

Chương 4

NHỮNG NỀN TẢNG PHÁP LÝ

Câu hỏi:

Thực chất “Pháp trị” (rule of law) nghĩa là gì?

Tham nhũng có phổ biến hay không? Liệu các nước có thể đạt tiến bộ trong đấu tranh chống tham nhũng?

Việc luật pháp bảo vệ quyền sở hữu có ý nghĩa gì?

Hình thức bảo vệ về mặt pháp lý và quyền lợi nào có thể hấp dẫn người ngoài nắm giữ cổ phần?

Các chủ nợ dựa vào những điều khoản pháp lý nào?

GIỚI THIỆU

Hệ thống luật pháp là những thể chế quan trọng nhất đối với sự hoạt động hiệu quả của một hệ thống tài chính. Các nhà đầu tư, bất kể cá thể tư nhân, ngân hàng, hay các tổ chức khác, thường không thể trực tiếp kiểm soát các công ty mà họ đầu tư vào. Những ai đầu tư thông qua các thị trường chứng khoán (hay các nhà đầu tư vào vốn cổ phần và trái phiếu nhà nước) thậm chí thường không có liên hệ với công ty mà họ mua trái quyền hay quyền đòi nợ (claim). Những đối tượng liên quan khác như công nhân, nhà cung ứng và khách hàng thì thường xuyên liên hệ trực tiếp với công ty; Khác với các nhà đầu tư, nếu họ không được đối xử tốt, họ có thể thôi không hợp tác cho đến khi cung cách đối xử được cải thiện, không cần đến sự hiện diện của các biện pháp chế tài pháp lý.

Các nhà đầu tư đưa tiền của mình cho các doanh nghiệp tùy nghi sử dụng và hy vọng ở điều tốt nhất. Các nhà đầu tư trao quyền kiểm soát vốn của mình cho nhà quản lý doanh nghiệp, đổi lại chấp nhận những mẫu giấy có nêu rõ một số quyền nhất định đối với số ngân lưu mà doanh nghiệp họ đầu tư vào tạo ra. Những quyền này chỉ có ý nghĩa và an toàn khi hệ thống pháp luật xác định rõ ràng ý nghĩa của chúng và đảm bảo thực thi các quyền này. Như vậy, không có một hệ thống pháp lý hiệu quả, thì những người cung cấp vốn từ bên ngoài sẽ không sẵn lòng mua nợ và quyền sở hữu vốn cổ phần của doanh nghiệp, dẫn đến thiếu vốn để tài trợ cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và làm chậm tăng trưởng kinh tế.

Các thị trường tài chính phụ thuộc vào hệ thống pháp lý theo bốn hướng tổng quát như sau:

1. **Quyền sở hữu tài sản:** Hệ thống pháp lý xác lập quyền sở hữu đối với tài sản, kèm theo không chỉ là việc thiết lập một hệ thống cho phép việc đăng ký quyền lợi trên tài sản và xác định ai có thể sở hữu hợp pháp tài sản, mà còn phải mô tả rõ ràng sự ưu tiên tương đối về trái quyền của người lao động, chủ nợ, cơ quan thu thuế và các cổ đông lên ngân lưu của công ty. Không thể định giá một trái quyền tài chính lên một công ty nếu không hiểu rõ tư cách hưởng lợi của người nắm trái quyền từ hoạt động của công ty.

2. **Hợp đồng:** Hệ thống pháp lý xác định rõ loại hình hợp đồng nào được phép thực hiện cũng như các phương tiện chế tài khi những cam kết trong hợp đồng không được thực hiện.

3. **Công ty:** Hệ thống pháp lý thiết lập và thực thi luật công ty, xác định rõ phạm vi quyền lợi và nghĩa vụ của các công ty, của các cán bộ, giám đốc trực thuộc công ty, cũng như cách thức quản trị công ty.

4. **Tài chính:** Luật và qui định xác định và ràng buộc những khía cạnh cụ thể của bản thân hệ thống tài chính: phương tiện pháp lý cho việc mua bán chứng khoán, và việc điều hành thị trường chứng khoán, những qui trình cần thiết khi thuê ngân hàng và những qui định cụ thể đối với ngân hàng, các cơ chế cầm cố thế chấp, và tiến trình giải quyết những nguy kịch về tài chính khi doanh nghiệp mất khả năng trả nợ (hay luật phá sản).

Ở cấp độ cơ bản hơn, tất cả phân nhánh của hệ thống pháp luật đều giả định trước một môi trường trong đó luật được tuân thủ và thực thi khá đầy đủ; nghĩa là, chúng phải mặc định một cấu trúc luật pháp đáng tin cậy ở đó *pháp trị* được tôn trọng. Một thị trường tài chính sẽ hoạt động như thế nào nếu quyền sở hữu tài sản đi kèm với quyền lợi tài chính không được xác lập trước một cách rõ ràng, và nếu các thỏa thuận không được thực thi theo pháp luật, ít ra là ở một chừng mực nào đó? Trong một thế giới như vậy, sức mạnh thô bạo (raw power) sẽ hưng thịnh. Các nhà đầu tư sẽ cần đến những tổ chức cường chế tư nhân và sự bảo vệ thể chất. Rủi ro đầu tư sẽ không chỉ phản ánh những kết cục bất trắc trên chôn thương trường mà doanh nghiệp hoạt động, mà kể cả những lợi ích không chắc chắn và phí tổn khi sử dụng những phương tiện trong luật hay ngoài luật để xác lập quyền lợi lên doanh thu của công ty. Một số nước như Nga vào những năm 90, cho thấy hệ quả của một mô thức như vậy: Các thị trường chứng khoán biến động mạnh và yếu kém, được xây dựng trên nền tảng rạn nứt của một hệ thống kinh tế và pháp luật không đáng tin cậy. Ở Nga, chỉ có một vài cá nhân đầy quyền lực kiểm soát không chỉ doanh nghiệp mà cả tiến trình pháp luật và chính trị giám sát giao dịch giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Những kẻ chính trị đầu sỏ này chủ yếu dựa vào các phương tiện ngoài luật (đút lót, tổng tiền và vũ lực) để trục lợi và duy trì lợi ích kinh tế. Những hợp đồng kiểu tiền nghiệm (ex-ante) và các kết cục hậu nghiệm (ex-post) thường ít hoặc không hề liên quan đến nhau. Những nước như vậy là thiếu pháp trị cơ bản.

Ở nhiều thị trường tài chính mới nổi (EFM), ngay cả khi pháp trị tồn tại, các thành phần quan trọng của luật và qui định có thể bị hiểu sai, được thực thi kém hoặc không hề tồn tại. Thật vậy, các thị trường tài chính mới nổi là một dạng phòng thí nghiệm để xem xét tác động của các môi trường pháp luật khác nhau lên sự phát triển của các định chế tài chính. Thông qua nghiên cứu EFM chúng ta có thể hiểu rõ hơn những nền tảng pháp luật của thị trường tài chính nói chung.

Các nhà kinh tế tài chính dành rất nhiều thời gian để cố gắng giải đáp hình dạng của các tổ chức và hiệp định tài chính. Họ hỏi tại sao ngân hàng tồn tại, tại sao nợ sinh lãi được phát minh, và tại sao các hợp đồng phái sinh xuất hiện. Họ cũng nghiên cứu các yếu tố pháp luật tạo thuận lợi cho sự phát triển của các thị trường và tổ chức tài chính hiệu quả và có chiều sâu, cũng như khuyến khích nên sử dụng một số hình thức hợp đồng tài chính này thay vì hình thức khác. Rất nhiều nhà kinh tế nhận thấy những gắn kết giữa khuôn khổ pháp luật với cấu trúc và phạm vi của hệ thống tài chính. Tiên phong trong lĩnh vực nghiên cứu này có Rafael La Porta, Florencia Lopez-de-Silanes, Andrei Shleider, và Robert W. Vishny. Hai nghiên cứu liên quan của Robert W. Vishny sẽ được nhắc đến nhiều lần trong chương này. Theo cách nói của các tác giả, thì:

Tại sao một số nước có thị trường tài chính lớn hơn nhiều so với các nước khác? Tại sao, chẳng hạn, Mỹ và Anh có thị trường tài chính không lồ, trong khi của Đức và Pháp lại nhỏ hơn rất nhiều? Tại sao có hàng trăm công ty (phát hành cổ phiếu) ra công chúng hàng năm trong khi chỉ có vài chục công ty ở Ý phát hành ra công chúng trong hơn một thập kỷ...? Tại sao Đức và Nhật có hệ thống ngân hàng sâu rộng như vậy, ngay cả khi so với các nền kinh tế giàu có khác? Nếu nhìn vào phạm vi bao gồm nhiều nước hơn, thì tại sao trên thực tế lại tồn tại sự khác biệt rất lớn về qui mô, tầm vóc và giá trị của

các thị trường vốn? Lấy một ví dụ đặc biệt nhất, tại sao các công ty Nga hầu như không thể tiếp cận nguồn tài chính bên ngoài và bán với giá thấp hơn cả trăm lần so với các công ty phương Tây có cùng qui mô tài sản...?

Đây là những loại câu hỏi mà chúng tôi sẽ xem xét trong chương này. Phần thảo luận được chia thành hai phần chính: Chất lượng chung của hệ thống pháp lý và những nguyên tắc cụ thể nhằm điều chỉnh những trái quyền tài chính và sự kiểm soát doanh nghiệp – nghĩa là, những qui định luật pháp liên quan trực tiếp tới thị trường và các tổ chức tài chính. Dưới đề mục hệ thống pháp lý chung, chúng tôi sẽ thảo luận các thước đo liên quốc gia về cách ứng dụng thành công pháp trị, hiệu quả của ngành tòa án và phạm vi tham nhũng (cản trở việc thực thi đầy đủ các qui định pháp luật). Liên quan đến những luật điều chỉnh tài chính và kiểm soát doanh nghiệp, chúng tôi chia thảo luận theo những qui định pháp luật bảo vệ cổ đông bên ngoài và những qui định pháp luật bảo vệ chủ nợ.

Hình 4.1 tóm tắt các chủ đề khác nhau này trong một “kim tự tháp pháp lý”. Ở đáy kim tự tháp là những điều kiện tiên quyết cơ bản của một hệ thống pháp luật hiệu quả: Thực thi công bằng quyền sở hữu tài sản và hợp đồng thương mại. Những lĩnh vực pháp lý cụ thể (phần phía trên lớp nền của kim tự tháp) chỉ có thể hiệu quả khi các quyền thương mại cơ bản và pháp trị (nền của kim tự tháp) được thực thi. Phần giữa kim tự tháp nói đến quyền của tất cả chủ nợ và cổ đông được hưởng khi giao dịch với những doanh nghiệp mà họ nắm giữ trái quyền. Phần đỉnh kim tự tháp nói đến những qui định tác động lên việc tập hợp và mua bán các quyền lợi tài chính của các tổ chức trung gian (ngân hàng, quỹ đầu tư hỗ tương, nhà môi giới, tự doanh, và thị trường chứng khoán). Đến cuối chương, chúng tôi sẽ điếm lại một số tài liệu thực nghiệm từng cố gắng định lượng tầm quan trọng của những nền tảng pháp lý khác nhau này đối với sự phát triển tài chính.

Hình 4.1 Kim tự tháp pháp lý của hệ thống tài chính



PHÁP TRỊ

Nền pháp trị thịnh hành ở đâu?

Chúng ta bắt đầu bằng câu hỏi mức độ phổ biến của pháp trị ở các nước là gì. Câu hỏi này buộc chúng ta phải xác định một cách cẩn thận hơn pháp trị nghĩa là gì. Chắc chắn nó mang ý nghĩa

nhiều hơn là sự hiện diện của pháp luật trên sách vở. Mỗi quốc gia đều có một số loại hình luật trên giấy tờ, nhưng không phải quốc gia nào cũng được cho là sống theo pháp trị.

Trước tiên, pháp trị có nghĩa là tất cả mọi người đều chịu sự cai trị bởi những luật như nhau, sao cho người giàu và có quyền thế không thể tự tách mình ra khỏi những đạo luật mà người khác phải tuân theo. Cụm từ này đôi khi được diễn tả như “pháp trị thay vì nhân trị”, nghĩa là các nhà lãnh đạo quyền uy không thể tạo ra những đặc quyền cho chính mình. Đây là một chức năng của sự thực thi, sao cho hệ thống tư pháp không phải e dè khi trừng phạt những người làm trái luật dựa vào của cải và quyền thế của mình. Cụ thể, pháp trị có nghĩa là bản thân chính phủ cũng bị ràng buộc và không thể đối xử với người dân một cách tùy tiện.

Quyền sách này chú trọng vào vấn đề chung liên quan đến việc ràng buộc chính phủ. Như đã nhấn mạnh trong chương 2, điều đó đã trở thành một vấn đề trọng tâm của lý thuyết và thực tiễn chính trị ở hầu hết các nước trên thế giới trong nhiều thế kỷ qua. Những thể chế dân chủ đại diện đã chứng tỏ là giải pháp tốt nhất cho vấn đề này. Chúng là hiện thân của pháp trị và xem đó là ý tưởng cơ bản nhất của mình: Chúng dựa vào một hiến pháp, đôi khi thể hiện những nhân quyền cơ bản nhất, điều này ràng buộc cả những nhà nước có chủ quyền.

Trong thế giới hiện đại, hầu như mọi quốc gia đều có một loại hiến pháp nào đó. Các nước XHCN đều có hiến pháp, đa số nhắm đến bảo đảm những tự do và nhân quyền cơ bản, dù rằng nhà cầm quyền có thể không có ý định chấp nhận chúng trên thực tế. Khi đó, pháp trị đòi hỏi nhiều hơn là một văn bản. Hiến pháp cần phải thể hiện thẩm quyền thực sự để chính nhà cầm quyền cũng không dám xem thường những yêu cầu của hiến pháp. Hiến pháp không thể quá chi tiết nếu không sẽ phải thay đổi liên tục; và một hiến pháp không nên quá dễ dàng thay đổi nếu không muốn đánh mất quyền lực của mình. Các nhà cầm quyền dù nhận thấy hiến pháp không thuận lợi, cũng không dễ thay đổi hiến pháp hoặc né tránh những yêu cầu của hiến pháp.

Do đó, một phần của pháp trị là hạn chế việc dụng quyền lực một cách tùy tiện của các quan chức nhà nước. Nhưng đó chưa phải là ý nghĩa của toàn bộ câu chuyện. Nếu chính phủ bị hạn chế đến mức zero (vô hiệu hóa), sẽ xuất hiện tình trạng vô chính phủ, và điều này trái ngược với pháp trị. Chính phủ cần đóng vai trò quan trọng trong việc thiết lập và quản lý một qui trình đồng bộ và công bằng để thực thi pháp luật và giải quyết những mâu thuẫn. Để pháp trị tồn tại, thì người dân có thể sử dụng một cách dễ dàng và không quá tốn kém các hệ thống pháp luật và chính trị để xác định và bảo vệ tập hợp các quyền kinh tế và chính trị được hiểu đầy đủ. Điều này đòi hỏi phải có một cơ quan lập pháp hiệu quả cũng như một hệ thống tư pháp (tòa án) hoàn chỉnh – tòa án, quan tòa, công tố viên, luật sư, trọng tài, thư ký tòa án và v.v.

Mỹ có thể tạo ra quá nhiều luật sư, nhưng đại đa số các nước đang phát triển thì lại có quá ít. Ví dụ Trung Quốc chỉ có 3.000 luật sư có giấy phép hành nghề trong giai đoạn 1957 – 80, đến 1995 tăng 60.000 và chính phủ Trung Quốc đã tuyên bố mục tiêu có 150.000 luật sư vào năm 2000. Hơn nữa luật sư phải được đào tạo tốt và cùng nắm bắt những lý thuyết pháp luật và các truyền thống hiến pháp phổ biến. Phải có các kỳ sát hạch luật sư đoàn và những tiêu chuẩn đạo đức nghề nghiệp, với các qui trình kỷ luật các trường hợp vi phạm nguyên tắc. Việc đáp ứng những yêu cầu này không dễ chút nào. Cần phải có thời gian và nỗ lực để đạt sự đồng thuận về những chuẩn mực nghề nghiệp và pháp lý cơ bản và để xây dựng đầy đủ mạng lưới các tổ chức tư và công cần thiết cho việc thực thi những chuẩn mực này.

Nhưng phần thưởng cho sự thành công là rất lớn. Đó là sự gia tăng niềm tin về sự công bằng và đáng tin cậy của các qui định pháp luật, hợp đồng và những cách hành xử trong kinh doanh và đời sống cá nhân. Các thể chế và truyền thống pháp luật mạnh mẽ sẽ hạn chế sự tùy tiện và gia tăng lòng tin của người dân về sự nhất quán và công bằng trong hệ thống của họ. Nguyên tắc của

sự công bằng hay công lý là những vụ việc giống nhau phải được xử lý như nhau; hoặc nói theo cách khác, người ta chỉ bị đối xử khác biệt khi những khác biệt giữa họ được kết nối một cách lô-gích và phù hợp với những khác biệt trong cách xử lý. Ví dụ, nếu người ta bị bỏ tù, thì lý do phải là phạm một loại tội hình mà xã hội tin rằng xứng đáng phải đi tù, và vì thế mà người phạm tội, theo kỳ vọng, phải ở tù.

Lòng tin - Trust, một cuốn sách gây nhiều tranh luận của tác giả Francis Fukuyama, đã nghiên cứu tầm quan trọng của sự tin tưởng giữa con người với nhau trong quá trình thúc đẩy xã hội và nền kinh tế hoạt động hiệu quả. Cuốn sách phân biệt giữa những xã hội có lòng tin rất cao như Đức và Nhật, trong đó người dân hoàn toàn tin rằng những đạo luật phổ biến sẽ được tuân thủ một cách triệt để, với những xã hội có lòng tin thấp như Ý và Trung Quốc, ở đó chỉ có đại gia đình là đơn vị xã hội tạo dựng sự tin tưởng trong khi phải rất cẩn trọng với bất kỳ giao dịch nào nằm ngoài phạm vi gia đình. Cụ thể hơn, đặc điểm của những xã hội này là niềm tin vào chính phủ thấp.

Dường như có một sự kết nối giữa pháp trị, lòng tin vào chính phủ, thiện chí tin người ngoài tộc, và sự sung túc về kinh tế. Các nền kinh tế hiện đại thường rất phức tạp, đến mức chúng không thể thực hiện tốt chức năng nếu không có những qui định phổ biến và có thể thực thi nhằm khuyến khích những giao dịch thuận mua vừa bán trên thị trường. Trong các nền kinh tế hội nhập, việc tiếp xúc (làm ăn) với người lạ là điều khó tránh, điều này đòi hỏi một hệ thống pháp trị được phổ biến rộng rãi do nhà nước có uy tín thiết lập nên. Nếu không có cột trụ này, các cá nhân sẽ tránh những thị trường hội nhập vô danh và thiên về những hội phường tư nhân hạn hẹp trên cơ sở dòng tộc, có thiết lập luật lệ và phương tiện thực thi riêng.¹ Do đó, lợi ích thu được từ sự tham gia rộng rãi vào những thị trường tài chính phụ thuộc vào việc thiết lập và thực thi các qui định pháp luật đáng tin cậy. Ngân hàng Thế giới (1997) chú trọng vào uy tín của chính phủ như là một nhân tố giúp các đối tác tư nhân kinh doanh. Nghiên cứu cho thấy đầu tư gộp tính theo phần trăm GDP, tăng trưởng GDP bình quân, và khả năng đạt lợi nhuận trung bình của các dự án do WB tài trợ đều tăng theo thước đo uy tín của chính phủ.

Nhiều khảo sát đã cố gắng định lượng phạm vi phổ biến của pháp trị ở các nước khác nhau. Phần phụ lục của chương sẽ bao gồm một trong số nghiên cứu này, đó là đánh giá của tổ chức International Country Risk về truyền thống luật và trật tự ở mỗi nước (bình quân các năm từ 1982-1995). Hai biến số liên quan là các chỉ báo trên cơ sở khảo sát đánh giá rủi ro chính phủ sẽ thay đổi hợp đồng thương mại sau khi đã ký kết hoặc rủi ro chính phủ sẽ sung công một công ty hay dự án. Các thước đo này cũng được liệt kê trong phụ lục.

