

BẢO VỆ QUYỀN LỢI NHÀ ĐẦU TƯ THEO LUẬT CHỨNG KHOÁN

Lê Thị Thu Thủy (*)

Dẫn nhập

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam chính thức đi vào hoạt động cho đến nay đã được hơn sáu năm (kể từ khi khai trương Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) T.P.Hồ Chí Minh ngày 20/7/2000). Khác với TTCK ở các nước trên thế giới, TTCK Việt Nam sinh sôi, nảy nở trong những điều kiện pháp lý tương đối đầy đủ và thuận lợi, thể hiện sự quan tâm sát sao của Đảng và Nhà nước ta đối với loại thị trường hàng hoá đặc biệt này. Xuất phát từ Nghị định 75/1996/NĐ - CP về tổ chức và hoạt động của Ủy Ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), Nghị định 48/1998/NĐ - CP về chứng khoán và TTCK, Nghị định 144/2003/NĐ - CP về chứng khoán và TTCK (thay thế Nghị định 48) đến hàng loạt các văn bản hướng dẫn thi hành về chứng khoán, TTCK - là cơ sở pháp lý vững chắc cho sự vận hành và phát triển TTCK ở Việt Nam. Tuy nhiên, cho đến thời điểm này, TTCK của chúng ta vẫn đang đi những bước chập chững đầu tiên trong chặng đường dài hình thành và phát triển TTCK. TTCK Việt Nam còn phát triển ở mức độ quá khiêm tốn so với TTCK của các nước trong khu vực và trên thế giới nói chung, thể hiện ở qui mô giao dịch của thị trường, số lượng hàng hoá trên thị trường, số lượng người

đầu tư tham gia, chỉ số VN - Index. Tính đến tháng 10 năm 2006 mới có tổng cộng 51 loại cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư của 51 công ty niêm yết chứng khoán trên TTGDCK T.P Hồ Chí Minh ⁽¹⁾. Đa phần các công ty niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTGDCK là các công ty nhỏ, chưa thực sự thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường. TTCK chưa phát huy được vai trò bản năng của nó - thực sự là kênh huy động vốn trung và dài hạn hữu hiệu cho nền kinh tế. Có nhiều quan điểm cho rằng, nguyên nhân của tình trạng trên là do những qui định pháp luật về chứng khoán, TTCK chưa thông thoáng, chưa phù hợp với thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, một điều dễ nhận thấy rằng, cái hạn chế sự phát triển của thị trường chủ yếu không phải nằm ở chỗ luật pháp chưa thông thoáng, mà là ở chỗ cần phải xác định được những nội dung nào, những đối tượng nào, ở phạm vi nào, những mối quan hệ nào luật pháp nên điều chỉnh. Có thể nói, TTCK là một loại thị trường hàng hoá đặc biệt, hoạt động rất nhạy cảm, có sự tham gia của nhiều chủ thể khác nhau, đại diện cho những nhóm quyền lợi khác nhau (quyền lợi của nhà đầu tư, của chủ thể phát hành, niêm yết, chủ thể kinh doanh chứng khoán). Để dung hoà được lợi ích của những chủ thể này là điều không đơn giản. Thiên chức của pháp luật là

(*) TS. Khoa Luật, Đại học Quốc gia Hà Nội

(1) Tạp chí chứng khoán, Số 10/2006, tr.22.

