

## Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư và phát triển thị trường chứng khoán

HOÀNG VIỆT HÀ

**N**guyên nhân thường được đưa ra khi nói đến những cản trở làm chậm sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, đó là các doanh nghiệp “ngại” phải cung cấp thông tin kinh doanh khi niêm yết hoặc thị trường có ít nhà đầu tư “chuyên nghiệp”. Tuy nhiên, các nguyên nhân trên có thể chỉ là hiện tượng bề ngoài. Quan điểm được đưa ra trong bài viết này là thị trường chứng khoán Việt Nam đang phát triển trên một cơ sở không vững chắc của các thể chế liên quan tới bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Những hạn chế liên quan tới bảo vệ quyền lợi cổ đông từ hệ thống pháp luật, thực thi pháp luật sẽ không khuyến khích nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư vào sở hữu, và do vậy, doanh nghiệp sẽ khó có thể huy động vốn qua việc phát hành cổ phiếu. Kết quả là nhu cầu đầu tư xã hội và nhu cầu thu hút vốn đầu tư của doanh nghiệp, nền tảng cho thị trường chứng khoán đã không có điều kiện phát triển vững chắc, làm cản trở sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

### 1. Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư là gì?

Yêu cầu bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư bên ngoài xuất phát từ mâu thuẫn truyền thống trong các công ty cổ phần, có sự tách rời giữa sở hữu và điều hành. Đây là mâu thuẫn giữa người bỏ vốn đầu tư nhưng không kiểm soát hoạt động công ty và người đại diện được giao nhiệm vụ quản lý nhưng không phải bỏ vốn đầu tư (hoặc không bỏ toàn bộ vốn đầu tư) nhưng lại có quyền kiểm soát công ty. Bản chất kinh tế cơ bản của con người là cầu hạnh phúc cá nhân và luôn quan tâm tới lợi ích cá nhân hơn lợi ích của tập thể. Do vậy, những người đại diện quản lý điều hành có động cơ lợi dụng quyền hành

được giao từ phía các nhà đầu tư để có các hoạt động tư lợi cho bản thân. Các nhà đầu tư có nhu cầu bảo vệ quyền lợi của mình trước khả năng tư lợi cá nhân từ phía người điều hành.

Các hoạt động tư lợi này được thể hiện dưới rất nhiều hình thức. Từ việc đơn giản như quyết định trả cho mình một mức lương cao hoặc sử dụng cho cá nhân các nguồn lực của công ty như xe hơi, máy bay, trang thiết bị; chỉ đạo công ty giao dịch với các tổ chức có gắn kết với quyền lợi cá nhân của người điều hành; cung cấp các thông tin bí mật kinh doanh của công ty để hưởng các lợi ích cá nhân; bổ nhiệm hoặc tuyển dụng những người quen biết của mình vào công ty vì mục đích cá nhân; lợi dụng sự hiểu biết về kết quả kinh doanh của công ty để mua bán cổ phiếu để hưởng lợi; hoặc chỉ là việc “thờ ơ” với những lãng phí, kém hiệu quả của công ty, hay đơn giản hơn là không có những nỗ lực cần thiết trong quản lý công ty. Hoạt động này còn được thực hiện từ phía những người có chức quyền trong các cơ quan quản lý nhà nước, tổ chức chính trị khi đòi hỏi doanh nghiệp phải trả các khoản “thủ tục phí” để đổi lấy sự “bình yên” hay các “ưu đãi” trong kinh doanh. Tất cả các tổn thất, chi phí phát sinh từ các hoạt động tư lợi nêu trên được gọi là chi phí người đại diện (agency costs), và đương nhiên các chi phí này đều được tính đầy đủ vào tiền đầu tư của các nhà đầu tư vào công ty.

Tại Việt Nam, có rất nhiều ví dụ sinh động về vấn đề tư lợi cá nhân của người quản trị điều hành và các ví dụ về chi phí

người đại diện. Ví dụ như vụ điện kế điện tử tại thành phố Hồ Chí Minh, vụ tiết lộ thông tin hồ sơ thầu tại Tổng công ty Xi măng Việt Nam, vụ đấu thầu tại Tổng công ty Dầu khí Việt Nam, vụ nhận hối lộ để đồng ý cho khách hàng trực lợi bảo hiểm tại PJICO, vụ quota ngành dệt may... Rõ ràng, tất cả các loại chi phí người đại diện nói trên thì Nhà đầu tư, bất kể là Nhà nước hay tư nhân, đều phải gánh chịu.

Các nhà đầu tư bên ngoài rất khó có thể kiểm soát được những chi phí này, do họ không nắm được thông tin và cũng không có đủ thời gian và tiền bạc để theo dõi sát sao thường xuyên. Do vậy, họ luôn lo sợ khả năng trực lợi từ phía người điều hành đối với những đồng tiền của mình đầu tư. Kết quả là nếu không có một cơ chế nào có thể đảm bảo về sự an toàn và sinh lãi của các khoản đầu tư, nhà đầu tư sẽ không đầu tư vào công ty dưới hình thức cổ phần và chuyển sang đầu tư vào lĩnh vực khác mà mình có thể kiểm soát được. Ví dụ như đầu tư vào đất đai hoặc tiền gửi ngân hàng. Kết quả là các thị trường này phát triển hơn so với thị trường chứng khoán.

Những ai có khả năng trực lợi từ các đồng tiền đầu tư của nhà đầu tư? Câu trả lời này liên quan tới ai là sở hữu và cơ cấu sở hữu của công ty cổ phần như thế nào. Công ty có cơ cấu sở hữu tư nhân rất phân tán, các cổ đông chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ hoặc rất nhỏ trong vốn chủ sở hữu của công ty thì người có khả năng trực lợi là người quản trị, điều hành như thành viên HĐQT, các giám đốc. Trong các công ty có một số ít cổ đông và các cổ đông này nắm tỷ lệ sở hữu chi phối, các giám đốc, thành viên HĐQT thường bị giám sát chặt chẽ từ các cổ đông chi phối, do vậy các cổ đông chi phối có điều kiện có các hành động tư lợi cá nhân, gây thiệt hại cho các cổ đông nhỏ.

