là các giao dịch mua hoặc bán tài sản giữa công ty niêm yết hoặc công ty con của công ty niêm yết và công ty không niêm yết, trong đó giá trị của giao dịch tương đương từ 50% đến dưới 100% giá trị tài sản của công ty niêm yết.

- **Loại 2:** là các giao dịch mua hoặc bán tài sản giữa công ty niêm yết hoặc công ty con của công ty niêm yết và công ty không niêm yết, trong đó giá trị của giao dịch tương đương từ 15% đến dưới 50% giá trị tài sản của công ty niêm yết.

- **Loại 3:** là các giao dịch mua hoặc bán tài sản giữa công ty niêm yết hoặc công ty con của công ty niêm yết và công ty không niêm yết, trong đó giá trị của giao dịch thấp hơn 15% cộng với khoản thanh toán bằng việc phát hành cổ phiếu mới.

- **Loại 4:** là *giao dịch niêm yết của sau* liên quan tới việc thu tóm tài sản giữa công ty niêm yết và công ty không niêm yết, trong đó giá trị của giao dịch thu tóm là từ 100% trở lên, và dẫn tới kết quả là việc chuyển

quyền kiểm soát từ cổ đông của công ty niêm yết sang cổ đông của công ty không niêm yết. Sự hợp nhất về tài sản cũng dẫn tới hậu quả là cổ đông của công ty niêm yết chỉ còn sở hữu số cổ phiếu thấp hơn 50% giá trị vốn điều lệ của công ty này.

Đối với mỗi loại giao dịch, SET đưa ra 1 thủ tục và cấp độ công bố thông tin khác nhau. Nhìn vào bảng sau đây, có thể thấy rõ niêm yết của sau được coi là giao dịch có cấp độ công bố thông tin cao nhất (Loại 4):

Thủ tục	Loại 3 15% + phát hành cổ phiếu	Loại 2 $15\% \leq X < 50\%$	Loại 1 $50\% \leq X < 100\%$	Loại 4 $X \geq 100\%$
1. Báo cáo SET	/	/	/	/
2. Thông báo bằng văn bản tới các cổ đông		/	/	/
3. Họp để lấy ý kiến chấp thuận từ phía các cổ đông ³⁷			/	/
4. Phải được chấp thuận như là niêm yết mới				/

Như vậy, quan điểm của SGDKC Thái Lan là coi niêm yết của sau cũng giống như niêm yết mới. Trình tự cụ thể như sau³⁸:

- Vào ngày Hội đồng quản trị của công ty niêm yết hoặc đại hội đồng cổ đông công niêm yết thông qua nghị quyết chấp thuận thực hiện giao dịch niêm yết của sau, công ty niêm yết phải thực hiện các quy định của SGDKC liên quan tới việc công bố thông tin đối với sự kiện xảy ra trong hoạt động của công ty niêm yết theo Điều 57(6) Luật chứng khoán.

³⁷ Giao dịch được coi là đã được sự chấp thuận của cổ đông nếu đạt từ 3/4 số cổ phiếu có quyền biểu quyết trở lên đồng ý. Công ty phải chỉ định tư vấn tài chính để hỗ trợ cho việc định giá giao dịch và báo cáo kết quả định giá cho Ban giám đốc, SET và các cổ đông của công ty.

³⁸ Quy chế của Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan về việc niêm yết chứng khoán của công ty được hình thành do việc hợp nhất sáp nhập công ty, 9/12/1999.

- Khi Hội đồng quản trị của công ty niêm yết thông qua nghị quyết xác định ngày họp đại hội đồng cổ đông chung giữa 2 công ty theo luật về công ty đại chúng, công ty niêm yết phải công bố thông tin.

- Chậm nhất 30 ngày trước khi diễn ra cuộc họp đại hội đồng cổ đông chung giữa 2 công ty theo luật về công ty đại chúng, công ty niêm yết phải nộp hồ sơ niêm yết mới lên SET.

Trong quá trình xem xét hồ sơ xin niêm yết mới, Hội đồng điều hành SET có thể cho phép miễn các tiêu chí về phân phối cổ phiếu cho cổ đông nhỏ và tiêu chí về lợi nhuận ròng sau thuế phát sinh từ hoạt động thường xuyên của công ty niêm yết, đặc biệt nếu Hội đồng điều hành nhận thấy giao dịch thầu tóm sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh của công ty niêm yết.

- Chứng khoán của công ty mới phải thoả mãn được các điều kiện niêm yết theo quy định của SET.

- Khi Hội đồng điều hành SET nhận thấy chứng khoán của công ty mới thoả mãn các điều kiện niêm yết, các chứng khoán này sẽ được coi là chứng khoán niêm yết kể từ ngày giao dịch thầu tóm sáp nhập được đăng ký và cũng trong ngày đó chứng khoán niêm yết của công ty niêm yết cũ sẽ bị huỷ niêm yết.

- Công ty mới phải nộp lệ phí niêm yết chứng khoán theo quy định của SET.

- Công ty mới phải tuân thủ các quy định về quản lý niêm yết của SET như bình thường.

1.4. Một số bài học kinh nghiệm cho Việt nam

Qua việc nghiên cứu điển hình khung pháp lý của một số nước về vấn đề niêm yết cửa sau, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm cho Việt nam trong giai đoạn đầu xây dựng khung pháp lý về vấn đề này như sau:

- Việc niêm yết cửa sau thường được quy định trong Luật chứng khoán hoặc quy chế của SGDCK. Tuy nhiên, quy định tại Luật chứng khoán thường mang tính khái quát, phần lớn các vấn đề mang tính thủ tục được quy định cụ thể trong quy chế về niêm yết của Sở giao dịch. Liên quan tới vấn đề niêm yết cửa sau, các SGDCK thường có quy định tại Quy chế Niêm yết, Công bố thông tin hoặc Thầu tóm sáp nhập doanh nghiệp niêm yết, tùy theo quan điểm quản lý và phương thức quản lý chú trọng vào nội dung nào.

- Cơ quan quản lý, đồng thời cũng là cơ quan có thẩm quyền chấp thuận và phê chuẩn thực hiện giao dịch niêm yết của sau phần lớn là các SGDCK. Tuy nhiên, cũng có trường hợp UBCK là cơ quan có thẩm quyền phê chuẩn hoạt động niêm yết của sau (ví dụ Malaysia) hoặc vừa là UBCK vừa là SGDCK (ví dụ Canada). Trong điều kiện Việt nam hiện nay, UBCKNN vẫn là cơ quan có thẩm quyền cấp phép và quản lý niêm yết. Vì vậy, UBCKNN sẽ có thể tiếp tục đóng vai trò là cơ quan quản lý hoạt động niêm yết của sau (ban hành văn bản pháp quy và là cơ quan có thẩm quyền cấp phép/chấp thuận thực hiện giao dịch). Tuy nhiên, trong thời gian tới, cùng với tiến trình nghiên cứu xây dựng Luật chứng khoán, khi SGDCK tách thành pháp nhân độc lập với UBCKNN và có thẩm quyền quản lý hoạt động niêm yết trên Sở của mình, các quy chế niêm yết sẽ do Sở ban hành và quản lý việc thực hiện.

- Phần lớn cơ quan quản lý thị trường chứng khoán các nước đều coi giao dịch thu mua ngược là giao dịch tái cơ cấu tài sản đặc biệt của công ty niêm yết và phải được sự phê chuẩn/chấp thuận của cơ quan quản lý. Công ty niêm yết và công ty không niêm yết tham gia giao dịch đều phải thực hiện chế độ công bố thông tin đặc biệt nhằm bảo vệ quyền lợi của cổ đông trong cả 2 công ty và quyền lợi của công chúng đầu tư.

- Quy định pháp luật của các nước về thủ tục niêm yết của sau thường gồm những nội dung cơ bản như sau:

- *Bước 1: công ty niêm yết và công ty không niêm yết ký kết hợp đồng/thỏa thuận sơ bộ về việc thực hiện giao dịch thu mua ngược.* Hợp đồng này quy định cụ thể các nội dung liên quan tới việc thực hiện giao dịch (số cổ phiếu mà công ty niêm yết dự kiến phát hành, giá trị tài sản hoán đổi của công ty không niêm yết, thời gian thực hiện giao dịch, mục tiêu cuối cùng của giao dịch, các nội dung liên quan đến công ty niêm yết sau khi giao dịch thu mua ngược hoàn tất: dự kiến cổ đông chủ chốt, ngành nghề kinh doanh mới...). Hợp đồng này được coi là hợp đồng có điều kiện phụ thuộc vào (1) chấp thuận của cổ đông công ty niêm yết và (2) phê chuẩn của cơ quan quản lý có thẩm quyền.
- *Bước 2: triệu tập đại hội cổ đông của công ty niêm yết để lấy biểu quyết về việc thực hiện giao dịch thu mua ngược.* Thủ tục triệu tập và tỷ lệ bỏ phiếu biểu quyết tại đại hội cổ đông phụ thuộc vào quy định cụ thể của từng nước, song nhìn chung nhiều nước không cho phép các cổ đông là người tham gia quản lý công ty niêm yết, cổ đông chủ chốt hoặc cổ đông có lợi ích

đối lập (là những cổ đông của công ty niêm yết là người có liên quan tới công ty không niêm yết đang có ý định thực hiện niêm yết của sau thông qua công ty niêm yết) không được tham gia bỏ phiếu biểu quyết.

- *Bước 3: báo cáo cơ quan quản lý.* Cơ quan quản lý yêu cầu công bố thông tin và ngừng giao dịch chứng khoán của công ty niêm yết cho đến khi cơ quan quản lý có quyết định chính thức về vụ việc.³⁹
- *Bước 4: cơ quan quản lý phê chuẩn đề nghị thực hiện giao dịch đầu tư ngược.* Chứng khoán được giao dịch trở lại. Giao dịch đầu tư ngược hoàn tất.
- *Bước 5: tổ chức niêm yết đệ trình hồ sơ niêm yết lên cơ quan quản lý.* Cơ quan quản lý sẽ xem xét các tiêu chí có đáp ứng tiêu chí niêm yết ban đầu hay không.
- *Bước 6: việc niêm yết của sau hoàn tất.* Hoạt động kinh doanh của công ty không niêm yết được phép niêm yết trên sở giao dịch dưới tên gọi của tổ chức niêm yết cũ.

- Vai trò của tổ chức trung gian: tổ chức trung gian với vai trò là người hỗ trợ quá trình thực hiện giao dịch đầu tư ngược/niêm yết của sau không phải lúc nào cũng là yếu tố bắt buộc trong quy định pháp luật của các nước. Ví dụ: SGDCK Canada (CNDX) coi việc niêm yết của sau giống như niêm yết mới nên hồ sơ niêm yết bắt buộc phải có sự tư vấn và bảo lãnh của nhà bảo lãnh là một công ty chứng khoán thành viên của CNDX. Nhưng SGDCK Kuala Lumpur (KLSE) lại chỉ yêu cầu công ty niêm yết phải chỉ định một nhà tư vấn độc lập trong trường hợp giao dịch đầu tư ngược được coi là có liên quan tới lợi ích của một bên thứ ba hoặc có sự thiên vị về lợi ích giữa 2 bên. Trách nhiệm và quyền hạn của nhà tư vấn độc lập này là giúp cho cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số hiểu rõ về ảnh hưởng của giao dịch đối với quyền lợi của mình, từ đó họ có thể đưa ra quyết định chính xác trong đại hội cổ đông biểu quyết thông qua việc thực hiện giao dịch đầu tư ngược.

Việt nam cần cân nhắc yếu tố này trong quy định của mình, đặc biệt là trong hoàn cảnh thị trường còn rất mới mẻ đối với công chúng đầu tư nói chung. Mặt khác, ý kiến và sự ràng buộc về trách nhiệm của một tổ chức

³⁹ Việc báo cáo cơ quan quản lý và thực hiện công bố thông tin tùy theo pháp luật của một số nước có thể phải thực hiện ngay từ khi tổ chức niêm yết có ý định về việc đầu tư ngược.

trung gian trong quá trình thực hiện giao dịch cũng là một yếu tố giúp hạn chế những rủi ro và gian lận (nếu có) của hoạt động này.

- Hạn chế về thời hạn chuyển nhượng cổ phiếu được công ty niêm yết phát hành với mục đích “hoán đổi” tài sản của công ty không niêm yết: một số thị trường quy định thời hạn này nhằm phòng ngừa khả năng công ty không niêm yết lợi dụng giao dịch đầu tư ngược để thao túng giá cả chứng khoán niêm yết, ảnh hưởng tới quyền lợi của cổ đông. Ví dụ: theo quy định của CNDX, thời hạn hạn chế chuyển nhượng này tối thiểu là 3 năm và tối đa là 6 năm (tuy nhiên có phân biệt cổ phiếu hoán đổi phát hành cho các cổ đông chủ chốt của công ty không niêm yết và những cổ phiếu phát hành cho các cổ đông thiểu số của công ty không niêm yết. Trong một số trường hợp, những cổ phiếu hoán đổi này sẽ chỉ bị hạn chế chuyển nhượng khi nó được phát hành cho các cổ đông chủ chốt). Thời hạn này theo quy định của KLSE là 3 năm.