phải điều chỉnh các quan hệ trên thị trường sao cho đảm bảo được các quyền và lợi ích hợp pháp của họ, đặc biệt là vấn đề bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư, tạo sự minh bạch trong hoạt động mua, bán chứng khoán, sự cạnh tranh lành mạnh trong hoạt động kinh doanh chứng khoán của các công ty chứng khoán, trong hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán của các tổ chức niêm yết, trên cơ sở đó tạo đà cho sự phát triển của TTCK. Tuy nhiên, có thể nói, luật pháp về chứng khoán ở Việt Nam từ trước tới nay dường như chỉ quan tâm tới vấn đề tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán, về các công ty chứng khoán - tổ chức trung gian thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán, đặc biệt nặng *về quản lý nhà nước đối với loại thị trường này* với mục đích tăng hàng cho TTCK, mà thiếu sự quan tâm thích đáng và gần như "lãng quên" một nhân tố rất quan trọng quyết định tới sự "thành bại" của thị trường này - nhà đầu tư chứng khoán. TTCK sẽ phát huy vai trò là kênh huy động vốn có hiệu quả cho nền kinh tế khi tạo được niềm tin cho nhà đầu tư vào thị trường, khi quyền và lợi ích hợp pháp của họ được bảo vệ. Nhà đầu tư được ví như "tâm điểm" của thị trường chứng khoán của mỗi quốc gia. Một TTCK vắng bóng nhà đầu tư thì chẳng khác gì một phiên chợ buồn tẻ, chỉ có kẻ bán mà không có người mua, thị trường này sẽ dễ dàng bị thất bại và dẫn đến sự diệt vong. Điều này phần nào được minh chứng bởi TTCK Việt Nam trong những ngày tháng 7 vừa rồi (năm 2006) với

cung tăng nhưng cầu giảm, nên chỉ số VN - Index cũng giảm theo. Vậy làm thế nào để thu hút được các nhà đầu tư tham gia thị trường? Đặc biệt, trong bối cảnh hiện nay, khi người dân Việt Nam còn ít hiểu biết về TTCK, hầu như chỉ quen với hình thức gửi tiền tiết kiệm tại ngân hàng hoặc mua vàng tích trữ thì đây quả là bài toán hắc búa cho các cơ quan quản lý. Ngoài ra, trên thị trường chứng khoán có sự tham gia rất đa dạng các loại chủ thể (không chỉ nhà đầu tư, mà còn có nhiều doanh nghiệp phát hành, niêm yết chứng khoán, công ty chứng khoán...). Các chủ thể này tham gia trên thị trường đều nhằm mục đích tối đa hoá lợi nhuận và tình trạng thông tin bất cân xứng thường xuyên xảy ra trên TTCK, do vậy dẫn dễ nảy sinh tranh chấp. Thêm vào đó, nhà đầu tư là loại chủ thể đông đảo nhất trên thị trường, lợi ích của họ lại dễ bị xâm phạm nhất do việc quyết định mua hay bán chứng khoán là hoàn toàn phụ thuộc vào trình độ, khả năng phân tích thông tin trên thị trường (chủ yếu là thông tin của tổ chức niêm yết). Nếu thông tin không đủ độ tin cậy, hoặc không đủ thông tin thì dẫn đến hệ quả là nhà đầu tư có thể bị thiệt hại. Vậy vấn đề nan giải ở đây cần có lời đáp đó là vấn đề bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư trên TTCK. Liệu Luật chứng khoán mới được Quốc hội thông qua ngày 23/6/2006 (có hiệu lực từ ngày 1/1/2007) có là bảo đảm pháp lý để thu hút nhà đầu tư tham gia thị trường không? Luật đã thực sự bảo vệ các quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư chưa?

I. Những qui định trong Luật chứng khoán về bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư

Theo Luật chứng khoán Việt Nam, nhà đầu tư tham gia trên TTCK bao gồm cả tổ chức, cá nhân Việt Nam và tổ chức, cá nhân nước ngoài. Bên cạnh đó, luật còn đưa ra khái niệm về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là ngân hàng thương mại, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, tổ chức kinh doanh bảo hiểm, tổ chức kinh doanh chứng khoán. Sự cần thiết bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư xuất phát từ vai trò của nhà đầu tư trên TTCK, cũng như đặc điểm của TTCK. Vậy đó là những quyền lợi gì? Trên thực tế, quyền và lợi ích của nhà đầu tư được thể hiện rất phong phú và đa dạng như quyền quyết định mua, bán chứng khoán, quyền được cung cấp thông tin, quyền được hưởng các lợi ích hợp pháp (trong đó có lợi nhuận) từ việc đầu tư chứng khoán, quyền được sử dụng dịch vụ do các chủ thể khác của TTCK cung cấp, quyền được yêu cầu các cơ quan chức năng bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp, quyền được hưởng những ưu đãi nhất định khi tham gia đầu tư chứng khoán như ưu đãi về thuế; chuyển lợi nhuận... Những quyền này được Luật chứng khoán ghi nhận dưới các góc độ khác nhau.

