

LUẬT CHỨNG KHOÁN VỚI VIỆC MỞ RỘNG CƠ HỘI ĐẦU TƯ VÀ KHUYẾN KHÍCH ĐẦU TƯ

TS. PHẠM THỊ GIANG THU *

Sau sáu năm thị trường chứng khoán chính thức được vận hành ở Việt Nam, hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật điều chỉnh lĩnh vực này ngày càng được hoàn thiện. Luật chứng khoán được Quốc hội thông qua và có hiệu lực từ 01/01/2007 là dấu mốc thể hiện chặng đường liên tục xây dựng và củng cố hệ thống pháp luật về thị trường chứng khoán Việt Nam. Một trong những yêu cầu cơ bản của Luật chứng khoán là mở rộng cơ hội đầu tư và khuyến khích đầu tư trên thị trường.

Cũng như bất kì loại thị trường nào, thị trường chứng khoán chỉ có thể đi vào hoạt động khi có "người bán, kẻ mua" và trở nên sôi động khi hàng hoá dồi dào đáp ứng nhu cầu giao dịch. Ở Việt Nam, ngay từ văn bản đầu tiên quy định về thị trường chứng khoán cho đến nay, vấn đề khuyến khích đầu tư và mở rộng cơ hội đầu tư đã được ghi nhận như một yêu cầu thiết yếu.⁽¹⁾ Thể hiện quan điểm này, các khoản 1, 2 Điều 5 Luật chứng khoán quy định rõ: "*Nhà nước có chính sách khuyến khích, tạo điều kiện thuận lợi để tổ chức, cá nhân thuộc các thành phần kinh tế, các tầng lớp nhân dân tham gia đầu tư và hoạt động trên thị trường chứng khoán... Nhà nước có chính sách quản lí, giám sát đảm bảo thị trường chứng khoán hoạt động công bằng, công khai, minh bạch, hiệu quả*".

Điều này cũng hoàn toàn phù hợp với yêu cầu của hệ thống pháp luật chứng khoán các quốc gia, kể cả các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển.

Để mở rộng cơ hội đầu tư và khuyến khích đầu tư trên thị trường chứng khoán, chúng tôi cho rằng Luật chứng khoán đã ghi nhận một số nội dung cơ bản sau:

Một là, xác định nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán, đảm bảo cơ hội tham gia đầu tư của các chủ thể có đủ điều kiện và bảo vệ quyền, lợi ích chính đáng của các bên.

Hai là, xác định các loại chủ thể được phép tham gia thị trường, mở rộng khả năng cho các tổ chức, cá nhân đầu tư trực tiếp trên thị trường chứng khoán.

Ba là, ghi nhận quyền tham gia thị trường của các tổ chức, cá nhân nước ngoài, tiến tới xoá bỏ sự phân biệt đối xử giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài.

Bốn là, quy định những cách thức, biện pháp cần thiết để người đầu tư có thể tiếp cận thông tin trung thực, chính xác và công bằng từ thị trường.

Năm là, cơ quan quản lí, cách thức quản lí thị trường đủ mạnh, đảm bảo thị trường hoạt động thông suốt, giảm thiểu sự xâm hại lợi ích các bên.

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

Bên cạnh những nội dung cơ bản trên, Luật chứng khoán và các luật có liên quan còn quy định những biện pháp khuyến khích các đối tượng tham gia thị trường thông qua các giải pháp về vốn, nghĩa vụ tài chính.

Có thể thấy, Luật chứng khoán đã có những quy định "bứt phá" nhằm tạo cơ hội đầu tư và khuyến khích các đối tượng tham gia đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Điều này thể hiện ở những vấn đề chủ yếu sau:

- Luật chứng khoán quy định nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán.

Với tư cách là sản phẩm bậc cao của kinh tế thị trường, thị trường chứng khoán cũng tuân thủ các quy luật vốn có của nền kinh tế thị trường nói chung. Bên cạnh đó, nguyên tắc "công bằng, công khai, minh bạch" được nhấn mạnh như những nguyên tắc cốt yếu của loại thị trường này (khoản 2 Điều 4 Luật chứng khoán). Quy định này không chỉ đơn giản ghi nhận các nguyên tắc thị trường mà còn là căn cứ để xác định các điều khoản cụ thể quy định về thị trường chứng khoán không được vi phạm các nguyên tắc nêu trên. Chế độ công bố thông tin, giao dịch trên thị trường chứng khoán, công ti đại chúng, phát hành đại chúng đã cho thấy rõ điều đó. Chẳng hạn, giao dịch trên thị trường tập trung luôn là mối quan tâm hàng đầu của nhà đầu tư cũng như cơ quản lí thị trường, cần phải tiến hành công khai, minh bạch. Với lí do đó, khoản 1 Điều 38 Luật chứng khoán quy định sở giao dịch chứng khoán, trung tâm giao dịch chứng khoán phải "bảo đảm giao dịch chứng khoán trên thị trường được tiến hành công khai, công bằng, trật tự và có hiệu quả".

