MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁP LÍ VỀ CÔNG TI ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

ThS. TRẦN VŨ HẢI *

Để đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư có thể lựa chọn nhiều phương thức khác nhau. Một trong những phương thức phổ biến thường được các nhà đầu tư nhỏ hoặc nhà đầu tư không chuyên nghiệp đánh giá cao là tham gia vào quỹ đầu tư chứng khoán. Thông qua việc đầu tư của quỹ, nhà đầu tư sẽ được sở hữu một phần tài sản trong danh mục đầu tư đa dạng do quỹ nắm giữ (theo tỉ lệ vốn đầu tư vào quỹ), điều mà các nhà đầu tư đơn lẻ khó thực hiện được. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư không chuyên cũng thấy an toàn hơn do quỹ đầu tư chứng khoán được quản lí bởi những nhà quản trị và kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp.

Theo cách phân loại phổ biến hiện nay, quỹ đầu tư chứng khoán có hai loại: Quỹ đầu tư không có tư cách chủ thể (còn gọi là quỹ đầu tư dạng hợp đồng) và quỹ đầu tư có tư cách chủ thể (còn gọi là quỹ đầu tư dạng công ti). Theo quy định của Luật chứng khoán năm 2006, quỹ đầu tư không có tư cách chủ thể gọi là quỹ đầu tư chứng khoán còn quỹ đầu tư có tư cách chủ thể gọi là công ti đầu tư chứng khoán. Mô hình đầu tư này lần đầu tiên được quy định trong pháp luật Việt Nam, do đó vẫn còn nhiều vấn đề pháp lí cần phải được làm sáng tỏ thêm.

1. Về công ti đầu tư chứng khoán

Pháp luật các quốc gia, đặc biệt là những quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, công ti đầu tư chứng khoán luôn được ghi nhận là một dạng quỹ đầu tư chứng khoán. Luật về công ti đầu tư năm 1940 của Mĩ ghi nhận: Tất cả các loại quỹ đầu tư chứng khoán đều được gọi chung là công ti đầu tư chứng khoán (Investment Company) và gồm nhiều loại khác nhau. Ở Anh, quỹ đầu tư dưới dạng công ti gọi là Investment Trust Company[1] (tạm dịch: Công ti đầu tư chứng khoán uỷ thác). Như vậy, có thể đưa ra khái niệm về công ti đầu tư chứng khoán như sau: Công ti đầu tư chứng khoán là một dạng quỹ đầu tư chứng khoán, được thành lập dưới hình thức công ti để tiến hành hoạt động đầu tư chứng khoán theo quy định của pháp luật.

Để phân biệt với quỹ đầu tư chứng khoán theo quy định của pháp luật Việt Nam, công ti đầu tư chứng khoán có những đặc điểm sau đây:

- *Thứ nhất,* công ti đầu tư chứng khoán là mô hình đầu tư kết hợp giữa quỹ đầu tư chứng khoán không có tư cách chủ thể với công ti quản lí quỹ đầu tư chứng khoán.

Với mô hình công ti đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư có khả năng quản lí hoàn toàn hoạt động của công ti. Như vậy, công

* Giảng viên Khoa Pháp luật kinh tế
Trường Đại học Luật Hà Nội

ti đầu tư chứng khoán đồng thời có thể thu hút được các nhà đầu tư chuyên nghiệp và không chuyên nghiệp tham gia, giúp đỡ lẫn nhau. Các nhà đầu tư chuyên nghiệp (ví dụ như ngân hàng, công ti bảo hiểm, công ti tài chính v.v.) giúp các nhà đầu tư không chuyên về hoạt động quản lí và đầu tư sao cho có hiệu quả còn các nhà đầu tư không chuyên làm gia tăng nguồn vốn kinh doanh của công ti. Mô hình này cho phép công ti đầu tư chứng khoán không nhất thiết phải có chủ thể quản lí độc lập (công ti quản lí quỹ) như quỹ đầu tư chứng khoán.

- *Thứ hai,* công ti đầu tư chứng khoán do chính những nhà đầu tư thành lập.