Dựa trên một số kinh nghiệm của pháp luật các nước về niêm yết của sau, các nhà quản lý thị trường chứng khoán Việt nam có thể nghiên cứu chọn lọc và tiếp thu một số điểm phù hợp với điều kiện thực tiễn của Việt nam. Chương 2 của đề tài sẽ đưa ra một số đề xuất cụ thể liên quan tới việc xây dựng khung pháp lý cho hoạt động niêm yết của sau tại Việt nam.

CHƯƠNG 2

MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CHO VIỆC XÂY DỰNG KHUNG PHÁP LÝ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỦA SAU TẠI VIỆT NAM

2.1. THỰC TRẠNG KHUNG PHÁP LÝ VỀ NIÊM YẾT VÀ THẦU TÓM SÁP NHẬP DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY

2.1.1. Khung pháp lý về niêm yết và thầu tóm sáp nhập doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt nam

Tính đến thời điểm này, văn bản pháp luật có hiệu lực cao nhất điều chỉnh các vấn đề về chứng khoán và thị trường chứng khoán là Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003, dưới đó là các văn bản hướng dẫn thi hành Nghị định này do Bộ Tài chính ban hành năm 2004.

Tuy nhiên, phạm vi điều chỉnh của Nghị định số 144/2003/NĐ-CP không bao trùm việc phát hành và giao dịch, kinh doanh chứng khoán của các tổ chức tín dụng, cổ phiếu của doanh nghiệp nhà nước khi cổ phần hoá và cổ phiếu của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài khi chuyển đổi sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Nguyên nhân là do Nghị định số 144/2003/NĐ-CP không thể phủ nhận hiệu lực của các văn bản luật cao hơn như Luật doanh nghiệp, Luật các tổ chức tín dụng, Luật đầu tư nước ngoài. Chính vì vậy, các hoạt động phát hành, kinh doanh, giao dịch chứng khoán của các đối tượng nêu trên cũng như vấn đề thầu tóm, hợp nhất, sáp nhập của các đối tượng đó vẫn thuộc phạm vi điều chỉnh của các Luật độc lập nêu trên.

Hiện nay, vấn đề về niêm yết, thầu tóm và sáp nhập doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được quy định tại Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán và Thông tư số 58/2004/TT-BTC ngày 17/06/2004 của Bộ Tài chính Hướng dẫn về Thành viên và Giao dịch chứng khoán.

Tuy Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ra đời sau khi thị trường hoạt động được 3 năm song phạm vi và mức độ điều chỉnh đối với hoạt động thầu tóm, sáp nhập chỉ giới hạn trong việc mua bán cổ phiếu của các công ty niêm yết trên thị trường tập trung, còn các hoạt động thầu tóm thông qua các hình thức khác và hoạt động thầu tóm, sáp nhập các đối tượng khác chưa được đề cập đến.

Về nội dung quy định hoạt động thầu tóm, sáp nhập, Nghị định số 144/2003/NĐ-CP cũng như Thông tư số 58/2004/TT-BTC mới chỉ dừng lại ở việc quy định những vấn đề về nghĩa vụ công bố thông tin của “người thầu tóm” và “người có ý định thầu tóm” thông qua việc mua bán cổ phiếu của công ty niêm yết trên thị trường giao dịch tập trung. Cụ thể, Điều 36 của Nghị định 144/2003/NĐ-CP quy định:

- Tổ chức, cá nhân nắm giữ hoặc cùng với người có liên quan nắm giữ tới các mức 5%, 10%, 15%, 20% vốn cổ phần của một tổ chức niêm yết, mỗi khi có giao dịch làm tăng, giảm các mức nắm giữ nói trên phải báo cáo bằng văn bản cho UBCKNN, TTGDCK, SGDCK và tổ chức niêm yết trong vòng 03 ngày làm việc, kể từ ngày giao dịch đạt tỷ lệ sở hữu trên.

- Người thầu tóm phải báo cáo UBCKNN bằng văn bản về ý định thầu tóm. Sau 10 ngày làm việc, kể từ ngày báo cáo, nếu UBCKNN không có ý kiến khác, người thầu tóm phải công bố chào mua công khai trên 03 số liên tiếp của 01 tờ báo Trung ương, 01 tờ báo địa phương hoặc trên bản tin thị trường chứng khoán nơi tổ chức niêm yết bị thầu tóm đóng trụ sở chính. Sau khi công bố công khai, người thầu tóm không được thay đổi ý định thầu tóm đã công bố.

- Giá chào mua không được thấp hơn giá hiện hành của cổ phiếu niêm yết trên thị trường trước ngày chào mua.

- Thời hạn chào mua công khai không dưới 30 ngày và không quá 60 ngày. Trong thời hạn chào mua công khai, người thầu tóm phải áp dụng các điều kiện chào mua công khai cho tất cả cổ đông của tổ chức niêm yết bị thầu tóm; không được từ chối mua cổ phiếu của bất cứ cổ đông nào của tổ chức niêm yết như các điều kiện đã công bố và không được mua bán cổ phiếu của tổ chức niêm yết dưới bất kỳ hình thức nào khác. Việc hoàn tất giao dịch thầu tóm tổ chức niêm yết phải được thực hiện trong vòng 05 ngày làm việc kể từ khi hết thời hạn chào mua công khai. Trường hợp người thầu tóm nắm giữ tới 80% vốn cổ phần của tổ chức niêm yết bị thầu tóm thì tổ chức niêm yết bị huỷ bỏ niêm yết. Trong vòng 10 ngày, kể từ ngày công bố kết quả mua lại, nếu các cổ đông còn lại có yêu cầu, người thầu tóm có nghĩa vụ phải mua tiếp cổ phiếu của họ theo đúng điều kiện chào mua công khai đã công bố.

- Người thầu tóm không được bán cổ phiếu đã mua trong vòng 06 tháng, kể từ ngày kết thúc việc thầu tóm.

Các nội dung này được cụ thể hoá trong trong Thông tư số 58/2004/TT-BTC:

- Đối tượng có ý định nắm giữ 25% vốn cổ phần hoặc đang nắm giữ 25% vốn cổ phần trở lên của một tổ chức niêm yết, mỗi khi có ý định giao dịch làm thay đổi tỷ lệ nắm giữ của mình phải báo cáo bằng văn bản cho UBCKNN, TTGDCK hoặc SGDCK và thông báo cho tổ chức niêm yết trong vòng 03 ngày trước ngày thực hiện giao dịch, trong thông báo đó phải nêu rõ mục đích thực hiện giao dịch, số lượng cổ phiếu giao dịch, số lượng và tỷ lệ cổ phiếu sẽ nắm giữ sau khi thực hiện giao dịch.

- Trong vòng 03 ngày kể từ khi hoàn tất giao dịch, người thu tóm phải báo cáo bằng văn bản cho UBCKNN, TTGDCK hoặc SGDCK và thông báo cho tổ chức niêm yết về kết quả giao dịch, tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu hiện tại, thay đổi tỷ lệ nắm giữ.

- Khi người thu tóm nắm giữ trên 80% vốn cổ phần (đối với công ty có vốn cổ phần dưới 100 tỷ đồng Việt Nam) hoặc trên 85% vốn cổ phần (đối với công ty có vốn cổ phần trên 100 tỷ đồng Việt Nam) của một tổ chức niêm yết hoặc số cổ đông ngoài tổ chức niêm yết không đạt từ 50 cổ đông trở lên thì cổ phiếu đó sẽ bị huỷ bỏ niêm yết. Trong vòng 10 ngày làm việc kể từ khi đạt các tỷ lệ sở hữu này người thu tóm có quyền chào mua số cổ phiếu của các cổ đông còn lại hoặc các cổ đông còn lại được quyền chào bán cổ phiếu cho người thu tóm và người thu tóm có nghĩa vụ phải mua số cổ phiếu đó theo phương thức chào mua công khai

- Tổ chức, cá nhân hoặc cùng người có liên quan có ý định mua cùng một lúc với khối lượng từ 25% trở lên vốn cổ phần của một tổ chức niêm yết phải đồng thời báo cáo bằng văn bản cho UBCKNN, TTGDCK hoặc SGDCK và thông báo cho tổ chức niêm yết và thực hiện giao dịch thông qua phương thức chào mua công khai.

Liên quan đến quy định về hoạt động chào mua công khai, Thông tư số 58/2004/TT-BTC nêu rõ:

- Báo cáo chào mua công khai của người thu tóm phải bao gồm các thông tin về số lượng và tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu hiện tại của người có liên quan đối với tổ chức dự kiến bị thu tóm, mục đích thu tóm và dự kiến kế hoạch hoạt động, kinh doanh sau khi thực hiện thu tóm, số lượng, tỷ lệ cổ phiếu dự kiến thực hiện mua thu tóm, giá chào mua, nguồn vốn thực hiện mua thu tóm, thời điểm và thời hạn dự kiến hoàn tất việc thu tóm, thời hạn và phương thức thanh toán, tên công ty chứng khoán được uỷ thác thực hiện việc mua thu tóm.

- Trong vòng 07 ngày làm việc kể từ ngày nhận được thông báo của người thầu tóm, tổ chức niêm yết bị thầu tóm phải đưa ra các ý kiến của mình đối với hành vi mua thầu tóm, báo cáo bằng văn bản cho UBCKNN và thông báo đến toàn thể cổ đông của mình đối với việc mua thầu tóm này.

- Sau khi công bố công khai, người thầu tóm không được thay đổi ý định thầu tóm đã công bố, trừ khi trong thời hạn chào mua công khai, tổng số lượng cổ phiếu đăng ký bán nhỏ hơn khối lượng đăng ký mua dự kiến hoặc trong trường hợp bất khả kháng được sự chấp thuận của UBCKNN.

- Trong thời hạn chào mua công khai, tổ chức niêm yết bị thầu tóm không được phép phát hành thêm cổ phiếu hoặc thực hiện việc tách, gộp cổ phiếu, ngoại trừ trường hợp có Nghị quyết của Hội đồng quản trị; người thầu tóm không được phép thực hiện bất kỳ giao dịch nào khác đối với cổ phiếu dự kiến mua thầu tóm trên TTGDCK hoặc SGDCK.

- Giá chào mua công khai không được thấp hơn giá đóng cửa của cổ phiếu dự kiến mua thầu tóm trên TTGDCK hoặc SGDCK trước ngày chào mua và được áp dụng cho mọi cổ đông đăng ký chào bán.

- Trước thời hạn kết thúc đợt chào mua công khai 10 ngày làm việc, cổ đông có quyền huỷ bỏ đăng ký chào bán của mình; trong vòng 07 ngày làm việc trước khi kết thúc thời hạn chào mua công khai, người thầu tóm có thể tăng giá chào mua và phải thông báo công khai.

- Trường hợp người thầu tóm đăng ký chào mua dưới 80% vốn cổ phần (đối với công ty có vốn cổ phần dưới 100 tỷ đồng Việt Nam) hoặc dưới 85% vốn cổ phần (đối với công ty có vốn cổ phần trên 100 tỷ đồng Việt Nam) của tổ chức niêm yết dự kiến thầu tóm, nếu số lượng cổ phiếu đăng ký bán của các cổ đông vượt quá số lượng đăng ký chào mua thì người thầu tóm có thể mua hết số lượng đăng ký bán hoặc thực hiện mua theo tỷ lệ phân bổ. Trường hợp người thầu tóm đăng ký chào mua từ 80% trở lên vốn cổ phần (đối với công ty có vốn cổ phần dưới 100 tỷ đồng Việt Nam) hoặc từ 85% trở lên vốn cổ phần (đối với công ty có vốn cổ phần trên 100 tỷ đồng Việt Nam) của tổ chức niêm yết dự kiến thầu tóm và hết thời hạn chào mua công khai số lượng đăng ký bán của các cổ đông vượt quá số lượng đăng ký chào mua thì người thầu tóm có nghĩa vụ phải mua hết số lượng đã đăng ký bán.

Như vậy, khung pháp lý liên quan đến hoạt động thầu tóm, sáp nhập của các công ty niêm yết đã được xây dựng phần nào đáp ứng được 4 nguyên

tắc cơ bản theo ý kiến của các chuyên gia tư vấn quốc tế thuộc Viện chứng khoán Australia.⁴⁰

Nguyên tắc 1: đối xử bình đẳng với mọi cổ đông của tổ chức niêm yết;

Nguyên tắc 2: cung cấp đầy đủ thông tin tốt nhất và đủ thời gian để ra quyết định;

Nguyên tắc 3: thị trường công bằng ở mọi thời điểm;

Nguyên tắc 4: không gây cản trở cho người thầu tóm từ phía tổ chức bị thầu tóm.