- Vấn đề tạo điều kiện tham gia đầu tư của các đối tượng trong xã hội.

Điểm mới cơ bản của Luật chứng khoán là xác nhận quyền tham gia đầu tư dưới mọi hình thức của các tổ chức, cá nhân vào thị trường chứng khoán. Khoản 1 Điều 4 Luật chứng khoán quy định: Tôn trọng quyền tự do mua, bán, kinh doanh và dịch vụ chứng khoán của tổ chức, cá nhân, tạo điều kiện cho không chỉ các nhà đầu tư trong nước mà còn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Cho đến thời điểm này (khi Luật chứng khoán chưa phát sinh hiệu lực), cơ hội tham gia đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam rất hạn chế (hạn chế cả về khả năng đầu tư trực tiếp của các nhà đầu tư nước ngoài và hạn chế về tỉ lệ nắm giữ chứng khoán doanh nghiệp của nhà đầu tư nước ngoài). Xuyên suốt Luật chứng khoán có thể nhận thấy bóng dáng những quy định riêng cho các nhà đầu tư nước ngoài rất ít xuất hiện. Đây là một bước tiến đáng kể của Luật chứng khoán vì điều đó có nghĩa văn bản quan trọng này không có sự phân biệt giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài, áp dụng những quy định chung cho các đối tượng đầu tư.⁽²⁾

Bên cạnh việc xác định quyền được đầu tư, Luật chứng khoán cũng quy định rõ sự bình đẳng của các nhà đầu tư đối với việc sở hữu chứng khoán. Quy định trên có ý nghĩa cả về lí luận và thực tiễn đối với các nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán "thiểu số". Người sở hữu chứng khoán được hưởng nội dung quyền như nhau nếu có cùng điều kiện, tránh tình trạng thâm tóm doanh nghiệp bất hợp pháp. Những quy định tại Điều 29 về báo cáo

tình trạng sở hữu của cổ đông lớn⁽³⁾ và Điều 32 về chào mua công khai đã cho thấy điều đó. Nội dung của những quy định này hoàn toàn phù hợp với nguyên tắc 15 của IOSCO "mọi người sở hữu chứng khoán trong một công ti cần được đối xử công bằng như nhau".

Tham gia đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư có thể đầu tư vào các loại chứng khoán được giao dịch với mức độ sinh lời, mức độ rủi ro khác nhau. Điều 33 Luật chứng khoán quy định "chứng khoán đủ điều kiện niêm yết" được giao dịch tại sở giao dịch chứng khoán và "chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết" được giao dịch tại trung tâm giao dịch chứng khoán đã tạo cơ hội lựa chọn việc sở hữu loại chứng khoán phù hợp nhất cho mình và đưa ra những quyết định thích hợp.

- *Luật chứng khoán tạo điều kiện tiếp cận cơ hội đầu tư chính xác, trung thực.*

Tiếp cận cơ hội đầu tư chính xác và trung thực là điều kiện quan trọng để hoạt động đầu tư có hiệu quả. Sẽ không có nhiều tranh luận khi đặt vai trò của công khai hoá mọi cơ hội đầu tư với phương thức công bố và cơ hội tiếp nhận thông tin tốt nhất. Những quy định về phát hành đại chúng cùng với chế độ công bố thông tin thể hiện rõ ràng, chi tiết những yêu cầu này. Nghị định của Chính phủ số 144/2003/NĐ-CP quy định một phương án "*Phát hành chứng khoán ra công chúng là việc chào bán một đợt chứng khoán có thể chuyển nhượng được thông qua tổ chức trung gian cho ít nhất 50 nhà đầu tư ngoài tổ chức phát hành*", trong khi đó Điều 6 Luật chứng khoán đưa ra 3 khả năng khác nhau để một đợt chào bán trở thành "chào bán ra công chúng". Chế độ phát hành đại chúng

theo Luật chứng khoán với yêu cầu cụ thể giúp nhà đầu tư tiếp nhận thông tin chính xác, bao gồm thông tin các sự kiện quan trọng và các chứng khoán dự kiến chào bán. Đây chính là cơ sở giúp nhà đầu tư tự quyết định việc mua chứng khoán. Các quy định liên quan đến điều kiện chào bán, trình tự, thủ tục đăng kí chào bán cũng giúp tổ chức phát hành duy trì niềm tin đối với công chúng.