1. Quyền, lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư được ghi nhận thành nguyên tắc hoạt động của TTCK

Có thể khẳng định rằng, Luật chứng khoán mới ban hành đã có những qui định rất đổi mới liên quan đến bảo vệ

quyền lợi nhà đầu tư trên TTCK, tạo tâm lý yên tâm cho họ khi tham gia thị trường. Bên cạnh đó, Luật còn giúp cho người dân dễ dàng hiểu biết về chứng khoán và TTCK, tạo cơ sở pháp lý để công chúng tham gia thị trường khi họ có điều kiện, tạo đà cho TTCK phát triển nhanh và ổn định. Điều này được minh chứng ngay trong những nguyên tắc hoạt động của TTCK (Điều 4 Luật chứng khoán), trong đó đặc biệt nhấn mạnh nguyên tắc: bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Đây là nguyên tắc đặc thù riêng có đối với TTCK. Sở dĩ qui định nguyên tắc này là xuất phát từ những đặc trưng của TTCK - thị trường của "thông tin", có tính nhạy cảm cao, có tính phản ứng dây chuyền đối với các loại thị trường tài chính khác.

2. Bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư bằng việc mở rộng phạm vi điều chỉnh của Luật chứng khoán

Đặc biệt cần nhấn mạnh rằng, để bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, đồng thời để đảm bảo cho thị trường hoạt động công khai, minh bạch, Luật chứng khoán đã có *phạm vi điều chỉnh rộng*, qui định về hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán và dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Luật chứng khoán được áp dụng chung cho các tổ chức, cá nhân trong nước và nước ngoài tham gia đầu tư và hoạt động trên TTCK Việt Nam, trên cơ sở đảm bảo bình đẳng giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài và bảo vệ quyền và lợi ích hợp

pháp của họ. Điều này hoàn toàn phù hợp với thông lệ quốc tế trong lĩnh vực TTCK. Nếu như Nghị định 144/2003/NĐ - CP chỉ quy định về thị trường giao dịch chứng khoán, không điều chỉnh hoạt động trên thị trường chứng khoán phi tập trung, trong khi đó các hoạt động giao dịch trên thị trường này đang diễn ra khá sôi động, thì Luật chứng khoán đó mở rộng phạm vi điều chỉnh thị trường, bao gồm TTCK tập trung và TTCK phi tập trung, theo đó Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK), TTGDCK, các công ty chứng khoán được cấp giấy phép được tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán. Điều này sẽ tạo điều kiện phát triển thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức, đồng thời thu hẹp thị trường tự do, nâng cao tính thống nhất và đảm bảo nguyên tắc cơ bản của TTCK, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

3. Bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư trong mối quan hệ với công ty đại chúng và nguyên tắc công khai trên TTCK

Theo Luật chứng khoán, khái niệm "Công ty đại chúng" lần đầu tiên được ghi nhận và được hiểu là (i) công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng; (ii) công ty có cổ phiếu niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán hoặc Sở giao dịch chứng khoán; (iii) công ty có cổ phiếu được ít nhất 100 nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ 10 tỷ đồng trở lên. Trên TTCK, công ty đại chúng với hàng hoá của họ có ảnh hưởng