Đối với sở hữu nhà nước, tất cả những người có quyền quyết định đầu tư đối với sở hữu nhà nước đều là những người đại diện, có quyền đầu tư nguồn vốn được hình thành từ thuế của các hoạt động kinh tế quốc gia.

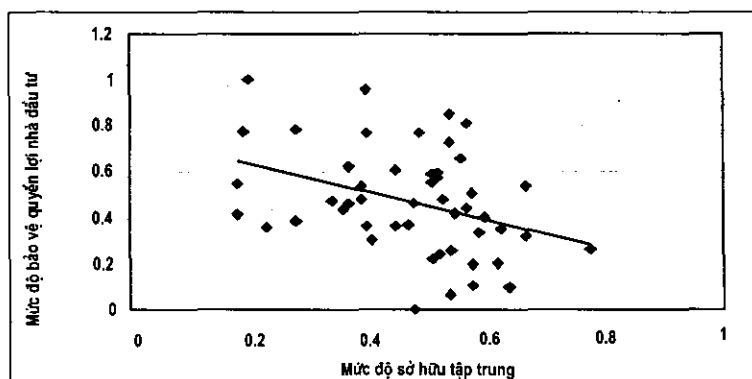
Trách nhiệm liên quan tới hiệu quả đầu tư thường chủ yếu liên quan tới các nhu cầu về tinh thần hơn là vật chất. Do vậy, trong điều kiện không rõ ràng ràng ai là người sở hữu cuối cùng, khả năng xảy ra hoạt động tư lợi cá nhân thường từ nhiều cấp những người đại diện quản lý vốn nhà nước. Chính vì vậy, các nhà kinh tế tư bản thường cực lực phản đối sở hữu nhà nước trong các lĩnh vực kinh doanh cạnh tranh vì lợi nhuận, vì cho rằng tài sản sẽ được quản lý không hiệu quả trong tay những người đại diện trong điều kiện không có động lực kiểm soát từ phía người sở hữu.

### 2. Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư và phát triển thị trường chứng khoán ?

Mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư tại một quốc gia có ảnh hưởng tới cơ cấu tài chính của doanh nghiệp tại quốc gia đó, và sau đó, ảnh hưởng tới sự phát triển của thị trường tài chính. Mức độ bảo vệ quyền lợi cổ đông càng cao thì doanh nghiệp sẽ thu hút được vốn đầu tư xã hội từ phát hành cổ phiếu. Lý do là khi quyền lợi nhà đầu tư được đảm bảo, các nhà đầu tư sẽ yên tâm đầu tư vào cổ phiếu của công ty. Kết quả là cơ cấu sở hữu của công ty được đa dạng hóa theo cơ cấu sở hữu phân tán. Ngược lại, nếu mức độ bảo vệ quyền lợi cổ đông thấp, nhà đầu tư sẽ không đầu tư vào doanh nghiệp, mà chuyển vốn đầu tư của mình vào các lĩnh vực khác. Kết quả là cơ cấu sở hữu của công ty sẽ không được đa dạng hóa, và cơ cấu sở hữu của công ty mang tính tập trung.

Hoạt động tài chính này của các doanh nghiệp sẽ gây ảnh hưởng đến vai trò của thị trường chứng khoán, hay hệ thống ngân hàng trong việc tài trợ vốn đầu tư cho doanh nghiệp. Đồ thị sau thể hiện về mối quan hệ ngược giữa chỉ số mức độ sở hữu tập trung và chỉ số mức độ bảo vệ quyền lợi cổ đông tại 49 quốc gia. Tại quốc gia có chỉ số bảo vệ quyền lợi cổ đông cao như Anh hoặc Mỹ (chỉ số 1) thì cũng là những nước có cơ cấu sở hữu phân tán nhất (chỉ số 0,2). Ngược lại, một số nước phát triển khác như Đức, Bỉ, Áo, Đan Mạch, Thụy Điển có chỉ số bảo vệ

quyền lợi cổ đông thấp, thường dưới 0,4 thì đều có cơ cấu sở hữu tập trung cao hơn.



Nguồn: Theo số liệu từ điều tra của La Porta (2003).

Nhiều nghiên cứu đã chứng minh mối quan hệ chặt chẽ giữa mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư từ hệ thống pháp luật và sự phát triển thị trường chứng khoán (La Porta R. et al., 1998). Sử dụng số liệu từ World Indicator 2005 của World Bank, ta có thể chứng minh mối quan hệ trên tại tất cả 88 quốc gia có số liệu (bao gồm cả Việt Nam). Phương trình sau thể hiện mối quan hệ giữa chỉ số chứng khoán hóa trên GDP (đại diện cho sự phát triển của thị trường chứng khoán), chỉ số về bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư và chỉ số về thu nhập bình quân đầu người:

$$MK_i = a_i + b_i \text{ INVEST}_i + GDP_i + e_i$$

$MK$ : Giá trị ln của chỉ số chứng khoán hóa trên GDP

$\text{INVEST}_i$ : Giá trị ln của chỉ số về bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư (nguồn 157 quốc gia)

$GDP_i$ : Giá trị ln về GDP bình quân đầu người giữa các quốc gia

Kết quả hồi qui cho thấy mối quan hệ chắc chắn về vai trò của mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư ( $\text{INVEST}$ ), mức độ phát triển kinh tế ( $GDP$ ) trong tác động tới mức độ phát triển của thị trường chứng khoán ( $MK$ ). Hệ số của chỉ số  $\text{INVEST}$  về mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư là 0,64 và của  $GDP$  về mức độ phát triển kinh tế là 0,46 với mức độ tin cậy 0,01 và  $R^2$  là 0,45. Quan hệ trên cho thấy, mức độ bảo vệ quyền lợi cổ đông có tác động tới sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Các nước Anh, Mỹ được coi là nước có thị trường chứng khoán phát triển nhất. Trong

