

## Những bất cập của Luật Chứng khoán và kiến nghị giải pháp hoàn thiện

Lê Thị Thu Thủy\*

*Khoa Luật, Đại học Quốc gia Hà Nội,  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 06 tháng 8 năm 2010

**Tóm tắt.** Luật Chứng khoán (CK) được Quốc hội Việt Nam thông qua ngày 29/6/2006, có hiệu lực thi hành từ ngày 01/1/2007 đã góp phần tạo môi trường minh bạch cho hoạt động kinh doanh, đầu tư CK, đã phản ánh được thực tiễn và sự vận động của thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, bước đầu tiếp cận với thông lệ quốc tế, nhằm bảo vệ tối đa quyền và 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 thị trường vốn quốc tế và khu vực. Luật CK là cơ sở pháp lý vững chắc cho hoạt động của TTCK ở Việt Nam trong hơn hai năm qua. Tuy nhiên, trong giai đoạn từ nay đến năm 2012 - giai đoạn hoàn thiện các chính sách, pháp luật về TTCK để đảm bảo lộ trình thực hiện các cam kết của Việt Nam trong lĩnh vực dịch vụ chứng khoán khi gia nhập WTO, việc mở cửa thị trường dịch vụ CK hoàn toàn vào năm 2012 (Việt Nam cho phép thành lập công ty CK 100% vốn nước ngoài và chi nhánh của công ty CK nước ngoài tại Việt Nam để cung cấp dịch vụ CK) đòi hỏi phải có những chỉnh sửa nhất định đối với Luật CK. Ngoài ra, trong quá trình thực thi, Luật CK cũng bộc lộ những hạn chế nhất định. Thêm vào đó, sau một thời gian hoạt động, TTCK cũng có những bước phát triển mới, đòi hỏi phải bổ sung các qui định của pháp luật cho phù hợp với thực tiễn của thị trường. Điều này cho thấy việc hoàn thiện pháp luật về CK nói chung, Luật CK nói riêng là cần thiết, nhằm tạo cơ sở pháp lý bình đẳng, tạo môi trường đầu tư thông thoáng cho các nhà cung cấp dịch vụ CK nước ngoài tại Việt Nam, tạo điều kiện để TTCK Việt Nam vận hành theo những chuẩn mực quốc tế, đảm bảo tính công khai, minh bạch, nâng cao năng lực quản lý, giám sát TTCK. Bài viết trình bày về các bất cập của Luật CK và đưa ra các kiến nghị giải pháp để sửa đổi Luật này.

TTCK là “bộ mặt” của mỗi quốc gia phát triển. Nhìn vào TTCK của một nước, người ta có thể đánh giá sự tăng trưởng của nền kinh tế quốc gia đó. TTCK tự thân đã khẳng định là một bộ phận cấu thành không thể thiếu của nền kinh tế thị trường, là đòn bẩy kích thích đầu tư và sự tăng trưởng kinh tế. TTCK muốn phát triển không thể thiếu sự can thiệp của công

quyền. Bên cạnh đó, TTCK là thị trường đặc biệt, là nơi phát hành, chuyển nhượng, mua bán, CK nhằm mục tiêu lợi nhuận. TTCK là nơi thể hiện rõ nét nhất các qui luật của nền kinh tế thị trường. Qui luật cạnh tranh, qui luật cung cầu đã tạo ra sự sôi động của TTCK, tạo lợi nhuận khổng lồ cho những ai biết cách và may mắn khi đầu tư CK. Sự tham gia của các chủ thể trên thị trường này cũng rất đa dạng, muôn màu, muôn vẻ. Từ nhà nước, các cấp chính quyền đến người dân, các nhà đầu tư chuyên nghiệp

\* ĐT: 84-4-37548516.

E-mail: [lethuthuy70@gmail.com](mailto:lethuthuy70@gmail.com)

cũng như không chuyên nghiệp đều có thể tham gia TTCK với mục tiêu, lợi ích hướng tới khác nhau. Vì vậy *câu chuyện dung hòa lợi ích* luôn được đặt ra. Nhà nước dù tham gia trên thị trường nào đi chăng nữa thì mục tiêu lợi nhuận không được đặt ra trực tiếp, mà chủ yếu để thực hiện các nhiệm vụ, chính sách của nhà nước trong giai đoạn nhất định. Còn người dân, các nhà đầu tư thì lại lấy mục tiêu lợi nhuận đặt lên hàng đầu và hoạt động trên nguyên tắc “mạnh ai người nấy thắng”. Và vì mục tiêu lợi nhuận họ có thể thực hiện các hành vi trái pháp luật, trái với qui luật của thị trường, xâm phạm tới quyền và lợi ích hợp pháp của chủ thể khác, của cộng đồng, đi ngược với đường lối, định hướng của nhà nước. Bên cạnh đó, trong số các chủ thể tham gia TTCK, các nhà đầu tư chuyên nghiệp lại có những lợi thế lớn trong việc tiếp cận, phân tích thông tin, tìm hiểu thị trường vì vậy dễ dàng tạo ra *sự bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư* chuyên nghiệp và không chuyên nghiệp, những nhà đầu tư cá nhân và những nhà đầu tư là tổ chức trong việc tiếp cận các thông tin về TTCK, dựa vào đó mà nhà đầu tư ra quyết định mua, bán CK. Đặc biệt, TTCK là thị trường nơi diễn ra các giao dịch hoàn toàn trên cơ sở thông tin tiếp cận được của các chủ thể. Vì vậy, những tin đồn thất thiệt, những thông tin giả mạo, thông tin không kịp thời, không đầy đủ đều tác động trực tiếp đến quyết định giao dịch CK và lợi nhuận của nhà đầu tư. TTCK như đã nói là thị trường của những thông tin, có tính phản ứng dây chuyền, tác động mạnh đến tâm lý của nhà đầu tư. Một vụ lừa đảo CK hoặc báo cáo lỗ thành lãi (VD, BBT - công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết) gây hiệu ứng tâm lý và dễ dàng làm cho TTCK “chao đảo”. Thêm vào đó, cơn sốt tài chính, các vụ đổ bể phá sản ngân hàng cũng là một trong những nguyên nhân làm cho nhà đầu tư không mấy “mặn mà” với các loại thị trường tài chính, trong đó có TTCK. Vì vậy, vấn đề *hạn chế rủi ro trong kinh doanh, đầu tư CK* là vấn đề rất bức thiết, đòi hỏi phải có bàn tay hữu hình, sự can thiệp khéo léo của nhà nước. Hay nói cách khác, muốn có TTCK phát triển thì bản thân nó

không thể tự điều tiết mà luôn cần thiết sự can thiệp của công quyền. Biểu hiện của sự can thiệp này rất đa dạng, các công cụ để nhà nước quản lý TTCK rất khác nhau theo những biến động thăng trầm của thị trường. Tuy nhiên, công cụ hữu hiệu nhất để nhà nước quản lý TTCK là công cụ pháp luật.

Cho đến thời điểm hiện nay, ở Việt Nam đã ban hành rất nhiều văn bản pháp luật về CK, TTCK để điều tiết thị trường, trong đó đặc biệt phải nhấn mạnh đến vai trò của Luật Chứng khoán (được Quốc hội thông qua ngày 29/6/2006, có hiệu lực thi hành từ ngày 01/1/2007). Có thể khẳng định, Luật CK đã góp phần tạo môi trường minh bạch cho hoạt động kinh doanh, đầu tư CK, đã phản ánh được thực tiễn và sự vận động của TTCK Việt Nam, bước đầu tiếp cận với thông lệ quốc tế, nhằm bảo vệ tối đa quyền và 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 thị trường vốn quốc tế và khu vực. Luật CK là cơ sở pháp lý vững chắc cho hoạt động của TTCK ở Việt Nam trong hơn hai năm qua. Tuy nhiên, trong giai đoạn từ nay đến năm 2012 – giai đoạn hoàn thiện các chính sách, pháp luật về TTCK để đảm bảo lộ trình thực hiện các cam kết của Việt Nam trong lĩnh vực dịch vụ chứng khoán khi gia nhập WTO, việc mở cửa thị trường dịch vụ CK hoàn toàn vào năm 2012 (Việt Nam cho phép thành lập công ty CK 100% vốn nước ngoài và chi nhánh của công ty CK nước ngoài tại Việt Nam để cung cấp dịch vụ CK) đòi hỏi phải có những chỉnh sửa nhất định đối với Luật CK. Ngoài ra, TTCK Việt Nam còn tham gia hội nhập quốc tế về thị trường vốn thông qua quá trình tự do hóa dịch vụ tài chính khu vực ASEAN, Hội nhập đa phương thông qua việc tăng cường vị thế của Việt Nam trong quan hệ với các tổ chức quốc tế, thực hiện các nội dung chủ yếu của những nguyên tắc IOSCO đối với cơ quan quản lý TTCK, các tổ chức trung gian trên thị trường, các sở giao dịch CK. Đặc biệt, trong quá trình thực thi, Luật CK cũng bộc lộ những hạn chế nhất định. Thêm vào đó, sau một thời gian hoạt

động, TTCK cũng có những bước phát triển mới, đòi hỏi phải bổ sung các qui định của pháp luật cho phù hợp với thực tiễn của thị trường. Điều này cho thấy việc hoàn thiện pháp luật về CK nói chung, Luật CK nói riêng là cần thiết, nhằm tạo cơ sở pháp lý bình đẳng, tạo môi trường đầu tư thông thoáng cho các nhà cung cấp dịch vụ CK nước ngoài tại Việt Nam, tạo điều kiện để TTCK Việt Nam vận hành theo những chuẩn mực quốc tế, đảm bảo tính công khai, minh bạch, nâng cao năng lực quản lý, giám sát TTCK.

### ***Thứ nhất, về phạm vi điều chỉnh của Luật Chứng khoán***

Luật CK hiện hành qui định về hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Các hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ được điều chỉnh bởi Luật Doanh nghiệp và các luật khác có liên quan. Tuy nhiên, hiện Luật Doanh nghiệp của Việt Nam cũng chưa có qui định cụ thể về vấn đề này. Vì vậy, việc quản lý hoạt động chào bán CK riêng lẻ rất khó thực hiện. Các nhà đầu tư mua bán cổ phiếu được phát hành riêng lẻ có thể gặp rủi ro nhiều hơn so với mua cổ phiếu của các công ty chào bán ra công chúng vì các công ty chào bán riêng lẻ không chịu sự kiểm soát chặt chẽ từ phía cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực CK và TTCK, mức độ công khai thông tin hạn chế, độ minh bạch trong các thông tin công bố không đảm bảo, có thể lừa đảo khách hàng. Trong khi đó, TTCK là thị trường thông tin, dựa vào thông tin mà nhà đầu tư quyết định mua, bán chứng khoán. Vì vậy, để bảo vệ tối đa quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư CK nói chung, *cần thiết sửa đổi Luật CK theo hướng qui định cả hoạt động chào bán riêng lẻ và chào bán ra công chúng*, tạo sự thống nhất trong việc quản lý các hoạt động chào bán CK, giúp cơ quan quản lý TTCK thực hiện chức năng nhiệm vụ của mình trong việc giám sát, cưỡng chế thực thi và xử lý các vi phạm về CK, TTCK. Luật CK cần đưa ra khái niệm về chào bán CK riêng lẻ, các nguyên tắc, trình tự, thủ

tục, qui định về hồ sơ chào bán riêng lẻ, cơ chế giao dịch CK, chế tài xử phạt khi vi phạm.

Ngoài ra, Luật CK cũng cần có những qui định bổ sung về chào bán, niêm yết CK của các doanh nghiệp nước ngoài trên TTCK Việt Nam và hoạt động đầu tư của các DN trong nước trên TTCK nước ngoài. Hiện nay, trong bối cảnh mở cửa và hội nhập quốc tế, sự tham gia của các DN nước ngoài trên các thị trường trong nước, trong đó có TTCK là điều tất yếu, nhằm khơi thông nguồn vốn đầu tư, tranh thủ tối đa các nguồn vốn ngoại, tạo sự luân chuyển vốn nhịp nhàng giữa các thị trường tài chính các quốc gia, trên cơ sở đó các doanh nghiệp trong nước có thể học hỏi được kinh nghiệm nước ngoài trong đầu tư, công nghệ, quản trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, trong thời gian qua rất nhiều các doanh nghiệp Việt Nam muốn niêm yết CK trên TTCK nước ngoài (TTCK Singapor, Hàn Quốc, Mỹ, Anh...). Luật pháp các nước cũng khuyến khích các DN Việt Nam tham gia niêm yết chéo, đặc biệt là luật pháp của các nước trong khối ASEAN. Chính vì vậy, Luật CK Việt Nam cần có hướng dẫn cụ thể về vấn đề này, cần xây dựng hệ thống tiêu chí quản lý, giám sát đối với hoạt động niêm yết chéo giữa TTCK trong nước và nước ngoài. Đặc biệt, pháp luật cần tính tới sự khác biệt trong hệ thống giao dịch, hệ thống thanh toán bù trừ, lưu ký chứng khoán.

Kinh nghiệm lập pháp về TTCK ở một số nước trên thế giới cho thấy, phạm vi điều chỉnh của Luật CK rất rộng. Ví dụ: Điều 1 Luật CK Trung Quốc qui định bao gồm tất cả các hành vi phát hành và giao dịch CK, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư, duy trì trật tự kinh tế xã hội và lợi ích chung của xã hội, thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa [1]. Luật CK Nhật Bản cũng có những qui định tương đồng như vậy: “Nhằm mục đích tăng cường sự quản lý có hiệu quả nền kinh tế và bảo vệ người đầu tư, Luật này nhằm đảm bảo sự công bằng trong việc phát hành, mua và bán, hoặc của các hình thức giao dịch khác về CK cũng như tạo điều kiện thuận lợi cho việc kinh doanh CK” [2].

### **Thứ hai, về mô hình cơ quan quản lý thị trường chứng khoán**

Điều 8 Luật CK đã khẳng định rõ: Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính có những nhiệm vụ, quyền hạn nhất định trong việc quản lý Nhà nước về CK, 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 (UBCK) 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 CK, 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*”.

Thêm vào đó, kinh nghiệm các nước cho thấy, mỗi nước luật về CK đều có qui định về cơ quan quản lý TTCK nhằm đảm bảo cho TTCK hoạt động tuân thủ pháp luật, công bằng

và hiệu quả. Thực tế cho thấy, bất kỳ nền kinh tế thị trường phát triển nào cũng cần có sự điều tiết của Nhà nước. Mức độ và phạm vi điều tiết phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường. Lịch sử tồn tại và phát triển TTCK đã chứng kiến nhiều mô hình tổ chức cơ quan quản lý nhà nước về TTCK: cơ quan quản lý chuyên trách, độc lập, chịu sự chỉ đạo trực tiếp của Quốc hội hoặc Chính phủ (Như Mỹ, Đức, Canada, Ba Lan, Trung Quốc); cơ quan quản lý nhà nước trực thuộc một bộ, ngành (thường là trực thuộc Bộ Tài chính hay Ngân hàng Trung ương như hiện nay ở Đài Loan, Việt Nam, trước đây ở Anh, Nhật Bản, Indonexia) hoặc độc lập một cách tương đối (không trực thuộc bộ, ngành khác nhưng các quyết định quan trọng về TTCK lại do bộ, ngành khác quyết định như hiện nay ở Nhật Bản, Hàn Quốc hoặc cũng có thể do nhiều cơ quan đảm nhiệm (mỗi cơ quan phụ trách một lĩnh vực nhất định như trước đây ở Trung Quốc). Tuy nhiên, mô hình cơ quan quản lý chuyên trách, độc lập, chịu sự chỉ đạo trực tiếp của Quốc hội hoặc Chính phủ được các nước ưa chuộng hơn cả do có nhiều ưu điểm, đảm bảo được tính độc lập, linh hoạt, mềm dẻo trong việc điều tiết thị trường. Ví dụ, theo Luật Giao dịch CK năm 1934, UBCK Mỹ (SEC) được thành lập năm 1934 là cơ quan quản lý chuyên trách, độc lập, có quyền lực cao nhất trong việc quản lý TTCK Mỹ. Chức năng chính của SEC là ban hành các qui chế, qui định về TTCK, có quyền thanh tra, kiểm tra và truy tố các tổ chức kinh doanh CK vi phạm luật; cấp hoặc thu hồi giấy phép đối với các Sàn Giao dịch chứng khoán (SGDCK), công ty môi giới, các nhà giao dịch, công ty đầu tư CK. SEC là cơ quan độc lập với các bộ khác của Chính phủ và chịu sự giám sát của Quốc hội.

### **Thứ ba, về hình thức của Sở giao dịch chứng khoán**

Theo Luật CK, 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, hủy 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, luật cần có qui định cụ thể hơn về cơ chế thanh tra, giám sát hoạt động, xử lý các vi phạm trên Sở.

Đặc biệt, hiện nay Luật CK không qui định rõ về mục tiêu hoạt động của SGDCCK là có lợi nhuận hay không? Mà chỉ qui định về hình thức của SGDCCK là công ty. Trong khi đó pháp luật các nước đều khẳng định tính phi lợi nhuận của SGDCCK (Luật CK Trung Quốc, Luật CK Thái Lan [1]).

Ngoài ra, Luật CK Việt Nam cũng cần có những qui định thật cụ thể về thành lập, tổ chức, cơ chế hoạt động, quyền và nghĩa vụ của Sở, về thành viên trên Sở, về Điều lệ của Sở, các trường hợp giải thể, phá sản SGDCCK, bởi lẽ hiện nay SGDCCK hoạt động như một công ty, vì vậy sự ra đời, tồn tại, phát triển của Sở là câu chuyện tất yếu.

Có thể nói, phụ thuộc vào từng hình thức tổ chức SGDCCK mà có các qui định rất khác nhau về thành lập, quản lý, hoạt động của Sở. Hiện nay, SGDCCK là một công ty TNHH một thành viên, do nhà nước là chủ sở hữu, tuy nhiên mô hình này chỉ thích hợp khi TTCK mới phát triển, nhà đầu tư ít am hiểu về thị trường này, do vậy để hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư, cần thiết sự can thiệp của nhà nước tới thành lập cơ cấu tổ chức, quản trị, điều hành, hoạt động của Sở. *Tuy nhiên, khi TTCK đã ở giai đoạn phát triển nhất định thì việc chuyển đổi hình thức tổ chức của Sở là điều cần thiết, nhằm đảm bảo quyền tự chủ, tự quyết định của Sở, đảm bảo tới*

*đa lợi ích của nhà đầu tư CK. Hiện nay, hầu hết các nước đều có mô hình SGDCCK sở hữu hỗn hợp, tức là được thành lập dưới dạng công ty cổ phần, trong đó có thể có sự tham gia của Nhà nước, các ngân hàng, các công ty chứng khoán thành viên và một số tổ chức, cá nhân khác. Ví dụ, Theo Luật CK Đài Loan, một SGDCCK có thể tổ chức theo hình thức thành viên hoặc công ty. Nếu theo hình thức thành viên thì thành viên của SGD sẽ giới hạn ở các nhà mua bán CK và môi giới CK, số lượng thành viên không được ít hơn 7 (Điều 104 Luật CK Đài Loan). Nếu SGDCCK thành lập theo mô hình công ty thì chỉ được thành lập dưới hình thức một công ty trách nhiệm hữu hạn cổ phần. Cổ phần của SGDCCK mô hình công ty không được niêm yết trên thị trường giao dịch CK tập trung của chính mình hay trên một SGDCCK do bất cứ người nào sở hữu (Điều 124, 127 Luật CK Đài Loan). Vậy theo luật pháp của Đài Loan, SGDCCK có thể được tổ chức dưới hình thức công ty hỗn hợp, trong đó nhà nước tham gia sở hữu 39% và được thông qua hệ thống ngân hàng của Chính phủ, số còn lại là sở hữu của các thành viên và cá nhân - các nhà đầu tư. Việt Nam có thể học hỏi mô hình sở hữu hỗn hợp đối với SGDCCK của Đài Loan, bởi lẽ theo mô hình này, việc tham gia sở hữu của nhà nước đảm bảo cho TTCK luôn được ổn định, giữ vững được định hướng phát triển của nhà nước đối với TTCK và có sự can thiệp kịp thời của Chính phủ trong những điều kiện thị trường không ổn định. Còn việc tham gia sở hữu của các thành phần kinh tế khác sẽ đảm bảo cho thị trường tránh được các yếu tố cứng nhắc trong khâu quản lý, điều hành, bởi mọi quyết định trong quản lý đều được tập thể Hội đồng quản trị ra quyết định, bảo đảm mục tiêu và quyền lợi cho số đông chủ sở hữu.*

#### ***Thứ tư, về tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán***

Điều 33 Luật CK qui định: Ngoài Sở giao dịch chứng khoán và Trung tâm giao dịch chứng khoán, không tổ chức, cá nhân nào được phép tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán.

Vậy hiện nay các cá nhân, doanh nghiệp, các tổ chức khác không phải là Sở giao dịch

chứng khoán (SGDCK), hoặc Trung tâm giao dịch CK (TTGDCK) (do Thủ tướng Chính phủ thành lập) không được phép tự do tổ chức thị trường mua bán, chuyển nhượng CK. Có nhiều quan điểm cho rằng, điều này đã hạn chế quyền tự do kinh doanh của người dân. Bởi lẽ, xét cho cùng các Sở GDCK hay TTGDCK là những cái chợ, nơi mua bán CK theo qui luật cung cầu, hơn nữa bản thân sở hay trung tâm đều là các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Hiện SGDCK T.P Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội đều là các công ty trách nhiệm hữu hạn 1 thành viên, do nhà nước là chủ sở hữu. Theo lộ trình chuyển đổi sở hữu của các SGDCK được khẳng định trong Định hướng chiến lược phát triển TTCK đến 2010 và giai đoạn từ 2011 đến 2020, các SGDCK sẽ được cơ cấu lại thành các công ty đại chúng. Trong khi đó, một trong những biểu hiện rõ nét nhất của quyền tự do kinh doanh là quyền tự do thành lập DN. Vậy nhà nước có nên hạn chế quyền trên của người dân theo cách thức như vậy nữa không?

### ***Thứ năm, về hoạt động phát hành chứng khoán***

Hiện luật pháp của chúng ta đã có những cải cách nhất định, đã tương đối thông thoáng trong việc xác định các điều kiện phát hành chứng khoán ra công chúng. Ví dụ: tại Điều 12 Luật CK quy định 3 điều kiện chào bán cổ phiếu ra công chúng bao gồm: i) Vốn vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán; ii) Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán; iii) Có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

Các doanh nghiệp nếu thỏa mãn các điều kiện này thì có thể nộp hồ sơ tới Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) để đăng ký cấp giấy chứng nhận chào bán CK ra công chúng.

Trên thực tế hiện nay, các doanh nghiệp Việt Nam chào bán CK rất nhiều nhưng việc đăng ký, làm thủ tục tại UBCKNN thì lại rất hạn chế. Trong số 124 trường hợp vi phạm pháp

luật về CK đã được xử phạt năm 2008 thì 94 trường hợp (chiếm 75,8%) là vi phạm các qui định về chào bán CK ra công chúng, về chế độ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng, công ty niêm yết. Hoặc trong số 170 trường hợp vi phạm pháp luật CK năm 2009 thì 130 trường hợp vi phạm bị xử lý (chiếm 76,47%) là vi phạm các qui định về công ty đại chúng, chào bán CK ra công chúng, chế độ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng, công ty niêm yết [3].

Sở dĩ có hiện tượng này phải chăng là do sự thiếu am hiểu pháp luật chứng khoán hay sự cố tình vi phạm luật? Hay cơ quan quản lý về CK gây sách nhiễu phiền hà nên các công ty của chúng ta không mấy mặn mà với thủ tục luật định? Thiết nghĩ quyền tự do kinh doanh của người dân phải trong khuôn khổ pháp luật nhưng pháp luật phải là cơ sở để đảm bảo các quyền của người dân. Các điều kiện phát hành CK rất đơn giản nhưng mô hình quản lý hoạt động phát hành CK của chúng ta lại theo kiểu “nửa doi, nửa chuột”, nửa theo mô hình chất lượng, nửa theo mô hình công bố thông tin. Điều này dẫn tới sự thẩm định, kiểm tra, giám sát các tổ chức phát hành rất phức tạp, nhiều khi làm mất cơ hội kinh doanh của doanh nghiệp. Thêm vào đó, những chế tài xử phạt người có thẩm quyền phạm luật cũng như chế tài đối với các hành vi vi phạm chưa đủ mạnh làm tổn hại đến đời sống kinh doanh của DN, đặc biệt TTCK lại được ví như kênh huy động vốn hữu hiệu của DN. Ví dụ, mức phạt 10.000.000 đ đến 20.000.000 đ là quá thấp đối với tổ chức phát hành, Giám đốc, Kế toán trưởng, người khác có liên quan của tổ chức phát hành lập hồ sơ đăng ký chào bán CK ra công chúng có thông tin sai lệch, gây hiểu lầm hoặc không có thông tin cần thiết theo qui định của pháp luật; Ngược lại, mức phạt tiền từ 1 đến 5 lần khoản thu trái pháp luật đối với tổ chức phát hành chào bán CK ra công chúng khi chưa có Giấy chứng nhận chào bán CK ra công chúng là không khả thi, quá cao, dẫn đến tình trạng trên thực tế không thể thu được (Xem Điều 9 Nghị định 36/2007/NĐ - CP). Pháp luật về hoạt động phát hành CK đã

không tạo điều kiện cho các DN huy động vốn, đặc biệt là các DN vừa và nhỏ trong nền kinh tế.

Kinh nghiệm của các nước trên thế giới cho thấy có hai mô hình quản lý hoạt động phát hành CK: phát hành thông qua việc công bố thông tin (mô hình công bố thông tin) và phát hành tuân theo các điều kiện về phát hành CK (phát hành theo mô hình chất lượng). Theo mô hình thứ nhất (ở các nước có TTCK phát triển như Mỹ, Nhật Bản), qui định về phát hành CK chủ yếu tập trung vào nguyên tắc công bố thông tin mà không dựa vào việc quản lý công ty phát hành hay chất lượng một loại CK cụ thể<sup>(1)</sup>. Pháp luật các nước này qui định tổ chức muốn phát hành CK phải công bố các thông tin cần thiết ra công chúng và chỉ cần đăng ký với cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK. Nội dung thông tin công bố ra công chúng phải đáp ứng được các yêu cầu của pháp luật, các thông tin phải đầy đủ, chính xác, rõ ràng. Tuyệt đối không được có thông tin sai hoặc thông tin bị bỏ sót. Ngoài ra, Luật CK Mỹ yêu cầu các tổ chức phát hành phải gửi kèm thông tin tài chính trong hồ sơ đăng ký, báo cáo định kỳ và các báo cáo khác đệ trình lên Ủy ban CK trước khi phát hành CK ra công chúng [4].

Đối với các nước có TTCK mới nổi (như Trung Quốc, Ba Lan...<sup>(2)</sup>) thường áp dụng chế độ quản lý theo mô hình chất lượng CK phát hành. Các tổ chức muốn phát hành CK ra công chúng phải đáp ứng các điều kiện nhất định về vốn điều lệ tối thiểu tại thời điểm phát hành, về tính liên tục và có lãi trong hoạt động SXKD, về đội ngũ cán bộ quản lý, về phương án sử dụng vốn huy động và phải được cơ quan quản lý Nhà nước về TTCK cấp phép phát hành. Các

điều kiện này đặt ra nhằm tránh tối đa rủi ro cho nhà đầu tư ở giai đoạn đầu phát triển TTCK, khi nhà đầu tư chưa có đủ khả năng tự đánh giá và chưa có nhiều kinh nghiệm trong đầu tư CK. Tuy nhiên, khi thị trường đã phát triển ở một mức độ nhất định thì đây lại là gánh nặng cho cơ quan quản lý, bởi lẽ sẽ có vô vàn doanh nghiệp muốn chào bán ra công chúng, muốn huy động vốn thông qua kênh TTCK và việc thẩm định hồ sơ phát hành là điều không đơn giản. Hơn thế nữa, các điều kiện phát hành cũng “lạc hậu” theo thời gian như điều kiện về vốn 10 tỷ VNĐ. Hiện ở Việt Nam có trường hợp, các doanh nghiệp vốn nhỏ hơn 10 tỷ VNĐ nhưng số lượng cổ đông trên 100 người cũng không đủ điều kiện phát hành CK ra công chúng (đặc biệt là các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa và đã trở thành công ty cổ phần nhưng chưa phải là công ty đại chúng theo qui định của Luật CK); hoặc nhiều doanh nghiệp muốn phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn phục vụ cho hoạt động sản xuất – kinh doanh nhưng do nguồn vốn điều lệ hạn chế (dưới 10 tỷ đồng) nên chưa đủ điều kiện phát hành. Có trường hợp doanh nghiệp đã lách luật bằng cách chặt nhỏ các đợt phát hành thành các đợt phát hành riêng lẻ hoặc ban đầu chỉ phân phối cho dưới 100 cổ đông để không phải tuân thủ qui định của Luật CK nhưng sau đó cho phép chuyển nhượng (chỉ là hình thức, không phải là chuyển nhượng thực sự) và sau đợt phát hành, số cổ đông vẫn là trên 100 người. Vì vậy, đòi hỏi phải có những cải cách nhất định trong việc qui định điều kiện phát hành và hoạt động cấp phép phát hành CK. Trước sự vận động và phát triển của nền kinh tế, nhu cầu huy động vốn thông qua phát hành CK của các doanh nghiệp, *Luật CK cần có sự qui định nhất quán về mô hình quản lý đối với hoạt động phát hành chứng khoán, nên học tập kinh nghiệm của các nước có TTCK phát triển về mô hình quản lý theo chế độ công bố thông tin, nhằm đảm bảo quyền huy động vốn của các DN trong nền kinh tế*. Bên cạnh đó, luật pháp cũng phải qui định rõ những chuẩn mực về công bố thông tin, nhằm giảm thiểu tối đa rủi ro cho nhà đầu tư khi tiếp

<sup>(1)</sup> Điểm (1) Khoản 1 Điều 4 Luật CK Nhật Bản ban hành năm 1992 qui định: việc mua bán CK thông qua lời chào bán công khai mà đối với CK này các thông tin được công khai.

<sup>(2)</sup> Điều 10 Luật CK Trung Quốc qui định: Việc phát hành CK ra công chúng phải phù hợp với các điều kiện của pháp luật và pháp qui hành chính hiện hành và phải được cơ quan giám quản CK của Quốc Vụ viện hoặc bộ ngành được Quốc Vụ viện ủy quyền phê chuẩn hoặc phê duyệt theo pháp luật. Bất kỳ một đơn vị, cá nhân nào đều không được phát hành CK ra công chúng nếu chưa được phê chuẩn hoặc phê duyệt theo pháp luật.

cận thông tin và quyết định mua, bán CK. Các điều kiện về vốn có thể bỏ. Ngoài ra, đối với hoạt động phát hành riêng lẻ cũng nên có những qui định tập trung trong một văn bản pháp luật - Luật CK, tránh hiện tượng tản mát, rất khó kiểm soát. Đối với hoạt động chào bán CK ra công chúng nên rút ngắn thời gian đăng ký chào bán (có thể là 15 ngày - bằng  $\frac{1}{2}$  thời gian hiện nay), tạo sự nhanh nhạy trong huy động vốn và đáp ứng nhu cầu kinh doanh của DN.

### **Thứ sáu, về chào mua công khai**

Hoạt động chào mua công khai được qui định cụ thể trong Điều 32 của Luật CK. Chào mua công khai có thể hiểu là việc một tổ chức hoặc cá nhân (bên chào mua) thông báo công khai ý định mua một số lượng nhất định cổ phần phổ thông của một công ty đại chúng (công ty bị chào mua) theo điều kiện nhất định, trong một thời gian nhất định và bên chào mua không rút lại ý định mua hay thay đổi điều kiện trong suốt thời gian chào mua.

Để bảo vệ quyền lợi của cổ đông nhỏ, luật pháp về CK các nước đều qui định khi mua một số lượng cổ phần tương đối lớn, đủ để chi phối hoặc kiểm soát công ty thì bên mua bắt buộc phải thực hiện phương thức chào mua công khai. Trong trường hợp này, mọi cổ đông không phân biệt lớn nhỏ đều có quyền bán cổ phần với điều kiện như nhau và bên chào mua phải mua cổ phiếu của tất cả mọi người với giá đã chào mua. Khoản 1 Điều 32 Luật CK Việt Nam qui định phải chào mua công khai khi “chào mua cổ phiếu có quyền biểu quyết dẫn đến việc sở hữu từ hai mươi lăm phần trăm trở lên số cổ phiếu đang lưu hành của một công ty đại chúng”. Điều này rất bất hợp lý, bởi lẽ sau khi vượt ngưỡng 25% mà nhà đầu tư muốn mua cổ phần thì đều phải thực hiện chào mua công khai. Việc này gây phiền hà, tốn kém cho doanh nghiệp, không cần thiết. Trong khi đó, Luật CK (tại Điều 29) đã có qui định buộc cổ đông hoặc nhóm cổ đông đang sở hữu từ 5% cổ phần có quyền biểu quyết phải thông báo cho UBCKNN mỗi khi có sự thay đổi trên 1% cổ phần đang sở hữu. Vậy nên chẳng Luật CK sửa đổi theo hướng qui định các ngưỡng sở hữu, mỗi khi

vượt quá ngưỡng đó thì người mua mới phải thực hiện chào mua công khai. Còn trong trường hợp nếu thay đổi sở hữu cổ phiếu dưới ngưỡng thì sẽ được thực hiện theo phương thức mua bán thông thường và chỉ cần *thông báo* cho UBCKNN.

Ngoài ra, theo khoản 2 và 3 Điều 32 Luật CK thì: Tổ chức, cá nhân chào mua công khai cổ phiếu của công ty đại chúng phải gửi đăng ký chào mua đến UBCKNN. Trong thời hạn bảy ngày, kể từ ngày nhận được đăng ký chào mua, UBCKNN phải có ý kiến trả lời bằng văn bản; trường hợp không chấp thuận, thì phải nêu rõ lý do; Việc chào mua công khai chỉ được thực hiện sau khi UBCKNN chấp thuận và đã được tổ chức, cá nhân chào mua công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng trước thời điểm dự kiến thực hiện.

Qui định trên thật thiếu logic! Việc chào mua công khai chỉ cần đăng ký tại UBCKNN nhưng lại chỉ được thực hiện sau khi UBCKNN chấp thuận. Vậy đăng ký ở đây có nghĩa gì? Điều này chẳng khác gì đã “bắt buộc” chào mua công khai nhưng vẫn phải “xin phép”. Nếu UBCKNN từ chối chấp thuận thì phải chăng là đã bật đèn xanh cho bên mua đàm phán, thỏa thuận trực tiếp với người bán - cổ đông hoặc nhóm cổ đông nhất định. Đây là điều tối kỵ trong chào mua công khai vì không bảo vệ được quyền lợi ích hợp pháp của cổ đông nhỏ. Hơn nữa, luật CK qui định thời hạn trả lời của UBCKNN là 7 ngày, tuy nhiên nếu quá thời hạn trên thì có sao không? Liệu UBCKNN có bị áp dụng chế tài gì không? Về vấn đề này luật cũng cần làm rõ, nhằm nâng cao tính trách nhiệm trong việc thực hiện chức năng, nhiệm vụ của UBCKNN.

Ngoài ra, khoản 6 Điều 126 Luật CK còn qui định: tổ chức, cá nhân thực hiện hành vi chào mua công khai mà không đăng ký chào mua đến UBCKNN thì bị phạt tiền và buộc phải chấp hành đúng qui định của pháp luật về chào mua công khai. Vậy không rõ nghĩa vụ đăng ký áp dụng đối với mọi trường hợp chào mua công khai hay chỉ đối với trường hợp bắt buộc chào mua? Nếu bên mua chủ động tiến hành chào

mua thì có phải xin phép UBCKNN không? Nếu xin phép thì liệu UBCK có từ chối không? Về vấn đề này, Luật CK cần qui định rõ: trong trường hợp bắt buộc chào mua thì bên chào mua chỉ cần thông báo với UBCKNN, còn trong trường hợp chủ động chào mua nhằm mục đích thôn tính doanh nghiệp thì phải xin phép hoặc đăng ký với UBCKNN.

Về tiến hành chào mua công khai, Khoản 10 Điều 32 Luật CK ghi: “Công ty đại chúng có cổ phiếu được chào mua công khai phải công bố ý kiến của công ty về việc chấp thuận hoặc từ chối việc chào mua. Trường hợp từ chối, công ty phải trả lời bằng văn bản và nêu rõ lý do. Văn bản trả lời của công ty phải có chữ ký của ít nhất hai phần ba số thành viên Hội đồng quản trị”. Qui định này cũng gây ra bất cập trong thực tiễn áp dụng luật, bởi lẽ trên thực tế Hội đồng quản trị không có quyền chấp thuận hoặc từ chối việc chào mua, mà chỉ có thể đưa ra khuyến cáo cho các cổ đông nên hay không nên mà thôi. Việc bán hay không bán cổ phần là quyền tự do của các cổ đông (được khẳng định rõ trong Luật Doanh nghiệp). Thêm nữa, ý kiến của 2/3 thành viên Hội đồng quản trị không phải là ý kiến của cả công ty. Các thành viên khác nếu có ý kiến trái ngược thì liệu các cổ đông và cơ quan quản lý Nhà nước có biết không? Vậy Luật CK nên sửa lại thành: “Hội đồng quản trị của công ty đại chúng có cổ phiếu được chào bán công khai có thể (không bắt buộc) gửi khuyến cáo của mình (không phải của công ty) cho các cổ đông trong công ty về việc chào mua công khai. Khuyến cáo phải có chữ ký của ít nhất 2/3 thành viên Hội đồng quản trị và nêu ý kiến phản đối nếu có”. Sở dĩ nên qui định HĐQT “có thể” mà không bắt buộc gửi khuyến cáo là vì hiện nay TTCK đã đi vào hoạt động chính thức được 10 năm, trình độ, kiến thức về TTCK của các cổ đông cũng đã được khẳng định phần nào, khả năng tiếp cận và phân tích thông tin tương đối tốt. Do vậy, khuyến cáo của HĐQT chỉ như một “tài liệu tham khảo” cho cổ đông mà thôi. Việc chấp thuận hay từ chối là quyền của cổ đông.

Ngoài ra, đối với hoạt động chào mua công khai, Luật CK cần bổ sung các qui định về đầu

tóm, sáp nhập doanh nghiệp nhằm lành mạnh hóa tình trạng tài chính, nâng cao năng lực cạnh tranh của các công ty đại chúng, góp phần bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các cổ đông thiểu số, nâng cao hiệu quả của TTCK.

### ***Thứ bảy, về hoạt động giao dịch chứng khoán của các nhà đầu tư***

Trong thời gian gần đây để thu hút khách hàng tham gia TTCK, các công ty CK ở Việt Nam đã có những chiêu bài như không thu phí giao dịch trong 3 tháng đầu khi khách hàng mới mở tài khoản đầu tư, những khách hàng VIP được giao dịch CK trước ngày CK về tài khoản. Điều này trái với qui định của pháp luật CK về thời hạn thanh toán. Tuy nhiên, theo thông lệ quốc tế việc công ty CK thực hiện như vậy là hoàn toàn hợp pháp, làm giảm thiểu rủi ro thua lỗ cho nhà đầu tư, tạo tính thanh khoản cho thị trường, và tạo thu nhập cho công ty CK. Việc bán CK trước khi về tài khoản là quyền của nhà đầu tư khi sở hữu CK. *Việc pháp luật cấm quyền này là xâm phạm tới quyền sở hữu CK của nhà đầu tư.* Sau khi nhà đầu tư thực hiện giao dịch mua và được Trung tâm lưu ký CK xác nhận, tiền của khách hàng đã bị công ty CK phong tỏa. Nhà đầu tư chỉ chưa nhận CK do phụ thuộc vào quy trình thanh toán của TTLCK. Điều này cũng giống như hợp đồng mua bán hàng hóa, một khi đã ký kết một cách hợp pháp thì phát sinh các quyền và nghĩa vụ của các bên ký kết hợp đồng. *Vì vậy, việc rút ngắn thời hạn thanh toán là vấn đề bức thiết đặt ra, nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư CK.* Ngoài ra, việc pháp luật cấm mua, bán cùng loại CK trong một ngày cũng gây những thiệt hại đáng kể cho nhà đầu tư khi họ đang sở hữu loại CK mua thêm trong ngày. Việc giới hạn sở hữu CK của nhà đầu tư nước ngoài làm hạn chế nguồn vốn huy động đầu tư. Đặc biệt, trong các lĩnh vực nhạy cảm của nền kinh tế như ngân hàng tỷ lệ sở hữu này rất thấp (đối với tổ chức không quá 20%, đối với cá nhân không quá 10%). Cần có sự nới lỏng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các ngân hàng hiện nay, hạn chế tình trạng xin cho khi ngân hàng bán cổ phần cho ngân hàng

nước ngoài và đáp ứng nhu cầu về vốn cũng như nhu cầu về phát triển công nghệ ngân hàng. Thêm vào đó, hạn chế sở hữu 49% của nhà đầu tư nước ngoài là quá thấp, bởi lẽ trên thực tế khi nhà đầu tư nước ngoài đã đạt mức sở hữu tối đa cổ phần nhưng cuối năm doanh nghiệp thực hiện chia, thưởng hoặc bán ưu đãi và cổ đông được quyền mua thì tỷ lệ sở hữu cổ phần được nhiên sẽ tăng lên.

Ngoài ra, trong giao dịch CK, cần tạo luật chơi tốt cho nhà đầu tư, đảm bảo và nâng cao tính công bằng, minh bạch. Để làm được điều này, đòi hỏi phải nâng cấp hạ tầng cơ sở của TTLKCK và của các công ty CK, trong Luật CK quy định về thời hạn thanh toán xuống còn T+2, cho phép nhà đầu tư bán CK trước khi về tài khoản, được vừa mua, vừa bán một loại CK trong phiên với một số điều kiện nhằm loại trừ giao dịch thao túng giá CK.

**Thứ tám, về các thiết chế trung gian trên thị trường** như các công ty định mức tín nhiệm, công ty kiểm toán độc lập, công ty giám sát độc lập, công ty chứng khoán:

Luật pháp chưa phân định cụ thể về trách nhiệm của các thiết chế này. Hiện tượng kiểm toán báo cáo tài chính sai, công ty CK vi phạm nguyên tắc ưu tiên về thời gian khi đặt lệnh của khách hàng, cho khách hàng đặt lệnh mua, bán CK khi trong tài khoản của khách hàng không có đủ số dư tiền và CK theo qui định; các nhân viên của công ty CK chưa có chứng chỉ hành nghề đã kinh doanh nghiệp vụ CK... càng ngày càng phổ biến, làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư vào TTCK, tác động nghiêm trọng tới sự tồn tại và phát triển của TTCK trong tương lai.

Đối với công ty chứng khoán, Điều 60 Luật CK quy định phạm vi hoạt động nghiệp vụ, tuy nhiên ngoài hoạt động chính này, công ty còn có thể thực hiện các dịch vụ tài chính và các hoạt động tài chính khác. Trên thực tế thời gian vừa qua, rất nhiều công ty CK ở Việt Nam đã mở sàn giao dịch vàng, thực hiện môi giới chứng khoán của tổ chức chưa niêm yết, triển khai hoạt động đầu tư chỉ số và coi đây là các dịch vụ tài chính. Điều này đã ảnh hưởng lớn tới hoạt động chính (hoạt động nghiệp vụ) của

công ty, có thể làm thất thoát nguồn vốn của công ty CK và ảnh hưởng đến quyền lợi của nhà đầu tư. Vì vậy, Luật CK cũng cần chi tiết hóa về các dịch vụ tài chính này. Thiết nghĩ, đây chỉ là hoạt động phụ của công ty chứng khoán mà thôi. Ngoài ra, Luật CK (Điều 60) cũng nên quy định theo hướng mở, có tính dự liệu trong tương lai, ngoài 4 nghiệp vụ CK hiện hành thì nên bổ sung thêm cả “các nghiệp vụ CK khoán khác được UBCKNN phê duyệt”<sup>(3)</sup>.

Vấn đề tăng giảm vốn điều lệ của công ty CK hiện nay chưa được quy định trong Luật CK. Điều này có nghĩa sẽ áp dụng các qui định chung như đối với các doanh nghiệp thông thường về tăng giảm vốn điều lệ. Vấn đề đặt ra là liệu đối với các công ty CK - kinh doanh CK - loại hàng hóa đặc biệt, tiềm ẩn rủi ro lớn có nên có những qui định đặc thù về tăng giảm vốn điều lệ không? Thêm nữa, công ty CK không chỉ kinh doanh CK mà còn tham gia trên TTCK với tư cách là nhà phát hành CK. Vậy khi tăng vốn để sử dụng vào lĩnh vực đầu tư tài chính đầy mạo hiểm này thì việc gây những thiệt hại nhất định cho nhà đầu tư là điều khó tránh khỏi. Còn việc giảm vốn khi không đáp ứng đủ các điều kiện kinh doanh hoặc muốn rút bớt các nghiệp vụ kinh doanh khi TTCK có những biến động nhất định cũng là vấn đề đặt ra đối với công ty CK, đặc biệt khi TTCK hoạt động “âm ỉm”, công ty CK không thu được phí giao dịch, không hoạt động bảo lãnh, không hoạt động tự doanh mà vẫn phải “thoi thóp cầm chừng”.

Tương tự như vậy, Luật CK cần quy định về kiểm soát rủi ro, kiểm soát nội bộ công ty CK để hạn chế tới mức thấp nhất các rủi ro có thể phát sinh trong quá trình kinh doanh. Cụ thể, quy định về các hạn chế đầu tư của các tổ chức kinh doanh CK; cho phép ở tỷ lệ hợp lý đầu tư vào tài sản cố định; vào các loại CK khác; cho phép thành lập công ty con trực thuộc thực hiện

<sup>(3)</sup> Về vấn đề này, Luật CK Trung Quốc (Điều 129) qui định: công ty CK có thể kinh doanh các nghiệp vụ CK sau: 1. Môi giới CK; 2. Tự doanh CK, 3. Bảo lãnh CK, 4. Các nghiệp vụ CK khác được cơ quan Giám quản CK của Quốc Vụ viện phê duyệt.

ng nghiệp vụ hỗ trợ cho các hoạt động kinh doanh đã được cấp phép của công ty mẹ.

Vấn đề phá sản tổ chức kinh doanh CK cũng cần thể hiện những điểm đặc thù trong Luật CK. Hiện nay vấn đề này bị bỏ ngỏ trong Luật CK. Đối với lĩnh vực CK - lĩnh vực nhạy cảm của nền kinh tế và có ảnh hưởng rất lớn đến công chúng đầu tư cần thiết phải có qui định chi tiết về quyền của chủ nợ - nhà đầu tư nhỏ trong việc tham gia vào tổ quản lý, thanh lý tài sản công ty phá sản, về các biện pháp đặc biệt từ phía nhà nước để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư CK, về bảo hiểm phá sản. Đây là một vấn đề được áp dụng trên thế giới (ví dụ ở Mỹ) từ lâu nhưng ở Việt Nam vẫn chưa áp dụng.

#### ***Thứ chín, về hoạt động niêm yết chứng khoán***

Tổ chức phát hành khi niêm yết chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK), Trung tâm giao dịch chứng khoán phải đáp ứng các điều kiện về vốn, hoạt động kinh doanh và khả năng tài chính, số cổ đông hoặc số người sở hữu chứng khoán. Hiện luật pháp đã trao cho Sở GDCK quyền quyết định những loại CK nào niêm yết trên Sở, tuy nhiên việc ban hành các quy chế về niêm yết chứng khoán cũng như qui chế giao dịch chứng khoán, công bố thông tin và thành viên giao dịch chỉ có hiệu lực sau khi được UBCKNN chấp thuận. Bên cạnh đó, xu hướng phát triển TTCK ở các nước thường chỉ có một SGDCK nhưng có nhiều bảng niêm yết để phân khúc thị trường, theo đó những DN lớn được niêm yết ở bảng riêng, những DN vừa và nhỏ được niêm yết ở bảng riêng. Ở Việt Nam hiện nay chưa có xu hướng này, gây ra nhiều rắc rối khi quản lý thị trường niêm yết. Thêm vào đó, phần lớn các DN tham gia đăng ký niêm yết đa phần mới chỉ là những DN có vốn điều lệ nhỏ, những DN có tiềm lực tài chính lớn dường như vẫn vắng bóng trên thị trường (đặc biệt là các ngân hàng thương mại). Đối với hoạt động niêm yết CK, nhà nước cần trao quyền tự chủ các tổ chức tự quản (các SGDCK), hạn chế sự can thiệp tối đa từ công quyền và hướng tới sáp nhập các SGDCK, trên cơ sở có sự phân bảng các CK niêm yết, giao dịch. Sự hợp nhất này tạo tiền đề vững chắc cho sự phát triển bền

vững của TTCK. Kinh nghiệm của các nước có TTCK mới nổi như Đài Loan, Hàn Quốc cho thấy việc tổ chức một SGDCK duy nhất sẽ hạn chế được tính cạnh tranh, chia cắt thị trường, chênh lệch về giá cả và lãng phí cơ sở vật chất - kỹ thuật. Hầu hết các nước phát triển đã phải sáp nhập nhiều SGDCK lại với nhau thành một (ví dụ ở Anh), hoặc một SGDCK có nhiều sàn giao dịch được nối mạng vì tính với nhau (ví dụ như ở Pháp), trừ một số nước do đặc tính truyền thống mà họ vẫn phải duy trì nhiều SGDCK (ví dụ như ở Mỹ). Đây là bài học kinh nghiệm cho việc tổ chức một SGDCK duy nhất ở Việt Nam.

#### ***Thứ mười, về tính minh bạch của thị trường chứng khoán***

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 CK 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 CK, 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.

Đặc biệt, Luật CK cần bổ sung đối tượng công bố thông tin là các tổ chức phát hành CK (kể cả tổ chức phát hành riêng lẻ), Trung tâm lưu ký chứng khoán, không nên phân biệt về nghĩa vụ công bố thông tin của công ty đại chúng và tổ chức niêm yết. Đây là động lực để các công ty tham gia niêm yết CK trên SGDCK. Qui định này nhằm góp phần thu hẹp thị trường tự do, mở rộng thị trường chứng khoán có tổ chức.

Ngoài ra, luật CK cần qui định hệ thống các công ty định mức tín nhiệm trong lĩnh vực CK. Một trong những đặc điểm quan trọng nhất

của TTCK là tính minh bạch. Ở các TTCK phát triển, vấn đề xếp hạng tín nhiệm các định chế tham gia thị trường được thực hiện bởi các công ty định mức tín nhiệm độc lập. Các công ty này là cầu nối trung gian trong việc đảm bảo các thông tin công bố cho nhà đầu tư là thông tin chính xác, trên cơ sở đó đảm bảo các quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư CK.

Từ những phân tích trên ta thấy, cũng như bất kỳ thị trường nào, TTCK hoạt động dựa trên nguyên tắc bình đẳng, tôn trọng quyền tự do kinh doanh của người dân. Tuy nhiên, do TTCK là thị trường tiềm ẩn nhiều rủi ro nên quyền tự do kinh doanh cũng bị hạn chế trên nhiều phương diện như hạn chế về tỷ lệ sở hữu CK của nhà đầu tư nước ngoài, hạn chế trong hoạt động giao dịch CK, về thời điểm xác lập quyền sở hữu CK, về thành lập thị trường giao dịch CK... Điều này đồng nghĩa với việc nhà nước quản lý hoạt động của TTCK chặt chẽ hơn so với các thị trường khác, sự can thiệp của nhà nước vào đời sống kinh doanh CK cũng rất đa dạng, nhằm đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, tạo đà cho sự phát triển của TTCK. Luật CK Việt Nam ra đời năm 2006 về cơ bản đã đảm bảo được quyền tự do kinh doanh, giao dịch CK của người dân, kích thích nhà đầu tư tham gia thị trường. Tuy nhiên, Luật vẫn chưa đưa ra được một cơ chế thực sự để bảo vệ nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư thiểu số, các nghĩa vụ, quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư CK chưa được qui định cụ thể trong luật. Hơn nữa, trong quá trình thực thi Luật CK cũng phát sinh nhiều vấn đề bất cập, nan giải.

Đòi hỏi phải có những chỉnh sửa nhất định để hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư, đáp ứng các yêu cầu về hội nhập kinh tế trong lĩnh vực TTCK, nâng cao tính nghiêm minh của pháp luật, giảm thiểu tình trạng lách luật, vi phạm pháp luật trong lĩnh vực CK, tạo cơ sở để TTCK Việt Nam vận hành phù hợp với thông lệ quốc tế. Đặc biệt, việc sửa đổi, bổ sung Luật CK đòi hỏi phải phù hợp với pháp luật CK nước ngoài và đặc thù của TTCK Việt Nam. Nghiên cứu mô hình TTCK của các nước trên thế giới cho thấy, tương thích với mỗi mô hình thị trường là sự hiện diện và vận động của khuôn khổ pháp lý phù hợp được chi phối bởi các nguyên tắc tổ chức và hoạt động của thị trường chứng khoán. Để TTCK hoạt động có hiệu quả đòi hỏi phải có hệ thống pháp luật (đứng đầu là Luật CK) với mục tiêu cụ thể, rõ ràng, cơ quan quản lý có vị trí pháp lý độc lập, thích hợp, đủ khả năng quản lý thị trường.

### Tài liệu tham khảo

- [1] *Luật Chứng khoán Trung Quốc ban hành năm 1998*, sửa đổi, bổ sung năm 2004.
- [2] *Luật Chứng khoán Nhật Bản năm 1948*, sửa đổi, bổ sung năm 1992.
- [3] Bản đánh giá tình hình thực hiện Nghị định 36/2007/NĐ - CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán của Ủy ban chứng khoán Nhà nước năm 2008, 2009.
- [4] *Luật Chứng khoán Mỹ năm 1933*.

## Inadequacies of Law on securities and proposal for perfecting

Le Thi Thu Thuy

*School of Law, Vietnam National University, Hanoi,  
144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam*

Law on Securities was issued at June, 29, 2006 by Vietnamese Congress and has effect since January 1, 2007, which contributes in providing transparent environment for securities investment activities, reflecting the practice and mobility of securities market in Vietnam, accessing at the first step to international rules, protecting legal rights and benefits of investors, then, basing on these condition, facilitating the development of securities market to have ability to integration to international and regional capital market. Law on Securities is stable legal base for activities of securities market in Vietnam during these two years. However, during the period from now to 2012 - the period of amendment of policy and legal system on securities market in order to ensuring commitment of Vietnam in the field of securities service at the entry to WTO, the totally opening of securities market at the year of 2012 (Vietnam permits establishment of 100% foreign securities companies and branches of foreign securities companies in Vietnam to provide securities services) demands amendment of Law on Securities. In addition, after a period of running, there are new developments of securities market which leading to the need of amendment of rules to make the law become suitable to the market. This fact make it clear that the amendment of legal system on securities in general and Law on securities in particular is necessary, to provide equal legal base and investment environment to foreign securities services supplier in Vietnam, facilitate securities market to run according to international standard, ensuring transparency, upgrading management and supervision capacity on securities market. This writing presents inadequacies of Law on securities and gives some proposal on amendment of this law.