một cách trực tiếp đến tài sản đầu tư của nhà đầu tư. Trong mối quan hệ với công ty đại chúng, nhà đầu tư luôn ở vị trí bị động, kế hoạch và quyết định đầu tư của họ bị chi phối bởi kết quả sản xuất kinh doanh, kế hoạch phát hành và niêm yết chứng khoán của công ty đại chúng. Ở vị trí dễ bị tổn thương như vậy nên Luật chứng khoán đã có những quy định rất cụ thể về nghĩa vụ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng. Các công ty đại chúng (kể cả khi có chứng khoán chưa niêm yết) có nghĩa vụ phải thực hiện công bố thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác tới các cấp quản lý và ra công chúng đầu tư theo các loại hình công bố thông tin định kỳ, công bố thông tin bất thường và công bố thông tin theo yêu cầu. Đây là một điểm mới trong Luật chứng khoán. Việc đặt ra các quy định về công ty đại chúng như trên nhằm đảm bảo tất cả các doanh nghiệp có chứng khoán được công chúng sở hữu rộng rãi (kể cả các doanh nghiệp đã phát hành chứng khoán ra công chúng từ trước khi có Luật chứng khoán có hiệu lực hoặc phát hành riêng lẻ nhiều lần theo quy định của Luật Doanh nghiệp mà trở thành công ty đại chúng) phải tuân thủ nguyên tắc công khai, minh bạch, từ đó có thể bảo vệ được quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Cùng với công ty đại chúng, các tổ chức phát hành, tổ chức niêm yết khác, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán, SGDCK, TTGDCK có nghĩa vụ công bố thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác và phải đồng thời báo cáo

Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) về nội dung thông tin được công bố. Việc qui định trong Luật chứng khoán như vậy nhằm khắc phục những bất cập của hoạt động công bố thông tin trong thời gian vừa qua. Thực trạng cho thấy việc minh bạch hoá thông tin vẫn còn là điều gì xa lạ, chưa trở thành thói quen bình thường đối với các doanh nghiệp phát hành.

Nhà đầu tư cũng đã từng bức xúc rất nhiều về vấn đề minh bạch hoá thông tin, như trường hợp Công ty Bibica quý I/2005 báo cáo lời 4 tỷ VNĐ, sang quý II lại báo lỗ chỉ còn 1 tỷ. Khi được hỏi, doanh nghiệp này trả lời rất “hồn nhiên” là vì chưa trả lãi cho ngân hàng. Hoặc có tình trạng xảy ra khi các bản tin cung cấp các thông tin tình hình kinh doanh của một công ty là tốt đẹp đến với nhà đầu tư thì cũng là lúc giá cổ phiếu của công ty đó lại bắt đầu tụt dốc. Điều này chứng tỏ khi những thông tin tốt đến được với nhà đầu tư thì nó cũng trở thành thông tin “chết”, tức là nó có thể được xử lý trước khi được công bố⁽²⁾. Ngoài ra, có nhiều doanh nghiệp “thổi phồng” hoạt động kinh doanh của mình để phát hành cổ phiếu với giá cao. Có thể nói, tính minh bạch của các doanh nghiệp phát hành, niêm yết là sự quyết định “số phận” của nhà đầu tư, sự sống còn của TTCK. Tuy nhiên, vấn đề này chưa được coi trọng đúng mức. Các doanh nghiệp Việt Nam chưa biết “nhìn xa, trông rộng”, chưa thấy được những

quyền lợi của mình so với các công ty khác (công ty chưa niêm yết chứng khoán), chưa cảm nhận được hết những lợi ích của việc huy động vốn qua kênh thị trường chứng khoán. Đành rằng bất kỳ một vấn đề nào cũng có tính hai mặt của nó, tuy nhiên những lợi ích to lớn của việc phát hành, chào bán chứng khoán ra công chúng thông qua TTCK là điều không thể phủ nhận như: tăng uy tín của doanh nghiệp phát hành; là kênh quảng cáo sản phẩm tốt nhất trước công chúng; là kênh huy động vốn với chi phí thấp; quản trị công ty được nâng cao; tăng tính thanh khoản của chứng khoán; gia tăng giá trị chứng khoán. Do vậy, nếu chỉ dừng lại ở những qui định trong Luật chứng khoán về công bố thông tin như trên thì chưa đủ, mà cần phải có những đảm bảo các yêu cầu của việc công bố thông tin như vấn đề xử lý thông tin, các chuẩn mực về công bố thông tin, các chế tài thích hợp đối với việc công bố thông tin không trung thực.

4. Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư thông qua cơ chế cấp Giấy chứng nhận đăng ký phát hành và Giấy phép kinh doanh chứng khoán

Có thể khẳng định rằng, vấn đề bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư trên TTCK được thể hiện xuyên suốt trong các qui định của Luật chứng khoán về thị trường phát hành, thị trường giao dịch chứng khoán, về quản lý TTCK. Ngoài trừ việc chào bán trái phiếu Chính phủ, chào bán trái phiếu của các tổ chức tài chính quốc tế được Chính phủ Việt Nam chấp thuận, chào bán cổ phiếu ra công chúng

⁽²⁾ <http://www.vnexpress.net/Vietnam/Kinhdoanh/2005/11/3B9E41FB>

của các doanh nghiệp nhà nước chuyển đổi thành Công ty cổ phần, các tổ chức có đủ điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng (về vốn, hoạt động kinh doanh, phương án phát hành và sử dụng vốn) phải đăng ký với UBCKNN và phải tuân thủ các quy định về việc chào bán chứng khoán ra công chúng. Quy định này sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trong việc huy động vốn trên TTCK đồng thời cũng tạo ra những chuẩn mực cần thiết về chất lượng các chứng khoán khi phát hành trên TTCK. Sự khác biệt trong việc quản lý hoạt động phát hành chứng khoán hiện nay ở Việt Nam (theo chế độ chất lượng, chứ không phải theo chế độ công bố thông tin) nhằm bù đắp sự thiếu hụt thông tin, bảo vệ trực tiếp quyền lợi của người đầu tư, tạo dựng niềm tin cho họ vào TTCK, bởi lẽ người đầu tư thường ít hiểu biết về các công ty mới phát hành chứng khoán. Trong số các điều kiện và thủ tục chào bán ra công chúng thì việc qui định phải có cam kết thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư về điều kiện phát hành, thanh toán, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư (Điểm d khoản 2 Điều 12 Luật chứng khoán), các thông tin trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng phải chính xác, trung thực, không gây hiểu lầm và có đầy đủ những nội dung quan trọng ảnh hưởng đến việc quyết định của nhà đầu tư (Khoản 6 Điều 14) đã cho thấy về tính minh bạch trong hoạt động phát hành. Bên cạnh đó, Luật đã có sự tách bạch giữa hoạt động

chào bán và niêm yết chứng khoán. Chứng khoán muốn được niêm yết và trở thành hàng hoá trên Sở giao dịch chứng khoán phải đáp ứng được các điều kiện riêng về niêm yết như điều kiện về vốn, hoạt động kinh doanh, khả năng tài chính, số cổ đông, người sở hữu chứng khoán (Điều 40 Luật chứng khoán).

Đặc biệt Luật đã qui định rất rõ ràng về nghĩa vụ của công ty chứng khoán khi thực hiện hoạt động kinh doanh chứng khoán: phải quản lý tách biệt chứng khoán của từng nhà đầu tư, tách biệt tiền và chứng khoán của nhà đầu tư với tiền và chứng khoán của công ty chứng khoán, ưu tiên thực hiện lệnh của khách hàng trước lệnh của công ty nhằm đảm bảo tối đa quyền lợi của khách hàng - nhà đầu tư. Ngoài ra, công ty chứng khoán chỉ được UBCKNN cấp giấy phép khi có đủ năng lực tài chính (thể hiện ở vốn pháp định) và năng lực nhân sự (thể hiện ở chứng chỉ hành nghề của Giám đốc và các nhân viên thực hiện nghiệp vụ kinh doanh). Qui định về vốn pháp định và nhân sự như vậy để đảm bảo công ty chứng khoán có đầy đủ năng lực và uy tín, gây dựng lòng tin cho nhà đầu tư vào "chiếc cầu nối" giữa nhà đầu tư và công ty đại chúng.

5. Bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư thông qua các qui định về tổ chức và hoạt động của Sở giao dịch chứng khoán