khi nhiều nước khác như Pháp, Đức, Nhật, thị trường chứng khoán không phát triển tương xứng, mặc dù các nước này có cùng trình độ phát triển kinh tế tương đương. Nguyên nhân là do Anh, Mỹ là nước có hệ thống luật pháp bảo vệ quyền lợi cổ đông chặt chẽ nhất. Do vậy, các nhà đầu tư cá nhân tin tưởng đầu tư vào thị trường chứng khoán, và doanh nghiệp cũng có thể thu hút vốn từ thị trường chứng khoán. Do vậy, cơ cấu sở hữu của các công ty cổ phần của Mỹ và Anh thường có cơ cấu sở hữu phân tán, trong khi đó, cơ cấu sở hữu của các công ty Pháp, Đức và Nhật Bản thường là sở hữu tập trung với một số ít các cổ đông chi phối, và ngân hàng thường đóng vai trò chủ đạo trong tài trợ hoạt động của các công ty này. Tại Việt Nam, chỉ số về bảo vệ quyền lợi cổ đông là 1 và chỉ số phát triển thị trường chứng khoán là 0,06. Trong khi các chỉ số này tại Mỹ là 7 và 1,3; tại Trung Quốc là 4 và 0,48; tại Ấn Độ là 4 và 0,26; tại Hàn Quốc là 6 và 0,54...

Những hạn chế liên quan tới bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư tạo hai rào cản cho sự phát triển thị trường chứng khoán. Thứ nhất, nếu các quyền lợi của nhà đầu tư (cổ đông) không được đảm bảo, nhà đầu tư sẽ không đầu tư vào cổ phiếu và chuyển sang đầu tư vào các lĩnh vực an toàn hơn hoặc rủi ro dễ kiểm soát hơn. Khi việc thu hút vốn qua hình thức cổ phiếu gặp khó khăn, doanh nghiệp sẽ chuyển qua vay vốn ngân hàng. Kết quả là hệ thống ngân hàng phát triển thay thế cho thị trường

chứng khoán. Rào cản *thứ hai*, xuất phát từ phía cung, là cổ đông chi phối, người điều hành của các công ty cổ phần sẽ tận dụng các yếu kém của hệ thống pháp luật hiện hành trong bảo vệ quyền lợi cổ đông để duy trì *quyền lợi cá nhân trong kiểm soát công ty* của mình (Dyck & Zingales, 2004). Kết quả là chủ doanh nghiệp đó muốn duy trì cổ phần chi phối, và không muốn đa dạng hóa sở hữu qua hình thức phát hành cổ phiếu cũng như công khai thông tin. Thị trường chứng khoán do vậy cũng không phát triển được.

Nhà đầu tư bên ngoài sẽ cảm thấy quyền lợi của mình được đảm bảo khi nào? Câu trả lời là khi nhà đầu tư cần phải hiểu rõ thông tin về công ty và hệ thống pháp luật, các cơ chế quản lý nội bộ công ty có khả năng ngăn chặn được khả năng trục lợi của người điều hành hoặc các cổ đông chi phối. Công khai thông tin là đòi hỏi đầu tiên để nhà đầu tư có thể đánh giá hoạt động của doanh nghiệp. Tiếp theo đó là các quyền liên quan tới khả năng kiểm soát của nhà đầu tư đối với các hoạt động của doanh nghiệp. Các hành vi trục lợi từ người điều hành và cổ đông chi phối phải có cơ chế để kiểm soát bằng pháp luật và tự nguyện một cách hiệu quả để nhà đầu tư có thể yên tâm về tài sản của mình.

Về phía người điều hành và cổ đông chi phối, tình trạng mù mờ về thông tin và yếu kém của hệ thống pháp luật làm cho các tổ chức, nhà đầu tư bên ngoài không thể giám sát được hoạt động công ty, đó là điều kiện lý tưởng cho họ tận dụng quyền lợi cá nhân trong kiểm soát công ty. Quyền lợi cá nhân này bao gồm các quyền chính đáng liên quan tới quyền muốn duy trì định đoạt và thụ hưởng lợi nhuận từ hoạt động công ty, cũng như có thể nảy sinh các quyền không chính đáng như tư lợi hoặc giao dịch nội gián. Hệ thống thông tin về doanh nghiệp càng minh bạch và hệ thống pháp luật bảo vệ hiệu quả quyền lợi cổ đông thì các quyền trên càng nhỏ. Bên cạnh đó, cơ chế cạnh tranh, sự giám sát của các tổ chức bên ngoài cũng nhằm hạn chế quyền lợi cá nhân trong kiểm soát công ty của cổ đông chi phối. Trong các công ty gia đình hoặc công ty sở hữu tập trung, các cổ

đông chi phối rất muốn duy trì các quyền lợi cá nhân trên.

Đối với công ty sở hữu cá nhân, tư nhân chi phối, chủ sở hữu cá nhân rất muốn duy trì lợi ích cá nhân trong kiểm soát, vì nó liên quan tới triển vọng phát triển cũng như khả năng quản lý của cá nhân đối với tài sản cá nhân của mình. Ví dụ như công ty gia đình thì quyền kiểm soát cá nhân là rất quan trọng, và các thành viên gia đình không bao giờ muốn nhường quyền này cho người bên ngoài. Trong doanh nghiệp nhà nước, tâm lý muốn duy trì quyền lợi này cũng rất đáng kể do người quản trị, điều hành trong doanh nghiệp nhà nước và cả cá nhân quản lý nhà nước không phải là người chủ sở hữu cá nhân trong khi lại được giao quản lý, sử dụng những tài sản của nhà nước. Khi cổ phần hóa hoặc phải niêm yết, các quyền lực cá nhân trong kiểm soát công ty sẽ có nguy cơ bị đe dọa do sở hữu công ty sẽ phải chia sẻ và công khai với nhà đầu tư bên ngoài. Tuy nhiên, đại diện quản lý vốn nhà nước cũng sẵn sàng từ bỏ quyền này khi được đề bạt những vị trí cao hơn do tài sản tại công ty thực chất không phải tài sản của mình.