Khi nghiên cứu chi tiết các đạo luật thực tế ở nhiều nước, ta có thể thấy rõ chúng rơi vào một số nhóm tự nhiên hoặc họ liên quan. LaPorta và các tác giả khác cho rằng:

Xuất phát điểm của chúng ta là việc ghi nhận rằng luật ở các nước khác nhau nhìn chung không được viết từ con số không, mà chủ yếu được cấy ghép - tự nguyện hoặc không tự nguyện - từ một vài họ hoặc truyền thống luật khác (Watson 1974). Nhìn chung, luật *thương mại* xuất phát từ hai truyền

¹ Greif (1989) nghiên cứu sự phát triển ngoại thương ở vùng Địa Trung Hải thời trung cổ giữa người Maghribi, một nhánh các nhà buôn Do Thái từng sinh sống ở khắp vùng này nhưng chỉ giới hạn trong phạm vi các mối quan hệ thân quen và hoàn toàn tách biệt về văn hóa với các nhóm khác. Greif chỉ ra rằng người Maghribi đã thành lập được một kiểu hệ thống pháp luật tư nhân, định ra những luật lệ về ngoại thương và thực thi bằng khả năng bị các thành viên khác trong nhóm khai trừ. Ví dụ này cho thấy sự quan tâm về danh dự có thể thay thế cho các hình phạt theo pháp luật chính thức trong việc thực thi hợp đồng và giải quyết những tranh chấp hợp đồng, nhưng chỉ xảy ra giữa các thành viên của một nhóm gắn kết chặt chẽ về văn hóa, và chỉ khi nào bản thân việc bị loại trừ khỏi nhóm là một cái giá rất đắt đối với thành viên của nhóm đó. Vì thế, nhìn chung khả năng những dàn xếp tư nhân và sự quan tâm đến uy tín có thể thay thế cho hệ thống chính luật là rất giới hạn.

thống luật phổ quát: hệ thống luật án lệ và hệ thống dân luật (common and civil laws). Những qui định pháp luật của các nước theo hệ dân luật xuất phát từ Luật La Mã và “được nhìn nhận là luật hành xử gắn chặt với những ý tưởng về công lý và đạo đức” (David và Brierly 1985, tr 22). Chúng thường được các học giả về luật phát triển và tổng hợp thành các bộ luật thương mại. Ngược lại, luật án lệ có nguồn gốc từ nước Anh và được “hình thành chủ yếu bởi những quan tòa trong nỗ lực giải quyết các tranh chấp cụ thể” (David và Brierly 1985, tr 24). Hơn nữa, chỉ có ba truyền thống hoặc họ dân luật chính làm nền tảng cho sự hình thành các bộ luật thương mại hiện đại: Pháp, Đức và Scandinavi. Những truyền thống dân luật ở Đức và Pháp cũng như truyền thống luật án lệ, đã lan tỏa trên khắp thế giới thông qua kết hợp giữa sự chinh phục, chủ nghĩa đế quốc, sự vay mượn trực tiếp và sự mô phỏng một cách tinh tế hơn.

Hóa ra nguồn gốc quốc gia lại có một sức mạnh lý giải đáng kể đối với những khác biệt giữa luật điều chỉnh lĩnh vực tài chính và đối với việc thực hiện chức năng của các hệ thống tài chính nói chung - chủ đề mà chúng ta sẽ quay lại vào cuối chương này. Trong phần phụ lục, chúng tôi tái lập các bảng số liệu cho thấy số đo của từng nước, phân loại theo nguồn gốc quốc gia về một số vấn đề pháp lý bắt đầu từ thước đo được đề cập ở trên cho chính vấn đề pháp trị. Chú ý trong bảng 4A1, các nước theo hệ thống luật Scandinavi đạt được điểm tuyệt đối về pháp trị, trong khi những nước theo hệ thống luật của Đức đứng thứ hai. Các nước theo hệ luật án lệ (gốc Anh) đứng thứ ba và theo hệ của Pháp đứng cuối bảng.

Tuy nhiên, không nên xem những khác biệt trung bình theo nguồn gốc luật giữa các nước là bằng chứng quyết định tính cao thấp vốn có của bất kỳ truyền thống luật nào. Trước khi rút ra bất kỳ kết luận chắc chắn nào về chất lượng vốn có của các hệ luật khác nhau ta cần kiểm soát những yếu tố có thể ảnh hưởng đến chất lượng của việc thực thi pháp luật như của sự giàu có của quốc gia, giáo dục, phạm vi tự do chính trị, và ổn định chính trị. Chẳng hạn, số mẫu các nước theo truyền thống luật Scandinavi là rất hạn chế - chỉ gồm 4 nước vùng Scandinavi – và do đó xét theo nhiều khía cạnh sẽ rất khác với mẫu của các nước có nguồn gốc luật từ Anh. Thật vậy, bảng 4.A1 cho thấy rằng đa số khác biệt bình quân giữa các nhóm theo Anh và Scandinavi có thể truy nguyên từ điểm số thấp của các nước đang phát triển theo hệ luật gốc Anh nhưng nghèo nhất, tham nhũng nhất hoặc bất ổn chính trị nhất như: Kenya, Pakistan, Nam Phi, Nigeria, Thái Lan, Zimbabwe, Sri Lanka và Ấn Độ.

TẬP ĐOÀN TRANS-WORLD METALS VÀ PHÁP TRỊ

Kính gửi Phó tổng thống Gore và Thủ tướng Chernomyrdin

Một tình huống đang bùng phát ở Nga và đe dọa trực tiếp lên những nguyên tắc và sự tiến bộ của Ủy ban Gore – Chernomyrdin trong việc mở cửa nước Nga để thu hút đầu tư và thương mại quốc tế. Sự tồn tại của các nhà đầu tư nước ngoài đã và đang giúp xoay chuyển ngành công nghiệp của Nga và mang lại hàng trăm ngàn việc làm, lợi ích và lợi nhuận cho nhân dân Nga, hiện đang bị trực tiếp đe dọa.

Tôi tên là David Reuben, tôi là một doanh nhân quốc tế và là một trong những nhà đầu tư nước ngoài và chủ lao động lớn nhất của nước Nga. Câu chuyện của tôi cần được xem như là lời cảnh báo đến những người nước ngoài muốn đầu tư vào Nga và cho các nhà lãnh đạo nào tin rằng nước Nga cam kết vào mối quan hệ đối tác thị trường mở một cách thực thụ.

Công ty của tôi là Trans-World Metals, một trong những tập đoàn đầu tiên đầu tư vào thị trường Nga sáu năm trước, khi hàng chục ngành công nghiệp ở đây đang được tư nhân hóa. Chúng tôi đến khi chưa có ai đến. Chúng tôi đầu tư dài hạn hàng trăm triệu đô-la vào các nhà máy, thiết bị và hoạt động để vực dậy ngành công nghiệp thép và nhôm đang hấp hối của Nga. Mặc dù chấp nhận rủi ro đầu tư to

lớn, chúng tôi không bao giờ tìm cách chiếm quyền sở hữu cổ đông đa số, vì tin tưởng rằng nó sẽ được đặt một cách hợp lý vào tay của người Nga.

Thông tin lưu trữ sẽ cho thấy với đội ngũ nhân viên người Nga của mình, chúng tôi đã xoay chuyển hai ngành công nghiệp này một cách có lợi để trở thành những công ty hiệu quả và được quản lý tốt. Trong quá trình đó, cơ sở hạ tầng thị trường đã được củng cố đáng kể; tạo ra công ăn việc làm ổn định, được trả lương tốt kèm theo những lợi ích về y tế, nhà ở và chăm sóc trẻ cho hàng chục ngàn công nhân Nga từng bị thất nghiệp; xây dựng nhiều chương trình tài trợ cộng đồng địa phương về chăm sóc y tế, giáo dục, văn hóa, thể thao và nghệ thuật. Vùng nào có hoạt động của chúng tôi đều gặt hái nhiều lợi ích. Hệ thống thị trường tự do đã thành công.

Được khuyến khích bởi nỗ lực của Ủy ban, chúng tôi chấp nhận tất cả rủi ro và có đủ may mắn để gặt hái một số thành tựu. Nhưng ngày hôm nay chúng tôi đang đứng trước nguy cơ nhìn thấy tất cả những đầu tư và thành quả của mình bị tiêu hủy. Tại sao điều này lại xảy ra vào lúc này với tập đoàn Trans-World Metals và các nhà đầu tư lớn nước ngoài khác ở Nga?

Câu trả lời: là do một màn kịch quyền lực chính trị hèn hạ theo kiểu Nga. Màn kịch quyền lực này nhắm đến tịch thu một số cơ sở đầu tư của nước ngoài cụ thể mà *không* theo một tiến trình pháp lý công bằng (due process). Những công cụ đang được sử dụng là một nỗ lực chính trị có tổ chức chu đáo và một chiến dịch truyền thông đánh lạc hướng ở mức độ cao. Dẫn đầu là những quan chức trong Bộ Nội vụ đang muốn “tái tư nhân hóa” những công ty này và những ngân hàng Nga phi pháp tận dụng cơ hội thu lợi mà không phải chịu rủi ro hoặc phải đầu tư thật sự, âm mưu tước đoạt công ty của chúng tôi đã đặt tất cả khối doanh nghiệp tư nhân vào tình trạng nguy hiểm.

Trong tuần rồi, ông Kulinov, Bộ trưởng Nội vụ đã có một bài phát biểu hiểm hoi và ra lệnh kiểm soát ngành công nghiệp nhôm vì lý do an ninh quốc gia, trên cơ sở đưa ra những cáo buộc cũ rích và vô căn cứ. Người dân Nga được tuyên truyền rằng việc tước đoạt sự độc lập của giới tư bản và lấy lại quyền kiểm soát ngành công nghiệp nhôm là cần thiết cho sự sống còn của họ. Thực tế, nếu các nhà đầu tư nước ngoài đang hoạt động bị đẩy ra khỏi thị trường, thì không chỉ các ngân hàng trên sẽ thu được một phần đáng kể và không tổn kém từ ngành công nghiệp kim loại và nhà nước sẽ đặt ra hàng triệu khoản thuế bảo hộ mới và áp đặt những rào cản phi thuế quan, mà thị trường đầu tư quốc tế ở Nga cũng sẽ hoàn toàn khô cạn.

Chiến dịch tiếp quản sẽ có tác dụng bất lợi đối với quyền lợi lâu dài của nhân dân Nga và hoàn toàn đi ngược với tinh thần của Ủy ban Gore – Chernomyrdin. Nếu vẫn được phép tiếp diễn, kế hoạch này sẽ tạo ra một cơn lốc nghiêm trọng đối với các mối quan hệ thương mại Mỹ - Nga và ngay lập tức đưa đến những hậu quả nghiêm trọng lên thị trường nhôm lớn thứ hai trên thế giới và khả năng ổn định thị trường này của công ty Trans-World.

Kết luận

Nếu chương trình chiếm đoạt kiểu Nga này được phép thành công, nó sẽ chấm dứt sự tiến bộ lẽ ra là rất lớn và một mối quan hệ đối tác Đông – Tây mà Ủy ban Gore – Chernomyrdin đã phác thảo trong bốn năm qua.

Cách thức các quan chức Mỹ và Nga phản ứng trước mối đe dọa vũ lực này sẽ có kết quả tác động dài hạn lên sự ổn định chính trị và kinh tế của Nga, cũng như mối quan hệ kinh tế của nước này với các nhà đầu tư dài hạn tiềm năng trên khắp thế giới. Vấn đề lúc này đã nằm trên bàn thảo luận; chọn lựa thuộc về quý ngài.

Nguồn: Thư gửi tờ New York Times, 2/3/1997

David Reuben bị bắt giam. Khi đến tham dự một cuộc họp cổ đông của công ty kim loại Kazchrome ở Kazakhstan tháng 10 vừa qua, vị chủ tịch của tập đoàn Trans-World Metals bị bảo vệ chặn ở cửa ra vào - bắt kẻ Trans-World nắm 57% phần hùn của Kazchrome. Trong khi Reuben giận dữ đứng bên ngoài thì ở trong các cổ đông khác đã bầu ra một ban quản lý mới thù nghịch với Trans-World. Đó chỉ

là sự khởi đầu những rắc rối của Reuben. Trong vài tuần, các nhà quản lý được chính quyền hậu thuẫn đã chiếm lấy quyền kiểm soát của tất cả tài sản mà Trans-World nắm giữ ở Kazakhstan.

Nguồn: *Business Week, International ed.*, 16/2/1998

Đối tượng tham nhũng

Pháp trị sẽ bị hủy hoại một cách sâu sắc khi các quan tòa, cảnh sát, và quan chức nhà nước có thể được hối lộ để ưu ái cho một số người hoặc công ty nào đó. Gần như theo định nghĩa, một quan tòa, cảnh sát hay quan chức tham nhũng sẽ làm một cái gì đó không công bằng – nghĩa là ngược với những gì mà một viên chức công tâm sẽ làm dù theo bất kỳ hệ thống luật nào. Tham nhũng là nói về những khoản chi và ưu đãi *phi pháp* (hay các khoản chi và ưu đãi ngoài luật). Đó rõ ràng là bất hợp pháp và luôn được che giấu.

Ở một chừng mực nào đó thì tham nhũng xảy ra ở mọi lúc và mọi quốc gia. Một nghiên cứu tiên phong về chủ đề này đã truy nguyên tham nhũng về thời kinh thánh xa xưa nhưng dự báo rằng một ngày nào đó nó sẽ bị loại bỏ, cũng như ta có thể tìm nguồn gốc của nô lệ vào thời cổ đại và nó cũng không còn là một đặc thù của đời sống hiện đại. Những nhà quan sát khác tỏ ra bi quan hơn và tin rằng tham nhũng là một thực tế không thể chối bỏ của cuộc sống, chẳng thể loại trừ mà chỉ có thể chấp nhận.

Giữa hai luận ý kiến thái cực này là những lập luận trung hòa. Các nước rất khác nhau theo phạm vi tham nhũng. Ở một số nước như Singapore và ở Scandinavi, tham nhũng hầu như không tồn tại. Các nước khác như Zaire (nay là Cộng hòa Dân chủ Congo) dưới thời cựu tổng thống Mobutu Sese Seku đã được mô tả một cách khéo léo như là *kleptocracy* hay *trộm trị*, ở đó một tỉ lệ lớn GDP đã bị bòn rút vào các tài khoản tư nhân của một bộ phận bè phái chính trị của các quan chức và gia đình của họ. Các nước có thể dao động trong quang phổ này. Ví dụ Hồng Kông từng gánh chịu nạn tham nhũng nghiêm trọng trong thập niên 70 nhưng đã có những nỗ lực triệt để và thành công trong việc kiểm soát tham nhũng trong thập niên 80.

Có thể xem tham nhũng như là một loại thuế mà các công chức thu và tự trả cho mình. Đa số các nhà nghiên cứu đồng ý rằng chi phí của loại thuế này được chuyển sang cho người tiêu dùng thông qua giá cả cao hơn và sau đó được phân phối trên khắp nền kinh tế. Tham nhũng là một dạng chi tiêu hoang phí không hiệu quả giống như guồng máy thuê mướn lao động thừa thải của các doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, tác động tiêu cực của tham nhũng có thể nghiêm trọng hơn rất nhiều so với những trạng thái phi hiệu quả thông thường.

Tham nhũng là một hệ quả được báo trước của sự tương tác giữa công và tư, và sự tương tác này càng sâu rộng thì vấn nạn càng lớn.

Tham nhũng xảy ra khi khu vực công và tư tiếp xúc với nhau. Bất kỳ khi nào một công chức có trong tay quyền lực để tùy ý phân phối một lợi ích hay chi phí lên khu vực tư nhân, thì khi đó động cơ tham nhũng dứt lốt được tạo ra. Sự tham nhũng này phụ thuộc vào qui mô của lợi ích và chi phí thuộc quyền kiểm soát của các công chức. Các cá thể và doanh nghiệp tư nhân sẵn sàng chi tiền để nhận được lợi ích và né tránh các chi phí đó.

HỐI LỘ, THAM NHƯNG LAN TRÀN Ở ĐÔNG ÂU THEO KẾT QUẢ KHẢO SÁT

Một khảo sát với hơn 3000 công ty Đông Âu do WB và Ngân hàng Tái thiết và Phát triển châu Âu thực hiện đã phác họa một bức tranh nghiêm túc về nạn tham nhũng mang tính địa phương, những

vận động hành lang được ưu đãi và sự ảnh hưởng lâu dài của nhà nước lên hoạt động kinh doanh 10 năm sau khi khối Xô viết sụp đổ.

Cuộc khảo sát được xuất bản như một phần của Báo cáo Chuyển tiếp hàng năm của EBRD, kết luận rằng nạn hối lộ và tham nhũng vẫn còn rất phổ biến một phần do các công ty tiếp tục phụ thuộc vào những mối quan hệ trực tiếp với quan chức chính phủ. Nhằm đánh giá cái gọi là thuế hối lộ - bribe tax, các nhà nghiên cứu từ công ty AC Nielson đã lấy ý kiến từ những chủ doanh nghiệp và doanh nhân ở hơn 20 quốc gia về giao dịch của họ với nhà nước và những khó khăn đi kèm hoạt động kinh doanh.

Kết quả khảo sát: Các công ty ở Đông Âu chi hối lộ trong khoảng ít nhất từ 2% (ở Croatia) cho đến 8% (ở Georgia) trong doanh thu hàng năm. “Khi được cộng vào các khoản thuế khóa chính thức vốn đã vô cùng cao theo ý kiến các doanh nghiệp thì thuế hối lộ đặt ra một gánh nặng nghiêm trọng lên các doanh nghiệp trong vùng”, báo cáo kết luận.

Thuế hối lộ bình quân ở Liên bang Xô Viết trước đây – 5,7% doanh thu – là gần gấp đôi mức chi 3,3% doanh thu ở Trung và Đông Âu. Tuy nhiên điều kinh ngạc là cuộc khảo sát cho thấy nạn hối lộ vẫn phổ biến ở nhiều nước vốn được xem là những câu chuyện chuyển tiếp thành công. Theo các công ty, trong nước họ phải chi hối lộ “thường xuyên hoặc hơn”, với số tổng lên đến 31,3% ở Hungary và 32,7% ở Ba Lan, so với 29,2% ở Nga. Doanh nghiệp tư nhân chi hối lộ theo phần trăm doanh thu lớn hơn so với doanh nghiệp nhà nước.

Điều mà EBRD quan tâm là tác động lên những công ty nhỏ, với khoảng 40% các công ty nhỏ được khảo sát cho biết họ thường xuyên chi hối lộ, so 16% công ty lớn. Chủ tịch EBRD Horst Koehler cho biết doanh nghiệp mới rất quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở các nước chuyển tiếp nên phải được bảo vệ và khuyến khích.

Nguồn: *the Wall Street Journal*, 9/11/1999, tr. A21

Chi phí kinh doanh kiểu đút lót

Quốc gia	Tỉ lệ doanh nghiệp thường xuyên hối lộ	Bình quân thuế hối lộ tính theo doanh thu hàng năm	Quốc gia	Tỉ lệ doanh nghiệp thường xuyên hối lộ	Bình quân thuế hối lộ tính theo doanh thu hàng năm
Azerbaijan	59.3%	6.6%	Russia	29.2%	4.1%
Romania	50.9	4.0	Kyrgyzstan	26.9	5.5
Uzbekistan	46.6	5.7	Czech republic	26.3	4.5
Armenia	40.3	6.8	Bulgaria	23.9	3.5
Georgia	36.8	8.1	Kazakistan	23.7	4.7
Ukraine	35.3	6.5	Lithuania	23.2	4.2
Slovakia	34.6	3.7	Belarus	14.2	3.1
Moldova	33.3	6.1	Estonia	12.9	2.8
Poland	32.7	2.5	Slovenia	7.7	3.4
Hungary	31.3	3.5	Croatia	7.7	2.1

Nguồn: Khảo sát Môi trường Kinh doanh và Hoạt động của Doanh nghiệp do Ngân hàng Tái thiết và Phát triển châu Âu cùng WB thực hiện.

Chẳng hạn Ấn Độ từ khi độc lập cho đến hết thập niên 1980 đã tạo ra một thời kỳ “giấy phép tri vi” đại trà. Cứ mỗi yếu tố trong một hoạt động kinh tế riêng biệt đều phải được nhà nước cấp giấy phép. Ví dụ, nếu một công ty Ấn Độ sở hữu một xưởng dệt vải muốn mở rộng qui mô lên 20%, thì phải có giấy phép của nhà nước. Nhưng cũng không dễ có được những giấy phép này, đa số trường hợp là bị từ chối. Cơ hội tham nhũng do cơ chế này tạo ra là vô cùng lớn, và cũng

không có gì ngạc nhiên khi Ấn Độ đã phát triển một trong những vấn đề tham nhũng nghiêm trọng hơn cả của thế giới. Tương truyền rằng việc làm trong cơ quan nhà nước Ấn Độ béo bở đến độ đã hình thành nên một thị trường phái sinh chuyên mua bán việc làm nhà nước, trong đó các cá nhân có thể chi đậm để có được một chỗ làm cho nhà nước.

Hơn nữa, khi một hệ thống như vậy hình thành thì nhiều người sẽ đến để giành lấy lợi ích riêng tư thông qua việc duy trì sự tồn tại lâu dài của nó. Sự chống đối cải cách vì lợi ích riêng đã lý giải tại sao quá trình tư nhân hóa (cổ phần hóa) ở Ấn Độ diễn ra chậm hơn nhiều so với các nước châu Á khác. Tư nhân hóa và theo đó là việc giải thể chế độ giấy phép tri đã bắt đầu diễn ra nhưng không được chính quyền thủ tướng Rao ở Ấn Độ thực hiện hoàn chỉnh trong giai đoạn 1992-1994. Theo đúng đặc trưng của Ấn Độ, thủ tướng Rao bị hạ bệ vì những cáo buộc tham nhũng chống lại chính ông ta.