Luật chứng khoán có đặc điểm là chế độ công bố thông tin được quy định tương đối đầy đủ và chi tiết. Luật này quy định chế độ công bố thông tin của các loại chủ thể tham gia thị trường và các loại thông tin buộc phải công bố. Chế độ công bố thông tin theo Luật chứng khoán được ghi nhận thành một chương độc lập (chương VIII, từ Điều 100 đến Điều 107) cho thấy vị trí của thông tin trên thị trường chứng khoán. Các loại thông tin cần được công bố đã quy định tương đối rõ ràng, đầy đủ như thông tin theo định kì, thông tin bất thường của các chủ thể có liên quan (công ti đại chúng, tổ chức niêm yết, công ti chứng khoán, công ti đầu tư, công ti quản lí quỹ đầu tư, sở giao dịch chứng khoán, trung tâm giao dịch chứng khoán - Điều 109) đều nhằm hướng tới một thị trường minh bạch, công khai và đầy đủ cho nhà đầu tư chứng khoán. Việc công bố thông tin có ý nghĩa quan trọng đối với quyết định của nhà đầu tư và quyền lợi của họ khi đầu tư. Theo đó, những thông tin tốt đảm bảo cơ hội công bằng cho các nhà đầu tư; ngược lại, những thông tin xấu có ảnh hưởng tới giá trị chứng khoán đang lưu hành, nhà đầu tư cần phải biết để có quyết định cần thiết. Các thông tin theo định kì sẽ giúp cho nhà đầu tư có sự lựa chọn

phù hợp trong quá trình đầu tư. Chúng tôi cho rằng trong giai đoạn hiện tại, việc quy định đầy đủ chế độ công bố thông tin trong Luật chứng khoán là phù hợp, tạo điều kiện thu hút các nhà đầu tư tham gia thị trường.

- Luật chứng khoán xác định và mở rộng phương thức đầu tư cho các nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài so với các quy định hiện hành.

Nghị định của Chính phủ số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 quy định cá nhân không thể thành lập công ty chứng khoán hay công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán; đối với nhà đầu tư nước ngoài, nếu muốn kinh doanh chứng khoán tại Việt Nam, chỉ có con đường duy nhất là thành lập công ty chứng khoán liên doanh với bên Việt Nam. Luật chứng khoán mở rộng cả về phương thức đầu tư và giới hạn đầu tư cho nhà đầu tư trong nước cũng như nhà đầu tư nước ngoài. Điều 59 Luật chứng khoán và Điều 63 Luật doanh nghiệp cho phép một cá nhân thành lập công ty kinh doanh chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán (đây là hai loại chủ thể kinh doanh chứng khoán quan trọng nhất trên thị trường). Điều 76, 77, 78 Luật chứng khoán cho phép nhà đầu tư nước ngoài thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài, mở chi nhánh công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, mở văn phòng đại diện tại Việt Nam. Mặc dù còn một số vấn đề cần tranh luận thêm nhưng có thể thấy Luật chứng khoán mở rộng cơ hội đầu tư cho cá nhân, tổ chức (nhà đầu tư Việt Nam và nhà đầu tư nước ngoài) trong lĩnh vực chứng khoán hơn nhiều so với các lĩnh vực kinh doanh có một số điểm chung với lĩnh vực này như kinh doanh ngân

hàng, kinh doanh bảo hiểm.

- Về phương án lựa chọn đầu tư với tư cách là nhà đầu tư chứng khoán.