Về thị trường giao dịch chứng khoán, hiện nay, theo Nghị định 144, thị trường giao dịch chứng khoán tập trung được tổ

chức dưới hình thức TTGDCK. TTGDCK là đơn vị sự nghiệp có thu, trực thuộc UBCKNN, kinh phí hoạt động của TTGDCK do ngân sách nhà nước cấp. Do vậy, tính độc lập của TTGDCK không cao, đặc biệt là công tác quản trị điều hành còn mang tính hành chính, thẩm quyền về giám sát các hoạt động giao dịch trên Trung tâm còn hạn chế. Thay thế cho qui định này, Luật chứng khoán đã có qui định phù hợp với thông lệ quốc tế và nhu cầu về phát triển của TTCK ở Việt Nam trong tương lai, theo đó SGDCK, TTGDCK là pháp nhân, thành lập và hoạt động theo mô hình công ty TNHH hoặc công ty cổ phần với mục đích đề cao vai trò của các tổ chức tự quản này. Các SGDCK, TTGDCK là các đơn vị tổ chức độc lập, có nghĩa vụ, quyền hạn riêng, có tổ chức bộ máy cũng như điều lệ hoạt động riêng, nhằm phát huy vai trò của tổ chức tự quản theo thông lệ quốc tế. SGDCK, TTGDCK có quyền ban hành các quy chế hoạt động của mình sau khi được cơ quan có thẩm quyền phê chuẩn, đồng thời có vai trò giám sát các thành viên, giám sát các hoạt động giao dịch trên SGDCK, TTGDCK theo mô hình hệ thống giám sát 2 cấp (cấp sở và cấp UBCK) như các nước khác. Có thể nói, thông qua việc qui định như vậy đã tạo ra cơ chế "sàng lọc" công khai những doanh nghiệp niêm yết và những công ty chứng khoán thành viên kinh doanh kém hiệu quả, nhằm mục đích bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư ở mức tối đa.

6. Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư bằng các qui định về hành vi bị cấm trên TTCK

Luật chứng khoán đã xác định rõ các hành vi bị cấm như gian lận, lừa đảo, giao dịch nội gián, thao túng thị trường, công bố thông tin sai lệch nhằm lôi kéo, xúi giục mua, bán chứng khoán... Trên TTCK thường xảy ra hình thức xâm hại lợi ích khá đặc thù thông qua giao dịch "nội gián". Những người "trong cuộc" hay những người có liên quan tới họ hay lợi dụng ưu thế về thông tin, vị thế kiểm soát công ty để thu lợi cá nhân thông qua việc lợi dụng thời cơ mua bán trước cổ phiếu của công ty. Thêm vào đó, xuất phát từ đặc điểm của TTCK là một thị trường tài chính bậc cao, nơi tập trung của nhiều đối tượng tham gia với các mục đích, sự hiểu biết và các lợi ích khác nhau, các giao dịch được xác lập thường với giá trị lớn, do vậy TTCK là nơi dễ xảy ra các hoạt động kiếm lời không chính đáng, không công bằng, gây tổn thất cho các nhà đầu tư, cho thị trường và nền kinh tế. Nếu Luật không dự liệu được các hành vi bị cấm thì hậu quả của nó để lại là "Lkhôn lường", không chỉ nhà đầu tư bị thiệt hại mà còn kéo theo những ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế và dễ gây ra khủng hoảng tài chính.

Từ những phân tích trên có thể kết luận rằng, về cơ bản nội dung của Luật chứng khoán ở Việt Nam được ban hành là phù hợp với luật pháp, thông lệ quốc tế nhằm bảo vệ tối đa quyền, lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, trên cơ sở đó tạo điều kiện cho TTCK Việt Nam phát

triển, có khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và khu vực. Luật chứng khoán đã giành tương đối nhiều điều luật để nhắc nhở các chủ thể khi tham gia TTCK không chỉ quan tâm tới lợi ích của mình mà còn phải bảo đảm quyền lợi hợp pháp cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, việc thực thi Luật chứng khoán trong thực tế là vấn đề nan giải, những khó khăn nhất định sẽ không tránh khỏi, đặc biệt là vấn đề bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư.