Điều thú vị là tham nhũng bị xem là bất hợp pháp và đáng khinh bởi những người dân bị quan ngay cả ở những nước như Ấn Độ, nơi tham nhũng đã trở thành một đặc trưng địa phương. Brazil là trường hợp tương tự, khi Fernando Collor de Mello dấy cử tổng thống vào tháng 12/1989 sau một chiến dịch hứa hẹn tấn công nạn tham nhũng vốn đã phát triển lên qui mô đại dịch. Nhưng điều bất hạnh là ông ta lại tận hưởng cuộc sống vương giả và rồi cũng bị xem là tham nhũng không kém gì các vị tiền nhiệm. Ông ta bị buộc phải từ chức vào tháng 12/1992 với lời đe dọa buộc tội ngay lập tức vì tham nhũng. Ông đã không biện hộ cho mình với lập luận rằng hối lộ là một phần trong cuộc sống ở Brazil; kiểu biện hộ như vậy lẽ ra rất khôi hài. Ngay cả khi tham nhũng là một đặc trưng, nó vẫn bị xem là sai trái.

Một số nhà kinh doanh và học giả ở các nền kinh tế phát triển tỏ ra khoan dung với nạn tham nhũng ở các nước có thị trường mới nổi. Sự chấp nhận này phản ánh ước muốn vì lợi ích riêng tư rằng hoạt động kinh doanh sẽ không bị rơi vào tình thế bất lợi trong cạnh tranh. Chẳng hạn một số người e rằng những đạo luật chống hối lộ khắc khe khi áp dụng với các công ty quốc tế hoạt động ở các nền kinh tế đang phát triển, sẽ đặt họ vào một thế cạnh tranh bất lợi so với các công ty nội địa, mà đối với những công ty này thì hối lộ thường là một hình thức đầu tư kinh doanh có lời. Còn những người khác thì đơn giản cho rằng tham nhũng là một thực tế hiển nhiên trong cuộc sống ở các nước đang phát triển. Xu hướng hiện đại nhằm tránh sự chỉ trích từ những nền văn hóa khác cũng thường là không khuyến khích chỉ trích công khai các hệ thống chính trị của nước khác. Nhưng thái độ này cũng mang hơi hướm kẻ cả theo cách riêng của nó. Nó hàm ý rằng người dân ở các nước đang phát triển (có văn hóa) dung dưỡng sự trộm cắp theo cách mà công dân các nước phát triển sẽ không làm như vậy. Trên thực tế, hối lộ là một hình thức trộm cắp và ở nước nào cũng bị xem là bất hợp pháp và sai trái.

Chúng tôi cho rằng các thảo luận và hành động chống tham nhũng càng rõ thì càng tốt. Khi quan chức ở bất kỳ quốc gia nào có, hoặc cho phép, hành vi bất hợp pháp và bị xem là không chính đáng, thì uy tín của chính phủ đó sẽ bị tổn hại, nguyên tắc pháp trị bị xói mòn và sự tin tưởng đôi bên từng giúp các nền kinh tế thực hiện tốt chức năng, sẽ bị giảm sút. Sớm hay muộn, các chính phủ phải làm sạch những hành động này nếu họ muốn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững.

Nhiều thập niên qua, các nhà kinh tế đã quan tâm đến hành vi trục lợi, họ đã lập mô hình và nghiên cứu thực nghiệm những tác động kinh tế của hối lộ theo nhiều cách khác nhau. Số lượng những bài nghiên cứu về chủ đề này đã gia tăng rất nhanh trong những năm 90. Đặc biệt là sự hiện diện của những chỉ số trên cơ sở khảo sát để ước tính mức độ tham nhũng ở các nước khác nhau đã tạo sự khuyến khích quan trọng cho những nghiên cứu thực nghiệm².

² Sinh viên quan tâm đến những nghiên cứu mới nhất về vấn đề này có thể tham khảo tài liệu của Elliott (1997)

Các thước đo tham nhũng căn cứ vào những khảo sát các đối tượng doanh nhân do nhiều tổ chức thực hiện. Business International Corporation (BI), sau này được nhánh nghiên cứu Intelligence Unit của tạp chí Economist mua lại, là một trong những nguồn này, mặc dù các kết quả chỉ được cung cấp cho độc giả thuê bao. International Country Risk (ICR) hàng tháng xuất bản các đánh giá về trường hợp các quan chức chính phủ đòi những khoản chung chi đặc biệt cũng như những khoản chung chi bất hợp pháp thường thấy ở các cấp chính quyền cơ sở. Một nguồn phổ biến khác là của Tổ chức Minh bạch Quốc tế (Transparency International - TI), đây là tổ chức phi lợi nhuận đặt trụ sở ở Đức dựa theo mô hình của Tổ chức Ân xá Quốc tế và chú trọng vào đấu tranh chống tham nhũng. Bản thân chỉ số của TI là một số bình quân của tập hợp nhiều kết quả khảo sát do các tổ chức khác nhau thực hiện ở những thời điểm khác nhau. Tương quan giữa các thước đo của BI và TI về tham nhũng là 0,89, đã tạo được lòng tin về một khái niệm có ý nghĩa đang được ước tính. Bảng 4.A1 trong phụ lục là danh mục của ICR thể hiện điểm số trung bình 1982 – 1995 theo từng nước, cùng với điểm của TI trong các năm 1996 và 1997 trong bảng 4.A4. Tính theo điểm pháp trị, các hệ thống Scandinavi có điểm cao tuyệt đối, theo sau là các hệ thống Đức, hệ luật án lệ của Anh và cuối cùng là hệ luật kiểu Pháp. Bảng 4.1 cho thấy điểm tham nhũng cũng có tương quan rất cao tới điểm pháp trị và các thước đo tương tự.

Tác động của tham nhũng

Các kết quả nghiên cứu gần đây cho thấy tham nhũng, được đo lường theo những chỉ số như trên, có tác động lớn lên tăng trưởng kinh tế, và kênh quan trọng nhất của tác động này là thông qua đầu tư vốn. Một nghiên cứu chỉ ra rằng nếu một nước cải thiện thước đo tham nhũng lên hai điểm trên thang điểm 0-10, thì tỉ suất đầu tư/GDP sẽ tăng gần 4 điểm phần trăm và tăng trưởng GDP bình quân hàng năm sẽ tăng thêm gần ½ điểm phần trăm. Một nghiên cứu khác gắn kết FDI với tỉ lệ đánh thuế và mức tham nhũng ở địa phương. Theo đó, nếu chỉ số tham nhũng của một nước từ mức của Singapore rơi xuống mức của Mexico, thì sự thụt lùi này tương đương sự gia tăng 21 điểm phần trăm của thuế suất biên. Hơn nữa, cứ thuế suất biên gia tăng một phần trăm (hoặc tương đương với tham nhũng) thì sẽ làm giảm FDI chảy vào khoảng 5%. Những tác động này có ý nghĩa thống kê và lớn về mặt tuyệt đối.

Bảng 4.1 **Tương quan giữa các thước đo thành quả của hệ thống pháp lý**

	Hiệu quả tòa án	Pháp trị	Tham nhũng	Rủi ro tịch biên	Rủi ro không được công nhận
Hiệu quả tòa án	1.00	0.65	0.80	0.66	0.64
Pháp trị		1.00	0.85	0.91	0.88
Tham nhũng			1.00	0.85	0.85
Rủi ro tịch biên				1.00	0.96
Rủi ro không được công nhận					1.00

Nguồn: Tính toán của tác giả

Nghiên cứu được đề cập sau cùng ở trên có một số nhận định thú vị khác. Nó kiểm định giả thiết cho rằng châu Á là khác – nghĩa là, tham nhũng được chấp nhận hơn ở châu Á và được xem như một phần của cuộc sống, do đó người ta đã tìm cách để tránh những tác động kinh tế tiêu cực của nó; Nghiên cứu đã không tìm thấy một dữ kiện nào ủng hộ giả thiết này. Tác giả đặc biệt nghiên cứu về Trung Quốc, vì tham nhũng là một vấn nạn nghiêm trọng ở đây, mặc dù Trung Quốc đã gặt hái rất nhiều lợi ích từ FDI. Ông nhận thấy rằng FDI của Trung Quốc hoàn toàn có thể được lý giải bởi mức GDP, mức tiền lương, và những biến số giải thích thông thường khác của nước

này, và FDI đã thật sự giảm đi từ mức lẽ ra đã đạt được do mức độ tham nhũng cao ở Trung Quốc.

Đặc biệt trong quá trình đo lường tác động của tham nhũng có hai bài nghiên cứu gần đây đã vận dụng các số liệu kinh tế vi mô ở cấp độ doanh nghiệp để xem xét tác động của tham nhũng lên việc định giá tài chính của doanh nghiệp và lên các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Nghiên cứu thứ nhất sử dụng phương pháp luận *nghiên cứu sự kiện* để xem xét những phản ứng của giá cổ phiếu doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Jakarta trước những tin đồn về sức khỏe của tổng thống Suharto. Indonesia dưới thời Suharto nổi tiếng là một trong những chính phủ tham nhũng nhất thế giới. Nghiên cứu đặt ra câu hỏi liệu các doanh nghiệp có quan hệ thân thiết với Suharto (đo bằng chỉ số thể hiện mối quan hệ chính trị, qua việc dò ra danh tính của những cổ đông lớn, các giám đốc doanh nghiệp, thành viên hội đồng quản trị, và những quan hệ của họ với Suharto) có được đánh giá cao hơn những doanh nghiệp khác, và liệu những đánh giá này có thay đổi hay không khi có tin đồn sức khỏe của ông Suharto suy giảm.

Nghiên cứu nhận thấy các doanh nghiệp có quan hệ mật thiết với Suharto bị thiệt hại đáng kể khi giá cổ phiếu của họ sụt giảm theo những tin đồn tình trạng sức khỏe xấu của ông Suharto. Những doanh nghiệp khác không có quan hệ gần gũi với Suharto thì mục kích giá cổ phiếu của mình tăng lên cùng với những tin đồn này. Nghiên cứu kết luận rằng quan hệ chính trị chiếm khoảng 16% giá trị thị trường của doanh nghiệp giao dịch trên thị trường chứng khoán Jakarta: “một tỉ lệ giá trị lớn mà các doanh nghiệp thu được từ những mối quan hệ đã chứng minh quan điểm cho rằng các mối quan hệ chính trị đã bóp méo tỉ suất lợi nhuận và theo đó là sự phân bổ vốn ở Indonesia”.

Nghiên cứu thứ hai tìm hiểu tác động của tham nhũng lên sự tăng trưởng của doanh nghiệp ở Uganda, sử dụng một bộ dữ liệu độc đáo căn cứ vào các khảo sát trên từng doanh nghiệp Uganda, nhằm ước tính qui mô chi hồi lộ của những doanh nghiệp này trong năm 1997. Nghiên cứu chỉ ra rằng chi phí hồi lộ càng cao, thì tăng trưởng doanh thu của các công ty càng thấp. Tỉ lệ hồi lộ tăng 1 điểm phần trăm (tính bằng cách chia tiền hồi lộ cho doanh thu) sẽ đi kèm với 3% giảm sút trong tăng trưởng của doanh nghiệp. Qui mô của tác động này lên sự tăng trưởng của doanh nghiệp là lớn hơn nhiều so với tác động tính được do tăng đánh thuế – nghĩa là hồi lộ dường như là một hình thức đánh thuế đặc biệt gây thiệt hại.

Liệu các nước phát triển trong một chừng mực nào đó, có nên nghiêm cấm các công ty đa quốc gia chi hồi lộ ở những thị trường mới nổi hay không? Năm 1978 nước Mỹ trước cơn dư chấn của vụ bê bối Watergate và nhiều tiết lộ về các khoản chung chi của những tập đoàn lớn, đã thông qua Đạo luật Hành vi Tham nhũng ở Nước ngoài (FCPA). Trong khi sự tham ô lộ của các quan chức chính phủ luôn luôn là bất hợp pháp trong phạm vi quốc gia của các quan chức này, thì FCPA biến nó thành một tội danh ở Mỹ nếu một doanh nghiệp Mỹ bị phát hiện hồi lộ các quan chức ở một nước khác. Ban đầu đạo luật này bị các nước phát triển khác chế nhạo và xem đây như là một tuồng mới về sự thanh bạch kiểu Mỹ và là một ví dụ về xu hướng Mỹ muốn mở rộng phạm vi ảnh hưởng luật của mình sang các nước khác. Nhiều nước châu Âu lúc đó đã thật sự cho phép khấu trừ thuế đối với tiền hồi lộ ở nước ngoài.

Tuy nhiên đến thập niên 1990, mọi chuyện đã thay đổi. Một nhóm các quan chức hành chính địa phương dừng cầm ở Milan đã phát động thành công cuộc tấn công vào tham nhũng, kết thúc bằng sự bề mặt và/hoặc vòng lao lý của phần lớn các cơ sở chính trị và kinh doanh ở Ý. Hai cựu tổng thống của Hàn Quốc là Chun Doo Hwan và Roh Tae Woo đã bị bãi nhiệm và vào tù vì tội tham nhũng. Các tổng thống Mỹ latin như Fernando Collor de Mello của Brazil, Carlos André Pérez của Venezuela, và Abdalá Bucaram của Ecuador - bị bãi chức vì nhận hồi lộ, và thứ tư là

Ernesto Samper của Colombia, ông này thoát khỏi sự bãi nhiệm nhưng bị tổn thất nặng nề quyền lực chính trị. Những vị thủ tướng quan trọng như Felipe Gonzáles của Tây Ban Nha, Václav Klaus của Cộng hòa Czech, PV Narasimha Rao của Ấn Độ, và Benazir Bhutto của Pakistan cũng bị đánh bại do những cáo buộc tham nhũng. Hai vị tổng thống tham nhũng nhất thế giới là Mobutu của Zaire và Suharto của Indonesia, đều là hai siêu tỉ phú, đã bị hạ bệ bằng bạo lực.

Xu thế chống tham nhũng có tổ chức đã được hình thành nhanh chóng. Tổ chức Minh bạch Quốc tế, thành lập vào năm 1993 đã phát triển một mạng lưới gồm hơn 60 hội sở quốc gia vào năm 1997. Tổ chức các Tiểu bang Mỹ đã phê chuẩn một công ước chống tham nhũng. Phòng Thương mại Quốc tế đã áp dụng những luật chống tham nhũng nghiêm ngặt đối với các thành viên. WB điều chỉnh những hướng dẫn của mình và cứng rắn hơn trong lời lẽ chống tham nhũng. IMF cũng bắt đầu làm tương tự. Liên Hiệp Quốc đã phê chuẩn tuyên bố chống tham nhũng và WTO đã phát động nghiên cứu về vấn đề này.

Nhưng có lẽ hành động quan trọng nhất trong số này thuộc về Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), với những thành viên chủ yếu là các nước công nghiệp hóa. Năm 1989 tổ chức này khởi động một sáng kiến chống tham nhũng. Năm 1994 những thành viên OECD – chính những nước phát triển từng thờ ơ với đạo luật FCPA – đã kêu gọi cùng nhau áp dụng những biện pháp hữu hiệu nhằm ngăn cản, phòng ngừa và chống lại việc hối lộ cho các quan chức nước ngoài. Năm 1996 họ kiến nghị hủy bỏ khả năng khấu trừ thuế đối với tiền hối lộ ở những nơi mà hành vi đáng xấu hổ này vẫn tồn tại. Đến 1997 họ khuyến cáo tất cả thành viên nên áp dụng cách tiếp cận của luật FCPA của Mỹ và khẳng định hành động chỉ hối lộ cho các quan chức nước ngoài là trái luật ở ngay trong nước. Khi những dòng này được viết ra thì chính sách khấu trừ thuế đối với tiền hối lộ đã chấm dứt ở Đan Mạch, Na Uy, Ba Lan và Hà Lan. Đức và Pháp sẽ sớm thực hiện. Hoạt động lập pháp quốc gia thực thi hiệp định của OECD về cấm hối lộ ở nước ngoài vẫn chưa được triển khai nhưng đã nằm trong nhiều chương trình nghị sự lập pháp với sự nghiêm túc chưa từng có.

Không phải ngẫu nhiên mà sự thay đổi thái độ này lại diễn ra trong và ngay sau sự chuyển dịch to lớn của tư duy toàn cầu từ kinh tế do nhà nước kiểm soát sang kinh tế thị trường. Kể từ đó, khi những thứ khác không đổi, thì khối lượng tham nhũng phụ thuộc vào qui mô của giao diện công/tư, những cắt giảm lớn về mức độ kiểm soát kinh tế của nhà nước đều tạo điều kiện cho nỗ lực giảm tham nhũng. Sự ngờ vực mới của thế giới về tính tích cực trong kinh tế của chính phủ đã chuyển thành áp lực phải có pháp trị hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, mặc dù đã chính thức đưa ra những lời chỉ trích tham nhũng, chính phủ các nước phát triển và các tổ chức đa phương thực tế vẫn tiếp tục thưởng cho các chính phủ tham nhũng với mức độ viện trợ kinh tế cao. Một nghiên cứu gần đây đã đặt ra 4 câu hỏi về mối quan hệ giữa viện trợ nước ngoài và tham nhũng: (1) Các chính phủ tham nhũng nhận được nhiều hơn hay ít hơn viện trợ đa phương và song phương sau khi kiểm soát những yếu tố quyết định dòng viện trợ? (2) Có phải tham nhũng ngày càng được các nhà tài trợ đa phương, như các tổ chức quốc tế chú ý hơn là cá nhân mỗi nước, và nước nào muốn hạn chế tối thiểu viện trợ cho các chính phủ tham nhũng? (3) Phản ứng của các dòng vốn tư nhân và việc trợ chính thức có khác nhau trước những bằng chứng tham nhũng hay không? (4) Viện trợ nước ngoài cho các chính phủ tham nhũng làm tăng hay giảm tham nhũng?

Nghiên cứu nhận thấy tham nhũng lớn hơn được tương thưởng bằng viện trợ nước ngoài – nghĩa là, chính phủ càng tham nhũng, thì càng thu hút được nhiều viện trợ, sau khi đã kiểm soát được những yếu tố ảnh hưởng khác. Nghiên cứu không thấy có sự khác biệt mang ý nghĩa thống kê giữa sự hỗ trợ song phương và đa phương cho các chính phủ tham nhũng, mặc dù các ước lượng

hồi qui của nghiên cứu chỉ ra rằng các tổ chức đa phương phần nào có khuynh hướng tương thưởng cho tham nhũng hơn. Họ còn nhận thấy trong số cá nhân các nước tài trợ, Mỹ thể hiện rõ nhất khuynh hướng này trong khi các nước Scandinavi trừng phạt tham nhũng qua các chương trình viện trợ song phương. Nghiên cứu nhận thấy, ngược với viện trợ nước ngoài, các dòng vốn tư nhân (tùy vào cách đo lường) hoặc là trừng phạt hoặc không phản ứng đáng kể trước tham nhũng. Cuối cùng, các tác giả không tìm ra bằng chứng cho thấy viện trợ nước ngoài cho các chính phủ tham nhũng sẽ làm giảm tham nhũng; thật vậy, nếu không nói là những kết quả nghiên cứu ủng hộ kết luận ngược lại: viện trợ làm cho các chính phủ tham nhũng tham nhũng hơn. Những kết quả nghiên cứu này cho thấy cần thiết phải cải cách thực tế của các chương trình viện trợ nước ngoài để nhất quán hơn với những tuyên bố của các nước tài trợ, WB và các tổ chức khác dù chính thức phản đối tham nhũng, nhưng thực tế lại đang tương thưởng cho vấn nạn này.

Cơ bản hơn nữa, cạnh tranh toàn cầu gia tăng là một lực lượng đối nghịch với tất cả những hình thức đánh thuế nội địa cao - kể cả thuế thu nhập và doanh thu, và những loại thuế tiềm ẩn như các qui định ngặt nghèo và tham nhũng. Khi các nước tranh nhau thị phần trên trường quốc tế, thì việc đánh thuế quá đáng có thể cản trở tăng trưởng xuất khẩu. Một quốc gia khi đã chọn hướng mở cửa với ngoại thương thì khu vực xuất khẩu đang phát triển sẽ trở thành một tiếng nói mạnh mẽ đối chọi với những loại thuế cản trở sức cạnh tranh của nó, kể cả tham nhũng. Khi đó, lý do dễ lạc quan là khi khu vực xuất khẩu của các nước đang phát triển mở rộng thì số cử tri chính trị chống lại tham nhũng sẽ tiếp tục gia tăng.

BẢO VỆ CỔ ĐÔNG

Bây giờ chúng ta chuyển sang những yếu tố cụ thể của luật trong việc bảo vệ nhà đầu tư và từ đó củng cố năng lực của thị trường tài chính để phân bổ vốn cho những mục đích sử dụng cao nhất. Chúng ta bắt đầu với việc bảo vệ cổ đông. Các cổ đông sở hữu đa số cổ phần và những nhà quản lý được chọn của họ (“người bên trong”) thường có một vài vấn đề về thông tin và kiểm soát. Nhưng những người sở hữu cổ phần thiểu số nằm ngoài nhóm kiểm soát (“người ngoài”) rất dễ bị thiệt hại trước sự chiếm hữu thông tin của những người bên trong. Họ cần một số quyền như quyền có thông tin, quyền nhận cổ tức trên mỗi cổ phần như các cổ đông đa số, quyền bỏ phiếu về những vấn đề quan trọng của công ty như bầu chọn hội đồng quản trị, và quyền thưa kiện công ty khi xảy ra thiệt hại.