Về nguyên tắc thứ nhất, Nghị định 144/2003/NĐ-CP và Thông tư số 58/2004/TT-BTC đã quy định toàn thể cổ đông của tổ chức niêm yết phải nhận được thông báo của tổ chức niêm yết về ý kiến đối với hành vi mua thầu tóm của người thầu tóm. Các văn bản này cũng quy định trách nhiệm của tổ chức niêm yết: Trong thời hạn chào mua công khai, tổ chức niêm yết bị thầu tóm không được phép phát hành thêm cổ phiếu hoặc thực hiện việc tách, gộp cổ phiếu.

Đối với trách nhiệm của người thầu tóm, các văn bản trên cũng quy định đối tượng này không được phép thực hiện bất kỳ giao dịch nào khác đối với cổ phiếu dự kiến mua thầu tóm, phải thực hiện việc ký quỹ tiền trước khi thực hiện chào mua công khai để đảm bảo khả năng thanh toán, giá chào mua công khai không được thấp hơn giá đóng cửa của cổ phiếu dự kiến mua thầu tóm trên TTGDCK hoặc SGDCK trước ngày chào mua và được áp dụng cho mọi cổ đông đăng ký chào bán.

Các văn bản này cũng quy định quyền hạn của các cổ đông của tổ chức niêm yết là đối tượng bị thầu tóm. Theo đó, cổ đông có quyền chào bán cổ phiếu cho người thầu tóm khi người thầu tóm đã đạt được tỷ lệ để huỷ bỏ niêm yết cổ phiếu và trong trường hợp đó thì người thầu tóm phải mua lại số cổ phiếu đó. Các cổ đông cũng có quyền lựa chọn việc bán cổ phiếu: trước thời hạn kết thúc đợt chào mua công khai 10 ngày làm việc, cổ đông có quyền huỷ bỏ đăng ký chào bán của mình.

Về nguyên tắc thứ hai, Nghị định 144/2003/NĐ-CP và Thông tư 58/2004/TT-BTC quy định nghĩa vụ công bố thông tin và thời hạn thực hiện việc công bố thông tin của người có ý định thầu tóm. Quy định người có ý

⁴⁰ *Thời báo Kinh tế Việt Nam*, “Sáp có khung pháp lý điều chỉnh việc sáp nhập và thầu tóm tổ chức niêm yết”, VietNamNet 13/10/2003.

định thầu tóm phải thực hiện việc công bố thông tin trên các báo trung ương, địa phương và bản tin thị trường chứng khoán đã phân nào đáp ứng được yêu cầu được cung cấp đầy đủ thông tin của người đầu tư. Ngoài ra, các nội dung cần phải thông báo cũng là những thông tin cơ bản nhất để người đầu tư có cơ sở tham khảo. Tuy nhiên, Nghị định cũng như Thông tư hướng dẫn mới chỉ dừng lại ở mức quy định những nội dung cơ bản nhất mà không yêu cầu chi tiết đến mức độ nào, vì vậy, việc người có ý định thầu tóm có cung cấp được những thông tin tốt nhất cho công chúng đầu tư hay không, đặc biệt là những thông tin chi tiết về dự kiến phương án tổ chức hoạt động kinh doanh sau khi mua lại công ty là định hướng phát triển tương lai của công ty, lại tùy thuộc vào người có ý định thầu tóm. Quy định về thời hạn phải công bố thông tin cũng đủ để người đầu tư có thời gian quyết định. Như vậy, Nghị định và Thông tư hướng dẫn mới chỉ đáp ứng được nguyên tắc thứ hai ở một mức độ hạn chế.

Về nguyên tắc thứ ba, Nghị định quy định giá chào mua do người có ý định thầu tóm đưa ra không được phép thấp hơn giá hiện hành của cổ phiếu niêm yết trên thị trường trước ngày chào mua. Thông tư hướng dẫn nêu rõ giá hiện hành trên thị trường là giá đóng cửa của cổ phiếu dự kiến thầu tóm trên TTGDCK hoặc SGDCK trước ngày chào mua và được áp dụng cho mọi cổ đông đăng ký chào bán. Như vậy, giá của cổ phiếu trên thị trường tập trung được sử dụng làm căn cứ để xác định giá chào mua công khai. Quy định về mức giá thấp nhất mà người có ý định thầu tóm phải đưa ra để chào mua công khai đã đảm bảo được việc cổ đông của công ty niêm yết bị thầu tóm được đối xử công bằng tại mọi thời điểm, căn cứ vào thực tế của thị trường.

Về nguyên tắc thứ tư, các quy định tại Nghị định 144/2003/NĐ-CP và Thông tư 58/2004/TT-BTC cho thấy người thầu tóm không bị cản trở từ phía tổ chức bị thầu tóm. Trong trường hợp trong thời hạn chào mua công khai, tổng số lượng cổ phiếu đăng ký bán nhỏ hơn khối lượng đăng ký mua dự kiến thì người thầu tóm có thể báo cáo UBCKNN đề nghị huỷ bỏ đợt mua thầu tóm. Đồng thời, trong vòng 07 ngày làm việc trước khi kết thúc thời hạn chào mua công khai, người thầu tóm có thể tăng giá chào mua. Như vậy, một khi đã thực hiện các nghĩa vụ theo quy định, người thầu tóm sẽ không gặp phải trở ngại nào từ phía tổ chức bị thầu tóm.

Tuy đã phân nào đáp ứng được các nguyên tắc theo ý kiến tư vấn của chuyên gia song hiện nay, Nghị định 144/2003/NĐ-CP và Thông tư 58/2004/TT-BTC vẫn còn một số bất cập:

- **Thứ nhất**, các văn bản này mới chỉ dừng lại ở mức quy định việc mua thầu tóm, sáp nhập thông qua hình thức mua bán cổ phiếu của tổ chức

niêm yết trên thị trường tập trung. Các quy định liên quan cũng mới chỉ dừng lại ở mức quy định các thủ tục, điều kiện bắt buộc mà các đối tượng phải thực hiện.

- **Thứ hai**, các quy định tại các văn bản này cũng mới chỉ đề cập đến việc tổ chức hoặc cá nhân khác thực hiện việc thu mua cổ phiếu của công ty niêm yết. Vấn đề tổ chức niêm yết sử dụng cổ phiếu của mình (thông qua việc phát hành thêm hoặc cổ phiếu ngân quỹ) để mua lại (thực chất là để đổi lấy) hoạt động kinh doanh hoặc dự án của một công ty chưa niêm yết làm thay đổi cơ cấu sở hữu cũng như định hướng sản xuất kinh doanh của công ty niêm yết chưa được quy định cụ thể về cách thức xử lý. Hình thức hợp nhất này khiến cho công ty chưa niêm yết trở thành đồng sở hữu công ty niêm yết và nghiêm nhiên được niêm yết cổ phiếu mà không cần phải thực hiện các quy định về chào mua công khai hoặc làm các thủ tục xin niêm yết. Hay nói cách khác, hình thức “niêm yết cửa sau” này vẫn chưa có các quy định để ngăn chặn các trường hợp cố tình tránh các thủ tục niêm yết mà hậu quả có thể không có lợi cho đông đảo công chúng đầu tư.

- **Thứ ba**, các văn bản pháp quy hiện hành mới chỉ dừng lại ở việc quy định việc mua thu mua cổ phiếu của công ty niêm yết mà chưa quy định các hình thức sáp nhập, hợp nhất khác hay hình thức mua công ty niêm yết thông qua việc mua tài sản thuần túy, v.v.

Theo quy định tại Nghị định 144/2003/NĐ-CP và Thông tư 58/2004/TT-BTC, cơ quan quản lý Nhà nước chịu trách nhiệm quản lý, giám sát hoạt động niêm yết, thu mua, sáp nhập của tổ chức niêm yết là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Cơ quan này có thẩm quyền quyết định chấp thuận hay không chấp thuận việc người thu mua thực hiện chào mua công khai để mua cổ phiếu của công ty niêm yết. Đồng thời, đây cũng là cơ quan thực hiện việc theo dõi, giám sát hoạt động mua thu mua cổ phiếu của công ty niêm yết thông qua các báo cáo do người thu mua nộp trước và sau khi kết thúc việc chào mua công khai.

2.1.2. Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động thu mua và sáp nhập doanh nghiệp nói chung

Các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay chịu sự điều chỉnh của các luật khác nhau căn cứ theo loại hình sở hữu: Doanh nghiệp nhà nước chịu sự điều chỉnh của Luật doanh nghiệp Nhà nước; các tổ chức tín dụng chịu sự điều chỉnh của Luật các tổ chức tín dụng; các công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần, doanh nghiệp tư nhân chịu sự điều chỉnh của Luật Doanh nghiệp;

các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thuộc phạm vi điều chỉnh của Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Các công ty thực hiện việc phát hành chứng khoán ra công chúng, niêm yết chứng khoán còn thuộc phạm vi điều chỉnh của pháp luật về chứng khoán. Do đó, hoạt động thu tóm, sáp nhập của các loại hình doanh nghiệp khác nhau cũng không được điều chỉnh thống nhất trong một văn bản cụ thể.

a. Quy định của Luật Doanh nghiệp về thu tóm, sáp nhập

Trong Luật Doanh nghiệp được Quốc hội khoá X, kỳ họp thứ 5 thông qua ngày 12 tháng 06 năm 1999 và có hiệu lực từ ngày 1/1/2000, các quy định về vấn đề về hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp mới chỉ được đưa ra ở mức độ khái niệm và một số thủ tục cần thiết. Hơn nữa, các văn bản hướng dẫn thi hành Luật doanh nghiệp cũng không quy định cụ thể về vấn đề hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp nên sẽ rất khó khăn trong việc thực hiện.

Mặt khác, phạm vi áp dụng của Luật Doanh nghiệp bị giới hạn trong các doanh nghiệp là các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp tư nhân và công ty hợp danh nên các đối tượng khác không thuộc phạm vi điều chỉnh của Luật này.

- Hợp nhất doanh nghiệp

Điều 107 Luật Doanh nghiệp quy định về vấn đề hợp nhất doanh nghiệp, theo đó hai hoặc một số công ty cùng loại (gọi là công ty bị hợp nhất) có thể hợp nhất thành một công ty mới (gọi là công ty hợp nhất) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty hợp nhất, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của các công ty bị hợp nhất.

Thủ tục hợp nhất được quy định tại khoản 2 Điều 107, theo đó các công ty bị hợp nhất chuẩn bị hợp đồng hợp nhất, nêu rõ tên, trụ sở công ty hợp nhất; thủ tục và điều kiện hợp nhất; phương án sử dụng lao động; thời hạn, thủ tục và điều kiện chuyển đổi tài sản; chuyển đổi phần vốn góp, cổ phần, trái phiếu của công ty bị hợp nhất thành vốn góp, cổ phần, trái phiếu của công ty hợp nhất; thời hạn thực hiện hợp nhất; dự thảo Điều lệ công ty hợp nhất;

Các thành viên, chủ sở hữu công ty hoặc các cổ đông của các công ty bị hợp nhất thông qua hợp đồng hợp nhất, Điều lệ công ty hợp nhất, bầu hoặc bổ nhiệm Chủ tịch Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty, Hội đồng quản trị, Giám đốc (Tổng giám đốc) công ty hợp nhất; tiến hành đăng ký kinh doanh công ty hợp nhất theo quy định của Luật Doanh nghiệp. Khi đó, hồ sơ đăng ký kinh doanh phải kèm theo hợp đồng hợp nhất. Hợp đồng hợp nhất phải

được gửi đến tất cả các chủ nợ và thông báo cho người lao động biết trong thời hạn 15 ngày kể từ ngày thông qua.

Sau khi đăng ký kinh doanh, các công ty bị hợp nhất chấm dứt sự tồn tại. Công ty hợp nhất được hưởng các quyền và lợi ích hợp pháp, chịu trách nhiệm về các khoản nợ chưa thanh toán, hợp đồng lao động và các nghĩa vụ tài sản khác của các công ty bị hợp nhất.

Như vậy, quy định đối với hoạt động hợp nhất doanh nghiệp tại Luật Doanh nghiệp mới chỉ dừng lại ở mức nêu ra khái niệm, một số thủ tục cần thiết phải thực hiện để hợp nhất mà cũng chưa có những quy định chi tiết cách thức thực hiện.