Pháp luật hiện hành tạo điều kiện để người đầu tư có thể lựa chọn hoặc trực tiếp quyết định các phương án đầu tư vào các loại chứng khoán (thông qua các công ty chứng khoán với tư cách là nhà đầu tư thông thường) hoặc uỷ nhiệm đầu tư cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, có tổ chức (thông qua việc nắm giữ các chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán được quản lý bởi các công quản lý quỹ đầu tư chứng khoán). Có thể nói rằng hoạt động nắm giữ cũng như quản lý quỹ đầu tư chứng khoán là hoạt động đầu tư và kinh doanh rất mới mẻ (thậm chí đối với nhiều nhà kinh doanh), điều đó lý giải vì sao hiện nay hoạt động này còn chưa thật sự thể hiện đúng vị trí của chúng trên thị trường. Đầu tư vào quỹ đầu tư chứng khoán, nhà đầu tư không thể vừa thực hiện đầu tư chủ yếu vào chứng khoán, vừa có cơ hội tham gia quản lý hoạt động đầu tư. Luật chứng khoán mở rộng phương thức đầu tư qua quỹ đầu tư chứng khoán bằng việc ghi nhận sự tồn tại của quỹ đầu tư chứng khoán và công ty đầu tư chứng khoán. Đây là hai hình thức đầu tư khác nhau. Quỹ đầu tư chứng khoán có dạng tồn tại đặc biệt, không phải là một chủ thể độc lập tham gia thị trường.⁽⁴⁾ Trong khi đó, công ty đầu tư chứng khoán lại hoàn toàn có cơ cấu tương đồng với bất kỳ công ty cổ phần nào tham gia kinh doanh chứng khoán (điểm khác biệt giữa chúng chỉ là nội dung kinh doanh).⁽⁵⁾ Đưa ra những mô hình chủ thể mới, Luật chứng khoán đã thể hiện rõ quan điểm đa dạng hoá các hình thức đầu tư và tạo cơ

hội lựa chọn hình thức, phương thức đầu tư thích hợp nhất cho từng đối tượng cụ thể.

- Luật chứng khoán quy định cụ thể vị trí của cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường và xử lý vi phạm đối với những hành vi xâm hại lợi ích hợp pháp của các chủ thể khác tham gia thị trường.

Điều 7, Điều 8 Luật chứng khoán xác định các cơ quan thực hiện quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán. Theo đó, Bộ tài chính thực hiện quản lý nhà nước đối với chứng khoán và thị trường chứng khoán... và Ủy ban chứng khoán nhà nước là cơ quan thuộc Bộ tài chính cũng thực hiện một số hoạt động quản lý thị trường. Có thể nhận thấy đây là một hình thức biểu hiện của mô hình kiêm nhiệm đã từng tồn tại ở nhiều quốc gia nhiều năm trước đây. Việc phân công quản lý thị trường theo Luật chứng khoán có ưu thế trong việc thu hút đầu tư và khuyến khích đầu tư ở chừng mực nhất định. Với tư cách là người thay mặt Chính phủ thực hiện chương trình chuyển đổi các công ti nhà nước thành công ti cổ phần, Bộ tài chính có chính sách tổng thể trong việc thu hút nhà đầu tư tham gia đầu tư chứng khoán ngay trong giai đoạn chuyển đổi doanh nghiệp, tạo đà cho thị trường thứ cấp, gắn những biện pháp khuyến khích hỗ trợ của Nhà nước đối với nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán của doanh nghiệp chuyển đổi với việc nắm giữ, chuyển nhượng chứng khoán trên thị trường thứ cấp.⁽⁶⁾

Trên thị trường chứng khoán luôn tồn tại các nhà kinh doanh, người đầu tư với mục đích giống nhau: tạo hiệu suất sinh lời tối đa cho nguồn vốn của mình. Tuy nhiên, thực hiện mục tiêu trên các chủ thể tham gia thị trường

thường tồn tại yêu cầu cụ thể đối lập nhau. Bên cạnh đó, phải thừa nhận nhà đầu tư cá thể có nhiều hạn chế so với các nhà đầu tư có tổ chức, chủ thể kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp. Trong quan hệ với tổ chức phát hành, họ cũng thường không có sự ngang bằng về cơ hội tiếp nhận thông tin, đánh giá tình hình doanh nghiệp... Để bảo vệ quyền lợi chính đáng của nhà đầu tư cá thể, Luật chứng khoán quy định rõ ràng các loại hành vi vi phạm hoặc các giao dịch liên quan trực tiếp tới lợi ích cụ thể của từng nhà đầu tư.⁽⁷⁾ Những hành vi vi phạm về hoạt động chào bán ra công chúng, công ti đại chúng, niêm yết, giao dịch chứng khoán... đều được nhận diện khá rõ ràng và quy định hình thức xử lý cụ thể.⁽⁸⁾

Luật chứng khoán đã được ban hành, sẽ có hiệu lực trong thời gian tới. Tuy nhiên, Luật chỉ có thể đi vào cuộc sống khi nó có đầy đủ các biện pháp đảm bảo thực hiện. Với hiện trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam, bên cạnh việc duy trì tiếp tục những thành quả đạt được của các hoạt động hiện hành, chúng tôi nhận thấy cần tiếp tục thực hiện một số hoạt động sau:

- Cần tiếp tục xác định cơ chế cưỡng chế thực thi pháp luật đủ mạnh cho cơ quan quản lý nhà nước đối với các chủ thể tham gia thị trường.