Từ “bòn rút” (tunneling) đã được dùng để mô tả hành động chuyển nguồn lực công ty vào tay cá nhân của những người bên trong trước sự thiệt hại của người bên ngoài. Hành động này có thể bao gồm cả sự trộm cắp trắng trợn mà khắp nơi đều lên án, nhưng cũng gồm những hình thức mờ hồ hơn như bán hoặc cho chính người bên trong thuê tài sản hoặc dịch vụ của công ty với giá thỏa thuận, người bên trong chiếm tiên cơ trước những cơ hội của công ty, sự đền bù bổng lộc thái quá cho ban lãnh đạo, cho vay hoặc đảm bảo cho người bên trong vay tiền. Ở những nơi theo hệ luật án lệ thì các hành vi trên có thể bị truy cứu vì đã vi phạm vào trách nhiệm ủy thác của người bên trong trước các cổ đông thiểu số, nhưng khái niệm này không tồn tại ở các nước theo hệ dân luật. Thật vậy, các quyết định của tòa án ở các nước châu Âu lục địa thường từ chối can thiệp ngay cả những vụ bòn rút trắng trợn.

Do đó điều quan trọng là phải nghiên cứu xem những hình thức bảo vệ pháp lý nào mà cổ đông bên ngoài cần đến, và họ sẽ trông cậy vào đâu khi quyền lợi bị xâm phạm.

CỦA CÁI VÀ SỰ TRỘM CÁP Ở NIGERIA

Nigeria là quốc gia đông dân nhất châu Phi và rất giàu. Trữ lượng dầu lửa và khoáng sản ở đây rất lớn, đất đai màu mỡ, có hơn 30 trường đại học và nhiều nhân tài có trình độ. Nhưng sau nhiều thập niên, dưới sự quản lý tồi một cách tổng thể của giới cầm quyền quân sự, nước này cũng nổi bật với sự nghèo đói và xung đột sắc tộc lan tràn ...

“Đây là một vùng đất sống trong sự nghèo khó do chính nó tạo ra”, ông Aiyeyimi, 60 tuổi cựu công nhân của cảng vụ Lagos nói “nếu chúng tôi mà đầu tư vài tỉ đô-la từ dầu lửa cho nông nghiệp, thì chúng tôi đã tạo ra công ăn việc làm và lương thực cho hàng triệu người thất nghiệp. Thay vào đó, chúng tôi lại nhập khẩu lương thực và người dân thì đói kém”.

Giống như nhiều vấn đề khác của Nigeria, lời giải thích cho sự thất bại trong phát triển nông nghiệp – từng kéo dài cho đến thập niên 60 và sau đó hoàn toàn chuyển sang nền kinh tế dầu lửa – dường như nằm trong túi của những kẻ có quyền lực.

Ví dụ, ngành mía đường có thể phát triển mạnh ở đây nhưng đổi lại sẽ là sự chấm hết của hoạt động buôn lậu đường mang lại lợi nhuận béo bở do một nhóm người kinh doanh đầy quyền lực kiểm soát. Tương tự, việc sửa chữa các nhà máy lọc dầu sẽ cắt nguồn lợi nhuận của giới chức quân sự cao cấp từ hoạt động mua bán dầu lửa nhập khẩu, và việc tân trang lại các nhà máy hóa dầu cũng sẽ cắt đi nguồn lợi nhuận khổng lồ từ phân bón nhập khẩu.

Ismaila Gwarzo, cố vấn an ninh của tướng Sani Abacha, nhà độc tài đã qua đời một cách bất ngờ vào tháng 6, gần đây đã bị bắt giam liên quan đến sự bốc hơi của 2,45 tỉ đô-la trong ngân hàng trung ương Nigeria. Vụ bắt giam này có vẻ như cho thấy quyết tâm đề ra những chuẩn mực mới và việc thu hồi một số khoản tiền do chính phủ Abacha đánh cắp.

Với qui mô trộm cắp một cách chính thức như thế này thì có thể hiểu tại sao nhà nước lại thiếu tiền để sửa chữa đèn đường, xây trường, hoặc trả lương thỏa đáng cho nhân viên hải quan, công chức, cảnh sát và lính trẻ. Với mức lương trong khoảng 40 đô-la hàng tháng thì những người này sẽ không có động cơ làm việc nhưng lại có vô số động cơ để tranh thủ thêm - những khoản hối lộ hầu như rất phổ biến để bôi trơn các bánh xe ở đây.

“Hôm nay có cái gì?” Lời chào ở các chốt gác quân sự thường không khác một vụ cướp có vũ trang. Ở sân bay, những cái rô nhỏ dùng để bỏ các vật dụng như chìa khóa hoặc đồng xu khi đi ngang qua các máy dò kim loại thì được các nhân viên hải quan đưa ra với câu thì thầm “chi đi!”, và luôn có khả năng máy dò không hoạt động.

Theo những chuẩn mực của phương tây, tổng số liên quan là rất nhỏ, nhưng cũng theo những tiêu chuẩn này thì những hành động này là tham nhũng.

Hệ thống chính quyền Nigeria, từ trên xuống dưới, đều dựa vào những hành vi như vậy. Bất cứ quyền uốn nắn nào, dù là trên quan niệm, hay pháp trị cũng đã biến mất qua nhiều năm dưới chế độ độc tài. Xứ sở Nigeria đã đầu hàng trước một hệ thống do quân đội điều hành, nơi mà bất kỳ một hợp đồng nào cũng đòi hỏi phải chi tiền.

Nguồn: New York times, 23/8/98

Những tiêu chuẩn kế toán và nguyên tắc công bố thông tin

Sự bảo vệ pháp lý đầu tiên và quan trọng nhất đối với cổ đông là phải đảm bảo họ được tiếp cận những thông tin có ý nghĩa và chính xác. Bất kỳ ai đang dự tính đầu tư vốn cổ phần hay đã đầu tư và muốn giữ, bán hoặc khởi xướng sự chống đối của các cổ đông, đều cần có rất nhiều thông tin chi tiết, kể cả những con số đáng tin cậy. Các cổ đông sở hữu phần chia từ lợi nhuận của một công ty, theo định nghĩa là chênh lệch giữa doanh thu và chi phí. Chi phí bao gồm tiền lương công nhân, nguyên vật liệu và khấu hao, lương và tiền thưởng cho giám đốc, chi phí lãi vay, và thuế. Đối với cổ đông bên ngoài, để được đối xử công bằng và có thể đo lường và kiểm soát

hành vi của các giám đốc cấp cao, họ phải có khả năng nhận định khi nào chi phí là thực và được bảo đảm. Nắm được các dữ kiện là điều quan trọng hơn hết.

Tại sao không thể tin rằng các công ty sẽ tự nguyện công bố những thông tin chính xác mà không cần đến yêu cầu pháp lý? Suy cho cùng, công ty nào công bố thông tin hữu ích sẽ thu hút được nhiều sự quan tâm vào cổ phiếu của mình và dễ huy động vốn hơn. Có nhiều câu trả lời khác nhau. Không ai muốn công bố những tin xấu trừ khi luật yêu cầu. Trong nhiều trường hợp, lợi ích lâu dài mà công ty nhận được từ việc thừa nhận những khó khăn của mình sẽ bị che lấp bởi những thiệt hại ngắn hạn khi tiết lộ sự yếu kém. Thứ hai, không phải nhà đầu tư nào cũng tinh tường, và một số hình thức bảo vệ pháp lý (đặc biệt chống lại sự gian lận) là cần thiết để bảo vệ những nhà đầu tư như vậy. Thứ ba, lợi thế của việc huy động vốn nhờ đơn phương công bố thông tin có thể bị triệt tiêu hoàn toàn bởi những bất lợi đối nghịch với nó. Không doanh nghiệp nào muốn đối thủ cạnh tranh biết chi tiết hoạt động kinh doanh của mình. Hàng ngày đa số các công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt, trong khi huy động vốn chỉ là một sự kiện không thường xuyên. Do đó các yêu cầu pháp lý có thể mang lại sự công bố thông tin có lợi.

Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết về luật công bố thông tin và những nguyên tắc kế toán liên quan trong chương sau.

Bảo vệ chống gian lận

Liên quan mật thiết đến nguyên tắc công bố thông tin là vấn đề gian lận rõ ràng. Hình thức này có thể là không công bố những thông tin quan trọng hoặc xuất bản những thông tin cố ý giả tạo hoặc sai lệch. Cũng có thể là việc người ta giao dịch dựa vào thông tin tay trong của công ty trước những tổn thất của cổ đông đại chúng. Cuối cùng đó có thể là sự lũng đoạn giá cổ phiếu theo nhiều cách khác nhau.

Tất cả những hành động này đều bất hợp pháp ở Mỹ và đa phần là bất hợp pháp ở các nước công nghiệp hóa khác. Ở EFM, có thể hoặc không có những cấm đoán cụ thể về hành vi này và luật trên giấy có thể hoặc không thể được thực thi một cách hiệu quả. Định nghĩa về sự mua bán tay trong (insider trading) hoặc lũng đoạn giá cổ phiếu là không rõ ràng và khó hiểu. Đặc biệt sự mua bán tay trong đã là một chủ đề gây tranh cãi và được tòa xử kín ở các nước phát triển. Chúng chưa được giải quyết ở đa số các thị trường mới nổi. Một sinh viên Ấn Độ đã hân hoan nói với chúng tôi là anh ta đã tự trang trải được học phí đại học nhờ số tiền lời có được từ việc mua bán tay trong trên thị trường chứng khoán Bombay.

Vấn đề cơ bản là đơn giản và rõ ràng: Sự gian lận và lừa dối xảy ra ở mọi quốc gia. Những hành vi này không mơ hồ và không hợp pháp xét theo bất kỳ bộ luật chung chống gian lận nào ở các nước. Nhưng vấn đề không chỉ là viết ra luật cấm gian lận; mà để tạo ra một môi trường thực thi nghiêm ngặt và không dung thứ những hành vi như vậy. Không nơi đâu cần có sự thực thi này như các quốc gia đang chuyển tiếp ở Trung và Đông Âu.³

Trong quá trình tư nhân hóa chứng từ của Nga, một số quỹ chứng từ (voucher fund) đã mọc lên, như đã diễn ra ở những nơi khác trong vùng, mặc dù theo chương 3 thì ngân hàng là chọn lựa trung gian để tư nhân hóa của các doanh nhân xông xáo. Nói chung các quỹ chứng từ không gây rắc rối cụ thể cho nền kinh tế. Tuy nhiên, một loại hình tổ chức mới khác thì lại gây ra những vấn đề rất nghiêm trọng. Khoảng 800 công ty đầu tư không có giấy phép đã bắt đầu nhận tiền gửi từ công chúng cả tin, hứa hẹn lợi suất lên đến 3.000 phần trăm một năm.

³ Những tình huống kế toán sau đây ở Nga, Albania và Rumani được lấy từ nhiều nguồn báo chí khác nhau, có bao gồm một số ví dụ của Dascalu (1995), Bale (1996), Marsh (1996), và Popeski (1997).

Tai tiếng nhất trong số này ở Nga là công ty MMM, đứa con của Sergei Mavrodi, ông này không tuyên bố về bất kỳ hoạt động kinh doanh nào ngoài việc nhận tiền gửi. MMM là một “Ponzi” kinh điển hay chương trình tín dụng kim tự tháp (pyramid scheme), trả lợi suất cao cho những người gửi tiền trước bằng tiền của những người gửi sau. Kiểu tín dụng này phụ thuộc vào sự tăng trưởng nhanh chóng tiền gửi. Lợi suất vô cùng cao mà người gửi trước nhận được, xuất phát từ tiền của người gửi sau, cùng với những hứa hẹn suất sinh lợi cao vô phương thực hiện trong tương lai, đã đẩy tăng trưởng tiền gửi lên nhanh hơn nữa. Sự gia tăng tiếp tục cho đến khi chính các thủ phạm quyết định thu hoạch từ chương trình tín dụng của mình bằng cách ngưng trả lãi và bỏ túi riêng nguồn lực của công ty.

Bản thân Mavrodi là người có khả năng thuyết phục, giống như Viktor Kozeny của Cộng hòa Czech (những hoạt động đầu cơ cổ phiếu của ông này đã được thảo luận ở chương 3), và đã trở thành một nhà quảng cáo lớn hơn hết trên truyền hình địa phương. Ông ta tùy tiện định giá “cổ phiếu” của mình và cũng chỉ cổ tức một cách tùy tiện không kém. Giống như kết cục của các chương trình tín dụng kim tự tháp khác, khi bị sụp đổ ông ta tuyên bố đã thu hút được 10 triệu cổ đông. Rõ ràng cổ đông của ông ta vẫn muốn tin rằng suất sinh lợi trên trời mà ông ta hứa trả là vẫn khả thi. Mavrodi bị bắt năm 1994 và chỉ ở tù một thời gian ngắn vì tội trốn thuế. Một số cổ đông thiết tha tin tưởng ông này đến độ họ đã biểu tình tuyệt thực để yêu cầu thả ông ta ra.

Mavrodi sau đó khám phá ra rằng ông ta có thể được miễn trừ khỏi vòng lao lý nếu trở thành thành viên của Duma (quốc hội). Vì thế ông ta tiến hành vận động tranh cử ghế nghị trường với lời hứa sẽ chi 10 triệu đô-la cho khu vực cử tri của mình. Mavrodi thắng cử mà không cần phải đưa ra một chương trình chính trị nào. Khó có thể đo lường tổng thiệt hại của các cổ đông của ông ta, nhưng con số này được cho là lên đến một tỉ đô-la.

Mặc dù Mavrodi thoát khỏi tay công lý, nhưng phản ứng của cơ quan pháp luật Nga cũng phù hợp. Một nghị định được ban hành 11/1994 cho phép thành lập cơ quan luật định mới để giám sát ngành chứng khoán: Ủy ban Chứng khoán Liên bang và Thị trường Chứng khoán, cơ quan này tổng hợp và mở rộng quyền lực pháp định của nhiều cơ quan trước đó. Nó khởi xướng một cơ chế cấp phép cho các nhà chuyên môn về chứng khoán và qui định những nguyên tắc đăng ký chung cho phép chứng khoán được phân phối, theo như cách thực hiện cơ bản ở hầu hết các nước phát triển.

Ủy ban mới được thiết lập ước tính rằng có hơn 2000 công ty Nga đang tham gia các giao dịch chứng khoán bất hợp pháp với mục tiêu duy nhất là lừa gạt công chúng, trong đó có khoảng 800 công ty đầu tư không có giấy phép kiểu MMM. Tháng 8/1995, ủy ban ra chỉ thị tất cả những công ty này phải chuyển đổi thành các quỹ đầu tư hỗ tương hoặc phải đóng cửa. Quỹ hỗ tương là hình thức hợp pháp theo như sắc lệnh của tổng thống ban hành vào tháng 7/1995, công nhận một cơ cấu quỹ hiện đại trong đó quỹ, công ty quản lý, và cổ phần ký gửi, tất cả phải là những công ty riêng biệt với trách nhiệm và những yêu cầu báo cáo cụ thể. Những yêu cầu này cùng một số khác đã được nâng lên thành luật trong bộ luật chứng khoán quan trọng được quốc hội thông qua với chữ ký của chính tổng thống Yeltsin tháng 4/1996.

Những sự kiện tương tự cũng xảy ra ở các nền kinh tế chuyển tiếp thời hậu XHCN. Romania ước tính có 600 chương trình tín dụng kiểu kim tự tháp, lớn nhất là Caritas do Ion Stoica thành lập, nhân vật này được tung hô như là chúa trời và đấng cứu thế của dân nghèo Romania cho tới khi Caritas sụp đổ đầu 1994. Caritas huy động được khoảng tỉ đô-la tiền gửi từ 4 triệu người Romania, hứa hẹn trả lợi suất cao gấp tám lần trong ba tháng. Ngay cả ở một nước mà tỉ lệ lạm phát đã vọt lên đến 300% một năm trong 1993, thì lời hứa này quả là khó tin và không thể thực hiện được. Giống Mavrodi, Stoica rất nhạy bén về mặt chính trị và đã hào phóng đối với thành

phổ Cluj quê hương của ông ta. Tuy nhiên, điều này cũng không cứu Stoica khỏi phải đi tù và phạm tội lừa đảo vào năm 1995.

Tuy nhiên, ngay cả khi phiên tòa xử Stoica diễn ra, thì một chương trình tín dụng kim tự tháp không lồ khác là Orion, đang được tiếp thị mạnh mẽ ở Romania. Tổ chức tín dụng này đã né luật gian lận chứng khoán của địa phương bằng cách gọi những chứng chỉ nợ của mình là “vé” và do ba người Nga làm chủ. Họ cũng phủ nhận bất kỳ mối liên hệ nào với MMM dù rằng chân dung của Sergei Mavrodi được in trên những tấm vé của họ. Giới chức cầm quyền nói họ bất lực không thể ngăn chặn Orion được.

Nhưng vụ bê bối tín dụng nghiêm trọng nhất lại xảy ra ở Albania. Trong khi MMM và Caritas sụp đổ trong vòng 18 tháng, thì các quỹ tín dụng ở Albania tiếp tục hoạt động trong 6 năm trước khi sụp đổ vào 1997. Các nhà kinh tế ước tính rằng đã có 2 tỉ đô-la đổ vào các quỹ này, chiếm đến 80% GDP năm 1996.

Trong số này có hai quỹ là Xhaferri và Populli, được cơ cấu như là các tổ chức từ thiện, hứa hẹn người gởi tiền rằng số tiền của họ sẽ tăng ba lần sau ba tháng và kéo dài cho đến 2 năm. Các văn phòng được dựng lên ở khắp Albania, còn nông dân thì bán đất và gia súc để tham gia. Quỹ tín dụng lớn nhất gọi là Vefa Holdings, chuyên dùng tiền gởi để mua khách sạn, siêu thị, trạm xăng và nhà máy sản xuất thức uống. Vefa cũng hứa hẹn các khoản lợi suất siêu lớn, nhưng nhanh chóng giảm lãi vay hàng tháng xuống còn 3%. Tính đến thời điểm đó thì Vefa đã trở thành tập đoàn lớn nhất của Albania.

Chính phủ đã không làm gì để ngăn chặn sự lan tràn của các chương trình tín dụng, và không ai nghi ngờ việc những tổ chức lớn nhất này đã đóng góp rất nhiều cho tổng thống Sali Berisha và các chính trị gia quan trọng khác. Vào 10/1996 IMF đã khuyến cáo chính phủ Albania cần chặn đứng sự gian lận này. IMF ước tính cứ 10 người Albania thì có 7 người bỏ tiền tiết kiệm của mình vào một hay nhiều chương trình tín dụng. Khi sự sụp đổ tất yếu xảy ra, nó kéo theo hàng loạt vụ nổ bom, bạo loạn, và sự sụp đổ của chính phủ Albania.

Mặc dù những câu chuyện từ Đông Âu như trên là rất cực đoan và nạn nhân của chúng tỏ ra ngây thơ và dễ bị thiệt hại một cách bất thường, sự gian lận là một đặc tính của thị trường chứng khoán ở bất kỳ nước nào trên thế giới. Sẽ rất tốt nếu có thể hình dung rằng theo thời gian các nhà đầu tư sẽ học hỏi cách thức phân biệt sự trung thực với lừa đảo, nhưng kinh nghiệm cho thấy ngay cả những thị trường tinh tế nhất cũng có hàng triệu người sẵn sàng làm nạn nhân. Đơn giản vì đa số những người không được đào tạo khó có thể phân biệt thật giả, vì chúng ta ai cũng tin vào điều kỳ diệu về sự giàu có bất ngờ. Một tra cứu nhanh trên internet sẽ cho thấy sự trình bày hấp dẫn và chuyên nghiệp về những mảnh lời dễ thấy. Việc thực thi pháp luật chống lại “những công ty ma – bucket-shop” (những công ty tiếp thị dai dẳng các loại chứng khoán không rõ ràng – high-pressure marketer - thường là qua điện thoại), các chương trình làm giàu nhanh chóng, và các trò tín dụng Ponzi, đòi hỏi một nỗ lực thực hiện mạnh mẽ và liên tục ở tất cả các nước. Đó là hình thức bảo vệ cổ đông tối thiểu mà một chính phủ tốt phải thực hiện được.

Quyền chống lại phía quản lý (anti director rights)

Cổ đông là chủ sở hữu các công ty mà họ đầu tư vào; ban quản lý kể cả hội đồng quản trị, được chỉ định bởi cổ đông và phải chịu trách nhiệm trước cổ đông. Tuy nhiên khi xem xét thực tế của đa số doanh nghiệp ở các nước, ban quản lý và những cổ đông kiểm soát (người bên trong) có quyền lực sâu rộng hơn và nắm kiểm soát hơn so với các cổ đông không thuộc nhóm kiểm soát (người bên ngoài). Điều này dẫn đến vấn đề *chủ sở hữu và người thừa hành* mà chúng ta sẽ bàn chi tiết trong chương 5.