- Sáp nhập doanh nghiệp

Việc sáp nhập doanh nghiệp được quy định tại Điều 108 Luật Doanh nghiệp: một hoặc một số công ty cùng loại (gọi là công ty bị sáp nhập) có thể sáp nhập vào một công ty khác (gọi là công ty nhận sáp nhập) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty nhận sáp nhập, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của công ty bị sáp nhập. Thủ tục sáp nhập công ty được quy định tại Khoản 2 điều này như sau:

- Các công ty liên quan chuẩn bị hợp đồng sáp nhập và dự thảo Điều lệ công ty nhận sáp nhập. Hợp đồng sáp nhập cũng phải bao gồm các nội dung: tên, trụ sở công ty nhận sáp nhập; thủ tục và điều kiện sáp nhập; phương án sử dụng lao động; thời hạn, thủ tục và điều kiện chuyển đổi tài sản; chuyển đổi phần vốn góp, cổ phần, trái phiếu của công ty bị sáp nhập thành vốn góp, cổ phần, trái phiếu của công ty bị sáp nhập; thời hạn thực hiện sáp nhập.

- Các thành viên, chủ sở hữu công ty hoặc các cổ đông của các công ty liên quan thông qua hợp đồng sáp nhập và Điều lệ công ty nhận sáp nhập; tiến hành đăng ký kinh doanh công ty nhận sáp nhập theo quy định của Luật Doanh nghiệp. Khi đó, hồ sơ đăng ký kinh doanh phải kèm theo hợp đồng sáp nhập. Hợp đồng sáp nhập phải được gửi đến tất cả các chủ nợ và thông báo cho người lao động biết trong thời hạn 15 ngày kể từ ngày thông qua.

Sau khi đăng ký kinh doanh, công ty nhận sáp nhập được hưởng các quyền và lợi ích hợp pháp, chịu trách nhiệm về các khoản nợ chưa thanh toán, hợp đồng lao động và các nghĩa vụ tài sản khác của các công ty bị sáp nhập.

Tương tự như các quy định về vấn đề hợp nhất, các vấn đề liên quan đến việc sáp nhập cũng mới chỉ dừng lại ở mức khái niệm và một số thủ tục cần phải thực hiện mà chưa quy định cách thức thực hiện.

Nghị định số 03/2000/NĐ-CP ngày 03/02/2000 của Chính phủ hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Doanh nghiệp cũng mới chỉ đề cập thêm một số nội dung chia, tách doanh nghiệp chứ không hướng dẫn thêm nội dung về hoạt động hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp. Nghị định số 125/2004/NĐ-CP ngày 19/05/2004 về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 03/2000/NĐ-CP cũng không có điểm gì bổ sung thêm về các quy định liên quan đến hoạt động sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp.

Như vậy, liên quan đến các quy định về hoạt động hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp, Luật Doanh nghiệp còn một số hạn chế. Thứ nhất, phạm vi áp dụng của Luật bị giới hạn đối với một số đối tượng nhất định. Thứ hai, nội dung quy định còn sơ sài, mới chỉ dừng lại ở mức độ khái niệm và các thủ tục cần thiết phải thực hiện, chưa có hướng dẫn chi tiết.

b. Quy định của Luật các Tổ chức tín dụng về thu gom, sáp nhập

Luật các Tổ chức tín dụng được Quốc hội khoá X, kỳ họp thứ hai thông qua ngày 12/12/1997, quy định về tổ chức, hoạt động của các tổ chức tín dụng và hoạt động ngân hàng của các tổ chức khác ở nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam. Liên quan đến vấn đề hợp nhất, sáp nhập của các tổ chức tín dụng, Điều 34 Luật này quy định rất đơn giản: “*Việc chia, tách, hợp nhất, sáp nhập, mua lại, giải thể tổ chức tín dụng phải được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận bằng văn bản*”. Như vậy có thể hiểu việc chia, tách, hợp nhất, sáp nhập, mua lại, giải thể, hay nói cách khác là việc sắp xếp, tổ chức lại của tổ chức tín dụng sẽ được Ngân hàng Nhà nước hướng dẫn trong từng vụ việc cụ thể mà chưa có quy định áp dụng chung cho các hoạt động này.

Nghị định số 49/2000/NĐ-CP ngày 12 tháng 9 năm 2000 hướng dẫn Luật các Tổ chức tín dụng 1997 cũng không có quy định cụ thể liên quan tới hoạt động thu gom, sáp nhập các ngân hàng thương mại cổ phần.

Năm 2004, Quốc hội khoá XI, kỳ họp thứ năm ngày 15 tháng 6 năm 2004 đã thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật các Tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, vấn đề chia, tách, hợp nhất, sáp nhập, mua lại giải thể tổ chức tín dụng không được đề cập tới trong Luật sửa đổi, bổ sung Luật các Tổ chức tín dụng.

Như vậy, Luật các Tổ chức tín dụng 1997 và Luật sửa đổi, bổ sung Luật các Tổ chức tín dụng 2004 và các văn bản hướng dẫn gần như chưa quy

định cụ thể về hoạt động thu tóm, sáp nhập của các tổ chức tín dụng. Quy định về các hoạt động này mới chỉ dừng lại ở mức có sự “chấp thuận bằng văn bản” của Ngân hàng Nhà nước đối với từng vụ việc cụ thể hay các quy định về tỷ lệ sở hữu tối đa vốn cổ phần đối với các ngân hàng thương mại cổ phần.

c. Quy định của Luật Doanh nghiệp Nhà nước đối với hoạt động thu tóm, sáp nhập

Luật Doanh nghiệp Nhà nước lần đầu tiên ra đời năm 1995 và được thay thế bằng Luật Doanh nghiệp Nhà nước được Quốc hội khoá XI, kỳ họp thứ tư thông qua ngày 26/11/2003.

Trong Luật Doanh nghiệp Nhà nước 1995, các quy định liên quan đến hoạt động hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp còn sơ sài. Luật này ra đời trước Luật Doanh nghiệp 1999, chỉ áp dụng đối với các đối tượng là doanh nghiệp nhà nước song vẫn có ảnh hưởng lớn tới hoạt động thu tóm, sáp nhập của các doanh nghiệp có “liên quan” đến Nhà nước như doanh nghiệp có cổ phần của Nhà nước, doanh nghiệp sáp nhập hoặc hợp nhất với doanh nghiệp có “liên quan” đến Nhà nước, làm phức tạp hoá vấn đề quy định đối với hoạt động thu tóm, sáp nhập.

Luật Doanh nghiệp Nhà nước 2003 ra đời sau khi Luật Doanh nghiệp 1999 có hiệu lực nên cũng có những liên hệ nhất định với Luật Doanh nghiệp. Điều 3 của Luật này quy định “công ty cổ phần nhà nước”, “công ty trách nhiệm hữu hạn nhà nước một thành viên”, “công ty trách nhiệm hữu hạn nhà nước có hai thành viên trở lên” được tổ chức và hoạt động theo quy định của Luật Doanh nghiệp. Song cũng chính vì có liên quan đến Luật Doanh nghiệp nên Luật Doanh nghiệp Nhà nước 2003 cũng không tránh khỏi những hạn chế của Luật Doanh nghiệp về các quy định đối với hoạt động thu tóm, sáp nhập của các đối tượng nêu trên.

Điều 3 của Luật Doanh nghiệp Nhà nước 2003 cũng quy định “công ty nhà nước là doanh nghiệp do Nhà nước sở hữu toàn bộ vốn điều lệ, thành lập, tổ chức quản lý, đăng ký hoạt động theo quy định của Luật này”.

Chương VII của Luật này quy định về việc tổ chức lại, giải thể, phá sản công ty nhà nước. Theo đó, các hình thức tổ chức lại công ty nhà nước không làm thay đổi sở hữu của công ty bao gồm:

- Sáp nhập và công ty nhà nước khác;
- Hợp nhất các công ty nhà nước;

- Chia công ty nhà nước;
- Tách công ty nhà nước;
- Chuyển công ty nhà nước thành công ty trách nhiệm hữu hạn nhà nước một thành viên hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn nhà nước có hai thành viên trở lên;
- Khoán, cho thuê công ty nhà nước;
- Các hình thức khác theo quy định của pháp luật.

Tại Điều 74 có quy định về điều kiện tổ chức lại công ty nhà nước, theo đó, “điều kiện tổ chức lại công ty nhà nước dưới hình thức sáp nhập, hợp nhất, chia, tách do Chính phủ quy định”. Như vậy, vấn đề sáp nhập, hợp nhất công ty nhà nước được thực hiện theo sự hướng dẫn của Chính phủ.

Liên quan đến vấn đề này, Chính phủ vừa ban hành Nghị định số 180/2004/NĐ-CP về thành lập mới, tổ chức lại và giải thể công ty nhà nước ngày 28/10/2004. Chương III của Nghị định này quy định về điều kiện để công ty nhà nước được tổ chức lại như sau:

- Phù hợp với đề án tổng thể sắp xếp và phát triển công ty nhà nước đã được Thủ tướng chính phủ phê duyệt; không thuộc diện cổ phần hoá, giao, bán, khoán kinh doanh, cho thuê;
- Các công ty nhà nước sau khi được tổ chức lại phải đảm bảo đủ điều kiện về vốn điều lệ và các điều kiện khác tương ứng như đối với thành lập mới công ty nhà nước.

Thủ tục thực hiện để tổ chức lại công ty nhà nước bao gồm việc nộp hồ sơ với những tài liệu chủ yếu sau cho người quyết định thành lập công ty và thời hạn để người ra quyết định thành lập công ty quyết định việc tổ chức lại công ty là 60 ngày làm việc. Hồ sơ bao gồm:

- Đơn đề nghị tổ chức lại công ty;
- Điều lệ của công ty nhà nước mới;
- Báo cáo tài chính của các công ty trước khi tổ chức lại;
- Đề án tổ chức lại công ty nhà nước: tên, địa chỉ các công ty nhà nước trước và sau khi tổ chức lại; sự cần thiết tổ chức lại công ty nhà nước; sự phù hợp với quy hoạch phát triển ngành, lĩnh vực và quy hoạch phát triển kinh tế

– xã hội trên địa bàn và trên toàn quốc; phương án sắp xếp, sử dụng lao động; phương án giải quyết các quyền và nghĩa vụ của các công ty nhà nước liên quan đến việc tổ chức lại; thời hạn thực hiện việc tổ chức lại công ty nhà nước;

- Thỏa thuận bằng văn bản của người quyết định thành lập công ty nhà nước đối với trường hợp sáp nhập, hợp nhất;

- Các tài liệu khác liên quan đến việc tổ chức lại công ty nhà nước.

Sau khi có quyết định về việc tổ chức lại công ty, quyết định này phải được gửi đến các chủ nợ và thông báo cho người lao động biết trong thời hạn ba mươi ngày, kể từ ngày ra quyết định tổ chức lại.

Đề cập đến việc sáp nhập, ngoài một số khái niệm về sáp nhập như nêu trong Luật Doanh nghiệp, Nghị định 180/2004/NĐ-CP còn quy định thêm trường hợp sáp nhập các công ty nhà nước giữa các Bộ, giữa các tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương hoặc giữa công ty nhà nước do Bộ và công ty nhà nước do tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương quyết định thành lập thì cơ quan quyết định thành lập công ty nhận sáp nhập ra quyết định sáp nhập, trên cơ sở ý kiến thỏa thuận bằng văn bản của cơ quan quyết định thành lập công ty bị sáp nhập.

Nghị định cũng quy định trách nhiệm thực hiện việc thay đổi đăng ký kinh doanh của công ty nhận sáp nhập và việc nộp lại đăng ký kinh doanh của công ty bị sáp nhập.

Như vậy, về cơ bản, quy định liên quan đến vấn đề sáp nhập công ty nhà nước vẫn khá chung chung, chủ yếu là ở các thủ tục cần thực hiện.

Các quy định về hợp nhất công ty nhà nước cũng tương tự như sáp nhập. Trong trường hợp hợp nhất các công ty nhà nước giữa các Bộ, giữa các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương hoặc giữa công ty nhà nước do Bộ và công ty nhà nước do tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương quyết định thành lập thì cơ quan được thỏa thuận sẽ thực hiện quyền và nghĩa vụ chủ sở hữu của công ty hợp nhất ra quyết định hợp nhất công ty.

Có thể nói, Nghị định số 180/2004/NĐ-CP chỉ hướng dẫn về các thủ tục thực hiện việc tổ chức lại công ty nhà nước mà không có thêm hướng dẫn chi tiết đối với trường hợp sáp nhập, hợp nhất công ty nhà nước.

d. Quy định của Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam về hoạt động đầu tư, sáp nhập

Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam được Quốc hội khoá IX, kỳ họp thứ 10 thông qua ngày 12/11/1996 và được sửa đổi bằng Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam được Quốc hội khoá X, kỳ họp thứ 7 thông qua ngày 09/06/2000. Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam áp dụng cho những hoạt động đầu tư trực tiếp (không áp dụng cho hình thức đầu tư gián tiếp và thương mại) giữa các doanh nghiệp Việt Nam với nhà đầu tư nước ngoài, hoặc doanh nghiệp 100% vốn đầu tư nước ngoài. Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam được xây dựng trong quá trình hội nhập kinh tế Việt Nam với thế giới nên có nhiều điểm phù hợp với thông lệ quốc tế và có nhiều quy định liên quan đến hoạt động hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp.