II. Những vấn đề đặt ra khi thực thi Luật chứng khoán đối với việc bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư

1. Về mô hình cơ quan quản lý chứng khoán và TTCK

Điều 8 Luật chứng khoán đã khẳng định rõ: UBCKNN là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính có những nhiệm vụ, quyền hạn nhất định trong việc quản lý Nhà nước về chứng khoán, TTCK. Mô hình này cũng có những ưu điểm nhất định như đảm bảo được sự gắn kết giữa chính sách tài chính nhà nước và cổ phần hoá, huy động vốn với sự phát triển TTCK và các chính sách tài chính khác, đảm bảo chủ trương quản lý nhà nước đa ngành, đa lĩnh vực theo chương trình cải cách hành chính, đảm bảo được tính độc lập tương đối của UBCKNN trong việc quản lý, giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm. Tuy nhiên, do TTCK là một thị trường hoạt động rất nhạy cảm, cần phải có sự điều hành, kiểm tra một cách linh hoạt, nhanh nhạy, nếu để Ủy ban chứng khoán trong một Bộ thì thẩm quyền và

vị thế của Ủy ban này bị hạn chế. Ngoài ra, UBCKNN không có thẩm quyền ban hành văn bản pháp luật nên không thể “phản ứng” một cách linh hoạt những biến động nhanh nhạy trên TTCK, thông qua đó để hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư. TTCK là thị trường “thông tin”, sự phát triển của nó phụ thuộc vào “thông tin” trên thị trường và “niềm tin” của nhà đầu tư đối với thị trường. Do vậy, nó hay có những biến động, việc điều chỉnh thị trường là công việc rất khó, đòi hỏi phải có biện pháp “mạnh” và linh hoạt. Thêm vào đó, quản lý bằng pháp luật là cách thức quản lý thông dụng, có nhiều ưu điểm, tạo ra sự công bằng cho mọi chủ thể tham gia thị trường. Do vậy, UBCKNN nên được trao quyền nhiều hơn, nên là một cơ quan độc lập quản lý về chứng khoán, TTCK. Điều này phù hợp với nguyên tắc quản lý thị trường chứng khoán của Tổ chức quốc tế các Ủy Ban chứng khoán (IOSCO): "*Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán cần hoạt động độc lập và chịu trách nhiệm về việc thực hiện các chức năng và thẩm quyền của mình*".

2. Hình thức của SGDCK

Theo Luật chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán được thành lập dưới hình thức công ty, do vậy nhu cầu kinh doanh kiếm lợi là nhu cầu tất yếu. SGDCK sẽ phải đẩy mạnh việc cấp phép để đảm bảo lợi nhuận. Vậy mục tiêu lợi nhuận của Sở có động chạm tới quyền lợi của nhà đầu tư không? Hiện nay Luật chứng khoán qui định hoạt động cấp phép niêm yết, huỷ bỏ niêm yết chứng khoán hoàn toàn do Sở quyết định. Vậy khi Sở giao

dịch chứng khoán Việt Nam có sự liên kết về vốn với các tổ chức nước ngoài thì hoạt động trên sẽ bị chi phối lớn bởi các cổ đông nước ngoài. Như vậy vấn đề an ninh tài chính, kinh tế có được đảm bảo không? Việc quản lý Nhà nước đối với Sở sẽ được thực hiện như thế nào để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư? Có thể nhận thấy rằng, việc trao quyền cấp phép niêm yết cho Sở là điều cần thiết, phù hợp với thông lệ quốc tế, nhưng để tránh những “thiên vị” nhất định khi cấp phép, hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư, văn bản hướng dẫn luật cần có qui định cụ thể hơn về cơ chế thanh tra, giám sát hoạt động, xử lý các vi phạm trên Sở.

3. Tính minh bạch của TTCK

Tính minh bạch của TTCK được phản ánh thông qua việc công khai hoá thông tin của thị trường. Việc công khai hoá thông tin là trách nhiệm của những chủ thể nhất định. Những thông tin chính xác, trung thực, kịp thời là cơ sở để bảo đảm cho quyền và lợi ích của nhà đầu tư, tạo dựng niềm tin cho nhà đầu tư vào TTCK. Tuy nhiên, nếu chỉ dừng lại ở các qui định trong Luật chứng khoán về nghĩa vụ công bố thông tin của các chủ thể thì e rằng khó có thể kiểm soát được hoạt động này. Do vậy, cần có các qui định bổ sung về yêu cầu của việc công bố thông tin trong giao dịch chứng khoán, vấn đề xử lý thông tin sai lệch, yêu cầu đối với thông tin công bố, trên cơ sở đó các tổ chức tham gia TTCK nâng cao được trách nhiệm trong công khai hoá thông tin nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư.