Điều đầu tiên mà các cổ đông cần là kế toán chuẩn xác và những thông tin khác. Nhưng giả sử các cổ đông có một ít thông tin tối thiểu và không hài lòng với hướng đi hiện nay của công ty, thì họ có hai phương hướng chung để điều chỉnh: *bỏ phiếu* hoặc *tiếp quản*. Sử dụng lá phiếu có nghĩa là cố gắng chọn ra hội đồng quản trị mới để thay thế những người đương nhiệm mất uy tín trong các cuộc họp hàng năm. Sử dụng cách tiếp quản nghĩa là bán cổ phiếu cho một chủ sở hữu mới. Cả hai cách đều cần sự bảo vệ của luật pháp để thực hiện. Sau đây là những vấn đề tiêu biểu của hình thức cổ đông bỏ phiếu.

Một cổ phần, một phiếu. Ở một vài nước (10 nước được liệt kê trong bảng phụ lục 4.A2), nguyên tắc một cổ phần một phiếu được pháp luật thừa nhận. Mục đích để đảm bảo rằng giá trị kinh tế và quyền lực bỏ phiếu song hành với nhau. Tuy nhiên, đa số các nước cho phép có cơ cấu khác để tách bạch quyền bỏ phiếu với lợi ích kinh tế. Ví dụ, có hai loại cổ phiếu khả dĩ, giống nhau về mặt kinh tế nhưng rất khác nhau về quyền lực bỏ phiếu. Điều này cho phép một gia đình tiếp tục kiểm soát công ty cho đến khi đa số cổ phần có lợi ích kinh tế đã được bán ra cho công chúng.

Những người ủng hộ cơ cấu bỏ phiếu linh hoạt lập luận rằng mỗi nhà đầu tư ngay từ đầu sẽ xem xét liệu anh/chị ta có đủ quyền bỏ phiếu hay không; nếu không, họ sẽ không hoặc có thể đầu tư chỉ với một mức giá thấp hơn nhiều. Thật vậy, giá trị thị trường của phiếu bầu công ty có thể được tính bằng cách so sánh giá của loại cổ phiếu này khi có nhiều hơn một. Và thực tế thì những khác biệt giá cả như vậy là không lớn ở Thụy Điển và ở Mỹ, ở đó các quyền khác hay động cơ của cổ đông về hành vi quản lý đúng đắn có thể làm cho quyền bỏ phiếu ít có giá trị hơn, nhưng lại lớn ở Ý và Israel nơi không có nhiều hình thức bảo vệ cổ đông.

Vấn đề ủy nhiệm và các qui trình bỏ phiếu khác. Một câu hỏi cơ bản được đặt ra là liệu các cổ đông có phải trực tiếp tham dự cuộc họp hoặc có thể bỏ phiếu qua đại diện – proxy (hay qua email). Nếu phải trực tiếp tham dự, thì có rất nhiều cách để tạo ra rào cản, chẳng hạn tổ chức họp ở những địa điểm xa xôi hoặc vào lúc bất tiện. Ở Nhật trước đây, cứ 5 công ty thì có 4 tổ chức họp cổ đông hàng năm vào cùng một tuần và trong nhiều năm hình thức ủy nhiệm qua thư tín là không được chấp nhận, khiến cho cổ đông rất khó thực hiện quyền kiểm soát qua bỏ phiếu. Tương tự luật pháp ở nhiều nước yêu cầu các cổ đông muốn bỏ phiếu phải ký gửi cổ phiếu của mình trong nhiều ngày trước cuộc họp và lưu cổ phiếu lại nhiều ngày sau, một tập hợp vô số những cơ chế rõ ràng để cản trở việc bỏ phiếu của cổ đông.

Để lá phiếu của cổ đông có ý nghĩa, thì cổ đông thiểu số phải có thể đề ra một danh sách giám đốc cạnh tranh mới và tổng hợp sự ủng hộ của các cổ đông khác. Vì đương nhiên phía quản lý sẽ cố gắng dập tắt kỳ sáng kiến nào như vậy nên sự bảo vệ pháp luật cho hành động này là rất quan trọng. Ví dụ, ở Mỹ, một bộ luật ủy nhiệm chi tiết (proxy rule) đã được Ủy ban Chứng khoán (SEC) ban hành, trong đó không chỉ yêu cầu các công ty cho phép bỏ phiếu qua ủy nhiệm thư, mà còn buộc các công ty phải cung cấp danh sách thư tín của cổ đông cho những người bất mãn. Tranh cử đại diện (proxy contest), như người ta vẫn gọi bao gồm việc định ra những vị trí của cả hai bên trong một hoặc nhiều báo cáo đại diện (proxy statement), để nộp cho SEC và gửi đến tất cả cổ đông. Hiếm có những đợt tranh cử đại diện thật sự, nhưng cái uy của chúng có thể buộc phía quản lý phải lắng nghe những cổ đông bất mãn.

Đòn phiếu (cumulative voting). Do cổ đông bỏ phiếu cho toàn bộ hội đồng quản trị và không chỉ cho một người, vấn đề nổi lên là liệu một cổ đông có thể dành tất cả phiếu bầu của mình cho cùng một cá nhân hay không. Nếu việc bỏ phiếu tích tụ này được phép, thì một liên minh các cổ đông tương đối nhỏ có thể bầu chọn ít nhất một đại diện trong HĐQT, đây là yếu tố quan trọng

trong khả năng cổ đông kiểm soát phía quản lý. Luật doanh nghiệp của một số nước cho phép bỏ phiếu tích tụ còn số khác thì không.

Hợp bất thường. Các nước có những yêu cầu rất khác nhau về tỉ lệ quyền lợi chủ sở hữu cần thiết để kêu gọi một cuộc họp cổ đông bất thường, ngoài những cuộc họp hàng năm. Tỉ lệ này có thể thấp, khoảng 1% như ở một số bang của Mỹ, hoặc cao đến 33% như ở Mexico. Tỉ lệ này càng thấp, thì cổ đông thiểu số càng có khả năng buộc phía quản lý phải nghe quan điểm của mình.

Giải quyết khiếu nại. Các hệ thống pháp luật có thể cho phép những hình thức giải quyết khác trong trường hợp các cổ đông thiểu số không còn cách nào khác để nêu quan điểm của mình. Ở Mỹ, nguy cơ bị khiếu kiện tập thể (class action lawsuit), một hình thức tranh tụng được đặc biệt bảo vệ trong đó một vài cổ đông có thể buộc phía quản lý bồi thường thiệt hại cho tất cả cổ đông bị lạm dụng theo cách nào đó, là rất sâu sắc và hiệu quả, đó là một bước tiến rất xa trong việc đòi hỏi phía quản lý phải đáp ứng quyền lợi của cổ đông. Ở những nước khác, những cổ đông nào không đồng ý với quyết định của ban quản lý về một số vấn đề cơ bản như sáp nhập thì có thể buộc công ty phải mua lại cổ phần của họ.

Những hình thức bảo vệ cổ đông này được các tác giả LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer và Vishny lập thành bảng biểu theo quốc gia, số liệu của họ được tái thể hiện trong phụ lục cùng với điểm tổng hợp về *quyền chống lại phía quản lý*. Cuối cùng, các tác giả cũng tính toán hình thức bảo vệ cổ đông khác, là qui định trả cổ tức bằng một tỉ lệ thu nhập nhất định. Họ chỉ ra rằng công cụ này chỉ tồn tại ở những địa hạt theo hệ luật Pháp, nơi có ít biện pháp bảo vệ lá phiếu của cổ đông nhất. Nó có tương quan nghịch biến với các công cụ khác, và có vẻ như là “giải an ủi” ở những địa hạt này.

Bảng 4.A2 trong phụ lục của chương này cho thấy rõ rằng các nước theo hệ luật án lệ (thường là các nước nói tiếng Anh) có điểm số cao nhất về bảo vệ cổ đông. Cũng không phải ngẫu nhiên mà họ có một số thị trường lớn và năng động nhất, theo như xác nhận của những khám phá thực nghiệm nêu ở cuối chương. Một nghiên cứu gần đây về thị trường vốn cổ phần ở Brazil dự báo rằng việc thiếu bảo vệ quyền của cổ đông thiểu số sẽ tiếp tục gây trì trệ hoạt động chào bán vốn cổ phần trong thập niên 1990, và rằng thị trường vốn cổ phần Brazil cơ bản sẽ vẫn là nơi giao dịch các cổ phiếu tiện ích công. Luật về công bố thông tin của Brazil không mạnh, và nếu một cổ đông nắm kiểm soát có thể tích lũy chỉ 17% vốn cổ phần của một công ty thì anh ta sẽ hoàn toàn được miễn nhiệm trước những hành động của những cổ đông bất mãn.

Ba Lan so với Cộng hòa Czech: Một kinh nghiệm với luật pháp và qui định

Nhìn chung, Ba Lan và Czechoslovakia có bề dày lịch sử tương đồng trong 50 năm qua. Cả hai nước đều theo chủ nghĩa cộng sản và trở thành vệ tinh của Liên Xô ngay sau Thế chiến II, và tiếp theo là 40 năm xây dựng chủ nghĩa xã hội. Năm 1989, cả hai nước đi đầu trong cuộc cách mạng chống chủ nghĩa cộng sản, và được công nghiệp hóa đầy đủ với cơ cấu công nghiệp phần lớn được định hình qua nhiều thập niên kế hoạch hóa tập trung theo kiểu Liên Xô. Cả hai đều giáp biên với Tây Âu và đặc biệt là Đức. Đến 1994, hai nước hầu như đã hoàn thành các cuộc cải cách cơ bản. Sự giống nhau giữa Ba Lan và Cộng hòa Czech có thể làm nổi bật sự tương phản giữa hai nước này và hầu hết các nền kinh tế chuyển tiếp khác, đặc biệt là những nước thành viên của Liên Xô cũ, mà trong đầu những năm 90 đã tụt hậu rất xa trong các chương trình cải tổ của họ.

Mặc dù có những nét tương đồng quan trọng, hai nước này đi theo hai phương hướng cải cách khác nhau xét về quyền lợi của chính phủ khi can thiệp bằng luật định. Sự khác biệt này không thoát khỏi con mắt của các nhà quan sát hai nước ngay từ đầu, theo họ chính sách kinh tế của Ba Lan ít có sự can

thiệt của chính phủ hơn chính sách kinh tế của Czech. Václav Klaus, Bộ trưởng Tài chính và sau này là Thủ tướng của Czech, rất mạnh mẽ trong phát biểu và không hề chùn bước khi chống đối chính phủ trong tầm nhìn cải cách của mình. Leszek Balcerowicz, nhà vô địch của các cuộc cải cách ở Ba Lan thì hơi thận trọng hơn.

Luật công ty của Ba Lan có phần bảo vệ cổ đông thiểu số hơn là luật của Czech. Các cơ chế bảo vệ thiểu số bị chèn ép (oppressed minority mechanism) đã đóng vai trò nhất định trong việc ngăn chặn sự chiếm đoạt của các nhà đầu tư ở hai nước, chủ yếu là do công ty sẽ không thể mở rộng đầu tư trong khi đang có tranh chấp liên quan đến khiếu nại của các cổ đông thiểu số. Khả năng một cổ đông thiểu số quan trọng ở Ba Lan có thể bầu ra một giám đốc trên thực tế tỏ ra rất hiệu quả đối với một số nhà đầu tư lớn cả nội địa lẫn nước ngoài, những người đã thu xếp để đưa ứng viên của mình vào hội đồng quản trị. Đồng thời, việc thực hiện một số quyền của thiểu số, chẳng hạn cơ chế bảo vệ thiểu số bị chèn ép, được dựa vào hệ thống tòa án vốn không đặc biệt hiệu quả ở cả hai nước. Mặc dù luật công ty đã có vai trò nhất định trong việc bảo vệ các thiểu số khỏi bị tước đoạt, ở Ba Lan chức năng này được thực hiện phần lớn nhờ đi kèm với một hệ thống luật định chi tiết về chứng khoán.

Có những khác biệt lớn trong các thể chế luật chứng khoán ở hai nước. Cụ thể, tương tự như mô hình của Mỹ được thiết lập vào thập niên 30, phần lớn hoạt động điều tiết chứng khoán ở Ba Lan diễn ra thông qua các qui định quản lý chặt chẽ các tổ chức trung gian hoạt động trên thị trường chứng khoán. Sự điều tiết của Czech đối với các trung gian này là ít khắc khe hơn. Qui định của Ba Lan đối với bản thân các nhà phát hành chứng khoán cũng bao quát hơn. Trong lĩnh vực quản lý điều tiết chứng khoán, hai nước tỏ ra rất khác nhau.

Giá cả ổn định, tư nhân hóa nhanh, và sự mở cửa với phương Tây kết hợp lại đã tạo ra những đánh giá ban đầu cực kỳ có lợi cho các cuộc cải cách kinh tế của Czech. Tuy nhiên, đến 1996, ngày càng có nhiều bằng chứng cho thấy có sự tước đoạt có hệ thống quyền lợi của cổ đông thiểu số do các IPF [các quỹ đầu tư] và những kẻ tay trong trong các công ty cấu kết thực hiện. Trong một kế hoạch tiêu biểu, các nhà quản lý của IPF đang nắm giữ phần lớn trong một công ty tư nhân sẽ thống nhất với các nhà quản lý của công ty này để tạo ra một pháp nhân mới (có thể là ở nước ngoài), và cùng quản lý nó. Chính IPF sau đó bán cổ phần của mình trong công ty cho pháp nhân này với giá thấp hơn giá thị trường, qua đó chiếm đoạt từ các cổ đông của IPF. Công ty cũng có thể bán một phần tài sản hay sản lượng cho pháp nhân mới, ở mức giá thấp hơn giá trị hợp lý, từ đó tước đoạt các cổ đông thiểu số của chính mình. Những dàn xếp giữa các nhà quản lý công ty và các cổ đông lớn của công ty (hay các quỹ IPF) đã làm giàu cho họ trên phí tổn của các nhà đầu tư thiểu số của cả công ty lẫn quỹ IPF.

Sự lỏng lẻo của luật chứng khoán đã tạo điều kiện cho hoạt động bòn rút (tunneling). Thứ nhất, do các giao dịch không cần phải diễn ra trên quầy giao dịch, nên những khối lượng lớn cổ phiếu có thể được trao tay không qua giao dịch với giá thấp hơn giá thị trường hiện hành. Ngay cả trong một giao dịch chính thức, cũng không có gì đảm bảo là giá sẽ đồng nhất. Hơn nữa, các nhà môi giới và công ty môi giới không bị ràng buộc gì khi hỗ trợ cho những giao dịch này, và những ngân hàng lưu ký cũng không có nghĩa vụ pháp lý để ngưng chúng lại. Thứ hai, do không có yêu cầu phải thông tin về sở hữu, nên danh tính người tiếp nhận khối lượng lớn cổ phiếu này có thể được giữ bí mật. Thứ ba, không có dấu thầu bắt buộc, nên những người này cũng không có nghĩa vụ phải mua cả những cổ đông thiểu số còn lại. Thứ tư, các quỹ IPF có vẻ như không bị ràng buộc gì khi theo đuổi những giao dịch như vậy vì sự quản lý của họ chẳng có nghĩa vụ được qui định rõ ràng đối với các nhà đầu tư, nói gì đến các cổ đông thiểu số của công ty mà họ bòn rút. Thứ năm, không có lý do gì để công bố bất kỳ giao dịch tài chính nào giữa chủ mới của cổ phần và công ty, vì những giao dịch này nhìn chung được phép và không cần phải công bố trừ khi phải đưa vào báo cáo hàng năm nhiều tháng sau đó. Cuối cùng, cổ đông thiểu số hầu như không có phương tiện pháp lý nào để ngăn chặn hành động tước đoạt như vậy trừ một vài trường hợp hiếm hoi khi cơ chế bảo vệ thiểu số bị chèn ép đi vào hoạt động, và ngay cả những cổ đông thiểu số quan trọng cũng không thể bầu chọn các giám đốc để đại diện cho quyền lợi của chính mình.

Trong giai đoạn giữa thập niên 90, cao trào của hiện tượng bòn rút ở Cộng hòa Czech, các cơ quan điều tiết hầu như không làm gì để ngăn chặn. Một phần của vấn đề có thể do thiếu sự quan tâm. Nhưng cũng quan trọng không kém là đa số vụ bòn rút đều hợp pháp xét theo luật hiện hành của Czech. Tháng 3/1996 Tờ Điểm tin Kinh tế Trung Âu, một ấn phẩm của tờ The Wall Street Journal, đã khảo sát các công ty môi giới và các nhà quản lý được phân loại về vấn đề quản trị doanh nghiệp ở bốn nền kinh tế chuyển tiếp. Cuộc khảo sát yêu cầu người tham gia bình luận về các vấn đề như nắm giữ cổ phiếu với số lượng lớn, tính minh bạch của thị trường, chất lượng hoạt động báo cáo, bảo vệ cổ đông nhỏ và mua bán tay trong. Thị trường Ba Lan nổi lên tốt nhất trong bốn thị trường, theo sau là thị trường Hungary. Thị trường Czech đứng thứ ba, trước thị trường Nga (đây là thị trường nhận điểm kém nhất xét theo mọi thước đo). Thị trường Ba Lan hơn thị trường Czech trên mọi phương diện, chênh lệch lớn nhất là về công bố thông tin sở hữu và tính minh bạch. Nhất quán với đánh giá chung này, Liên đoàn quốc tế về thị trường chứng khoán đã công nhận Thị trường chứng khoán Vác-xa-va là thành viên đầy đủ tư cách kể từ 1994, trên cơ sở rằng sự quản lý điều tiết ở thị trường này đáp ứng những tiêu của của liên đoàn. Khi tài liệu này được viết thì Thị trường chứng khoán Pra-ha vẫn chưa được công nhận thành viên dù là bán chính thức.

Xem xét những vụ bê bối tài chính ở Ba Lan cho thấy mức độ của chúng là không quá nghiêm trọng như ở Cộng hòa Czech, và thường đưa đến những phản ứng pháp lý cứng rắn. Có lẽ vụ bê bối nổi tiếng nhất của Ba Lan là vụ tập đoàn không lồ Elektrim đã không đưa vào bản cáo bạch thông tin về một thỏa thuận hiện hữu nhằm bán một số cổ phần trong một công ty chi nhánh cho bên thứ ba với giá thấp hơn giá thị trường (theo cáo buộc là để trả nợ dịch vụ). Khi sự tồn tại của thỏa thuận này bị đưa ra ánh sáng, cổ đông của Elektrim khiếu nại, và Ủy ban Chứng khoán nhanh chóng chuyển vụ việc, vẫn đang trong quá trình chuyển giao, cho cơ quan công tố. Lãnh đạo cao nhất của Elektrim bị buộc từ chức. Vụ này minh họa sự tương tác vô cùng quan trọng giữa luật công ty và luật chứng khoán trong việc thực thi quyền của nhà đầu tư. Việc công ty này không công bố những thông tin quan trọng trong bản cáo bạch chính là nguyên do dẫn đến sự điều tra của Ủy ban theo luật chứng khoán. Sự bùng phát thông tin này cũng đưa đến một nỗ lực của cổ đông bên ngoài nhằm thay đổi hội đồng quản trị, sử dụng luật thương mại, và cuối cùng loại bỏ ông tổng giám đốc. Mô thức tương tác giữa luật chứng khoán và luật công ty cũng xuất hiện ở các nước khác: luật chứng khoán buộc phải công bố thông tin, qua đó cho phép cổ đông vận động trên cơ sở vận dụng những điều khoản của luật công ty.

Cơ quan điều tiết của Ba Lan cũng rất mạnh tay trong việc quản lý giám sát các tổ chức trung gian. Năm 1994, Ngân hàng Slaski được tư nhân hóa, đây là một trong tứ đại ngân hàng ở Ba Lan, sở hữu công ty môi giới lớn nhất bấy giờ. Phản ứng trước bằng chứng cho thấy chi nhánh môi giới của ngân hàng này phân bổ cổ phần theo hướng ưu đãi những người bên trong trong quá trình tư nhân hóa, các cơ quan luật định lập tức thu hồi giấy phép môi giới của ngân hàng, bất kể có sự phản đối của Bộ Tài chính.

Bằng chứng hiện có cho thấy các cơ quan điều tiết của Ba Lan dựa vào những nguyên tắc pháp luật thực tế để bảo vệ các nhà đầu tư; chứ không phải lý tưởng của họ tạo nên sự khác biệt này. Họ dựa vào những qui định cụ thể để thúc đẩy việc công bố thông tin và quyền của nhà đầu tư, hai yếu tố không hiện hữu trong luật của Czech. So sánh với Nga sẽ minh họa rõ vấn đề này. Vào giữa thập niên 90, Nga từng có một nhà làm luật chứng khoán rất quyết liệt, ông này đã có những nỗ lực táo bạo nhằm bảo vệ cổ đông thiểu số. Tuy nhiên, bản thân nhà làm luật người Nga không có quyền lực thực thi, trong khi các tòa án thì từ chối hỗ trợ ông ta. Kết quả, sự bảo vệ nhà đầu tư ở Nga là vô cùng yếu kém - nạn bòn rút lan tràn - bất kể những ý định tốt đẹp của nhà làm luật.