Điều 19 và Điều 34 quy định về đối tượng, cách thức chuyển nhượng và nghĩa vụ doanh nghiệp như sau:

- Doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, các bên tham gia hợp đồng hợp tác kinh doanh trong quá trình hoạt động được phép chuyển đổi hình thức đầu tư, chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp. Chính phủ quy định điều kiện, thủ tục chuyển đổi hình thức đầu tư, chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp;

- Các bên trong doanh nghiệp liên doanh có quyền chuyển nhượng giá trị phần vốn của mình trong doanh nghiệp liên doanh, nhưng phải ưu tiên chuyển nhượng cho các bên trong doanh nghiệp liên doanh. Trong trường hợp chuyển nhượng cho doanh nghiệp ngoài liên doanh thì điều kiện chuyển nhượng không được thuận lợi hơn so với điều kiện đã đặt ra cho các bên trong doanh nghiệp liên doanh. Việc chuyển nhượng vốn phải được các bên trong doanh nghiệp liên doanh thoả thuận.

- Nhà đầu tư nước ngoài trong doanh nghiệp 100% vốn đầu tư nước ngoài có quyền chuyển nhượng vốn của mình.

- Trong trường hợp chuyển nhượng vốn có phát sinh lợi nhuận thì bên chuyển nhượng nộp thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất là 25%.

Khoản 6 Điều 1 Nghị định của Chính phủ số 27/2003/NĐ-CP ngày 19 tháng 3 năm 2003 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 24/2000/NĐ-CP ngày 31 tháng 7 năm 2000 quy định chi tiết thi hành Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam hướng dẫn điều kiện, thủ tục, chuyển đổi hình thức đầu tư, chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp như sau:

Việc chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp, chuyển đổi hình thức đầu tư phải được cơ quan cấp Giấy phép đầu tư chuẩn y.

Hợp nhất doanh nghiệp:

- Hai hoặc nhiều Doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (gọi là Doanh nghiệp bị hợp nhất) có thể hợp nhất thành một Doanh nghiệp mới (gọi là Doanh nghiệp hợp nhất) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang Doanh nghiệp hợp nhất, đồng thời chấm dứt tồn tại của các Doanh nghiệp bị hợp nhất.

- Các Doanh nghiệp bị hợp nhất nộp đơn xin hợp nhất Doanh nghiệp với các đầu mục hồ sơ quy định tại Khoản 1 Điều 31 Nghị định 24/2000/NĐ-CP kèm theo Hợp đồng hợp nhất doanh nghiệp;

- Hợp đồng hợp nhất doanh nghiệp ký giữa các Doanh nghiệp bị hợp nhất và được Hội đồng quản trị Doanh nghiệp liên doanh hoặc chủ đầu tư nước ngoài (đối với Doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài) thông qua, bao gồm các nội dung chủ yếu sau: Tên (các) Doanh nghiệp bị hợp nhất; Tên, trụ sở Doanh nghiệp hợp nhất; Thủ tục và điều kiện hợp nhất; phương án sử dụng lao động; thời hạn, thủ tục và điều kiện chuyển đổi tài sản; chuyển đổi phần vốn góp của (các) Doanh nghiệp bị hợp nhất thành phần vốn góp của Doanh nghiệp hợp nhất; thời hạn thực hiện hợp nhất; dự thảo Điều lệ Doanh nghiệp hợp nhất;

Hợp đồng hợp nhất phải được gửi đến tất cả các chủ nợ và thông báo cho người lao động biết trong thời hạn 15 ngày kể từ ngày thông qua.

Sáp nhập doanh nghiệp:

- Một hoặc nhiều Doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (gọi là Doanh nghiệp bị sáp nhập) có thể sáp nhập vào một Doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài khác (gọi là Doanh nghiệp nhận sáp nhập) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang Doanh nghiệp nhận sáp nhập đồng thời chấm dứt tồn tại của các Doanh nghiệp bị sáp nhập.

- Các Doanh nghiệp bị sáp nhập nộp đơn xin sáp nhập Doanh nghiệp với các đầu mục hồ sơ quy định tại Khoản 1 Điều 31 Nghị định 24/2000/NĐ-CP kèm theo Hợp đồng sáp nhập Doanh nghiệp;

- Hợp đồng sáp nhập Doanh nghiệp ký giữa các Doanh nghiệp bị sáp nhập với Doanh nghiệp nhận sáp nhập và được Hội đồng quản trị Doanh nghiệp liên doanh hoặc chủ đầu tư nước ngoài (đối với Doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài) thông qua, bao gồm các nội dung chủ yếu sau: Tên Doanh nghiệp nhận sáp nhập; Tên (các) Doanh nghiệp bị sáp nhập; Thủ tục và điều

kiện sáp nhập; Phương án sử dụng lao động; thời hạn, thủ tục và điều kiện chuyển đổi tài sản; chuyển đổi phần vốn góp của Doanh nghiệp bị sáp nhập thành phần vốn góp của Doanh nghiệp nhận sáp nhập; thời hạn thực hiện sáp nhập;

Hợp đồng sáp nhập phải được gửi đến tất cả các chủ nợ và thông báo cho người lao động biết trong thời hạn 15 ngày, kể từ ngày thông qua.

Như vậy, Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam có nhiều nội dung quy định liên quan đến hoạt động sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp hơn các văn bản luật khác. Tuy nhiên, Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam vẫn chỉ dừng lại ở mức quy định nghĩa vụ cũng như các thủ tục hành chính mà doanh nghiệp phải thực hiện đối với các cơ quan quản lý khi tiến hành hoạt động hợp nhất, sáp nhập chứ chưa đóng vai trò “tạo môi trường” để khuyến khích những mặt tích cực của hoạt động này cũng như chưa khắc phục được nhiều những hạn chế của hoạt động này cũng như chưa thể đảm bảo được quyền lợi của các bên liên quan, đảm bảo việc hợp nhất đó phù hợp với những yêu cầu của quản lý vĩ mô nền kinh tế hay không.

2.2. MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CHO VIỆC XÂY DỰNG KHUNG PHÁP LÝ CHO HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỬA SAU TẠI VIỆT NAM

2.2.1. Một số đề xuất cho việc xây dựng khung pháp lý về niêm yết cửa sau

2.2.1.1. Cần có quan điểm quản lý thống nhất đối với hoạt động niêm yết cửa sau

Niêm yết cửa sau là vấn đề mới mẻ cả về lý luận và thực tiễn đối với các nhà quản lý thị trường chứng khoán Việt nam. Hiện chưa có một trường hợp thực tế về niêm yết cửa sau diễn ra trên thị trường, do vậy cũng khó có thể đánh giá chính xác tính chất và xu hướng của hoạt động này trong thời gian tới. Tuy nhiên, với sự phát triển và đa dạng hoá ngày càng nhiều hình thức tái cơ cấu tổ chức doanh nghiệp, cộng với những lợi ích không thể phủ nhận như đã phân tích trên đây, niêm yết cửa sau sẽ trở thành một hiện tượng phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt nam, song hành cùng với sự phổ biến của hoạt động thu tóm sáp nhập nói chung, thu tóm sáp nhập công ty niêm yết nói riêng.

Học tập kinh nghiệm quản lý của các thị trường phát triển trên thế giới và trong khu vực, các nhà quản lý thị trường chứng khoán Việt nam cần có một quan điểm quản lý thống nhất ngay từ đầu, nhằm định hướng cho hoạt

động này vận hành theo đúng quỹ đạo, đảm bảo phương châm hoạt động của thị trường: công bằng, minh bạch và bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

Vì vậy, việc xây dựng khung pháp lý về niêm yết cửa sau cần thể hiện 3 nguyên tắc cơ bản sau đây:

- Trước hết, cần khẳng định hoạt động niêm yết cửa sau là một hành vi kinh doanh thể hiện quyền tự do kinh doanh của doanh nghiệp⁴¹, được thừa nhận về mặt pháp lý song việc thực hiện cần tuân thủ quy định quản lý chặt chẽ của pháp luật. Về bản chất, đây là hoạt động thu tóm doanh nghiệp được quy định tại Luật doanh nghiệp, chỉ có một điểm đặc biệt là hậu quả pháp lý của nó có liên quan tới công ty niêm yết, nghĩa là liên quan trực tiếp tới quyền lợi của công chúng đầu tư. Vì vậy, không thể không thừa nhận hành vi kinh doanh này mà điều quan trọng và phải điều tiết và quản lý nó một cách phù hợp.

- Mặt khác, cần khẳng định một giao dịch thu tóm ngược dẫn niêm yết cửa sau chỉ được coi là hợp pháp nếu nó tuân thủ đầy đủ các thủ tục liên quan tới nghĩa vụ công bố thông tin và được sự chấp thuận của UBCKNN. Điều này là hết sức cần thiết nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư, tránh sự xáo trộn trong giao dịch của chứng khoán niêm yết trên thị trường và hạn chế khả năng lợi dụng niêm yết cửa sau để thực hiện các hành vi cạnh tranh không lành mạnh.

- Cuối cùng, nhằm đảm bảo sự công bằng với các tổ chức niêm yết khác trên thị trường và thể hiện sự nhất quán trong các quy định về niêm yết, doanh nghiệp sau khi thực hiện giao dịch thu tóm ngược chỉ được phép tiếp tục vị thế niêm yết của mình nếu thoả mãn các điều kiện niêm yết theo quy định của pháp luật.

2.2.1.2 Các quy định pháp luật về niêm yết cửa sau cần phải tuân thủ các nguyên tắc cơ bản của IOSCO về quản lý thị trường chứng khoán và phù hợp với mục tiêu phát triển thị trường chứng khoán và thực tiễn thị trường chứng khoán của Việt Nam

Như đã đề cập trong Chương I, các nguyên tắc được IOSCO khuyến nghị đều nhằm 3 mục tiêu cơ bản: (i) bảo vệ lợi ích nhà đầu tư; (ii) đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch; và (iii) giảm thiểu rủi ro hệ thống là những mục tiêu mà bất cứ một thị trường chứng khoán nào trong đó có thị trường chứng khoán của Việt Nam cũng hướng tới. Do vậy, pháp luật về chứng khoán nói chung và pháp luật về niêm yết cửa sau nói riêng cần

⁴¹ Điều 57 Hiến pháp 1992

tuân thủ các nguyên tắc này. Các quy định về niêm yết cửa sau cần có các nội dung về:

- Thủ tục chào mua công khai: nhằm bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư của công ty bị thầu tóm, các cổ đông đều phải được biết và được tham gia trong quá trình ra quyết định, đặc biệt là các cổ đông thiểu số.
- Các quy định về tuân thủ các nguyên tắc kế toán, kiểm toán đối với công ty thầu tóm. Muốn đảm bảo các thông tin do công ty thầu tóm công bố là trung thực và đáng tin cậy thì việc tuân thủ nghiêm ngặt các quy định về kế toán, kiểm toán đóng vai trò quyết định.
- Cần có quy định cụ thể về các bước cần phải thực hiện trong quá trình thầu tóm, theo đó quyết định thầu tóm và sáp nhập doanh nghiệp phải được đại hội cổ đông của công ty thông qua.
- Thời hạn chào mua, theo khuyến nghị của IOSCO cần phải đủ dài để cổ đông của công ty bị thầu tóm cân nhắc và xem xét đề nghị chào mua.
- Cơ hội ngang nhau cho cổ đông hiện thời và cổ đông của công ty bị thầu tóm trong quá trình thực hiện thầu tóm.
- Đối xử bình đẳng cho cổ đông thiểu số. Cổ đông thiểu số thường là người chịu bất lợi trong các quyết định được biểu quyết theo đa số trong đại hội cổ đông.

Một khi hầu hết các khuyến nghị nguyên tắc quản lý của IOSCO đều được các nước thành viên thực hiện thì việc Việt Nam cũng tham gia thực hiện còn tạo điều kiện cho việc hội nhập của thị trường chứng khoán Việt Nam với thị trường chứng khoán quốc tế trong tương lai.

Tuy nhiên, thực tiễn thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy các doanh nghiệp thậm chí còn chưa “mặn mà” với việc niêm yết “cửa trước” chứ chưa nói đến niêm yết cửa sau. Nhưng cũng không vì vậy mà việc niêm yết cửa sau không được xem xét đến một khi các quy định niêm yết cửa trước làm mất nhiều thời gian và chi phí cho các công ty có ý định niêm yết.

Bên cạnh đó, các quy định pháp luật về niêm yết cửa sau cũng phải cân nhắc đến thực tiễn hoạt động, xu hướng phát triển trong tương lai và các

mục tiêu phát triển thị trường chứng khoán trong một khoảng thời gian đủ dài (5-10 năm). Có như vậy, các văn bản pháp quy được ban hành sẽ đóng vai trò tích cực thúc đẩy và tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của thị trường chứng khoán và của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường.