IOSCO và các tổ chức quốc tế luôn khuyến nghị đối với các quốc gia thành viên trong việc tổ chức, quản lý thị trường: Phải trao cho cơ quan quản lý thị trường chứng khoán đủ thẩm quyền trong quá trình giám sát, kiểm tra, thanh tra và hoạt động cưỡng chế thực thi đầy đủ.⁽⁹⁾ Đề xuất này của chúng tôi không nằm ngoài mục đích thu hút nhà

đầu tư tham gia thị trường bởi lẽ chỉ khi các quy định nghiêm ngặt trên thị trường được thực hiện đầy đủ và có chế tài đủ mạnh, có cơ chế xử lý tức thì và nghiêm khắc đối với các đối tượng vi phạm, hoạt động trên thị trường mới ổn định và quyền lợi của các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư không có tổ chức mới được bảo vệ, từ đó tạo sức thu hút đầu tư. Để làm được điều này, Luật chứng khoán các quốc gia thường quy định vị trí pháp lý độc lập cho Ủy ban chứng khoán nhà nước cùng với quyền năng đầy đủ (đặc biệt là quyền ban hành văn bản quy phạm pháp luật), quyền thanh tra, thậm chí điều tra các hành vi vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán. Nên chăng nhà lập pháp Việt Nam tiếp tục xem xét vấn đề này. Luật hải quan, Dự thảo Luật quản lý thuế đề xuất quyền của thanh tra hải quan, thanh tra thuế tham gia quá trình điều tra các hành vi phạm tội trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, quản lý thuế, thanh tra chứng khoán cũng cần được đặt ở vị trí tương tự.

- Một số yêu cầu, thuật ngữ trong Luật chứng khoán rất cần tiếp tục làm rõ nhằm tạo điều kiện xác định nội dung chính xác, chính thức của một số hoạt động quan trọng.

Chẳng hạn, khoản 12 Điều 6 Luật chứng khoán đưa ra khái niệm "Chào bán chứng khoán ra công chúng là việc chào bán chứng khoán theo một trong các phương tiện sau đây: (1) Thông qua phương tiện thông tin đại chúng, kể cả Internet; (2) Chào bán chứng khoán cho từ 100 nhà đầu tư trở lên; (3) Chào bán cho một số lượng nhà đầu tư không xác định" rất không rõ ràng. Xác định tiêu chí "chào bán cho từ 100 nhà đầu tư" có thể được hiểu tổ chức phát hành đã liên hệ

và xác nhận hành vi chào bán đã được ít nhất 100 nhà đầu tư biết tới hay cần phải có sự xác nhận mua chứng khoán của ít nhất 100 nhà đầu tư...? Tiêu chí "số lượng nhà đầu tư không xác định được hiểu thế nào cho đúng? Việc xác định có hay không hoạt động chào bán ra công chúng có ý nghĩa pháp lý rất quan trọng bởi lẽ đây sẽ là cơ sở để xác nhận hoạt động phát hành đại chúng của tổ chức phát hành có thành công hay không. Nếu không thành công, trách nhiệm vật chất của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư đã đặt mua chứng khoán là chắc chắn; nếu thành công, cơ chế báo cáo và công bố thông tin là bắt buộc để đảm bảo thực hiện nghĩa vụ cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư hiện hữu. Tương tự như vậy là các khái niệm thị trường giao dịch chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán... Cách quy định không rõ ràng sẽ dẫn đến nguy cơ hiểu nhầm từ công chúng hoặc tổ chức phát hành, làm ảnh hưởng đến quyền lợi của người đầu tư. Điều này cũng có thể làm giảm sút sức thu hút của thị trường.

- Tạo điều kiện cho nhà đầu tư tham gia thị trường, bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư không chuyên nghiệp và ổn định thị trường.