Đại đa số các công ty Czech hiếm khi giao dịch, và đa số các công ty giao dịch trên thị trường tự do đã bị loại khỏi danh sách niêm yết vào cuối thập niên 1990. Số doanh nghiệp trên thị trường chính thức từng tăng lên 62 năm 1995, đến 1998 đã giảm mạnh còn 10, đa số công ty này được chuyển sang thị trường thứ cấp ít thanh khoản hơn. Đến 1998, đa số công ty Czech nổi lên nhờ tư nhân hóa đã không còn nằm trong danh sách niêm yết chính thức hoặc bị chuyển sang một thị trường có tính thanh khoản hạn chế. Ngược lại, mặc dù có xuất phát điểm thấp hơn nhiều, số công ty niêm yết của Ba Lan đã tăng đều đặn theo thời gian, và hầu như không có công ty nào bị chuyển sang thị trường thứ cấp.

Nếu lấy thước đo sự thành công là số lượng chứng khoán được giao dịch tích cực thì thị trường Ba Lan hoàn toàn quan mật thị trường Czech trong thời kỳ này.

Giữa 1991 và 1998, không công ty Czech nào bán vốn cổ phần lấy tiền mặt trong quá trình tư nhân hóa ban đầu, trong khi có 50 công ty Ba Lan làm điều này. Không công ty tư nhân nào của Czech phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) trên thị trường chứng khoán Pra-ha. Ngược lại, 136 công ty không phải tư nhân hóa đã ra công chúng trên thị trường Vac-xa-va. Không có công ty mới hay đã niêm yết nào của Czech huy động được vốn cổ phần trên thị trường chứng khoán thông qua phát hành ra công chúng. Ngược lại, số liệu của Ba Lan cho thấy việc huy động vốn cổ phần của các công ty cũ và mới niêm yết đã gia tăng nhanh chóng. Năm 1998, hơn 1 tỉ đô-la Mỹ vốn cổ phần mới đã được huy động trên thị trường chứng khoán Vac-xa-va.

Đến 1996 và đặc biệt là 1997, thị trường chứng khoán Czech bị các nhà đầu tư trong và ngoài nước chỉ trích mạnh mẽ, kể cả cơ quan lập pháp Czech. Phản ứng ban đầu của chính phủ đối với sự chỉ trích này là khá thù nghịch, nhưng dần dà họ cũng đưa ra một số biện pháp bảo vệ cổ đông thiểu số.

Nguồn: Abridged từ Johnson và Shleifer (1999). Ellipses are too numerous to be shown explicitly

BẢO VỆ CHỦ NỢ

Vấn đề bảo vệ chủ nợ là khá khác biệt với vấn đề bảo vệ cổ đông vì chủ nợ có một cam kết hợp đồng chắc chắn đối với một phần ngân lưu nhất định. Khó khăn hàng đầu là phải xác định điều gì sẽ xảy ra khi nợ không được trả hoặc giao kèo nợ không được tuân thủ. Có thể xem xét vấn đề này theo hai cách, một là giải quyết trên chính khoản nợ và hai là giải quyết trên sự thất bại của cả công ty.

Quyền và tài sản thế chấp

Nợ cụ thể có thể được đảm bảo bằng tài sản thế chấp cụ thể - nghĩa là một công ty có thể cầm cố một tài sản xác định nào đó để đảm bảo cho các khoản vay nhất định. Những tài sản này có thể là các khoản phải thu, tồn kho, xe cộ, máy móc hoặc bất động sản. Ý nghĩa ở đây là nếu nợ không được trả đúng hạn, bên cho vay có thể tiến hành tái sở hữu tài sản thế chấp, bán đi để thu hồi bất kỳ khoản giá trị nào mà số tài sản này có thể mang lại để thanh toán một phần hay toàn bộ số nợ. Hành động này không nhất thiết làm sụp đổ toàn bộ công ty.

Cho vay có đảm bảo (secured lending) là rất phổ biến. Ở đa số các nước phát triển, hơn 1/2 tổng vốn vay ngân hàng là có thế chấp; con số này tính theo số khoản vay, không phải theo khối lượng tiền vì vốn vay qui mô lớn hơn thường được dành cho những công ty lớn, không cần sử dụng đến biện pháp đảm bảo khi vay. Tài sản thế chấp đưa tín dụng đến tay tầng lớp những công ty mà nếu không có thế chấp sẽ không vay được vốn, đặc biệt khi không biết rõ thông tin về rủi ro tín dụng thật sự của công ty đó. Nếu ta không hoàn toàn tin tưởng các báo cáo tài chính của phía đi vay và tình hình tổng thể của công ty đó có vẻ u ám, thì ta vẫn có thể cho vay nếu họ có tài sản thế chấp tốt. Khi toàn bộ công ty thất bại, phía cho vay có đảm bảo được quyền và thường nhận được khoản thu hồi đầu tư có tỉ lệ cao hơn so với người cho vay không có đảm bảo. Tính đơn giản và rõ ràng của biện pháp thế chấp giúp giải quyết những khó khăn do qui trình phá sản không hoàn chỉnh hoặc không tồn tại gây ra, cũng như những khó khăn do thông tin tài chính không hoàn hảo hoặc không tồn tại.

Ở các thị trường tài chính mới nổi (EFM), cho vay thế chấp thậm chí còn quan trọng hơn. Nó không chỉ bảo vệ bên cho vay trước những bất trắc về rủi ro tín dụng trong một môi trường thiếu thông tin, mà còn cho phép họ tránh được những rủi ro và chi phí đi kèm với việc cưỡng chế trả nợ khi có trục trặc xảy ra. Thế chấp giúp chủ nợ tránh những chi phí này bằng cách trao

cho họ một phương tiện để bảo vệ chính mình mà không phụ thuộc vào sự phân xử của tòa án về việc trả nợ. Sự bảo vệ này còn củng cố vị thế của ngân hàng khi xảy ra tranh chấp với phía đi vay, nhờ đó giảm xác suất vỡ nợ. Thật vậy, các nhà ngân hàng và luật sư chuyên về phá sản ở Mỹ thường lập luận rằng lợi ích chính của nợ có đảm bảo là giá trị chiến lược của nó đối với bên cho vay, nhờ vào trái quyền đặc biệt của nó đối với các tài sản có giá trị của công ty và nhờ vào quyền bỏ phiếu lớn hơn mà chủ nợ có đảm bảo nhận được trong tiến trình phá sản.

Tuy nhiên, cho vay có đảm bảo chỉ có thể thực hiện những vai trò này nhờ vào sự hỗ trợ của khuôn khổ pháp luật. Vấn đề bên trong thật ra phức tạp hơn. Khởi đầu, quyền sở hữu trong tài sản thế chấp phải được xác định rõ ràng. Một trong những rắc rối của doanh nghiệp nhà nước là không có giới tuyến nào phân tách sở hữu của công ty với sở hữu của nhà nước, và trong chế độ xã hội chủ nghĩa thì bất kỳ sự sở hữu tư nhân đối với tài sản kinh doanh nào cũng bị giới hạn trong hợp đồng thuê.

Ngay cả khi sở hữu tư nhân đầy đủ được xác lập và được bảo vệ theo luật, thì vẫn có khả năng chịu nhiều ràng buộc trong chuyển nhượng. Khái niệm quyền lợi an toàn (lien or security interest) có thể được định nghĩa không rõ hoặc không được định nghĩa. Ngay cả khi quyền lợi đảm bảo được xác định thì cũng không có cách nào đơn giản để xác định xem liệu có tồn tại những quyền lợi an toàn khác trước đó hay không; không có sự xác định này thì có khả năng một tài sản sẽ được cầm cố cho nhiều chủ nợ khác nhau mà họ không biết. Các nền kinh tế phát triển có cơ chế đăng ký công cộng đối với quyền lợi an toàn, nhưng ở EFM thì không, nơi nào có cơ chế này thì việc đăng ký đôi khi không được tập trung hóa để đảm bảo có thể dễ dàng quan sát được những quyền lợi an toàn được đăng ký ở tất cả các vùng khác nhau.

Báo cáo của WB về các nền kinh tế chuyển tiếp có ghi chú các vấn đề sau đây ở từng quốc gia cụ thể:

Bulgaria và Estonia cấm cầm cố những hàng hóa mà bên đi vay hiện không nắm giữ, dẫn đến khó khăn cho việc tài trợ hoa màu và vật nuôi. Ở Hungary và Ba Lan chỉ có các ngân hàng mới có thể chính thức cho vay đối với những tài sản vẫn thuộc về bên đi vay, điều này hạn chế sự phát triển của hoạt động cho vay phi ngân hàng. Việt Nam cấm bán những hạng mục cầm cố, dẫn đến khó khăn trong tài trợ hàng tồn kho... ở Bulgaria quyền lợi an toàn được ưu tiên căn cứ theo ngày mà quyền lợi này được thỏa thuận; không có một cơ chế đăng ký tập trung, thì chỉ có thể tìm ra ngày này bằng cách lục cả trăm hồ sơ công chứng nằm rải rác khắp nơi. Việc đăng ký cầm cố ở Ba Lan chỉ dành cho các ngân hàng. Ở Trung Quốc và Lithuania, quyền lợi an toàn đối với động sản chỉ được đăng ký nếu tài sản nền (underlying asset) đòi hỏi phải đăng ký - ổn đối với xe hơi, xe tải, tàu và máy bay, nhưng vô hiệu đối với máy cày, máy khoan ấn và các silo ngũ cốc.

Một bài viết trong tờ *Tài chính Latin* đã qui kết tình trạng khan hiếm tín dụng nghiêm trọng ở Mexico là do những rào cản pháp lý mà các chủ nợ gặp phải khi cố gắng có được những quyền lợi an toàn.

Ở Mexico các công cụ pháp lý được sử dụng trong hoạt động cho vay đảm bảo vẫn mang cơ chế luật La Mã chứ không hoàn toàn thích hợp với hoạt động tài trợ thời hiện đại. Kết quả là các chủ nợ không có được sự tin tưởng cần thiết do một hệ thống tài chính đảm bảo, hoạt động đúng chức năng mang lại. Thiếu sót này làm cho tín dụng ở Mexico vừa đắt đỏ vừa khó kiếm...

Chẳng hạn, khung pháp lý hiện tại đòi hỏi việc thực thi phải tuân theo các tiến trình pháp lý được hình thành từ thế kỷ 19 đối với việc cầm cố bất động sản, tiến trình này thường mất từ 3 đến 5 năm. Khuôn khổ này hoàn toàn không xét đến bản chất ngược nhau của động sản và bất động sản. Không giống bất động sản, động sản có thể được chuyển nhượng từ nơi này sang nơi khác, hao mòn nhanh, có thể dễ hư hỏng, và khi bao gồm máy móc thiết bị hay văn bản thì có thể có kỳ hạn xác định.

Sự thiếu vắng những thể chế vững chắc, đảm bảo hoạt động cho vay thuận cả đôi bên (arm's-length) ở Mexico và những nơi khác có thể không phải là một sự tình cờ. Chi phí cao của việc cho vay thuận cả đôi bên có lợi cho sự tăng trưởng của những tập đoàn ngân hàng được kiểm soát bởi người bên trong, các tập đoàn này vận dụng đáng kể quyền lực chính trị. Nhưng những áp lực phải có cải cách ở Mexico vào cuối thập niên 90, phản ánh thực tế vụ cứu hộ tài chính (bailout) các ngân hàng Mexico năm 1995 không được quần chúng ủng hộ về mặt chính trị và sự khan hiếm tín dụng làm trì trệ nền kinh tế Mexico, đã bắt đầu tạo ra những thay đổi trong các thể chế pháp luật điều tiết thị trường tín dụng.

Hiện nay, giới chức trách Mexico có vẻ như đang hình thành những cải cách có thể tạo điều kiện cho hoạt động cho vay đảm bảo. Những cải cách này bao gồm một bộ luật phá sản mới và những cơ chế pháp lý mới để dành quyền nắm giữ các tài sản thế chấp, và một hệ thống đăng ký mới để thích ứng với hoạt động đăng ký đảm bảo.

Ngay cả khi luật được viết rất hay, vẫn luôn tồn tại câu hỏi về khả năng thực thi ở các EFM. Khó khăn chung là những rào cản cơ chế đối với việc thực thi và thu nợ. Suy cho cùng, việc tái sở hữu các khoản tồn kho có khả năng làm gián đoạn sản xuất và bán hàng, và thông báo tái sở hữu các khoản phải thu phải được gửi đến khách hàng của công ty trước sự mất mặt đáng kể của công ty này, do đó những hệ thống thiên vị bên nợ có thể gây ra nhiều trở ngại cho việc thực thi quyền lợi lên tài sản thế chấp. Ở một số nước, chỉ có thể tái sở hữu các khoản phải thu khi có sự đồng ý của khách hàng. Ở nhiều thị trường tài chính mới nổi, đăng ký quyền lợi an toàn là điều mơ hồ và mang tính cục bộ, đến mức ngân hàng phải yêu cầu một tiểu đội chuyên thu nợ đàm phán với các quan chức và tòa án địa phương, với hàng loạt vấn đề tham nhũng kèm theo.

So với những vấn đề xoay quanh tài sản cá nhân thì vấn đề thực thi liên quan đến quyền lợi an toàn đối với bất động sản (tài sản cầm cố) là khó khăn hơn nhiều. Vấn đề thực thi bắt đầu với câu hỏi cơ bản là ai sở hữu đất. Hầu như ở khắp châu Mỹ Latin và Đông Á, sở hữu đất đai là rất mơ hồ dù trong tình huống tốt nhất. Những chế độ đồn điền hoặc ruộng đất trước đây đều đã bị giải tán, thường là không có sự đồng ý hay bằng văn bản, còn người sử dụng mới thì đã dọn đến. Những người này đóng góp rất nhiều vào sản lượng quốc gia nhưng họ đóng góp mà không có quyền hạn rõ ràng đối với mảnh đất đang sử dụng. Tình trạng này đúng cả trong bối cảnh đô thị lẫn nông thôn.

Ví dụ, ta có thể bay trên những vùng đất rộng lớn của nông thôn châu Mỹ Latin và nhìn thấy đất đai bị chia thành nhiều trang trại, có ranh giới rõ ràng. Ở dưới đất, mọi người ai cũng biết trang trại của ai, nhưng trong nhiều trường hợp thì không có người sử dụng nào có được quyền sở hữu rõ ràng và cũng không có cơ chế nào để họ xác lập quyền này. Không có quyền sở hữu thì đất đai là thứ kém an toàn cho vốn vay; không an toàn thì không có tín dụng.

Hơn nữa, việc tái chiếm hữu bất động sản là vấn đề nặng cảm tính hơn cả việc tái chiếm hữu tài sản cá nhân – và thường đòi hỏi những thủ tục tòa án phức tạp hơn – vì đất là một thứ tài sản vĩnh viễn, theo nghĩa đen là tạo nền móng cho xã hội và xác định bản sắc cá nhân và quốc gia. Ít có EFM nào sẵn sàng cho phép giao dịch đất tự do giữa các tổ chức tài chính, đặc biệt là của nước ngoài, vì lẽ đó việc thu nợ từ tài sản cầm cố có thể trở nên tốn kém, mất thời gian hoặc cuối cùng là vô phương.

Bất kể những giới hạn trong hoạt động cho vay cầm cố và mức độ thanh khoản thấp hơn rất nhiều của bất động sản so với tài sản cá nhân, khiến cho việc tái sở hữu và bán tài sản thế chấp của phía cho vay càng khó hơn, thì vay cầm cố vẫn trở thành một nguồn tài chính quan trọng đối với người tiêu dùng cũng như doanh nghiệp ở một số EFM. Sự lâu bền của đất và công trình xây dựng, cũng như vai trò chiếm hơn ½ lượng của cải quốc gia đã mang lại cho chúng sức hấp dẫn

toàn cầu về tính an toàn để vay vốn. Ở một số nước – đáng chú ý là Argentina trong thập niên 90 - sự hiện diện tập hợp các thể chế pháp lý tương đối thuận lợi cho việc tịch thu tài sản thế chấp đã khuyến khích sự phát triển của loại hình này như là một phương tiện tài trợ quan trọng cho cá nhân và doanh nghiệp.

Ở Argentina, quyền sở hữu đất tương đối đáng tin cậy và tài sản cầm cố được xem là cần thiết, nếu so với quyền lợi thế chấp trong những tài sản khác. Điều này phần lớn phản ánh những khác biệt trong các đạo luật điều chỉnh việc thực thi hợp đồng của nhiều công cụ nợ khác nhau. Những khác biệt này chuyển thành những trì hoãn kéo dài trong quá trình phân xử nợ không có cầm cố, và đôi khi lãi suất vốn vay lưu động lại cao hơn 20% so với lãi suất của vốn vay có thế chấp. Nợ có thế chấp của Argentina đã tăng từ 5,2 tỉ đô-la năm 1994 đến 9,4 tỉ năm 1998. Tính bình quân đầu người thì nợ có thế chấp đã tăng 90%, từ 137 lên 264 đô-la. Sự phổ biến của hình thức thế chấp ở Argentina cũng đã thúc đẩy sự phát triển một thị trường chứng khoán mới được đảm bảo bằng tài sản thế chấp - một phương tiện giúp Argentina tiếp cận thị trường vốn quốc tế với mức lãi suất tương đối thấp.

Phá sản

Sự thất bại tài chính của các cá nhân và toàn bộ doanh nghiệp là một vấn đề xã hội và chính trị với bề dày lịch sử đáng kể. Ở những thế kỷ trước đây các con nợ thường bị bỏ tù do không trả nợ. Loại hình công ty TNHH được phát minh để giúp những người có óc kinh doanh tránh được rủi ro này: công ty cổ phần là những pháp nhân riêng biệt, và nhìn chung không thể truy đòi cổ đông của một công ty số nợ của chính công ty đó. Thành công của hình thức này cùng với việc số nhà tù dành cho con nợ giảm đi cho thấy xã hội đã tiến bộ từ việc khắc khe đến cùng cực với con nợ đến những giải pháp khuyến khích tinh thần kinh doanh bằng cách loại bỏ những rủi ro khắc nghiệt đối với cá nhân nếu không thể trả nợ.

Trong thế giới hiện đại, vỡ nợ có thể đưa đến hai kết cục: tái đàm phán tự nguyện hoặc phá sản. Phá sản là một qui trình pháp lý để tách lọc những công ty không thể trả nợ hoặc không thể tái đàm phán nợ theo hướng thỏa đáng cho đôi bên. Một quy trình phá sản tốt sẽ đưa đến việc *thanh lý* những công ty không thể duy trì – là những công ty mà nếu tiếp tục hoạt động sẽ gây tổn thất giá trị kinh tế - hoặc *tái cơ cấu* những công ty vẫn còn khả năng sinh lợi - những công ty có thể tạo ra giá trị nhưng không thể trả toàn bộ qui mô các khoản nợ tài chính bị truy đòi.

Với trường hợp thanh lý, tài sản của công ty sẽ được bán đi, trách nhiệm nợ được thanh toán triệt để đến mức có thể, và doanh nghiệp không còn tồn tại. Trường hợp tái cơ cấu (dù là tự nguyện hay theo quyết định của tòa) phía cung cấp vốn sẽ tính toán thiệt hại và chuyển số quyền lợi tài chính của mình thành những trái quyền mới có số lượng giảm đi. Thanh lý phù hợp khi doanh nghiệp chỉ tạo ra ngân lưu âm từ hoạt động kinh doanh và có khả năng kinh doanh thất bại. Tái tổ chức phù hợp khi công ty có thể tạo ra ngân lưu dương đáng kể nhưng không đủ để thỏa mãn những khoản nợ tài chính hiện có.

Nếu qui trình phá sản lệch sang hướng có lợi cho bên nợ, nó sẽ làm nản bên cho vay và hạ thấp hiệu quả kinh tế bằng cách giúp các doanh nghiệp thiếu thận trọng hoặc không có năng lực đi vay tiền của người khác, làm mất và không phải gánh những hậu quả nghiêm trọng. Nó cũng có thể dẫn đến lãi suất cao hơn. Nhưng nếu phá sản nghiêng về phía chủ nợ, thì nó có thể dẫn đến việc thanh lý một cách phi hiệu quả những công ty còn khả năng tạo thêm phúc lợi kinh tế nếu tiếp tục hoạt động. Do đó cần có sự cân đối giữa bảo vệ quyền của chủ nợ và bảo vệ các công ty còn khả năng sinh lợi.