2.2.1.3 Một số đề xuất cụ thể về xây dựng quy định pháp luật về niêm yết của sau

- Ban hành Quy chế hướng dẫn hoạt động niêm yết của sau:

Việc ban hành Quy chế hướng dẫn hoạt động niêm yết của sau, như trên đã phân tích, có thể là một bộ phận của Quy chế hướng dẫn hoạt động niêm yết trên TTGDCK (SGDCK), hoặc có thể được ban hành cùng những Hướng dẫn về hoạt động thu gom và sáp nhập doanh nghiệp niêm yết. Những thủ tục cơ bản của hoạt động niêm yết của sau cần quy định bao gồm:

+ Công ty niêm yết và công ty không niêm yết phải có thoả thuận sơ bộ về việc thực hiện giao dịch thu gom ngược và kế hoạch niêm yết của sau. Hai bên đi đến những thống nhất cơ bản về những nội dung chính của giao dịch sẽ thực hiện.

+ Công ty niêm yết báo cáo cho UBCKNN về ý định thực hiện giao dịch sẽ làm thay đổi đáng kể tính chất hay quy mô hoạt động kinh doanh của mình trước khi thực hiện giao dịch đó. Báo cáo phải nêu rõ tình hình kinh doanh của công ty niêm yết và công ty không niêm yết dự định sẽ niêm yết của sau, biên bản thoả thuận sơ bộ giữa công ty niêm yết và công ty không niêm yết.

+ UBCKNN sẽ quyết định:

- công ty niêm yết phải thực hiện công bố thông tin tức thời (*thông tin phải công bố ít nhất phải bao gồm những nội dung sau: ngày đạt được thoả thuận liên quan tới việc thu gom ngược; ngành kinh doanh mà công ty niêm yết sẽ thực hiện sau khi kết thúc giao dịch thu gom; báo cáo tài chính gần nhất của công ty niêm yết và công ty không niêm yết; số lượng cổ phiếu dự định phát hành và mô tả về tài sản, hoạt động kinh doanh hoặc những lợi tức khác của công ty không niêm yết dự kiến sẽ bị công ty niêm yết mua lại; những thông tin liên quan tới nhân thân của những người sẽ nắm giữ vị trí chủ chốt trong công ty niêm yết sau khi giao dịch thu gom diễn ra; các điều kiện cần thiết liên quan tới giao dịch thu gom ngược...*)
- tạm ngừng giao dịch chứng khoán của tổ chức niêm yết cho đến khi cổ đông của công ty đã tiến hành biểu quyết thông qua việc thực hiện giao dịch và UBCKNN có kết luận chính thức về việc thực hiện giao dịch;

- yêu cầu công ty niêm yết triệu tập đại hội cổ đông để biểu quyết thông qua việc thực hiện giao dịch;
- yêu cầu công ty niêm yết chỉ định tổ chức bảo lãnh/tư vấn chính thức. Tổ chức bảo lãnh/tư vấn phải là tổ chức có nghiệp vụ chuyên môn về tài chính, chứng khoán và được UBCKNN phê chuẩn.

+ Tổ chức niêm yết có nghĩa vụ cung cấp tài liệu chi tiết về sự thay đổi dự kiến cho các cổ đông của mình và xác định thời điểm tổ chức đại hội cổ đông. Bản sao của tài liệu cung cấp cho cổ đông được đồng gửi cho UBCKNN.

+ Tổ chức niêm yết tổ chức đại hội cổ đông lấy biểu quyết về việc thực hiện giao dịch. Các cổ đông chủ chốt, cổ đông giữ chức vụ quản lý hoặc là thành viên Hội đồng quản trị, cổ đông là người có liên quan với công ty không niêm yết không được quyền biểu quyết.

+ Sau khi đã có kết quả biểu quyết tại đại hội cổ đông, tổ chức niêm yết báo cáo UBCKNN và thực hiện công bố thông tin.

+ UBCKNN phê chuẩn việc thực hiện giao dịch. Chứng khoán của tổ chức niêm yết được tiếp tục giao dịch.

+ Sau khi việc thực hiện giao dịch hoàn tất, tổ chức niêm yết nộp hồ sơ xin phép niêm yết lại lên UBCKNN và lệ phí niêm yết. Việc xem xét niêm yết sẽ được tiến hành như thủ tục niêm yết lại⁴². UBCKNN sẽ xem xét tổ chức niêm yết sau khi thực hiện giao dịch tháo gỡ có còn đáp ứng được các điều kiện niêm yết theo quy định của pháp luật hay không.

+ Nếu chứng khoán mới đáp ứng đủ điều kiện niêm yết, UBCKNN chấp thuận niêm yết lại chứng khoán của tổ chức niêm yết. Những chứng khoán cũ của tổ chức niêm yết được coi như tự động huỷ niêm yết kể từ ngày UBCKNN chấp thuận niêm yết cho chứng khoán mới. UBCKNN có thể quy định một mã giao dịch mới cho chứng khoán hoặc giữ nguyên tên gọi (tùy theo yêu cầu của tổ chức niêm yết).

+ Chứng khoán đã được tổ chức không niêm yết mua bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 3 năm kể từ ngày tổ chức niêm yết được cấp

⁴² Sở dĩ không nên quy định thủ tục giống như niêm yết mới vì thực ra bản chất của việc cấp phép niêm yết ở đây tương tự như đối với trường hợp huỷ bỏ niêm yết chứng khoán của công ty niêm yết cũ và xem xét để cho phép chứng khoán của công ty đó được niêm yết lại (quy định tại Điều 30 Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003).

chứng nhận niêm yết mới. Kể từ ngày được cấp phép niêm yết mới, tổ chức niêm yết tiếp tục chịu chế độ công bố thông tin và chế độ báo cáo như bình thường.

- Xây dựng Luật chứng khoán

Về lâu dài, để có được một khung pháp lý hoàn chỉnh về chứng khoán và thị trường chứng khoán, cần xây dựng Luật chứng khoán là văn bản có hiệu lực pháp lý cao, là cơ sở ban hành hệ thống các văn bản dưới luật điều chỉnh mọi khía cạnh của thị trường chứng khoán. Quá trình nghiên cứu và xây dựng Luật chứng khoán cũng là quá trình nhà quản lý đúc kết kinh nghiệm thực tiễn từ hoạt động của thị trường nhằm hoàn thiện các quy phạm pháp luật sẵn có và bổ sung những vấn đề mới. Luật chứng khoán cần đưa những nội dung mang tính nguyên tắc về niêm yết cửa sau, tạo điều kiện để có thể quy định cụ thể chi tiết hơn ở văn bản hướng dẫn dưới luật.

Các quy định về niêm yết cửa sau có thể đưa vào Chương Niêm yết hoặc Công bố thông tin, tùy theo quan điểm quản lý nhấn mạnh vào nội dung nào.

- Hoàn thiện các quy định về niêm yết “cửa trước”, tạo điều kiện để nhà đầu tư được tiếp cận với thị trường chứng khoán nhanh chóng và với chi phí hợp lý.

Trước hết, nguyên nhân cơ bản khiến các doanh nghiệp tìm đến với niêm yết cửa sau chính là do việc niêm yết cửa trước trở nên quá tốn kém và mất nhiều thời gian, có thể bỏ lỡ cơ hội kinh doanh.⁴³ Vì vậy cần thiết phải hoàn thiện quy định pháp luật về niêm yết chứng khoán theo hướng đơn giản hoá thủ tục và nhanh chóng về thời gian.

Các hồ sơ cấp phép niêm yết quy định tại Nghị định 144/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán và Thông tư 59/2004/TT-BTC ngày 18/6/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn về niêm yết cổ phiếu và trái phiếu trên thị trường chứng khoán tập trung nhìn chung đều gồm 10 khoản mục và đều là các tài liệu cơ bản theo thông lệ quốc tế. Như vậy có thể nói, về mặt pháp lý các điều kiện niêm yết không quá phức tạp và tốn kém. Thời gian UBCKNN xem xét cấp hoặc từ chối cấp giấy phép niêm yết đối với tổ chức chưa từng có chứng khoán niêm yết trên thị trường theo quy định là 45 ngày.

⁴³ Xem điểm 1.1.1.2

Trên thực tế, các chi phí phát sinh đối với công ty xin niêm yết trong quá trình xin cấp phép niêm yết lớn hơn nhiều. Thứ nhất, các chi phí liên quan đến xét duyệt hồ sơ do cơ quan quản lý thu theo quy định không phát sinh. Các công ty chứng khoán đều thu phí tư vấn niêm yết cho mỗi hợp đồng tư vấn niêm yết từ 20-50 triệu. Trong khi thời gian xét duyệt hồ sơ chính thức là 45 ngày kể từ khi nhận đủ hồ sơ xin niêm yết, thời gian thực tế kể từ khi bắt đầu nộp hồ sơ đến khi chính thức có ý kiến của UBCKNN về việc niêm yết là từ 2-3 tháng.

Tuy nhiên, các chi phí này có một phần bắt nguồn từ việc tổ chức niêm yết chưa nhận thức đầy đủ về các tài liệu trong hồ sơ xin niêm yết và thiếu hiểu biết về chế độ kế toán kiểm toán hiện hành. Việc chỉnh sửa, bổ sung hoàn thiện hồ sơ đã làm mất nhiều thời gian cho các doanh nghiệp niêm yết. Các công ty chứng khoán cũng sẽ có lợi thế hơn khi đàm phán về phí tư vấn niêm yết nếu các công ty có nhu cầu niêm yết tỏ ra thiếu hiểu biết về các quy định về niêm yết trên thị trường chứng khoán. Do vậy, cần phải có các khoá bồi dưỡng chuyên đề cho các nhân viên có liên quan của các công ty có ý định niêm yết trên thị trường chứng khoán các kiến thức về hồ sơ niêm yết, các quy định, chế độ kế toán kiểm toán hiện hành. Sử dụng các tờ rơi, trang web của cơ quan quản lý để tuyên truyền quảng cáo cũng là một giải pháp mang tính khả thi cao.

Song song với việc đơn giản hoá thủ tục niêm yết cũng cần nhanh chóng xây dựng TTGDCK Hà Nội thành một thị trường giao dịch cho các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết trên TTGDCK Tp. HCM, thậm chí không muốn niêm yết trên TTGDCK Tp.HCM. Đây cũng là một trong các xu hướng đang thịnh hành trên thị trường chứng khoán thế giới khi các SGDCK mở ra các thị trường bảng hai hay thị trường giao dịch các cổ phiếu các công ty nhỏ nhưng có khả năng tăng trưởng tốt như Neauvaux Marche (Pháp), GEM (Hong Kong), Neu Markt (Đức), AIM (Anh). Sự đa dạng hoá các hình thức thị trường giao dịch chứng khoán sẽ giúp các doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn huy động qua thị trường chứng khoán mà không cần phải dùng đến niêm yết cửa sau.

2.2.1.4 Hoàn thiện pháp luật về thu tóm, sáp nhập doanh nghiệp niêm yết thông qua thị trường chứng khoán

Việc xây dựng và hoàn thiện pháp luật về thu tóm, sáp nhập doanh nghiệp nói chung và hoạt động thu tóm, sáp nhập doanh nghiệp niêm yết thông qua thị trường chứng khoán trước hết cần đảm bảo các nguyên tắc của IOSCO về việc các cổ đông của công ty bị thu tóm phải:

- Có thời gian thích đáng để cân nhắc về đề nghị chào mua.

- Có đủ thông tin về đợt chào mua.
- Có cơ hội hợp lý và bình đẳng trong việc chia sẻ lợi ích từ thầu tóm.
- Được đối xử đúng đắn và bình đẳng.
- Không phải chịu bất lợi do hành vi của nhà quản lý.

Trong thời gian trước mắt, khi chưa có Luật Chứng khoán và các đạo luật liên quan khác cho một hệ thống pháp lý hoàn chỉnh cho các hoạt động thầu tóm và sáp nhập, cần ban hành Quy chế về các giao dịch thầu tóm, sáp nhập doanh nghiệp niêm yết hướng dẫn Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Quy chế này cần quy định những vấn đề cơ bản sau đây:

- Các hành vi thầu tóm bị cấm

Cần quy định một công ty không được mua cổ phiếu của công ty niêm yết trong trường hợp việc mua lại đó sẽ làm tăng tỷ lệ nắm giữ của người này và các bên liên quan tới trên 25% trừ phi việc mua lại được thực hiện theo thủ tục thầu tóm được chấp nhận hoặc người thầu tóm đã nắm giữ hơn 80% cổ phiếu công ty niêm yết.

- Thủ tục thầu tóm được chấp nhận

+ Về cơ bản việc mua nắm giữ từ 25% trở lên cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty niêm yết thực hiện theo thủ tục chào mua công khai. Trường hợp mua cổ phiếu phát hành lần đầu ra công chúng, để đạt mức nắm giữ từ trên 25% phải được ĐHĐCĐ chấp thuận và báo cáo UBCKNN.