Đặc điểm này giúp phân biệt công ti đầu tư chứng khoán với quỹ đầu tư chứng khoán. Theo quy định của Luật chứng khoán năm 2006, quỹ đầu tư chứng khoán do công ti quản lí quỹ thành lập. Cùng với quá trình thành lập, công ti quản lí quỹ sẽ lựa chọn mô hình quỹ, ngân hàng giám sát, soạn thảo điều lệ quỹ v.v.. Như vậy, so với công ti đầu tư chứng khoán, khi tham gia vào quỹ đầu tư chứng khoán, tính chủ động của các nhà đầu tư bị hạn chế nhiều hơn.

- *Thứ ba,* hoạt động đầu tư của công ti đầu tư chứng khoán vừa giống với quỹ đầu tư chứng khoán, lại vừa giống với hoạt động tự doanh của công ti chứng khoán.

Công ti đầu tư chứng khoán cũng như công ti chứng khoán, đều nhân danh mình để đầu tư chứng khoán bằng tài sản của chính công ti, trong khi đó quỹ đầu tư chứng khoán không có tư cách chủ thể lại đầu tư chứng khoán bằng danh nghĩa của công ti quản lí quỹ.

Tuy nhiên, công ti đầu tư chứng khoán phải chịu nhiều sự hạn chế đầu tư hơn so với công ti chứng khoán. Công ti đầu tư chứng khoán phải có một tỉ lệ vốn đầu tư vào chứng khoán tối thiểu theo quy định của pháp luật. Pháp luật coi khả năng huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu của công ti đầu tư chứng khoán tương tự như việc phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư ra công chúng, do đó, công ti đầu tư chứng khoán phải chịu những hạn chế đầu tư tương tự như quỹ đại chúng.

- *Thứ tư,* công ti đầu tư chứng khoán là một pháp nhân, được thành lập dưới hình thức công ti cổ phần.

Là pháp nhân kinh doanh, công ti đầu tư chứng khoán có lợi thế hơn các quỹ đầu tư ở chỗ, nó có thể thực hiện việc vay vốn để đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên, pháp luật cần có những giới hạn để đảm bảo an toàn cho các nhà đầu tư tham gia. Theo pháp luật Mĩ, tỉ lệ vốn vay của công ti đầu tư chứng khoán không được vượt quá 33,33% so với vốn tự có (hay tỉ lệ vốn tự có trên vốn vay không dưới 3/1).[(2)] Hình thức công ti cổ phần cho phép các nhà đầu tư nhỏ dễ dàng tham gia góp vốn cũng như rút vốn khỏi công ti đầu tư chứng khoán bằng cách chuyển nhượng cổ phần cho chủ thể khác. Xét dưới khía cạnh quản lí, hình thức công ti cổ phần giúp họ hạn chế được nhiều rủi ro hơn, do cơ chế quản lí của công ti cổ phần

ưu việt hơn các mô hình công ti khác trong việc kiểm soát vốn đầu tư, từ đó gián tiếp góp phần đảm bảo sự phát triển lành mạnh cho thị trường chứng khoán.

Bảng sau đây sẽ so sánh giữa công ti đầu tư chứng khoán với quỹ đầu tư chứng khoán (quỹ đầu tư không có tư cách chủ thể) theo pháp luật Việt Nam:

Tiêu chí	*Công ti đầu tư chứng khoán*	*Quỹ đầu tư chứng khoán*
Những điểm giống nhau	- Về bản chất, đều là quỹ đầu tư chứng khoán với sự góp vốn của các nhà đầu tư để đầu tư chủ yếu vào chứng khoán. - Giống như quỹ đại chúng, công ti đầu tư chứng khoán cũng chịu những hạn chế đầu tư do pháp luật quy định.	
Những điểm khác nhau	- Được thành lập bởi các nhà đầu tư theo thủ tục cấp phép của Uỷ ban chứng khoán nhà nước. - Hoạt động đầu tư của công ti đầu tư chứng khoán do chính công ti tiến hành. - Không bắt buộc phải có công ti quản lí quỹ.	- Được thành lập bởi công ti quản lí quỹ và phải đăng kí với Uỷ ban chứng khoán nhà nước. - Hoạt động đầu tư của quỹ do công ti quản lí quỹ tiến hành. - Bắt buộc phải có công ti quản lí quỹ và chịu sự ràng buộc theo thoả thuận với công ti quản lí quỹ.
Ưu điểm	- Các nhà đầu tư chủ động thành lập và nắm quyền quản lí. - Có khả năng huy động vốn rộng rãi và nhiều lần thông qua việc phát hành cổ phiếu. - Có thể vay vốn để đầu tư chứng khoán theo giới hạn pháp luật quy định. - Tiết kiệm được chi phí do không phải bắt buộc thuê công ti quản lí quỹ.	- Được quản lí chuyên nghiệp bởi công ti quản lí quỹ với sự tách bạch rõ nét về tài sản và cơ chế kiểm soát. - Cơ chế kiểm soát rõ ràng và hiệu quả thông qua đại hội nhà đầu tư, ban đại diện quỹ, ngân hàng giám sát (đối với quỹ đại chúng). - Có sự đền bù thiệt hại nếu công ti quản lí quỹ vi phạm điều lệ quỹ, cam kết đối với các nhà đầu tư hoặc vi phạm pháp luật.
Nhược điểm	- Tự chịu rủi ro từ hoạt động đầu tư của mình. - Chịu những ràng buộc của pháp luật về công bố thông tin và một số nghĩa vụ khác như công ti đại chúng.	- Nhà đầu tư không có quyền kiểm soát trực tiếp việc đầu tư. - Nhà đầu tư không chủ động trong việc thành lập và đầu tư của quỹ. - Khả năng huy động vốn hạn chế hơn (do không được huy động vốn vay để đầu tư chứng khoán).

2. Một số nhận xét đối với những quy định hiện hành về công ti đầu tư chứng khoán

a. Theo các nghiên cứu về lịch sử hình thành và phát triển của quỹ đầu tư chứng khoán thì mô hình công ti đầu tư chứng khoán ra đời trước mô hình quỹ đầu tư chứng khoán không có tư cách chủ thể. Ví dụ: Ở nước Anh, công ti đầu tư chứng

khoán nổi tiếng là Foreign & Colonial được thành lập vào năm 1868, cách đây gần 140 năm,[3] còn quỹ đầu tư chứng khoán (quỹ uỷ thác đầu tư) xuất hiện muộn hơn, vào những năm 1930.[4] Chúng tôi cho rằng, chính mô hình quỹ đầu tư không có tư cách chủ thể đã khắc phục một số nhược điểm của công ti đầu tư chứng khoán nhưng loại quỹ này cũng có những nhược điểm khác mà chúng tôi đã khái quát nêu ra trong bảng so sánh ở trên. Tuy nhiên, tại Việt Nam, mô hình công ti đầu tư chứng khoán lại ra đời muộn hơn so với quỹ đầu tư chứng khoán[5] nên có thể tạo ra sự nhầm lẫn rằng mô hình này ưu việt hơn. Thực chất, nhà làm luật chỉ muốn tạo ra khả năng lựa chọn nhiều hơn cho các nhà đầu tư và mỗi mô hình đều có những ưu điểm và nhược điểm riêng.

Mô hình công ti đầu tư chứng khoán được quy định tại Điều 96 và 97 Luật chứng khoán năm 2006. Đây là những điều khoản trực tiếp quy định về công ti đầu tư chứng khoán nằm trong Mục 3 của Chương VII. Tuy nhiên, những điều khoản này cũng dẫn chiếu đến một số điều khoản khác để quy định về quyền và nghĩa vụ của công ti đầu tư chứng khoán. Những nội dung pháp lí cơ bản về công ti đầu tư chứng khoán mà Luật chứng khoán năm 2006 quy định là:

- *Thứ nhất,* Luật chứng khoán xác định công ti đầu tư chứng khoán là công ti cổ phần, do Uỷ ban chứng khoán nhà nước cấp giấy phép thành lập và hoạt động. Công ti đầu tư chứng khoán phải tuân thủ nghĩa vụ tương tự như quy định với công ti đại chúng.

- *Thứ hai,* Luật chứng khoán dành cho Chính phủ quyền quy định cụ thể về tổ chức và hoạt động của công ti đầu tư chứng khoán.

- *Thứ ba,* Luật chứng khoán quy định công ti đầu tư chứng khoán chịu những hạn chế đầu tư giống như quỹ đại chúng.