Đa số các hệ thống pháp lý đều có cả giải pháp thanh lý lẫn tái cơ cấu. Ví dụ ở Mỹ, Chương 7 luật phá sản là qui trình thanh lý và Chương 11 là qui trình tái cơ cấu. Nhưng mức độ cân đối giữa chủ nợ và con nợ giữa các nước rất khác nhau. Nhiều nước đang phát triển không có những qui trình hiệu quả để phân xử phá sản bất kể luật nói gì, mà điều này lại đẩy hệ thống lệch hoàn toàn về phía con nợ. Trong những tình huống như vậy, quyền của chủ nợ không được bảo vệ và con nợ có thể thoát khỏi những nghĩa vụ trong hợp đồng.

Mỹ. Hệ thống phá sản của Mỹ lệch khá nhiều theo hướng có lợi cho bên nợ, lệch hơn hẳn so với bất kỳ nước công nghiệp hóa nào khác. Các nhà quản lý doanh nghiệp ở Mỹ có thể đệ đơn xin phá sản công ty theo Chương 11 mà không cần sự đồng ý của chủ nợ. Cách này sẽ hoãn việc truy đòi tất cả trái quyền của chủ nợ và bảo vệ công ty khỏi những nỗ lực siết nợ của người cho vay. Tuy nhiên, luật Mỹ vẫn thừa nhận đặc quyền của các chủ nợ có đảm bảo. Người nắm các khoản tín dụng đảm bảo có thể siết lấy tài sản thế chấp trong quá trình phá sản, hoặc ít nhất là đảm bảo rằng giá trị của tài sản thế chấp trong tay họ không bị giảm đi trong quá trình phân xử.

Phía quản lý doanh nghiệp nộp đơn phá sản theo Chương 11 sẽ có một khoảng thời gian 120 ngày riêng biệt để chính họ chứ không ai khác phải đề ra một kế hoạch tái tổ chức. Nếu họ làm đúng như vậy thì không ai có thể nộp một kế hoạch cạnh tranh khác trong khoảng thời gian 180 ngày tiếp theo, nhà quản lý sẽ tận dụng thời gian này để củng cố sự ủng hộ cho kế hoạch của họ. Tòa phân xử phá sản có thể gia hạn thêm cho hai giai đoạn này. Các nhà quản lý vẫn nắm toàn quyền kiểm soát công ty trong thời gian thụ lý phá sản. Tất cả các bước đều tập trung theo hướng có lợi cho họ.

Trong khi hệ thống Mỹ nghiêng về bên nợ, ít có bằng chứng cho thấy hệ thống này không thể đóng cửa hầu hết các doanh nghiệp gây tổn thất giá trị. Một nghiên cứu khách quan đã ghi nhận Hãng hàng không Eastern đã tổn thất 50% giá trị trong quá trình hãng này nộp đơn phá sản theo Chương 11, mà theo cáo buộc của các tác giả là “do những nhà quản lý quá lạc quan và các quan tòa bị đánh lạc hướng”, nhưng đây có vẻ là một trường hợp thái cực. Dù sao đi nữa, vì vấn đề cấp bách của các nước đang phát triển là ngăn chặn sự hủy hoại giá trị, nên một hệ thống phá sản có lợi cho con nợ như của Mỹ sẽ là mô hình mẫu tời.

Châu Âu. Một số quốc gia châu Âu quan trọng như Đức, Anh, và Thụy Điển có những mô hình áp dụng tốt hơn cho EFM. Những bộ luật này có điểm chung là lệch hẳn về phía chủ nợ, đặc biệt nếu đó là chủ nợ có đảm bảo. Việc áp dụng những bộ luật này sẽ có ích cho các nước đang phát triển mong muốn củng cố các tổ chức tài chính của mình, mặc dù mỗi hệ thống của châu Âu đều có thiếu sót. Cụ thể, một số nhà quan sát lập luận rằng các qui trình tái đàm phán của châu Âu đôi khi không đủ để cứu những doanh nghiệp còn khả năng hoạt động, nhưng kết luận này không được ủng hộ rộng rãi. Nghiên cứu gần đây về hệ thống của Thụy Điển vốn thường xuyên thanh lý tài sản thông qua đấu giá, cho thấy những công ty vẫn còn khả năng nhưng bị phá sản thì vẫn được duy trì ngay cả khi công ty bị thanh lý vì các nhà quản lý hiệu quả có thể tìm được nguồn hỗ trợ tài chính để mua lại công ty khi đấu giá. Trong bất kỳ trường hợp nào thì hướng thay đổi ở châu Âu đều nhắm đến cản trở khả năng gây áp lực thanh lý sớm của các chủ nợ.

Pháp. Luật phá sản của Pháp nằm trong số tệ nhất ở châu Âu, và rõ ràng không phải là một mô hình để các nước đang phát triển noi theo. Luật phá sản của Pháp, được sửa đổi năm 1994, nêu rõ rằng các mục tiêu của luật, theo ưu tiên là để duy trì hoạt động kinh doanh, gìn giữ công ăn việc làm và thứ ba là thực thi hợp đồng tín dụng. Do đó, nhìn từ bên ngoài thì luật của Pháp nghiêng hẳn về phía con nợ. Con nợ hoặc chủ nợ đều có thể khởi xướng việc phá sản. Luật này đưa ra 2 qui trình cơ bản: tái điều chỉnh (*redressement*) và thanh lý. Thẩm phán được Tòa Thương mại trao quyền kiểm soát trong một giai đoạn giám sát. Vị thẩm phán sẽ quyết định xem có nên thanh

lý hay tái điều chỉnh công ty. Tuy nhiên, trên thực tế, khoản $\frac{3}{4}$ những hồ sơ phá sản sẽ được chuyển ngay sang bộ phận thanh lý, trong khi khoảng $\frac{1}{2}$ số còn lại cuối cùng cũng được chuyển sang thanh lý.

Nếu doanh nghiệp không được chuyển sang thanh lý, tòa sẽ chỉ định một cán bộ quản lý để giám sát hoạt động quản lý, đồng thời chỉ định một cán bộ tòa án để đại diện và hành động thay mặt cho chủ nợ, khi đó chủ nợ sẽ mất quyền đối thoại trực tiếp với tòa án. Trước khi giai đoạn giám sát kết thúc (thường là 8 tháng), tòa hoặc là phải chấp nhận một kế hoạch tái tổ chức do nhà quản lý đề xuất hoặc chuyển vụ việc sang thanh lý. Hệ thống Pháp phản ánh niềm tin mạnh mẽ vào sự uyên bác của nhà nước, ngược với hệ thống Mỹ chỉ tin vào những dàn xếp được thỏa thuận: Ở Pháp, quản lý doanh nghiệp hoặc chủ nợ đều không có tiếng nói trong bất kỳ kế hoạch tái tổ chức nào.

Kết cục phổ biến thường không phải là tái tổ chức thật sự mà là bán công ty, với điều kiện phải duy trì tất cả công ăn việc làm và tất cả khoản nợ được bảo đảm. Nhưng rõ ràng điều này cản trở chính hình thức giảm biên chế và giảm nợ, vốn là nét chính yếu của hầu hết trường hợp tái tổ chức thành công. Kết quả, các trường hợp tái cơ cấu của Pháp thường thất bại. Một nghiên cứu vào giai đoạn 1986 – 1991 nhận thấy khoảng $\frac{1}{2}$ các doanh nghiệp được tái tổ chức đều sớm quay lại tòa để tái tổ chức lần hai, và đại đa số những doanh nghiệp này (88%) sau đó bị thanh lý.

Tóm lại, kết quả của hệ thống Pháp dù có mục tiêu rõ ràng là duy trì doanh nghiệp, vẫn đưa đến việc thanh lý nhiều doanh nghiệp hơn những hệ thống khác, hầu như chắc chắn có cả những doanh nghiệp lẽ ra đã được khôi phục vì lợi ích trên hết của các nhà quản lý, nhân viên và nhà cung cấp vốn. Kết quả ngược ngạo này chủ yếu do sự phụ thuộc quá mức vào các giải pháp được thừa nhận ở cấp trung ương và không có đủ ý kiến đóng góp của các bên liên quan.

Đức. Hệ thống Đức cũng mang đặc điểm hai qui trình tòa án tách biệt, tái tổ chức (*vergleichsordnung*) và thanh lý (*konkursordnung*). Nhưng đặc trưng quan trọng của hệ thống này là chỉ có các chủ nợ không được đảm bảo mới được tham gia tái tổ chức. Chủ nợ có đảm bảo hoàn toàn nằm ngoài qui trình này, và có thể tiếp tục gây áp lực đòi trái quyền của mình mà không có sự gián đoạn, khiến cho doanh nghiệp rất khó tiếp tục hoạt động. Hơn nữa, bên nợ khi nộp đơn xin tái tổ chức phải nộp kèm kế hoạch tái tổ chức hoàn chỉnh. yêu cầu này hầu như không thể thực hiện được trong một tình huống thật sự phức tạp nào. Vì hai vấn đề này, nên giải pháp tái tổ chức hiếm khi được thực hiện đầy đủ ở Đức và đa số các công ty trong tình trạng nguy kịch đều bị thanh lý.

Khi thanh lý, tòa sẽ chỉ định một nhà quản lý chịu trách nhiệm kiểm soát công ty, với nhiệm vụ bán công ty để lấy tiền mặt, tuy ông ta có thể hoàn toàn không gấp gáp trong chuyện này nhưng phải chịu sự truy đòi của các chủ nợ được đảm bảo. Đây hầu như là quy trình phổ biến nhất ở Đức.

Hệ thống của Đức có một lợi thế là nó đặc biệt bảo vệ các chủ nợ có đảm bảo. Không có gì đáng ngạc nhiên khi biết rằng cho vay có đảm bảo là nguồn vốn bên ngoài quan trọng nhất trong hệ thống chủ yếu dựa vào ngân hàng ở Đức. Tương tự, khả năng khó tái tổ chức thành công dưới sự bảo vệ của tòa đã thúc đẩy các công ty lâm nguy phải đạt được thỏa thuận tái tổ chức với các chủ nợ mà không dựa vào hệ thống tòa án. Một đạo luật mới đã được thông qua ở Đức năm 1994 và có hiệu lực vào 1999. Nó được thiết kế để hạn chế quyền lực của các chủ nợ có đảm bảo trong việc tái chiếm hữu tài sản và cho phép các chủ nợ khác có tiếng nói hơn trong tiến trình thụ lý. Theo luật mới, chủ nợ có đảm bảo sẽ bị hoãn 3 tháng và quyền lực của nhà quản lý trong việc thanh lý cũng phần nào giảm đi.

Anh. Hệ thống ở Anh chủ yếu dựa vào hai qui trình do chủ nợ khởi xướng: Thanh lý và tiếp quản tài sản (receivership). Trách nhiệm quản lý tài sản được sử dụng khi chủ nợ nắm trong tay một trái quyền đặc biệt gọi là tài sản thế chấp thả nổi (floating charge). Tính chất phân biệt của hai qui trình này là ban giám đốc công ty ngay lập tức mất quyền kiểm soát vào tay cán bộ thanh lý hoặc tiếp quản. Những người này sau đó hoàn toàn có thẩm quyền để bán hoặc giải thể công ty để thỏa mãn càng nhanh càng tốt những quyền lợi tài chính của các chủ nợ đã khởi xướng qui trình này. Tuy nhiên, cán bộ thanh lý hoặc tiếp quản không có trách nhiệm duy trì giá trị của công ty vì lợi ích của những người nắm trái quyền khác, gồm các chủ nợ khác.

Ngược lại, sẽ có kênh xử lý do bên nợ khởi xướng và cũng liên quan đến hai qui trình, sự dàn xếp và quản lý tự nguyện của công ty, hai qui trình này được thiết kế để sử dụng chung với nhau. Ý tưởng chính của hai qui trình này là một chuyên gia có năng lực giải quyết những vụ mất khả năng trả nợ sẽ được tòa chỉ định nắm quyền kiểm soát công ty. Không có chuyện tự động hoãn yêu cầu trả nợ của chủ nợ, do đó nhà quản lý phải hành động nhanh. Trong vòng một tháng sau khi được chỉ định, người này phải đánh giá được tính khả thi của giải pháp tái cơ cấu và đề xuất một kế hoạch cho các chủ nợ. Cần có 75% số phiếu của mỗi loại chủ nợ và cổ đông để kế hoạch được thông qua, và thực tế rất khó đạt được tỉ lệ này.

Các thị trường tài chính vững mạnh đòi hỏi phải bảo vệ đầy đủ về mặt pháp lý cho cả cổ đông và chủ nợ. Tuy nhiên, vào thời điểm phá sản, những quyền lợi này sẽ mâu thuẫn với nhau. Nói chung, các hệ thống châu Âu thường nghiêng về chủ nợ và hệ thống Mỹ ưu ái ban giám đốc và các cổ đông. Đó là lý do tại sao châu Âu phụ thuộc nhiều hơn vào huy động nợ trong khi ở Mỹ chủ yếu là huy động vốn cổ phần.

Mỗi nước phải quyết định mức độ bảo vệ các chủ nợ trong qui trình phá sản. Trong bối cảnh khủng hoảng ngân hàng thường xuyên xảy ra ở các nước đang phát triển, có vẻ như một liều lượng mạnh thiên về các chủ nợ sẽ giúp giải quyết những khoản nợ xấu và xây dựng một nền tảng vững chắc hơn cho tương lai. Bảng 4.A3 trong phụ lục liệt kê các quyền khác nhau của chủ nợ ở một số nước.

BẢO VỆ PHÁP LUẬT ĐẾN ĐÂU LÀ QUAN TRỌNG?

Nhiều nghiên cứu gần đây đã nhắm vào tác động của các biến số pháp lý lên vấn đề tài chính bên ngoài (external finance), bao gồm LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, và Vishny (1997). Họ hồi quy tỉ số giữa vốn bên ngoài huy động từ thị trường chứng khoán (*externally held stock market capital*) với tổng sản phẩm quốc nội lên tốc độ tăng trưởng GDP, loga của GDP (hay, qui mô quốc gia), và các biến số pháp lý. Đúng như kỳ vọng, họ nhận thấy tăng trưởng GDP có một tác động quan trọng lên việc thu hút vốn cổ phần, nhưng lại thấy rằng qui mô quốc gia không quan trọng. Khi kiểm soát những biến này và tăng chi tiết pháp trị từ trung bình mẫu là 6,85 lên 10 hoàn hảo thì sẽ tăng sự huy động vốn từ thị trường bên ngoài lên khoảng 13% GDP. Còn tăng quyền chống đối ban quản lý của cổ đông từ mức bình quân theo hệ luật Pháp là 1,76 lên mức bình quân của hệ luật án lệ là 3,39 thì sẽ tăng tỉ suất huy động vốn thị trường trên GDP lên 19 điểm phần trăm. Các nước theo luật một cổ phần một phiếu bầu có tỉ suất cao hơn 27 điểm phần trăm.

Các kết quả sẽ tương tự khi biến phụ thuộc là số lượng công ty nội địa được niêm yết tính trên một triệu dân. Mức bình quân trên thế giới cho tỉ lệ này là 22. Trong lần hồi qui này tăng trưởng GDP không quan trọng nhưng qui mô quốc gia thì có – các nền kinh tế lớn hơn có ít công ty được niêm yết trên một triệu dân hơn, trong điều kiện những yếu tố khác không đổi. Kiểm soát

yếu tố này, và chuyển điểm số pháp trị từ mức trung bình thế giới là 6,85 lên số 10 hoàn hảo thì sẽ có thêm 15 công ty niêm yết trên mỗi triệu dân. Chuyển quyền chống đối quản lý của cổ đông từ mức trung bình của hệ luật gốc Pháp sang mức trung bình của hệ luật gốc Anh sẽ tăng tỉ số này lên 12. Tuy nhiên, luật một cổ phần một phiếu bầu lại không có ý nghĩa đối với số công ty được niêm yết.

Lần hồi qui thứ ba của các tác giả liên quan đến số đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu (IPO) giai đoạn giữa 1995 và giữa 1996 tính trên triệu người. Tỉ lệ bình quân thế giới là 1,0. Lần này tốc độ tăng trưởng là quan trọng nhưng qui mô quốc gia thì không. Khi kiểm soát những biến này và tăng biến pháp trị từ trung bình thế giới lên 10 thì sẽ tăng số đợt IPO lên 0,8 trên một triệu người. Chuyển quyền chống đối quản lý của cổ đông từ mức trung bình của hệ luật gốc Pháp sang mức trung bình của hệ luật gốc Anh cũng tăng tỉ số này lên 0,8. Luật một cổ phần một phiếu bầu không có ý nghĩa đối với số đợt IPO.

Ross Levine (1997) đã bổ sung và mở rộng nghiên cứu này bằng cách sử dụng các biến quyền của chủ nợ và sự thực thi pháp luật để giải thích sự phát triển hoạt động ngân hàng và mối quan hệ giữa ngân hàng và tăng trưởng kinh tế dài hạn. Cụ thể, ba quyền của chủ nợ được tách biệt: (1) Luật của quốc gia đó có bảo vệ các nhà quản lý bằng cách tự động hoãn những yêu sách tài chính của các chủ nợ ngay khi nộp hồ sơ xin tái tổ chức hay không, (2) Các nhà quản lý có được luật bảo vệ khi cho phép họ tiếp tục điều hành công ty trong qui trình tái tổ chức hay không, và (3) Những chủ nợ được đảm bảo có được ưu tiên phân phối trước tài sản hay không hay những người có trái quyền khác như công nhân viên và chính phủ có thể lấy một số hay tất cả tài sản thế chấp từ tay các chủ nợ được đảm bảo. Ba quyền này kết hợp thành một chỉ số về các quyền của chủ nợ. tác giả kết hợp thước đo về pháp trị với thước đo đánh giá rủi ro chính phủ có thể và sẽ thay đổi một hợp đồng thương mại sau khi đã được ký, để tạo ra một biến kết hợp về sự thực thi pháp luật.

Tỉ lệ vốn vay mà các ngân hàng nhận tiền gửi cung cấp cho khu vực tư nhân chia cho GDP sẽ được hồi qui theo quyền chủ nợ và sự thực thi pháp luật. Các kết quả đều có ý nghĩa về mặt thống kê lần kinh tế. Quyền của chủ nợ tăng một độ lệch chuẩn đi kèm với 13 phần trăm gia tăng về độ sâu ngân hàng. Sự thực thi pháp luật tăng một độ lệch chuẩn sẽ đi kèm với gia tăng hoạt động cho vay 38 phần trăm. Các kết quả này không thay đổi đáng kể khi GDP bình quân đầu người được đưa vào để kiểm soát mức độ phát triển kinh tế. Hơn nữa, việc hồi qui biến cho vay dựa trên nguồn gốc luật cho thấy các nước theo luật gốc Đức có những ngân hàng phát triển tốt hơn nhiều.

Phần thứ hai của nghiên cứu này quay trở lại câu hỏi đã nêu trong chương 2, liệu sự phát triển ngân hàng có tạo ra tăng trưởng kinh tế hay không. Rõ ràng các nước đạt tăng trưởng kinh tế tốt hơn, có các ngân hàng phát triển tốt hơn, nhưng nhiều học giả nghi ngờ chiều hướng nhân quả: Có lẽ tăng trưởng kinh tế tạo ra sự phát triển ngân hàng hơn là ngược lại. Ngay cả mối quan hệ giữa sự phát triển ngân hàng tại một thời điểm với sự tăng trưởng kinh tế sau đó cũng bị chất vấn: Có lẽ sự phát triển ngân hàng chỉ dự báo tăng trưởng kinh tế sau đó chứ không phải tạo ra nó.

Levine (1997) đã giúp giải đáp câu hỏi này bằng cách trước hết sử dụng quyền của chủ nợ và chất lượng thực thi, sau đó là nguồn gốc pháp luật, như là các biến công cụ: các đại lượng có tương quan mạnh tới sự phát triển ngân hàng có khả năng không phải do tăng trưởng kinh tế gây ra. Chất lượng một chiều của những công cụ này hình thành một kỹ thuật kinh tế lượng được biết đến như là phương pháp khái quát hóa đoán kỳ (generalized method of moments) để đưa ra bằng

chứng vững chắc rằng thực tế những khác biệt trong hệ thống pháp lý tạo ra tăng trưởng kinh tế và gián tiếp thông qua tác động lên sự phát triển hệ thống ngân hàng.

Jeffrey Wurgler (1999) cũng chỉ ra rằng những hình thức bảo vệ pháp luật dành cho cổ đông và chủ nợ là quan trọng đối với kết quả hoạt động kinh tế, và sự quan trọng này thể hiện thông qua cải thiện hiệu quả của hệ thống tài chính, mà không chỉ là qui mô. Thước đo của Wurgler về thành quả kinh tế là hiệu quả đầu tư, không phải tăng trưởng kinh tế. Với 65 quốc gia trong mẫu nghiên cứu, ông đo lường hiệu quả đầu tư ở cấp ngành như là độ co giãn của đầu theo giá trị gia tăng (hay một ngành công nghiệp tương đối hiệu quả có thể nhanh chóng thu hút bao nhiêu vốn so với những ngành kém hiệu quả hơn). Wurgler nhận thấy rằng những gia tăng trong phát triển tài chính (tổng vốn huy động trên thị trường chứng khoán so với GDP và dư nợ tín dụng so với GDP) làm tăng hiệu quả đầu tư, và sự phụ thuộc vào các doanh nghiệp nhà nước làm giảm hiệu quả đầu tư. Ông cũng nhận thấy rằng các yếu tố quyết định pháp lý (mà ông bao hàm trong một thước đo tổng hợp gồm các số đo về phạm vi pháp trị với quyền của chủ nợ và cổ đông) có tác động trực tiếp lên hiệu quả đầu tư, ngay cả khi đã kiểm soát phạm vi phát triển tài chính.