Mức nắm giữ cổ phần được coi là ngưỡng để thực hiện thủ tục chào mua công khai nhằm thầu tóm doanh nghiệp niêm yết được quy định khác nhau ở mỗi nước, căn cứ vào đặc điểm doanh nghiệp và chủ trương khuyến khích tích tụ và tập trung vốn. Nếu ta đặt ngưỡng thấp, ví dụ là 20% tức là chúng ta cho rằng ở mức đó người thầu tóm đã nắm được quyền kiểm soát đáng kể đối với công ty (nếu các công ty có mức vốn nhỏ hoặc cổ đông phân tán) nên cần có sự giám sát của Nhà nước. Nếu chúng ta quy định cao hơn, ví dụ là 30%, tức là chúng ta muốn khuyến khích sự tích tụ, tập trung vốn tự nhiên ở mức cao trước khi Nhà nước bắt đầu kiểm soát quá trình đó. Tại Việt Nam, các chuyên gia ADB khuyến nghị nên quy định ở mức 30% cho phù hợp với tỷ lệ được phép tham gia của bên nước ngoài vào các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, căn cứ vào tình hình hiện tại của các doanh nghiệp

Việt Nam và thực tiễn hoạt động của thị trường, mức 25% như đã quy định trong Nghị định 48/1998/NĐ-CP và Nghị định 144/2003/NĐ-CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán là mức phù hợp với trình độ phát triển của thị trường chứng khoán Việt nam hiện nay.

+ Việc mua chứng khoán với số lượng ít song tích lũy đều đặn mỗi năm cũng cần được nghiên cứu cho phép trên cơ sở công khai và có thời hạn xác định (theo khuyến nghị của các chuyên gia Viện Chứng khoán Úc), ví dụ mua 3% mỗi năm.

+ Chào mua theo tỷ lệ cho tất cả cổ đông.

Ngoài ra, cần cho phép người thầu tóm có thể mua thêm cổ phiếu của công ty niêm yết mà người này và người có liên quan đã nắm giữ trên 25% cổ phiếu:

- Bảng thủ tục chào mua công khai theo đó chào mua được đưa ra cho công ty bị thầu tóm/cổ đông của công ty;
- Bảng bỏ phiếu theo đa số của cổ đông trong cuộc họp đại hội đồng cổ đông;
- Bảng mua dân không quá 3% mỗi năm, và
- Bảng việc chào mua theo tỷ lệ cổ phiếu cho tất cả các thành viên.

- Thủ tục chào mua công khai

Cần quy định đồng thời với việc đệ trình lên UBCKNN, người thầu tóm phải thông báo cho TTGDCK, công ty bị thầu tóm, cổ đông của công ty này dự định thầu tóm để cổ đông của công ty này biết về đề nghị thầu tóm. Nội dung cần công bố trong thông cáo về ý định thầu tóm gồm:

- Tên và địa chỉ của người thầu tóm và công ty bị thầu tóm.
- Điều khoản chào mua, bao gồm thời hạn và giá chào mua.
- Mức nắm giữ hiện tại của người thầu tóm tại công ty bị thầu tóm.
- Dự định của người thầu tóm về duy trì hoạt động kinh doanh và người lao động.

- Số lượng và khả năng tài chính đảm bảo để thực hiện thầu tóm.
- Quy trình thủ tục để chấp nhận đề nghị chào mua (điều kiện kèm theo nếu có).
- Các thông tin liên quan khác.

- Thời hạn chào mua

Các nguyên tắc của IOSCO quy định rằng cổ đông của công ty đang tiến hành thay đổi quyền kiểm soát cần phải có thời gian hợp lý để cân nhắc bất kỳ đề nghị chào mua nào mà qua đó người mua cổ phiếu có thể đạt được phần quyền lợi đáng kể trong công ty. Vì vậy, cần quy định trong vòng 14 ngày kể từ ngày nhận được thông cáo về đề nghị thầu tóm, công ty bị thầu tóm phải đệ trình tới UBCKNN và thông báo cho TTGDCK, người thầu tóm và cổ đông về nội dung đề nghị thầu tóm nếu nó có những thông tin ảnh hưởng tới quyết định của cổ đông về việc có chấp thuận đề nghị thầu tóm hay không.

- Nhà đầu tư và cổ đông hiện tại phải có cơ hội ngang nhau

Nguyên tắc của IOSCO: ở mức có thể được, nhà đầu tư trong công ty bị thầu tóm phải có cơ hội hợp lý và bình đẳng với cổ đông hiện tại của công ty trong việc nhận bất kỳ lợi ích nào giành cho cổ đông theo đề xuất của người thầu tóm.

Vì vậy, cần quy định đối với người thầu tóm:

- Phải đưa ra giá chào mua cổ phiếu của công ty bị thầu tóm không thấp hơn giá tối đa trong 3 tháng trước thời gian thực hiện chào mua công khai.
- Không được từ chối mua cổ phiếu từ bất kỳ một cổ đông nào trong công ty bị thầu tóm
- Không được mua hoặc bán cổ phiếu trong công ty bị thầu tóm theo điều khoản khác với điều khoản tại thông cáo về chào mua công khai

- Đối xử công bằng với cổ đông thiểu số

Các nguyên tắc của IOSCO quy định rằng các cổ đông trong công ty bị thầu tóm (đặc biệt là cổ đông thiểu số) phải được đối xử công bằng và bình đẳng theo đề xuất thầu tóm. Căn cứ theo nguyên tắc này, Quy chế

hướng dẫn Nghị định 144 cần quy định rằng trong trường hợp kết thúc thời hạn chào mua công khai, nếu người thầu tóm nắm giữ hơn 80% cổ phiếu của công ty bị thầu tóm thì người thầu tóm có quyền yêu cầu cổ đông của công ty bị thầu tóm phải chuyển nhượng nốt số cổ phiếu còn lại theo các điều khoản chào mua công khai; và các cổ đông còn lại có quyền bán cổ phiếu của họ cho người thầu tóm theo các điều khoản chào mua công khai.

- Thầu tóm được cổ đông chấp thuận

Chào mua công khai phù hợp với việc thầu tóm cổ phiếu hiện tại, nhưng không phù hợp với thầu tóm cổ phiếu để phát hành. Một công ty muốn phát hành cổ phiếu cho cổ đông thông qua phát hành riêng lẻ làm tăng tỷ lệ nắm giữ của mình trên mức quy định phải tiến hành chào mua.

Văn bản hướng dẫn Nghị định 144/CP cần quy định rằng người thầu tóm có thể mua lượng cổ phiếu làm cho tỷ lệ nắm giữ của người đó và những người có liên quan chiếm từ 25% trở lên bằng biểu quyết theo đa số của cổ đông tại cuộc họp đại hội đồng để phê chuẩn việc mua này trên cơ sở công bố thông tin đầy đủ cho các cổ đông có thể đưa ra quyết định và tại cuộc họp này, người thầu tóm và những người có liên quan có thể không tham gia biểu quyết.

2.2.2. Một số kiến nghị về điều chỉnh các văn bản pháp luật có liên quan.

2.2.2.1 Đẩy nhanh tiến độ xây dựng Luật doanh nghiệp chung, trong đó hoàn thiện các nội dung liên quan tới hoạt động thầu tóm sáp nhập doanh nghiệp, tiến tới xây dựng một Luật riêng về thầu tóm và sáp nhập doanh nghiệp

Sự khác biệt lớn nhất trong pháp luật về doanh nghiệp của Việt nam so với pháp luật về doanh nghiệp thế giới đó là Việt nam phân chia các loại hình doanh nghiệp theo loại hình sở hữu, tương ứng với các Luật: Luật Doanh nghiệp Nhà nước (sở hữu Nhà nước), Luật Hợp tác xã (sở hữu tập thể), Luật đầu tư nước ngoài (sở hữu nước ngoài), Luật doanh nghiệp (sở hữu tư nhân). Trong khi đó, pháp luật về doanh nghiệp của thế giới thường phân loại doanh nghiệp theo các thức tổ chức và quản lý vốn, do vậy, sự khác biệt giữa các loại hình doanh nghiệp chủ yếu căn cứ theo mô hình tổ chức, chứ không căn cứ trên loại hình sở hữu.

Sự tồn tại cùng lúc nhiều loại hình doanh nghiệp tương ứng với các chủ thể sở hữu khác nhau cũng như cơ chế tổ chức và hoạt động khác nhau như hiện nay dẫn đến thực tế là các khu vực doanh nghiệp không thực sự

cạnh tranh trên một “sân chơi” bình đẳng mà có sự phân biệt giữa doanh nghiệp trong nước và nước ngoài, tư nhân và nhà nước với các cơ chế thành lập, phá sản, cơ cấu tổ chức lại doanh nghiệp rất khác nhau. Đó là chưa kể nếu doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán lại còn có những quy định đặc thù khác. Sự khác biệt ấy khiến doanh nghiệp không có được một sự chuẩn bị tốt về nền tảng pháp lý và không có được nhận thức nhất quán về quan điểm quản lý của Nhà nước đối với hoạt động thu mua sáp nhập doanh nghiệp. Thực tiễn hoạt động thu mua sáp nhập doanh nghiệp ở Việt nam trong thời gian qua cho thấy doanh nghiệp còn chưa thực sự coi đây là một biện pháp hữu hiệu để cải tổ tình hình hoạt động kinh doanh của mình, chưa đóng vai trò là một công cụ hiệu quả để phát triển doanh nghiệp. Số lượng các vụ thu mua và sáp nhập diễn ra còn ít, chậm chạp và chưa thực sự hiệu quả, chưa phản ánh đúng bản chất, nhu cầu đối với hoạt động thu mua và sáp nhập của các doanh nghiệp Việt nam hiện nay.⁴⁴

Vì vậy, cần đẩy nhanh hơn nữa tiến trình soạn thảo Luật Doanh nghiệp chung, coi đây thực sự là bước đột phá trong việc hoàn thiện hệ thống pháp luật liên quan đến doanh nghiệp, nhằm cho phép các doanh nghiệp hoạt động trên lãnh thổ Việt nam được thực sự cạnh tranh trên một “sân chơi” chung. Theo ông Nguyễn Đình Cung, thư ký ban soạn thảo Luật Doanh nghiệp chung, sẽ có những phân biệt trong thủ tục khi gia nhập thị trường, đặc biệt là đối với doanh nghiệp FDI, song sau khi gia nhập thị trường, các quy định liên quan tới hoạt động và vận hành giữa các loại hình doanh nghiệp hầu như sẽ không còn có sự phân biệt.⁴⁵

Luật Doanh nghiệp chung sẽ được xây dựng dựa trên nền tảng của Luật doanh nghiệp hiện nay, điều đó có nghĩa là những quy định cụ thể liên quan tới hoạt động thu mua và sáp nhập doanh nghiệp cần được hoàn thiện một cách cơ bản. Luật doanh nghiệp hiện nay mới chỉ đưa ra những nội dung rất cơ bản và đơn giản về thủ tục hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp. Các hành vi thu mua doanh nghiệp điển hình như: mua lại doanh nghiệp thông qua chào mua công khai hoặc thông qua các giao dịch mua riêng lẻ, cạnh tranh giành quyền kiểm soát chưa được đề cập. Nghị định của Chính phủ số 03/2000/NĐ-CP ngày 03/02/2000 Hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Doanh nghiệp cũng mới chỉ đề cập tới một số nội dung về chia, tách doanh nghiệp chứ không đề cập đến hoạt động hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp.

Các quy định về giao dịch thu mua doanh nghiệp tại Luật doanh nghiệp chung sẽ là nền tảng cơ bản cho việc quy định các vấn đề cụ thể và

⁴⁴ “Quản lý Nhà nước đối với hoạt động thu mua, sáp nhập công ty trên thị trường chứng khoán Việt nam”, Đề tài khoa học cấp Bộ, UBCKNN, 2003.

⁴⁵ <http://www.vnexpress.net/Vietnam/Kinh-doanh/2004/04/3B9D1B73/>

đặc thù khi doanh nghiệp thực hiện giao dịch thu mua thông qua thị trường chứng khoán, bao gồm các hoạt động thu mua giữa các doanh nghiệp niêm yết với nhau, thu mua của doanh nghiệp niêm yết với các doanh nghiệp không niêm yết và thu mua ngược-dẫn đến niêm yết của sau thuộc phạm vi đề cập của đề tài này.