4. Trách nhiệm bồi thường thiệt hại và vấn đề khởi kiện

Luật chứng khoán đã dành riêng một chương qui định về bồi thường thiệt hại và khởi kiện, theo đó, tổ chức, cá nhân có quyền tự mình hoặc cùng tổ chức, cá nhân bị thiệt hại khác tiến hành khởi kiện để đòi tổ chức, cá nhân gây thiệt hại phải bồi thường. Việc khởi kiện trong hoạt động chứng khoán và TTCK được thực hiện theo qui định của Luật này và các qui định khác của pháp luật có liên quan. (Điều 132, 133 Luật chứng khoán). Quyền yêu cầu bồi thường thiệt hại có thể phát sinh khi thông tin cung cấp bị sai lệch, do hành vi mua bán nội gián... Tuy nhiên, hàng hoá trên TTCK có tính đặc thù, giá trị của nó không phải là bất biến mà thay đổi từng giờ, từng phút, do vậy với những qui định khá đơn giản trong luật về xác định giá trị bồi thường “theo qui định của pháp luật”, như các loại hàng hoá thông thường khác là không thoả đáng, không bảo vệ được quyền lợi của nhà đầu tư. Việc khởi kiện được dẫn chiếu sang “các qui định pháp luật khác” tạo sự mơ hồ, chung chung, trong khi đó việc chứng minh thiệt hại thực tế, thủ tục kiện đòi trong lĩnh vực chứng khoán lại không đơn giản. Do vậy cần có những qui định đặc thù trong cơ chế bồi thường thiệt hại và nên áp dụng thủ tục rút gọn trong giải quyết tranh chấp liên quan đến chứng khoán và TTCK, nhằm bảo vệ nhà đầu tư một cách thiết thực hơn.

Ngoài ra, theo nguyên tắc áp dụng pháp luật hiện nay, nếu pháp luật

chuyên ngành không có qui định thì sẽ áp dụng qui định của luật chung. Vì vậy, vi phạm pháp luật trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK cũng có thể bị truy cứu trách nhiệm hình sự và có thể áp dụng Bộ Luật hình sự để xử lý. Nhưng nếu vậy thì Luật chứng khoán lại không thực hiện được “sứ mệnh” của mình là bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư và Bộ Luật hình sự hiện hành cũng chưa có qui định cụ thể về tội danh trong lĩnh vực chứng khoán.

Những phân tích trên đây cho thấy bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư chứng khoán là vấn đề rất quan

trọng, quyết định tới sự tồn tại và phát triển TTCK. Bằng những qui định của Luật chứng khoán đã phân nào hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư, kích thích nhà đầu tư tham gia thị trường. Tuy nhiên, Luật chứng khoán vẫn chưa đưa ra được một cơ chế thực sự để bảo vệ nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư thiểu số, nghĩa vụ, quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư chứng khoán chưa được qui định cụ thể. Nếu không có các qui định cụ thể và chính sách hỗ trợ nhà đầu tư chứng khoán thì sẽ là rào cản vô hình đối với nền kinh tế Việt Nam trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế.

VNU. JOURNAL OF SCIENCE, ECONOMICS-LAW, T.XXII, N_o4, 2006

PROTECTION OF LEGAL RIGHTS AND INTERESTS OF INVESTORS BY SECURITIES LAW

Dr. Le Thi Thu Thuy

*Faculty of Law,
Vietnam National University, Hanoi*

Protection of legal rights and interests of investors in Stock Market is an important problem for existence and development of Stock Market in every country all over the world. This idea is described clearly on Securities Law in Vietnam through widening regulation area, by principles of operations on stock market, by issue certification and business licence, by regulation of public company, model of stock center, state management on stock market. However, Securities Law has not given out real mechanism to protect investors, especially small investors. Legal rights and obligations of stock investors are not particularly regulated. Thus, to enquire for issuing documents guiding Securities Law to protect maximumly rights and interests of investors, to create foundation for development of stock market in Vietnam in the future.