Như vậy, có thể nhận thấy những quy định về công ti đầu tư chứng khoán trong Luật chứng khoán năm 2006 còn thiếu cụ thể. Để có những quy định hợp lí khi Chính phủ ban hành nghị định về công ti đầu tư chứng khoán, theo chúng tôi, cần phải nhận thức rõ ràng về công ti đầu tư chứng khoán là một dạng quỹ đầu tư chứng khoán. Bởi lẽ, mục tiêu mà các nhà đầu tư góp vốn vào quỹ đầu tư cũng như công ti đầu tư chứng khoán là nhằm: (1) Để số vốn chủ yếu đầu tư vào chứng khoán; (2) Chia sẻ lợi nhuận và rủi ro cùng với những nhà đầu tư khác; (3) Có thể nắm giữ nhiều loại chứng khoán khác nhau trong danh mục đầu tư của quỹ; (4) Nâng cao tính thanh khoản của khoản vốn đầu tư bằng cách chuyển nhượng phần vốn góp (dưới dạng chứng chỉ quỹ hoặc cổ phiếu công ti). Như vậy, công ti đầu tư chứng khoán và quỹ đầu tư có cùng bản chất kinh tế, chỉ khác nhau về cơ chế quản lí và tư cách chủ thể mà thôi (tất nhiên sự khác nhau này sẽ dẫn đến những quy định khác nhau cho phù hợp với từng mô hình).

b. Trong Luật chứng khoán năm 2006, quy định về công ti đầu tư chứng khoán gắn liền với quy định về quỹ đầu tư chứng khoán là hợp lí, đúng bản chất của mô hình này nhưng việc đặt tên chương VII là "*Quỹ đầu tư chứng khoán, công ti đầu tư chứng khoán chứng khoán và ngân hàng giám sát*" đã dẫn đến sự suy luận rằng, công ti đầu tư chứng khoán không phải là quỹ đầu tư chứng khoán, do đó không giải thích được cơ chế hoạt động của mô hình này và vì sao công ti đầu tư chứng khoán lại được quy định chung với quỹ đầu tư chứng khoán.

Chính việc không nhận thức rõ ràng về mô hình công ti đầu tư chứng khoán dẫn đến việc Luật chứng khoán uỷ thác cho Chính phủ thẩm quyền quy định cụ thể về tổ chức và hoạt động của mô hình kinh doanh này hoàn toàn không tương xứng với những quy định chi tiết dành riêng cho quỹ đầu tư chứng khoán không có tư cách chủ thể, đồng thời làm giảm hiệu quả điều chỉnh pháp luật về hoạt động đầu tư chứng khoán.

c. Quy định tại Điều 96 Luật chứng khoán đã tạo ra sự chồng chéo trong việc xác định luật áp dụng đối với công ti đầu tư chứng khoán. Theo quy định này thì "*công ti đầu tư chứng khoán là công ti cổ phần hoạt động theo Luật doanh nghiệp để đầu tư chứng khoán*". Như vậy, rất khó xác định văn bản luật nào sẽ được coi là luật chung và văn bản nào được coi là luật chuyên ngành để ưu tiên áp dụng?

Theo chúng tôi, câu trả lời rõ ràng là: Về bản chất, công ti đầu tư chứng khoán là một dạng quỹ đầu tư chứng khoán được tổ chức dưới hình thức doanh nghiệp, bên cạnh đó, lĩnh vực đầu tư chứng khoán là lĩnh vực kinh doanh rất đặc thù nên nhất thiết phải được điều chỉnh trước tiên và trên hết bởi Luật chứng khoán (tương tự như tổ chức tín dụng chịu sự điều chỉnh của Luật các tổ chức tín dụng). Thực tế, nội dung hàm chứa trong những quy định của Luật chứng khoán năm 2006 về công ti đầu tư chứng khoán cũng có tinh thần như vậy nhưng quy định tại khoản 1 Điều 96 đã làm cho vấn đề trở nên phức tạp hơn rất nhiều.

d. Hiện nay, theo quy định của pháp luật về doanh nghiệp, các doanh nghiệp hoạt động theo Luật doanh nghiệp đều có quyền nắm giữ, mua, bán chứng khoán nhằm mục đích kiếm lời.[6] Nếu vốn đầu tư vào chứng khoán của doanh nghiệp cũng chiếm một tỉ lệ so với vốn tự có tương tự như quy định đối với công ti đầu tư chứng khoán thì họ có "bị" coi là công ti đầu tư chứng khoán không? Đây là vấn đề quan trọng vì nó liên quan đến hoạt động quản lí nhà nước (chủ thể quản lí và nội dung quản lí) nhằm đảm bảo sự phát triển lành mạnh của thị trường chứng khoán. Hiện nay, nội dung này không được quy định trong Luật chứng khoán năm 2006.