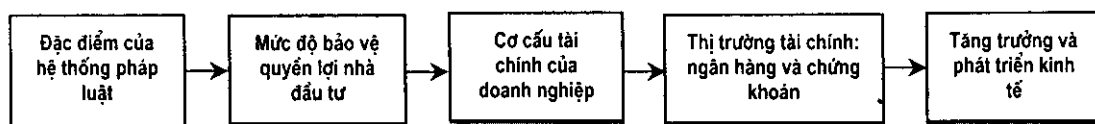
Khi quyền kiểm soát cá nhân đối với công ty của người điều hành và cổ đông chi phối được duy trì thì cũng có nghĩa, quyền lợi của nhà đầu tư bên ngoài sẽ không được bảo đảm. Kết quả là hoạt động thu hút vốn đầu tư từ bên ngoài bị kìm hãm và không phát triển được thị trường chứng khoán. Điều này cũng phần nào lý giải khi nhiều công ty cổ phần có các cá nhân chiếm cổ phần chi phối không muốn tham gia vào thị trường chứng khoán. Về phía sở hữu nhà nước, đây cũng là nguyên nhân gây ra sự chậm trễ trong cổ phần hóa, và khó khăn của việc tiếp tục bán tài sản nhà nước trong các công ty đã cổ phần hóa cũng như việc niêm yết của các công ty đã cổ phần hóa trên thị trường chứng khoán trong thời gian vừa qua.

### 3. Pháp luật và bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư?

Luật pháp đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra nền tảng liên quan tới bảo vệ

quyền lợi nhà đầu tư. La Porta (1998) đã chứng minh rằng, sự khác biệt về mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư giữa các quốc gia có thể được giải thích bởi sự khác biệt về vai trò của hệ thống pháp luật của các quốc gia này. Nguồn gốc của hệ thống pháp luật cũng đóng vai trò quan trọng liên quan tới bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Tại các quốc gia theo hệ thống

luật thông thường (common law) như Anh, Mỹ thường có mức độ bảo vệ nhà đầu tư cao hơn so với các quốc gia theo hệ thống luật dân sự (civil law) như Pháp, Đức. Mối quan hệ giữa vai trò của hệ thống pháp luật, bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư và sự phát triển thị trường chứng khoán được thể hiện qua sơ đồ sau:



Hiệu quả của hệ thống pháp luật trong bảo vệ quyền lợi cổ đông thể hiện ở hai khía cạnh. Thứ nhất là mức độ đầy đủ của các luật định, và thứ hai là hiệu lực của pháp luật. Mức độ hiệu lực của pháp luật thường có mối quan hệ tỷ lệ thuận với phát triển kinh tế. Tại các nước có nền kinh tế càng phát triển thì việc chấp hành luật pháp của người dân càng cao. Tính đầy đủ của pháp luật thể hiện ở mức độ “có hay không” các quy định về bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Liên quan tới bảo vệ quyền lợi cổ đông, các tiêu chí thường liên quan tới vấn đề công khai thông tin, quyền bầu cử của cổ đông, quyền triệu tập đại hội cổ đông và quan trọng nhất là việc ngăn chặn các hành vi tư lợi cá nhân của những người quản trị, điều hành.

Xét từ khía cạnh chính trị trong doanh nghiệp và ảnh hưởng của nó đối với hệ thống pháp luật, trong một công ty cổ phần tồn tại các mâu thuẫn về lợi ích. Nhà đầu tư quan tâm đến lợi nhuận và an toàn vốn đầu tư. Người quản trị, điều hành không đầu tư quan tâm đến lợi ích cá nhân mà mình được hưởng qua quản lý doanh nghiệp. Người lao động quan tâm tới tiền lương và công việc làm ổn định. Xét rộng ra ngoài công ty cổ phần, có các nhóm lợi ích liên quan như các cơ quan quản lý nhà nước, khách hàng, tổ chức xã hội đều có những mục tiêu khác nhau đối với doanh nghiệp. Chính các qui định luật pháp sẽ thể hiện quan điểm của một quốc gia trong cân đối các quyền lợi mâu thuẫn nói trên. Vì vậy, có sự khác biệt khá

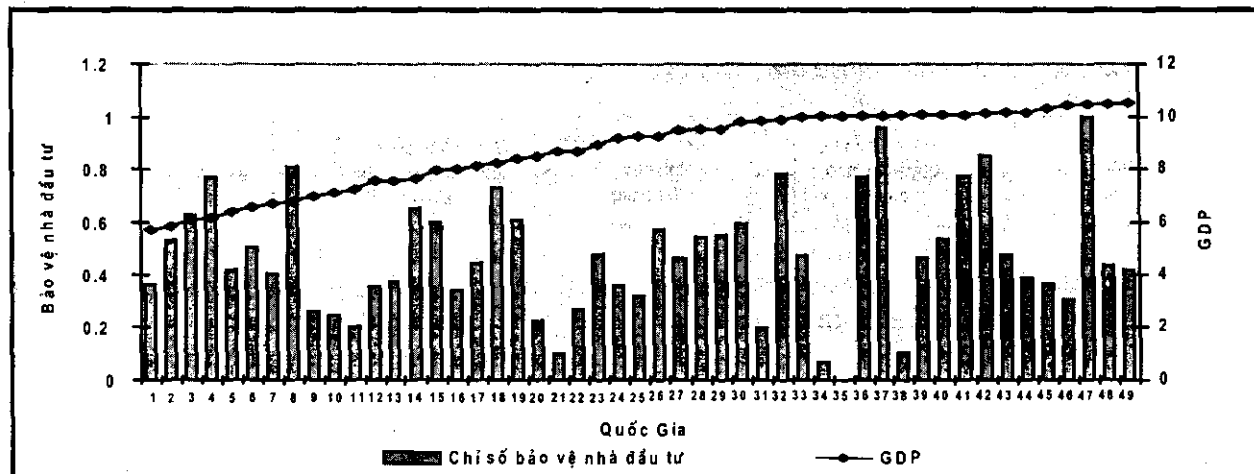
lớn giữa các quốc gia, trong sử dụng công cụ luật pháp để cân đối các quyền lợi mâu thuẫn trên và sự khác biệt này phụ thuộc vào nhóm lợi ích nào đang có ảnh hưởng mạnh nhất trong điều hành nền kinh tế.

Ví dụ tại Mỹ, Anh, Australia, nhóm lợi ích có ảnh hưởng mạnh là các cổ đông. Do vậy, các qui định pháp luật tập trung bảo vệ quyền lợi cổ đông. Tại Đức, Pháp là người lao động và các cổ đông chi phối. Kết quả là quy định pháp luật tại các nước này tập trung bảo vệ quyền lợi người lao động cũng như cổ đông chi phối. Ví dụ tại Đức, có quy định tại các công ty lớn, cán bộ phải chiếm 50% số thành viên HĐQT hoặc các qui định về hạn chế sa thải lao động và tăng cường vai trò của công đoàn. Tại Đức, Pháp, các quy định liên quan tới công khai thông tin cũng rất hạn chế. Các qui định này nhằm bảo vệ lợi ích cá nhân các cổ đông chi phối hoặc các công ty gia đình. Tại Việt Nam, lực lượng trên có thể là các nhà chính trị muốn quản lý nền kinh tế theo quan điểm thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Quan điểm này sẽ ảnh hưởng sâu sắc tới việc cân đối giữa các nhóm lợi ích trên trong doanh nghiệp như thế nào?

Đồ thị sau thể hiện mối quan hệ giữa mức độ phát triển của các quốc gia (thể hiện bằng chỉ số GDP bình quân) và chỉ số về mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư tại 49 quốc gia phát triển nhất. Chỉ số GDP là đường được xếp theo thứ tự tăng dần. Chỉ số về mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư là giá trị các cột tương ứng. Đồ thị này cho thấy

không có mối liên hệ nào giữa sự phát triển của một quốc gia và mức độ bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư tại quốc gia đó. Tại các nước có trình độ phát triển kinh tế tương đương nhau, có thể có mức độ bảo vệ nhà đầu tư

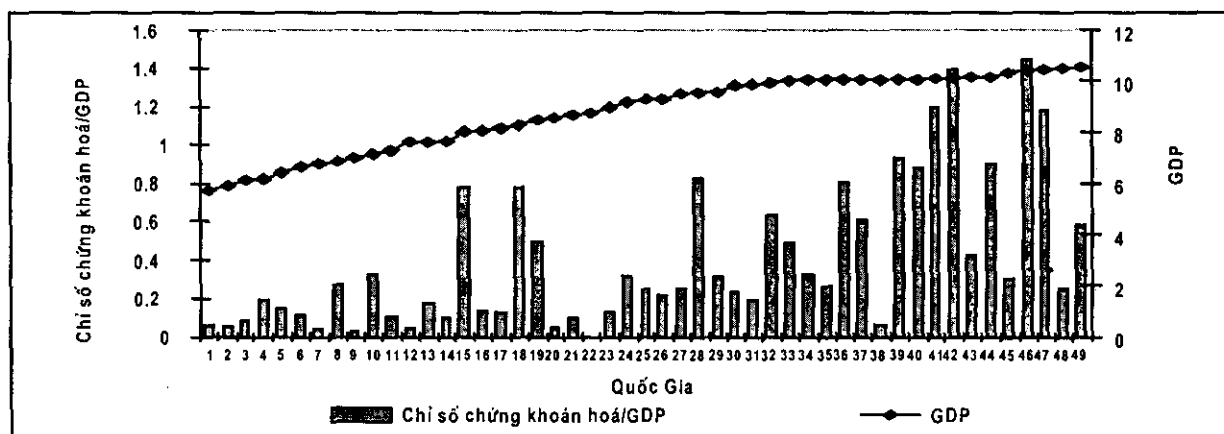
rất khác nhau, vì mức độ bảo vệ nhà đầu tư chịu ảnh hưởng lớn của các lực lượng chính trị trong quốc gia đó trong tác động tới các quy định của hệ thống pháp luật liên quan tới bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư.



Nguồn: Theo số liệu từ điều tra của La Porta (2003)

Đồ thị sau phản ánh mối quan hệ giữa chỉ số chứng khoán hóa (đại diện cho sự phát triển của thị trường chứng khoán) và GDP bình quân. Đồ thị trên cho thấy mối quan hệ không chặt chẽ giữa sự phát triển kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán, đặc biệt tại các quốc gia phát

triển như Anh, Mỹ, Nhật Bản, Australia, Đức, Pháp. Sự khác biệt này đã được giải thích là do sự khác nhau khá lớn trong hệ thống pháp luật liên quan tới bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, dẫn đến kết quả rất khác nhau về mức độ phát triển của thị trường chứng khoán tại các quốc gia.



Nguồn: Theo số liệu từ điều tra của La Porta (2003)

Câu hỏi được đặt ra là luật nào bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư? Khi nhà đầu tư đầu tư vào một doanh nghiệp thì chính Luật Doanh nghiệp điều chỉnh các quan hệ sở hữu trên. Trên nền tảng của Luật Doanh nghiệp là các luật liên quan tới chứng khoán (cho đầu tư cổ phiếu) và các luật tín dụng (cho các hoạt

động cho vay). Các hoạt động tín dụng thường bảo vệ quyền lợi người cho vay như ngân hàng một cách chặt chẽ, do bản thân hoạt động tín dụng có rủi ro thấp hơn đầu tư cổ phiếu, và quan trọng hơn là ngân hàng thường có tiếng nói quyết định về các điều kiện cho vay. Trái lại, các luật liên quan tới

bảo vệ nhà đầu tư cổ phiếu thì thường yếu kém do nhà đầu tư cổ phiếu thường là các cá nhân phân tán, do vậy, tiếng nói của họ không tập trung và đủ trọng lượng hơn tiếng nói của những người điều hành doanh nghiệp, hoặc các ngân hàng trong việc tác động đến các nhà làm luật và giám sát pháp luật, đặc biệt là tại các nước dân chủ xã hội và các nước kinh tế chuyển đổi.

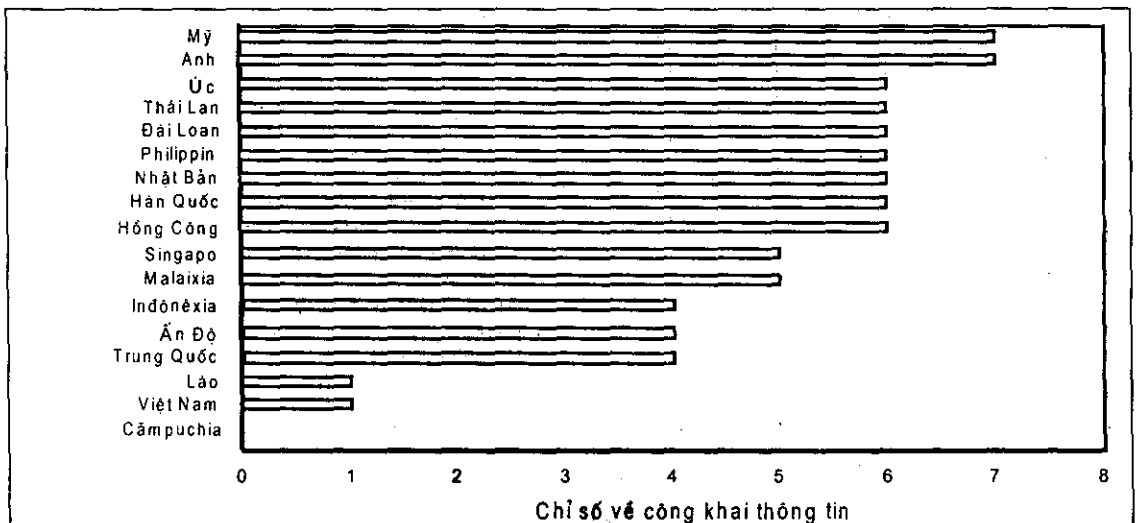
Từ quan điểm trên, chính Luật Doanh nghiệp đóng vai trò nền tảng trong việc đảm bảo thực hiện nhu cầu xã hội về đầu tư vào cổ phiếu của nhà đầu tư và phát hành cổ phiếu của các công ty cổ phần. Xét về khía cạnh này thì Luật Chứng khoán và Thị trường chứng khoán chỉ là các công cụ để triển khai thực hiện các nhu cầu trên. Thị trường chứng khoán chỉ có thể phát triển được trên nền tảng này, vì thị trường chứng khoán là nơi tốt nhất để đáp ứng nhu cầu đầu tư và kêu gọi đầu tư qua hình thức cổ phiếu nêu trên. Khi Luật Doanh nghiệp còn có nhiều tồn tại liên quan tới bảo vệ quyền lợi cổ đông thì Luật Chứng khoán và Thị trường chứng khoán mặc dù hoàn thiện như thế nào, cũng khó có thể làm cho thị trường chứng khoán phát triển được.

**4. Hoàn thiện của hệ thống pháp luật Việt Nam liên quan tới bảo vệ quyền lợi cổ đông?**

Hệ thống pháp luật hiện nay đã làm gì để thực hiện bảo vệ quyền lợi cổ đông? Những tranh chấp gần đây liên quan tới quyền lợi của cổ đông tại các công ty cổ phần và hoạt động tư lợi cá nhân tràn lan của người quản trị, điều hành đã cho thấy những đánh giá của các tổ chức quốc tế về bảo vệ quyền lợi cổ đông tại Việt Nam còn yếu kém không phải là không có cơ sở. Sự phát triển chậm trễ của thị trường chứng khoán Việt Nam là hậu quả tất yếu từ những yếu kém liên quan tới vấn đề bảo vệ quyền lợi cổ đông. Các yếu kém đó bao gồm:

**+ Về minh bạch thông tin**

Yêu cầu quan trọng nhất để bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư là thông tin phải chính xác và minh bạch vì qua đó, nhà đầu tư có thể đánh giá được đúng và kịp thời kết quả đầu tư và các chi phí liên quan. Theo đánh giá của World Bank, nếu thang điểm đánh giá mức độ công khai thông tin qua điều tra môi trường kinh doanh tại 157 quốc gia là từ 1 tới 7 (càng cao thì càng minh bạch) thì Việt Nam được xếp hạng 1, thấp hơn tất cả các nước trong khu vực trừ Campuchia (hạng 0). Chỉ số của một số nước khác như Malaixia (hạng 5), Thái Lan (6), Đài Loan (6), Indônêxia (4), Trung Quốc (4), Singapo (5), Ấn Độ (4). Đồ thị sau thể hiện quan hệ so sánh về chỉ số nói trên tại một số quốc gia:

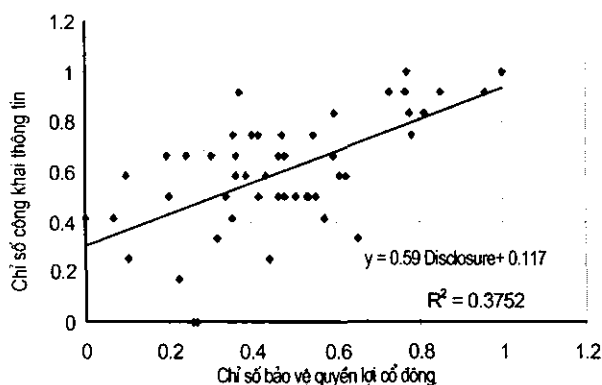


Nguồn: Theo số liệu của World Bank, trích từ World Indicators 2005.

Đồ thị sau thể hiện mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa các chỉ số về công khai thông tin

và chỉ số về bảo vệ quyền lợi cổ đông. Đồ thị nói lên rằng giữa công khai thông tin và bảo

vệ quyền lợi cổ đông có một mối quan hệ chặt chẽ.



Nguồn: Theo số liệu từ điều tra của La Porta (Porta et al., 2003).

Các qui định về công khai thông tin vẫn còn rất hạn chế trong Luật Doanh nghiệp hiện nay. Thông tin tài chính hàng năm của doanh nghiệp chỉ cần báo cáo cơ quan chức năng và không cần kiểm toán. Luật Doanh nghiệp cũng không qui định phải gửi cho nhà đầu tư các kết quả kinh doanh. Các quyền của nhà đầu tư trong việc tìm hiểu thông tin của doanh nghiệp cũng không được qui định rõ ràng. Đặc biệt yêu cầu về công khai thông tin liên quan tới các giao dịch liên quan tới lợi ích cá nhân của người quản trị, điều hành hoàn toàn không có. Các tồn tại trên cho thấy, việc các tổ chức đánh giá rất thấp Việt Nam trong vấn đề công khai thông tin là hoàn toàn có cơ sở.

**+ Về quyền của các cổ đông thiểu số trong các công ty cổ phần**

Cổ đông thiểu số là lực lượng nòng cốt cho huy động vốn từ công chúng đầu tư và phát triển thị trường chứng khoán. Quyền lợi của cổ đông thiểu số hiện nay không được đảm bảo chặt chẽ do thiếu hụt của pháp luật cũng như thực thi luật pháp. Ví dụ, theo Luật Doanh nghiệp của Australia, cổ đông cá nhân chiếm 5% vốn cổ phần hoặc 100 cổ đông cá nhân đều có quyền yêu cầu HĐQT triệu tập họp đại hội cổ đông với mọi lý do hợp lý. Trong vòng 21 ngày, nếu HĐQT không triệu tập họp đại hội cổ đông, nhóm

cổ đông đại diện hơn 50% vốn cổ phần có quyền tổ chức họp đại hội cổ đông và ra các biểu quyết có thể liên quan tới thay thế thành viên HĐQT.

Tuy nhiên tại Việt Nam, trường hợp tranh chấp của nhóm cổ đông chiếm 53% cổ phần tại một công ty cổ phần khách sạn tại Hải Phòng (theo Vneconomy 10-7-2005) cho thấy các quyền này khó có thể thực hiện theo qui định hiện nay. Nhóm cổ đông nói trên chỉ được đưa yêu cầu họp đại hội cổ đông khi có bằng chứng về sự sai phạm của HĐQT, người điều hành. Việc yêu cầu phải đưa ra các bằng chứng về sự sai phạm của thành viên HĐQT từ phía cổ đông có thể là không hợp lý, do cổ đông không có nghĩa vụ và nghiệp vụ điều tra. Quy định này đã cản trở nhóm cổ đông thực hiện quyền của mình. Theo thông lệ của những nước theo hệ thống luật thông thường như Australia, trong trường hợp này, thành viên HĐQT phải tự đưa các bằng chứng chứng minh sự trong sạch của mình. Quy định trên cũng cản trở quá trình sáp nhập, thôn tính giữa các nhà đầu tư, làm cản trở quá trình phân bố các nguồn lực một cách có hiệu quả nhất của nền kinh tế thị trường.

Cơ cấu sở hữu quá tập trung tại các công ty cổ phần (vốn nhà nước hoặc tư nhân) cộng với sự giám sát pháp luật lỏng lẻo đã tạo điều kiện cho các cổ đông chi phối xem nhẹ quyền lợi của các cổ đông nhỏ. Do vậy, mặc dù Luật Doanh nghiệp có một số quy định về quyền của cổ đông, tuy nhiên không mấy khi các cổ đông nhỏ được tạo điều kiện thực hiện các quyền tối thiểu, ví dụ không được thông tin về kết quả kinh doanh, không được thông tin về việc họp đại hội cổ đông, không được thực hiện quyền bỏ phiếu hoặc đại diện của mình.

**+ Về hạn chế hành động tư lợi của người điều hành, cổ đông chi phối**

Quy định luật pháp hiện nay chưa kiểm soát được hành vi kinh doanh tư lợi của người đại diện. Ví dụ việc bán sản phẩm, mua thiết bị, nguyên vật liệu, bán cổ phiếu



không đúng giá thị trường, tiết lộ bí mật kinh doanh với các cá nhân, công ty có quyền lợi gắn kết lãnh đạo công ty vẫn chưa được coi là phạm pháp. Những quy định liên quan tới ngăn chặn hành động giao dịch nội gián của thành viên HĐQT, người điều hành, mặc dù mới chỉ được đề cập rất chung chung trong nghị định chứng khoán, tuy nhiên, vẫn không có trong Luật Doanh nghiệp hiện hành và còn thiếu hụt ngay cả trong dự thảo Luật Doanh nghiệp sửa đổi hiện nay.

Trong các công ty cổ phần mà nhà nước chiếm cổ phần chi phối, khả năng xảy ra "giao dịch nội gián" hoặc "thờ ơ hợp lý" của cá nhân người điều hành, đại diện sở hữu nhà nước rất dễ xảy ra hơn. Nguyên nhân là do người điều hành sẽ không có động lực quản lý tài sản của xã hội như quản lý tài sản cá nhân của mình và không bị thôi thúc bởi mục tiêu sống còn về tối đa hóa lợi nhuận. Tình trạng này làm cho rủi ro đầu tư của các tư nhân thiểu số vào công ty tăng lên. Rõ ràng, khi tư nhân góp vốn với một đối tác mà hiệu quả kinh doanh không phải là tâm huyết sống còn, và đối tác đó lại có vai trò quyết định, trong khi công ty cần phải cải tổ toàn diện, rủi ro tài chính đối với tư nhân thiểu số sẽ tăng lên. Do vậy, tỷ lệ cổ phần khống chế (trên 51%) của nhà nước sẽ không khuyến khích chủ doanh nghiệp quan tâm bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư tại các công ty cổ phần kinh doanh vì lợi nhuận.

### **+ Về việc giám sát và thực hiện pháp luật**

Việc giám sát thực hiện pháp luật được dựa vào toà án về các tổ chức kinh tế, xã hội. Theo kết quả điều tra về hành vi của các chủ doanh nghiệp tư nhân khi có các tranh chấp kinh tế tại Việt Nam, toà án chưa được các doanh nghiệp coi là cơ quan hữu hiệu để giải quyết các tranh chấp và mâu thuẫn (McMillan & Woodruff, 1999). Chỉ có 2% số các doanh nghiệp được điều tra cho rằng sẽ sử dụng toà án khi có tranh chấp. Con số này thấp xa so với khoảng 50% tại các nước

Đông Âu cũ (Christopher et al., 1999).. Khi có tranh chấp, các chủ doanh nghiệp thường kiên trì sử dụng các quan hệ và biện pháp cá nhân chứ không dùng toà án. Sự thiếu tin tưởng nói trên thể hiện sự yếu kém về hiệu lực của hệ thống pháp luật hiện nay.

Các phương tiện thông tin đại chúng đóng vai trò tích cực trong tạo áp lực dư luận để doanh nghiệp tuân thủ pháp luật. Các tổ chức kinh tế có động lực theo dõi, giám sát hoạt động doanh nghiệp và cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư như công ty chứng khoán (tư vấn niêm yết), quỹ đầu tư, công ty xếp hạng cũng chưa phát triển. Tuy nhiên, trong điều kiện thông tin không minh bạch và doanh nghiệp bị chi phối bởi các cá nhân (hoặc nhà nước) là cổ đông chi phối, vai trò của thông tin đại chúng cũng như hoạt động của các công ty nói trên đã bị hạn chế.

Vấn đề nguồn gốc của hệ thống pháp luật cũng có những ảnh hưởng tới việc giám sát và thực hiện pháp luật. Hệ thống pháp luật Việt Nam chịu ảnh hưởng của hệ thống Luật Dân sự. Đặc điểm có hệ thống này là toà án không độc lập và Luật được ban hành bởi cơ quan lập pháp. Để xét xử, toà án hoàn toàn phải dựa vào các quy định đã được ban hành. Do vậy, người quản trị, điều hành có thể yên tâm có các hành vi tư lợi đối với các vấn đề chưa được qui định. Toà án trong hệ thống luật thông thường có quyền độc lập và dựa trên các nguyên tắc chung để đưa ra các phán quyết, dù phán quyết đó chưa hề được qui định trước đây. Do vậy, những người có ý định thực hiện hành vi tư lợi lo sợ về quyền tự do phán quyết này của toà mà không dám thực hiện hành vi tư lợi (Porta et al., 1997).

### **+ Sự chênh lệch về bảo vệ quyền lợi cổ đông của các qui định chứng khoán và Luật Doanh nghiệp**

Một số nghiên cứu đã cho thấy các cổ đông chi phối, người điều hành sẽ không muốn tham gia thị trường chứng khoán do muốn duy trì quyền kiểm soát cá nhân đối

với công ty trong điều kiện thông tin không minh bạch (Dyck & Zingales, 2004). Sự chênh lệch lớn nhất hiện nay là các quy định liên quan tới công khai thông tin giữa hai hệ thống quy định. Các thông tin tài chính của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán phải được kiểm toán và công khai tới công chúng (không chỉ cổ đông). Chênh lệch lớn thứ hai là vai trò của các công ty chứng khoán, quản lý quỹ đầu tư trong giám sát các công ty niêm yết. Các công ty này có động lực theo dõi sát sao các hoạt động của công ty niêm yết và cung cấp thông tin cho nhà đầu tư. Hành động trên của các công ty này gián tiếp thúc đẩy các công ty niêm yết phải tuân thủ pháp luật và đề cao chủ trương bảo vệ quyền lợi cổ đông. Chênh lệch thứ ba là vai trò của Ủy ban chứng khoán trong theo dõi kiểm soát hoạt động của các công ty niêm yết. Rõ ràng các áp lực trên là nhằm tăng cường tính minh bạch, và là cơ chế đảm bảo công ty niêm yết phải tôn trọng lợi ích của nhà đầu tư bên ngoài.

Đối với các doanh nghiệp đang hoạt động trong môi trường Luật Doanh nghiệp, quyền kiểm soát cá nhân đối với công ty trong điều kiện công ty niêm yết như trên sẽ giảm sút và người quản trị, điều hành các công ty sẽ có xu hướng muốn hoạt động trong môi trường lỏng lẻo về bảo vệ quyền lợi cổ đông và duy trì được lợi ích cá nhân trong kiểm soát công ty hơn là đăng ký niêm yết trên thị trường với mục tiêu chỉ là thu hút được nguồn vốn đầu tư vào sở hữu. Sự lựa chọn này của các công ty cổ phần hiện nay là hợp lý và điều đó lý giải tại sao có rất ít công ty tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam, gồm cả công ty vốn tư nhân chi phối hay vốn Nhà nước chi phối.

\*

\* \*

Quan điểm tăng cường đổi mới trong hệ thống pháp luật liên quan tới bảo vệ quyền lợi cổ đông, qua đó thúc đẩy sự phát triển bền vững của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng có thể

phù hợp trong điều kiện Việt Nam hiện nay. Thực chất nguyên nhân doanh nghiệp “ngại” phải công khai thông tin có nguồn gốc sâu xa từ việc ai là sở hữu và cơ cấu sở hữu của công ty cũng như vấn đề lợi ích cá nhân trong kiểm soát công ty. Quan điểm khác cho rằng, thị trường chứng khoán thiếu các “nhà đầu tư chuyên nghiệp” cũng chưa hẳn đúng khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp thực sự hiện vẫn còn đang lo ngại về bảo vệ quyền lợi cổ đông trong các công ty cổ phần, và chưa muốn tham gia vào thị trường này. Sự phát triển thị trường chứng khoán phải dựa trên nhu cầu xã hội về đầu tư vào cổ phiếu và huy động vốn qua hình thức phát hành cổ phiếu. Nhu cầu này sẽ phát triển tự nhiên tại các công ty chưa niêm yết trên nên tăng pháp luật bảo vệ hiệu quả quyền lợi cổ đông. Thành công trong việc thu hút vốn cổ phần từ các nhà đầu tư bên ngoài của các công ty cổ phần đang hoạt động trong môi trường Luật Doanh nghiệp là điều kiện nền tảng, khuyến khích các doanh nghiệp này tiếp bước vào thị trường chứng khoán Việt Nam./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Christopher, W., John, M. and H., J. S. (1999), Contract Enforcement in Transition, *CEPR Discussion Paper Series Number 2081*. <http://ssrn.com/abstract=155096>,
- Dyck, A. and Zingales, L. (2004), Private Benefits of Control: A International Comparison, *The Journal of Finance*, LIX, 537-599,
- La Porta. R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155, Retrieved 15 January, 2005, from Science Direct Database.
- McMillan, J. and Woodruff (1999), Dispute Prevention without Courts in Vietnam, *Journal of Law, Economics and Organization*, 15(3), 637-658,
- Porta, R. L., F., L.-D.-S. and Shleifer, A. (2003), What works in Securities Laws, *NBER Working Paper Series, Working paper 9882*,
- Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997), Legal Determinants of External Finance, *Stable URL*, 52, pp. 1131-1150, Retrieved 11 January 2005, from <http://links.jstor.or> Database.