Vấn đề này được đề cập, xem xét ở hai khía cạnh. Đối với nhà đầu tư trong nước, chúng tôi cho rằng cần rất cần trọng đối với việc cho phép cá nhân đầu tư trực tiếp trên thị trường chứng khoán. Sự ổn định thị trường chính là niềm tin quan trọng của dân chúng, nếu bị tổn hại, nhà đầu tư trong nước sẽ quay lưng lại thị trường. Điều 59 Luật chứng khoán quy định công ti chứng khoán có thể là công ti cổ phần hoặc công ti trách nhiệm hữu hạn, trong khi đó Điều 63 Luật doanh nghiệp

năm 2005 quy định "công ti trách nhiệm hữu hạn một thành viên là doanh nghiệp do một tổ chức hoặc một cá nhân làm chủ". Như vậy, cá nhân có thể thành lập công ti chứng khoán. Bên cạnh đó, Điều 60 Luật chứng khoán cũng quy định công ti chứng khoán có thể thực hiện tất cả các hoạt động kinh doanh chứng khoán nếu có đủ vốn cho từng nội dung kinh doanh, không phân biệt công ti đó tồn tại dưới mô hình nào. Đối với các lĩnh vực có tính rủi ro hệ thống như ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, việc cá nhân tham gia kinh doanh thường được các quốc gia rất thận trọng, kể cả quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển. Đối với Việt Nam, hoạt động kinh doanh chứng khoán còn rất mới mẻ, tiềm năng của cá nhân còn hạn chế, cơ chế quản trị của công ti tư nhân cũng còn nhiều điều chưa rõ ràng. Nếu các đối tượng này tham gia thị trường, để đảm bảo mức độ an toàn thị trường, quyền lợi của nhà đầu tư, cần phải được cân nhắc kỹ lưỡng. Đối với nhà đầu tư nước ngoài, cần xem xét nhằm tạo điều kiện cho các nhà đầu tư gián tiếp và nhà đầu tư trực tiếp. Đối với hoạt động đầu tư trực tiếp, việc chính thức cho các công ti chứng khoán 100% vốn nước ngoài, chi nhánh công ti chứng khoán nước ngoài hoạt động kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán là một bước đi "khá mạo hiểm" nhưng không thể không thực hiện (do các cam kết của Việt Nam với các bên kí kết tại các hiệp định song phương và đa phương), cần phải có quy định cụ thể nhưng phải đảm bảo tính ổn định. Đây là công việc hoàn toàn không dễ dàng thực hiện bởi lẽ các nhà quản lí sẽ vấp phải khá nhiều vấn đề liên quan đến thực

trạng các tổ chức kinh doanh chứng khoán trong nước, chuẩn mực quốc tế đối với các chủ thể kinh doanh chứng khoán và việc tuân thủ các nguyên tắc đối xử (đặc biệt là nguyên tắc đối xử quốc gia) khi quy định điều kiện cho các nhà đầu tư trực tiếp có yếu tố nước ngoài. Bên cạnh đó, nếu cho phép nhà đầu tư nước ngoài được phép thành lập công ti chứng khoán, công ti quản lí quỹ đầu tư chứng khoán dưới dạng "công ti cổ phần 100% vốn nước ngoài" nhưng không cho phép thành lập công ti đầu tư chứng khoán 100% vốn nước ngoài hoạt động theo Điều 96, 97 Luật chứng khoán có lẽ cần bàn luận thêm bởi lẽ chúng ta đã cho phép (thậm chí khuyến khích) các quỹ đầu tư rủi ro 100 vốn nước ngoài đầu tư vào thị trường Việt Nam.⁽¹⁰⁾ Đối với đầu tư gián tiếp, cần có quy định thông thoáng về việc mở tài khoản giao dịch, đăng kí mã số đầu tư; quản lí ngoại hối cần phải minh bạch và có tính ổn định. Các nhà đầu tư có tổ chức (các quỹ đầu tư chứng khoán, doanh nghiệp bảo hiểm, tổ chức tín dụng) cần được khuyến khích cả dưới hình thức ưu đãi tài chính khi có nhu cầu tham gia vào thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, cũng cần phải lưu ý tới những nguy cơ có thể xuất hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam bởi chính các nhà đầu tư nước ngoài (do trình độ, kinh nghiệm, tiềm năng tài chính...) đối với các trường hợp như rửa tiền thông qua đầu tư, thao túng thị trường... Những hiện tượng này thực tế đã xảy ra trên thị trường chứng khoán Việt Nam mặc dù mức độ chưa phải là nghiêm trọng (cũng có thể do thời gian qua mức độ ảnh hưởng của thị trường chứng khoán nước ta chưa đáng kể đối với

nền kinh tế nên không gây ra những phản ứng dây chuyền đối với các lĩnh vực khác của đời sống kinh tế).