Đối với vấn đề này, Luật công ti đầu tư năm 1940 của Mĩ có ghi nhận: Bất cứ một tổ chức hay công ti nào có nhân thân dưới đây đều phải đăng kí hoạt động với

Uỷ ban chứng khoán và thị trường chứng khoán (SEC):

- Có hoạt động kinh doanh đầu tư, tái đầu tư, sở hữu, nắm giữ hay mua đi bán lại chứng khoán;

- Có từ 40% giá trị tài sản trở lên của công ti được đầu tư vào các loại chứng khoán;

- Có nguồn vốn góp đại chúng từ 100 người trở lên.

Hoạt động của các tổ chức này sẽ dựa vào quy chế pháp lí dành cho công ti đầu tư.

Theo ý kiến của chúng tôi, khi ban hành nghị định về công ti đầu tư chứng khoán, Chính phủ nên ghi nhận nếu một doanh nghiệp có tình trạng kinh doanh như một công ti đầu tư chứng khoán (do pháp luật quy định) sẽ phải lựa chọn: Hoặc là đăng kí với Uỷ ban chứng khoán nhà nước để chuyển đổi thành mô hình công ti đầu tư chứng khoán, hoặc là phải thay đổi trạng thái kinh doanh của mình trong một thời hạn nhất định. Điều đó sẽ đảm bảo được tính thống nhất trong công tác quản lí nhà nước đối với doanh nghiệp cũng như đối với thị trường chứng khoán, đảm bảo cho thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh.

e. Một vấn đề được đặt ra là, nếu quỹ đầu tư chứng khoán muốn chuyển sang mô hình công ti đầu tư chứng khoán hoặc ngược lại thì thủ tục pháp lí sẽ như thế nào? Vấn đề này chưa được Luật chứng khoán năm 2006 quy định cụ thể. Như vậy có thể hiểu là, muốn chuyển từ mô hình này sang mô hình kia, các nhà đầu tư chỉ có phương án duy nhất là phải thực hiện thủ tục thành lập mới. Thiết nghĩ, do sự tương đồng về bản chất của hai mô hình đầu tư này và để đảm bảo quyền tự chủ kinh doanh và khuyến khích đầu tư, nghị định về công ti đầu tư chứng khoán cần xây dựng những quy định pháp lí nhằm tạo khả năng chuyển đổi thuận lợi nhất từ công ti đầu tư chứng khoán sang mô hình quỹ đầu tư chứng khoán và ngược lại mà không nhất thiết bắt buộc các nhà đầu tư phải thực hiện tất cả những thủ tục như thành lập mới. Điều này sẽ giúp các nhà đầu tư dễ dàng hơn trong hoạt động đầu tư, tạo khả năng thích ứng tốt nhất của quỹ đầu tư chứng khoán hoặc công ti đầu tư chứng khoán đối với sự thay đổi của thị trường chứng khoán cũng như với sự thay đổi của chính bản thân quỹ hoặc công ti./.

---

(1).Xem: Christine Stopp, *Hướng dẫn đầu tư vào thị trường chứng khoán,* Nxb. Trẻ, thành phố Hồ Chí Minh, 2004, tr.180.

(2).Xem: Investment company Act of USA, 1940.

(3).Xem: Christine Stopp, *Hướng dẫn đầu tư vào thị trường chứng khoán,* Nxb. Trẻ, thành phố Hồ Chí Minh, 2004, tr. 174.

(4).Xem: Sđd, tr.115.

(5). *Quy chế về tổ chức và hoạt động của quỹ đầu tư chứng khoán và công ti quản lí quỹ* được ban hành lần đầu tiên kèm theo Quyết định số 05/1998/QĐ-UBCK3 ngày 13/10/1998, trong khi đó công ti đầu tư chứng khoán mới chỉ xuất hiện về mặt pháp lí từ khi Luật chứng khoán được ban hành và hiện nay chưa có nghị định của Chính phủ quy định cụ thể.

(6).Xem: Khoản 1 Điều 8 và khoản 3 Điều 13 Luật doanh nghiệp năm 2005.