Trong tương lai, khi các hoạt động thu mua sáp nhập doanh nghiệp diễn ra phổ biến, cần xây dựng một đạo luật riêng về thu mua sáp nhập doanh nghiệp nhằm điều chỉnh một lĩnh vực hoạt động khá đặc thù trong đời sống doanh nghiệp (cũng như hiện nay ta đang có một Luật phá sản doanh nghiệp). Thu mua và sáp nhập doanh nghiệp là hoạt động phức tạp liên quan đến việc xử lý và đánh giá tài sản doanh nghiệp sau thu mua, sáp nhập cũng như cơ chế tài chính, kế toán đặc thù và giải quyết quyền và nghĩa vụ của các bên, đặc biệt là quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư. Việc ban hành một Luật riêng về thu mua sáp nhập doanh nghiệp sẽ là một bước hoàn thiện pháp luật về doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển mới của nền kinh tế thị trường tại Việt nam.

2.2.2.2 Hoàn thiện Luật cạnh tranh nhằm hạn chế các hành vi cạnh tranh không lành mạnh diễn ra trong quá trình thu mua và sáp nhập doanh nghiệp cũng như thu mua ngược/niêm yết của sau

Hoạt động thu mua sáp nhập doanh nghiệp nói chung và hoạt động thu mua sáp nhập doanh nghiệp diễn ra trên thị trường chứng khoán nói riêng, trong đó có giao dịch thu mua ngược nhằm niêm yết của sau trên thị trường, là nhóm hành vi tiềm ẩn nhiều xung đột về mặt lợi ích, đặc biệt là các hoạt động cạnh tranh không lành mạnh hoặc độc quyền kinh doanh.

Vừa mới đây, ngày 9/11/2004, Quốc hội đã thông qua Luật cạnh tranh - dự luật đầu tiên của kỳ họp lần thứ 6. Luật cạnh tranh gồm 6 Chương, 123 Điều, đề cập tới 2 vấn đề cơ bản là hạn chế cạnh tranh và cạnh tranh không lành mạnh. Tuy nhiên “*vấn đề bức xúc nhất hiện nay là cạnh tranh không lành mạnh nhưng dự luật lại xem nhẹ hành vi này, nặng về những quy định cho phạm trù hạn chế cạnh tranh*”.⁴⁶

Việc quy định Bộ Thương mại là cơ quan quản lý Nhà nước trong lĩnh vực cạnh tranh hiện nay cũng là vấn đề còn nhiều ý kiến khác nhau, vì nếu để Bộ Thương mại quản lý hoạt động cạnh tranh sẽ khó có thể đảm bảo tính độc lập, công bằng và khách quan trong việc thực hiện chức năng quản lý Nhà nước (mặc dù theo giải thích của Ủy ban Kinh tế và Ngân sách của

⁴⁶ Phát biểu của đại biểu Quốc hội Nguyễn Ngọc Trân tại phiên thảo luận của Quốc hội về Dự thảo Luật cạnh tranh ngày 1/11/2004. Nguồn: <http://www.vnexpress.net/Vietnam/Kinh-doanh/2004/11/3B9D80ED/>

Quốc hội đây chỉ là giải pháp mang tính dung hoà trong giai đoạn trước mắt khi ta chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này. Trong thời gian tới khi đã có thực tiễn sẽ nghiên cứu quy định cho phù hợp hơn⁴⁷⁾).

Vì vậy, trong quá trình nghiên cứu và triển khai Luật cạnh tranh trong thời gian tới đây, cần tiếp tục tích lũy kinh nghiệm thực tiễn để hoàn chỉnh Luật cạnh tranh theo hướng:

- Bổ sung các hành vi cạnh tranh không lành mạnh xuất phát từ hoạt động đầu tư và sáp nhập doanh nghiệp.

- Tách cơ quan quản lý cạnh tranh ra khỏi Bộ thương mại, đảm bảo tính độc lập, khách quan và chuyên nghiệp trong việc quản lý hoạt động cạnh tranh.

- Hội đồng cạnh tranh cần được tổ chức và quản lý theo hướng tránh sự chồng chéo về thẩm quyền xét xử với các cơ quan tố tụng hiện nay như Tòa dân sự, Tòa hình sự. Mặt khác, cơ cấu hội đồng xét xử trong các vụ kiện về cạnh tranh cần được cân nhắc để đảm bảo tính chuyên nghiệp và chuyên môn cao.

⁴⁷⁾ <http://www.vnexpress.net/Vietnam/Phap-luat/2004/08/3B9D5301/>

Kết luận

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế thị trường, các hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt nam sẽ ngày càng trở nên đa dạng và sôi động. Vì vậy, việc hoàn thiện khung pháp lý điều chỉnh mọi mặt hoạt động của thị trường là vấn đề đặc biệt quan trọng và cấp thiết, nhằm phát huy tối đa hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán, đồng thời ngăn ngừa những rủi ro và những mặt tiêu cực của thị trường, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và các thành viên tham gia thị trường.

Việc nghiên cứu đề tài: *“Khung pháp lý về niêm yết của sau – Kinh nghiệm quốc tế và một số đề xuất cho Việt nam”* cũng hướng tới mục tiêu hoàn thiện và nâng cao năng lực quản lý Nhà nước đối với hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt nam. Niêm yết của sau là vấn đề mới mẻ cả về lý luận và thực tiễn đối với thị trường chứng khoán Việt nam, vì vậy việc nghiên cứu nội dung đề tài này sẽ có ý nghĩa thiết thực, đặc biệt trong giai đoạn sắp tới khi Luật chứng khoán được soạn thảo và ban hành. Với mục tiêu này, đề tài đã giải quyết được 2 vấn đề cơ bản:

- Nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng khung pháp lý của một số thị trường chứng khoán quốc tế liên quan tới vấn đề niêm yết của sau, nhằm rút ra một số bài học kinh nghiệm cho Việt nam.

- Đề xuất một số nội dung liên quan tới việc xây dựng khung pháp lý về niêm yết của sau tại Việt nam.

Tuy nhiên, đề tài được thực hiện trong một thời gian ngắn và với điều kiện rất hạn chế về nguồn tài liệu tham khảo, do vậy không thể tránh khỏi những thiếu sót. Nhóm nghiên cứu đề tài hi vọng sẽ nhận được những đóng góp kịp thời từ đồng nghiệp và các đối tượng quan tâm tới nội dung nghiên cứu của đề tài, nhằm tiếp tục bổ sung và hoàn thiện đề tài, cũng như cùng trao đổi những vấn đề có liên quan.

Danh mục tài liệu tham khảo

- Báo Đầu tư chứng khoán
- Tạp chí Chứng khoán Việt Nam – Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
- Thời báo Kinh tế Việt nam
- Các văn bản pháp luật về quản lý doanh nghiệp - Nhà xuất bản chính trị Quốc gia-1997.
- Hệ thống các văn bản pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán- Bộ Tài chính, UBCKNN 2004.
- Luật chứng khoán nước Cộng hòa nhân dân Trung Hoa 1999.
- Luật Giao dịch Chứng khoán Mỹ 1934
- Ngân hàng phát triển Châu Á (2002), “Lộ trình phát triển thị trường vốn Việt Nam-Báo cáo đề trình lên UBCKNN”, Tháng 9
- Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia, Các quy định pháp luật về đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, Hà Nội 2001
- Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia, Luật Doanh nghiệp và các văn bản hướng dẫn thi hành, Hà Nội 2001
- Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia, Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Luật Các tổ chức tín dụng, Hà Nội 1998
- Quy chế của UBCK Mỹ, Quy chế về người thầu tóm và những liên quan với người sở hữu chứng khoán.
- Trung tâm Đào tạo và nghiên cứu khoa học ngân hàng-Giáo trình thị trường vốn 1995
- Trung tâm Nghiên cứu và Bồi dưỡng Nghiệp vụ Chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. 2000. Chứng khoán và thị trường chứng khoán –những kiến thức cơ bản. Tập tài liệu bài giảng. Trung tâm Nghiên cứu và Bồi dưỡng Nghiệp vụ Chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.
- UBCKNN (2002), “Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán giai đoạn 2001-2010”, Hà nội
- Đề tài Khoa học cấp Bộ: “Quản lý Nhà nước đối với hoạt động thầu tóm, sáp nhập công ty trên thị trường chứng khoán Việt nam”, Mã số UBCKNN.03.04, UBCKNN 2003.
- Websites: www.iosco.org; www.oecd.org; www.worldbank.org; www.imf.org; www.adb.org; www.kse.gov.kr

Mục lục

Mở đầu	Trang
Chương 1	
TỔNG QUAN VỀ NIÊM YẾT CỦA SAU VÀ KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ NƯỚC	
	3
1.1. Khái niệm	3
1.1.1 Khái niệm niêm yết cửa sau	3
1.1.1.1 Định nghĩa	3
1.1.1.2 Nguyên nhân để một công ty không niêm yết tìm đến với niêm yết cửa sau	5
1.1.1.2 Thủ tục niêm yết cửa sau	6
1.1.2. Phân biệt thầu tóm ngược/niêm yết cửa sau và thầu tóm, sáp nhập doanh nghiệp niêm yết.	12
1.1.3. Mối quan hệ giữa niêm yết cửa sau và thầu tóm, sáp nhập doanh nghiệp.	13
1.2. Lợi ích và rủi ro của niêm yết cửa sau	14
1.2.1. Lợi ích của niêm yết cửa sau	14
1.2.1.2. Đối với công ty không niêm yết	14
1.2.1.1. Đối với công ty niêm yết	15
1.2.2. Rủi ro của niêm yết cửa sau	19
1.2.2.1 Xung đột lợi ích giữa cổ đông và Hội đồng quản trị.	19
1.2.2.2 Quyền lợi của cổ đông thiểu số không được bảo vệ đầy đủ.	19
1.2.2.3 Phá vỡ tính nhất thể trong các quy định về điều kiện niêm yết và quản lý niêm yết.	20
1.3. Kinh nghiệm quốc tế về niêm yết cửa sau	20
1.3.1. Xu thế phát triển của niêm yết cửa sau trên thị trường chứng khoán thế giới	20
1.3.1.1. Niêm yết cửa sau đang là hiện tượng diễn ra ngày càng nhiều trên thị trường chứng khoán thế giới	20
1.3.1.2. Hoạt động niêm yết cửa sau ngày càng được thừa nhận rộng rãi về mặt pháp lý nhằm duy trì sự ổn định của thị trường và bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư	22
1.3.2. Khuyến nghị chung về nguyên tắc quản lý hoạt động thầu tóm, sáp nhập doanh nghiệp và niêm yết cửa sau của IOSCO	25
1.3.3. Nghiên cứu điển hình khung pháp lý của một số nước về niêm yết cửa sau	27
1.3.3.1 Canada	28
1.3.3.2 Mỹ	31
1.3.3.3 Thụy Sĩ	33

1.3.3.4 Malaysia	35
1.3.3.5 Hồng Kông	37
1.3.3.6 Thái Lan	38
1.4. Một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam	41

Chương 2

MỘT SỐ ĐỀ XUẤT CHO VIỆC XÂY DỰNG KHUNG PHÁP LÝ VỀ HOẠT ĐỘNG NIÊM YẾT CỦA SAU TẠI VIỆT NAM

2.1. Thực trạng khung pháp lý về niêm yết và thu gom sáp nhập doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay	45
2.1.1. Khung pháp lý về niêm yết và thu gom sáp nhập doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam	45
2.1.2. Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động thu gom và sáp nhập doanh nghiệp nói chung	51
2.2. Một số đề xuất cho việc xây dựng khung pháp lý cho hoạt động niêm yết của sau tại Việt Nam	60
2.2.1 Một số đề xuất cho việc xây dựng khung pháp lý về niêm yết của sau	60
2.2.1.1. Cần có quan điểm quản lý thống nhất đối với hoạt động niêm yết của sau	60
2.2.1.2 Các quy định pháp luật về niêm yết của sau cần phải tuân thủ các nguyên tắc cơ bản của IOSCO về quản lý thị trường chứng khoán và phù hợp với mục tiêu phát triển thị trường chứng khoán và thực tiễn thị trường chứng khoán của Việt Nam	61
2.2.1.3 Một số đề xuất cụ thể về xây dựng quy định pháp luật về niêm yết của sau	63
2.2.1.4 Hoàn thiện pháp luật về thu gom, sáp nhập doanh nghiệp niêm yết thông qua thị trường chứng khoán	66
2.2.2. Một số kiến nghị về điều chỉnh các văn bản pháp luật có liên quan.	70
2.2.2.1 Đẩy nhanh tiến độ xây dựng Luật doanh nghiệp chung, trong đó hoàn thiện các nội dung liên quan tới hoạt động thu gom sáp nhập doanh nghiệp, tiến tới xây dựng một Luật riêng về thu gom và sáp nhập doanh nghiệp	70
2.2.2.2 Hoàn thiện Luật cạnh tranh nhằm hạn chế các hành vi cạnh tranh không lành mạnh diễn ra trong quá trình thu gom và sáp nhập doanh nghiệp cũng như thu gom ngược/niêm yết của sau	72
Kết luận	74
Danh mục tài liệu tham khảo	75