Tóm lại nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thuyết phục rằng các hệ thống pháp luật là quan trọng. Các nước mong muốn có sự tăng trưởng tạo giá trị cần phải có hệ thống tài chính vững mạnh để phân bổ vốn. Mà hệ thống tài chính vững mạnh thì cần những nền tảng pháp lý vững chắc, được công khai xây dựng với quan điểm bảo vệ nhà đầu tư để họ có động cơ đầu tư. Các nước chú trọng bảo vệ cổ đông như Mỹ thường có kết quả là các thị trường chứng khoán vững mạnh và những biện pháp kiểm soát theo thị trường đối với hành vi quản lý sai trái. Các nước chú trọng bảo vệ chủ nợ như Đức, thường có kết quả là hệ thống ngân hàng vững chắc và những biện pháp kiểm soát theo ngân hàng đối với hành vi quản lý sai trái. Các nước đang phát triển không áp dụng ít nhất một trong hai cách tiếp cận này thường có kết quả là hành vi quản lý sai trái, nhà đầu tư thất vọng và sự phân bổ vốn sai lầm một cách nghiêm trọng.

PHÁ SẢN Ở INDONESIA

Đây là một bài tập minh họa dành cho những ai cho rằng tình hình xấu nhất của cuộc khủng hoảng tài chính châu Á đã qua đi. Hãy đến thăm tổng hành dinh của Ngân hàng đầu tư Peregrine phá sản hồi đầu tháng, quan sát những bức tường bị lột sạch tranh ảnh và các phòng ốc được dọn dẹp sạch sẽ bởi các nhà thanh lý. Sau đó đến những văn phòng ở Jakarta của Infiniti Wahana, một công ty động sản chi nhánh của công ty Indonesia Taxi Steady Safe. Bạn sẽ thấy sàn gỗ bóng láng, các bức ảnh chói sáng, và văn phòng nhộn nhịp: hoạt động kinh doanh vẫn diễn ra bình thường, trong khi tuyên bố trước đó của công ty về khoản nợ 350 triệu đô-la không thể trả cho Peregrine chính là chiếc đinh cuối cùng đóng lên nắp quan tài của ngân hàng này.

Khi một công ty ở châu Âu hay Mỹ không thể trả nợ, các chủ nợ sẽ buộc nó phá sản, ở đó quan tòa có thể ấn định kế hoạch trả nợ hoặc thanh lý công ty và chia tài sản cho các bên. Nhưng ở các nền kinh tế bất ổn nhất châu Á, chính các chủ nợ có xu hướng sẽ gặp rắc rối.

Ở Indonesia, khi các ngân hàng phương Tây khám phá ra điều khủng khiếp này, thì họ hầu như không thể buộc con nợ phá sản. Ở Hàn Quốc, việc đệ đơn xin phá sản thì dễ - nhưng sẽ kéo theo nhiều tháng trời không có gì xảy ra. Ở Thái Lan và Philippines, điều tốt đẹp nhất mà bên cho vay có thể kỳ vọng là một lời “cáo lỗi”. Trong lúc châu Á bắt đầu dọn dẹp tàn dư vụ tan vỡ tài chính năm 1997, sự thiếu hụt tiến trình pháp lý như trên đang trở thành một rào cản nghiêm trọng. Khi những công ty mất khả năng trả nợ vẫn tiếp tục hoạt động mà không bị trừng phạt, thì tiến trình tái cơ cấu khu vực doanh nghiệp nặng nợ của châu Á sẽ bị trì hoãn vô thời hạn.

Nguồn: The Economist, 24/1/1998

Một tòa án mới của Indonesia chuyên giải quyết những vụ phá sản sẽ hoạt động vào tháng tám. Nhưng trong khi các ngân hàng nước ngoài hoan nghênh bước tiến này thì cũng không chắc rằng tòa sẽ cho họ những gì họ muốn: một cơ chế pháp luật hiệu quả để tuyên bố con nợ bị phá sản và giải quyết việc bán tài sản của nó.

Mức độ thay đổi hệ thống pháp luật được công bố vào thứ sáu diễn ra khá trôi chảy và được nhìn nhận một cách lạc quan, có thể chứng minh tầm quan trọng của việc tái cơ cấu một phần nợ 68 triệu đô-la trong tổng nợ nước ngoài của Indonesia và để thu hút vốn chảy vào quốc gia này một lần nữa.

Ban Thư ký Nhà nước của Indonesia đã công bố những sửa đổi dài 49 trang đối với bộ luật phá sản thời thuộc địa Hà Lan 1905 của quốc gia và 37 trang giải thích những thay đổi này. Chính IFM đã thúc đẩy những sửa đổi trên như là một trong những điều kiện hỗ trợ cải cách kinh tế trọn gói dành cho Indonesia.

Trong khi vẫn chưa chắc chắn liệu những thay đổi này sẽ mang lại cho Indonesia một cơ chế pháp lý hiệu quả để tuyên bố con nợ phá sản và bán tài sản của chúng, thì các ngân hàng nước ngoài đã hoan nghênh nỗ lực này. Nhiều người e rằng luật phá sản cũ, đặc biệt khi vẫn nằm trong sự điều hành của hệ thống tòa án thường xuyên bị chỉ trích của Indonesia, sẽ không thể trở thành một kênh hiệu quả cho các chủ nợ tìm kiếm sự bồi hoàn...

Một mục tiêu quan trọng của những sửa đổi này là mang lại cho các chủ nợ một chọn lựa công bằng giữa việc thanh lý tài sản của bên nợ với quyết định tái cơ cấu và hoãn trả nợ.

Vẫn còn nhiều nghi ngờ về khả năng tòa án mới sẽ thực hiện chức năng một cách suông sẻ khi khai trương vào ngày 22/8. Theo nhìn nhận của đa số người dân thì hệ thống tòa án của Indonesia rất tai tiếng vì có một số quan tòa sẵn sàng nhận hối lộ và nếu có thể thì nên tránh liên hệ với tòa...

Từ khi đồng tiền Rupiah của nước này sụp đổ vào tháng 7 vừa qua thì hàng trăm doanh nghiệp Indonesia đã không thể hoặc trong một số trường hợp là không muốn trả số nợ đô-la của mình. Những đàm phán chính thức giữa ủy ban nợ Indonesia đại diện phía cho vay quốc tế đã được tiến hành hồi tuần rồi ở New York, và sẽ tiếp tục ở Tokyo tháng tới. Các chủ nợ nói rằng việc cải tổ luật và qui trình phá sản của Indonesia là vô cùng quan trọng cho các cuộc thương thuyết tái cơ cấu số nợ này.

Nguồn: The Wall Street Journal, 27/4/1998.

PHỤ LỤC

Những bảng số liệu sau được lập lại từ nghiên cứu của Rafael La Porta, Florencia Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer và Robert W. Vishny, “Luật và Tài chính”, số 5661, trên NBER, 1996, và thể hiện kết quả của nghiên cứu tỉ mỉ các hệ thống pháp luật trên thế giới. Các nguồn số liệu sơ cấp được liệt kê trong bài viết gốc. Sẽ có ba bảng số liệu:

Bảng 4.A1: Các biến số pháp trị

Bảng 4.A2: Quyền cổ đông

Bảng 4.A3: Quyền chủ nợ

Các biến số được giải thích sau mỗi bảng biểu.

Kèm theo bảng xếp hạng được tái lập từ trang web của Tổ chức minh bạch quốc tế tại Đại học Gottingen (www.gwdg.de/uwvw):

Bảng 4.A4: Các chỉ số tham nhũng

TABLE 4.A1 Rule of Law Variables

Country	Judicial Efficiency	Rule of Law	Corruption	Risk of Expropriation	Risk of Repudiation
English origin	8.15	6.46	7.06	7.91	7.41
Australia	10.00	10.00	8.52	9.27	8.71
Canada	9.25	10.00	10.00	9.67	8.96
Hong Kong	10.00	8.22	8.52	8.29	8.82
India	8.00	4.17	4.58	7.75	6.11
Ireland	8.75	7.80	8.52	9.67	8.96
Israel	10.00	4.82	8.33	8.25	7.54
Kenya	5.75	5.42	4.12	5.98	5.66
Malaysia	9.00	6.78	7.38	7.95	7.43
New Zealand	10.00	10.00	10.00	9.69	9.29
Nigeria	7.25	2.73	3.03	5.33	4.36
Pakistan	5.00	3.03	2.98	5.62	4.87
Singapore	10.00	8.57	8.22	9.30	8.86
South Africa	6.00	4.12	8.92	6.88	7.27
Sri Lanka	7.00	1.90	5.00	6.05	5.25
Thailand	3.25	6.25	5.18	7.42	7.57
United Kingdom	10.00	8.57	9.10	9.71	9.63
United States	10.00	10.00	8.63	9.98	9.00
Zimbabwe	7.50	3.68	5.42	5.61	5.04
French origin	6.56	6.05	5.40	7.46	6.84
Argentina	6.00	5.35	6.02	5.91	4.91
Belgium	9.50	10.00	8.82	9.63	9.48
Brazil	5.75	6.32	6.32	7.62	6.30
Chile	7.25	7.02	5.30	7.50	6.80
Colombia	7.25	2.08	5.00	6.95	7.02
Ecuador	6.25	6.67	5.18	6.57	5.18
Egypt	6.50	4.17	3.87	6.30	6.05
France	8.00	8.98	9.05	9.65	9.19
Greece	7.00	6.18	7.27	7.12	6.62
Indonesia	2.50	3.98	2.15	7.16	6.09
Italy	6.75	8.33	6.13	9.35	9.17
Jordan	8.66	4.35	5.48	6.07	4.86
Mexico	6.00	5.35	4.77	7.29	6.55
Netherlands	10.00	10.00	10.00	9.98	9.35
Peru	6.75	2.50	4.70	5.54	4.68
Philippines	4.75	2.73	2.92	5.22	4.80
Portugal	5.50	8.68	7.38	8.90	8.57
Spain	6.25	7.80	7.38	9.52	8.40
Turkey	4.00	5.18	5.18	7.00	5.95
Uruguay	6.50	5.00	5.00	6.58	7.29
Venezuela	6.50	6.37	4.70	6.89	6.30
German origin	8.54	8.68	8.03	9.45	9.47
Austria	9.50	10.00	8.57	9.69	9.60
Germany	9.00	9.23	8.93	9.90	9.77
Japan	10.00	8.98	8.52	9.67	9.69
South Korea	6.00	5.35	5.30	8.31	8.59
Switzerland	10.00	10.00	10.00	9.98	9.98
Taiwan	6.75	8.52	6.85	9.12	9.16

continued

Chapter 4 Legal Foundations

Country	Judicial Efficiency	Rule of Law	Corruption	Risk of Expropriation	Risk of Repudiation
Scandinavian origin	10.00	10.00	10.00	9.66	9.44
Denmark	10.00	10.00	10.00	9.67	9.31
Finland	10.00	10.00	10.00	9.67	9.15
Norway	10.00	10.00	10.00	9.88	9.71
Sweden	10.00	10.00	10.00	9.40	9.58
Total average	7.67	6.85	6.90	8.05	7.58

TABLE 4.A2 Shareholder Rights

Country	Antidirector Rights						Antidirector Rights	Mandatory Dividend
	One Share, One Vote Required	Proxy Vote by Mail	Shares Deposited to Vote	Cumulative Voting Permitted	Oppressed Minority Protection	Percent Shares Required to Call Meeting		
English origin	0.22	0.39	0.00	0.17	0.92	9%	3.39	0%
Australia	0	1	0	0	1	5	4	0
Canada	0	1	0	0	1	10	4	0
Hong Kong	1	1	0	0	1	5	4	0
India	0	0	0	0	0	10	2	0
Ireland	0	0	0	0	1	10	3	0
Israel	0	0	0	0	1	10	3	0
Kenya	0	0	0	0	1	10	3	0
Malaysia	1	0	0	0	1	10	3	0
New Zealand	0	1	0	0	1	10	4	0
Nigeria	0	0	0	0	1	10	3	0
Pakistan	1	0	0	1	1	10	4	0

Country	Antidirector Rights						Antidirector Rights	Mandatory Dividend
	One Share, One Vote Required	Proxy Vote by Mail	Shares Deposited to Vote	Cumulative Voting Permitted	Oppressed Minority Protection	Percent Shares Required to Call Meeting		
Singapore	1	0	0	0	1	10%	3	0%
South Africa	0	1	0	0	1	5	4	0
Sri Lanka	0	0	0	0	0	10	2	0
Thailand	0	0	0	1	1	20	3	0
United Kingdom	0	1	0	0	1	10	4	0
United States	0	1	0	1	1	1	5	0
Zimbabwe	0	0	0	0	1	10	3	0
French origin	0.24	0.09	0.43	0.19	0.33	14	1.76	14
Argentina	0	1	1	1	1	5	4	0
Belgium	0	0	1	0	0	20	0	0
Brazil	1	0	0	0	1	5	3	50
Chile	1	0	0	0	1	1	3	30
Colombia	0	0	0	0	0	25	1	0
Ecuador	0	0	0	0	1	25	2	50
Egypt	0	0	0	0	0	10	2	0
France	0	1	1	0	0	10	2	0
Greece	1	0	1	0	0	5	1	35
Indonesia	0	0	0	0	0	10	2	0
Italy	0	0	1	0	0	20	0	0
Jordan	0	0	0	0	0	15	1	0
Mexico	0	0	1	0	0	33	0	0
Netherlands	0	0	1	1	0	10	2	0
Peru	0	0	0	1	0	20	2	0
Philippines	0	0	0	1	1	10	4	50
Portugal	0	0	0	0	0	5	2	50
Spain	0	0	1	0	1	5	2	0
Turkey	0	0	0	0	0	10	2	0
Uruguay	1	0	1	0	1	20	1	20
Venezuela	0	0	0	0	0	20	1	0
German origin	0.33	0.17	0.67	0.17	0.33	5	2.00	0
Austria	0	1	1	0	0	5	2	0
Germany	0	0	1	0	0	5	1	0
Japan	1	0	0	0	1	3	3	0
South Korea	1	0	0	0	0	5	2	0
Switzerland	0	0	1	0	0	10	1	0
Taiwan	0	0	1	1	1	3	3	0
Scandinavian origin	0.00	0.25	0.00	0.00	0.25	10	2.50	0
Denmark	0	0	0	0	1	10	3	0
Finland	0	0	0	0	0	10	2	0
Norway	0	1	0	0	0	10	3	0
Sweden	0	0	0	0	0	10	2	0
Total Average	0.22	0.22	0.27	0.16	0.53	11	2.44	6

TABLE 4.A3 Creditor Rights

<i>Country</i>	<i>Reorganization Restrictions</i>	<i>Automatic Stay on Assets</i>	<i>Secured Debt Paid First</i>	<i>Management Remains</i>
English origin	0.71	0.29	0.94	0.24
Australia	0	1	1	1
Canada	0	1	1	1
Hong Kong	1	0	1	0
India	1	0	1	0
Ireland	0	1	1	1
Israel	1	0	1	0
Kenya	1	0	1	0
Malaysia	1	0	1	0
New Zealand	1	0	0	0
Nigeria	1	0	1	0
Pakistan	1	0	1	0
Singapore	1	0	1	0
South Africa	1	1	1	0
Sri Lanka	N/A	N/A	N/A	N/A
Thailand	0	0	1	0
United Kingdom	1	0	1	0
United States	0	1	1	1
Zimbabwe	1	0	1	0
French origin	0.42	0.74	0.68	0.74
Argentina	0	1	1	1
Belgium	0	0	1	1
Brazil	1	1	0	1
Chile	1	1	1	1
Colombia	0	1	0	1
Ecuador	1	0	1	0
Egypt	1	0	1	0
France	0	1	0	1
Greece	0	1	0	0
Indonesia	1	0	1	0
Italy	1	1	1	1
Jordan	N/A	N/A	N/A	N/A
Mexico	0	1	0	1
Netherlands	1	1	1	1

<i>Country</i>	<i>Reorganization Restrictions</i>	<i>Automatic Stay on Assets</i>	<i>Secured Debt Paid First</i>	<i>Management Remains</i>
Peru	0	1	0	1
Philippines	0	1	0	1
Portugal	0	1	1	1
Spain	0	0	1	1
Turkey	1	1	1	1
Uruguay	0	1	1	0
Venezuela	N/A	N/A	1	N/A
German origin	0.33	0.33	1.00	0.67
Austria	1	0	1	1
Germany	1	0	1	1
Japan	0	1	1	0
South Korea	0	0	1	0
Switzerland	0	1	1	1
Taiwan	0	0	1	1
Scandinavian origin	0.75	0.75	1.00	1.00
Denmark	1	0	1	1
Finland	0	1	1	1
Norway	1	1	1	1
Sweden	1	1	1	1
Total average	0.54	0.52	0.85	0.57

TABLE 4.A4 Corruption Indexes from Transparency International

<i>Country</i>	1997			1996		
	<i>Rating</i>	<i>Variance</i>	<i>Surveys</i>	<i>Rating</i>	<i>Variance</i>	<i>Surveys</i>
Argentina	2.81	1.24	6	3.41	0.54	6
Australia	8.86	0.44	5	8.60	0.48	6
Austria	7.61	0.59	5	7.59	0.41	6
Bangladesh	N/A	N/A	N/A	2.29	1.57	4
Belgium	5.25	3.28	6	6.84	1.41	6
Bolivia	2.05	0.86	4	3.40	0.64	4
Brazil	3.56	0.49	6	2.96	1.07	7
Cameroon	N/A	N/A	N/A	2.46	2.98	4
Canada	9.10	0.27	5	8.96	0.15	6
Chile	6.05	0.51	6	6.80	2.53	7
China	2.88	0.82	6	2.43	0.52	9
Colombia	2.23	0.61	6	2.73	2.41	6

continued

Chapter 4 Legal Foundations

Country	1997			1996		
	Rating	Variance	Surveys	Rating	Variance	Surveys
Czech Republic	N/A	N/A	N/A	5.37	2.11	4
Denmark	9.94	0.54	6	9.33	0.44	6
Ecuador	N/A	N/A	N/A	3.19	0.42	4
Egypt	N/A	N/A	N/A	2.84	6.64	4
Finland	9.48	0.30	6	9.05	0.23	6
France	6.66	0.60	5	6.96	1.58	6
Germany	8.23	0.40	6	8.27	0.53	6
Greece	5.35	2.42	6	5.01	3.37	6
Hong Kong	7.28	2.63	7	7.01	1.79	9
Hungary	5.18	1.66	6	4.86	2.19	6
India	2.75	0.23	7	2.63	0.12	9
Indonesia	2.72	0.18	6	2.65	0.95	10
Ireland	8.28	1.53	6	8.45	0.44	6
Israel	7.97	0.12	5	7.71	1.41	5
Italy	5.03	2.07	6	3.42	4.78	6
Japan	6.57	1.09	7	7.05	2.61	9
Jordan	N/A	N/A	N/A	4.89	0.17	4
Kenya	N/A	N/A	N/A	2.21	3.69	4
Malaysia	5.01	0.50	6	5.32	0.13	9
Mexico	2.66	1.18	5	3.30	0.22	7
Netherlands	9.03	0.23	6	8.71	0.25	6
New Zealand	9.23	0.58	6	9.43	0.39	6
Nigeria	1.76	0.16	4	0.69	6.37	4
Norway	8.92	0.51	6	8.87	0.20	6
Pakistan	2.53	0.47	4	1.00	2.52	5
Philippines	3.05	0.51	6	2.69	0.49	8
Poland	5.08	2.13	5	5.57	3.63	4
Portugal	6.97	1.02	5	6.53	1.17	6
Russia	2.27	0.87	6	2.58	0.94	5
Singapore	8.66	2.32	6	8.80	2.36	10
South Africa	4.95	3.08	6	5.68	3.30	6
South Korea	4.29	2.76	7	5.02	2.30	9
Spain	5.90	1.82	6	4.31	2.48	6
Sweden	9.35	0.27	6	9.08	0.30	6
Switzerland	8.61	0.26	6	8.76	0.24	6
Taiwan	5.02	0.76	7	4.98	0.87	9
Thailand	3.06	0.14	6	3.33	1.24	10
Turkey	3.21	1.21	6	3.54	0.30	6
Uganda	N/A	N/A	N/A	2.71	8.72	4
United Kingdom	N/A	N/A	N/A	8.44	0.25	7
United States	7.61	1.15	5	7.66	0.19	7
Venezuela	2.77	0.51	5	2.50	0.40	7

Sources: The above indexes represent a combination of survey results from various sources compiled by Transparency International and the University of Göttingen, available on their website at www.gwdg.de/tiwww on a scale of 0 (totally corrupt) to 10 (totally clean). Countries are not shown unless at least four surveys are available. The variance among surveys is reported as well as the mean.