- Tiếp tục duy trì chính sách ưu đãi tài chính đối với các nhà đầu tư tham gia thị trường, không phân biệt nhà đầu tư có tổ chức hay nhà đầu tư cá thể, đầu tư trực tiếp hay đầu tư gián tiếp.

Hệ thống pháp luật thuế hiện hành đang có chính sách ưu đãi đối với hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán nhưng có sự phân biệt giữa đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp, đầu tư có tổ chức và đầu tư cá thể. Cá nhân đầu tư được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập⁽¹¹⁾ nhưng nếu là tổ chức đầu tư, thuế thu nhập doanh nghiệp vẫn được xác định bình thường. Đối với hoạt động tự doanh, công ti chứng khoán phải thực hiện nghĩa vụ thuế nhưng đối với hoạt động đầu tư của quỹ đầu tư chứng khoán, công ti quản lý quỹ đầu tư chứng khoán chưa phải thực hiện thay cho quỹ đầu tư...

- Cụ thể hoá yêu cầu về công bố thông tin.

Bên cạnh những ưu điểm nổi trội của chế độ công bố thông tin ghi nhận trong Luật chứng khoán, cần tiếp tục xác định nội dung thông tin công bố, trình tự, thời gian công bố, đối tượng phải thực hiện công bố thông tin... Quy định tốt những vấn đề này việc kiểm tra, giám sát, tuân thủ pháp luật của các chủ thể mới có đủ cơ sở pháp lý để thực hiện.

Ngoài đề xuất trên, chúng tôi cho rằng một số vấn đề về công bố thông tin cần được tiếp tục xem xét, quy định để đảm bảo quyền lợi của các nhà đầu tư. Đó có thể là việc xác định loại thông tin không chính thức (là gì, mục đích nào khi đưa ra các loại thông tin

này, có thể là những loại tin nào...). Thực tế cho thấy nhiều thông tin không chính thức về mặt luật pháp nhưng lại quan trọng trong thực tế, vậy quyền lợi của nhà đầu tư có đảm bảo không? Pháp luật có cần điều chỉnh đối với các loại thông tin này hay không và nếu điều chỉnh thì điều chỉnh ở mức độ nào là phù hợp? Hoặc đối với việc đính chính, sửa, cập nhật thông tin; việc đính chính đối với các tin đồn như thế nào là đúng pháp luật và bảo vệ lợi ích của người đầu tư cũng cần tiếp tục làm rõ. Nếu lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư không đảm bảo, khả năng thu hút đầu tư vào thị trường cũng sẽ gặp nhiều khó khăn./.

(1). Theo Lời nói đầu Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 7/11/1998, Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003.

(2). Điều 2 Luật chứng khoán quy định: Đối tượng điều chỉnh của Luật là tổ chức, cá nhân trong nước và nước ngoài tham gia đầu tư và hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

(3). Theo quy định về cổ đông lớn được Luật chứng khoán ghi nhận tại khoản 10 Điều 6. Pháp luật về chứng khoán các quốc gia thường rất chú trọng những quy định liên quan đến cổ đông nắm giữ 5%, 25% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ti (Luật 5% và Luật 25%).

(4). Theo Điều 6, khoản 27 Luật chứng khoán.

(5). Theo Điều 96 Luật chứng khoán.

(6). Theo Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 về việc chuyển đổi công ti nhà nước thành công ti cổ phần.

(7). Theo Điều 121 - Điều 130 Luật chứng khoán.

(8). Xử lý vi phạm theo Luật chứng khoán áp dụng đối với vi phạm hình sự. Luật chứng khoán Việt Nam không quy định các tội phạm về chứng khoán như Luật chứng khoán một số quốc gia.

(9). Theo Nguyên tắc 8, 9, 10 của IOSCO.

(10). Trường hợp công ti đầu tư mạo hiểm IDG Venture Việt Nam - công ti thành viên của tập đoàn tài chính Hoa Kỳ là ví dụ cụ thể.

(11). Theo quy định Pháp lệnh thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao.