

# HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM - NHU CẦU VÀ GIẢI PHÁP

**TS. Lê Thị Thu Thủy**  
*Khoa Luật - ĐHQG Hà Nội*

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam chính thức khai trương vào ngày 20/7/2000 (bằng sự ra đời của Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (TTGDCK)), đến nay đã tròn 4 năm đi vào hoạt động. TTCK Việt Nam ra đời là do nhu cầu khách quan và đòi hỏi bức xúc của công cuộc đổi mới nền kinh tế. Đây là sự kiện có ý nghĩa quan trọng đối với nền kinh tế Việt Nam, mở ra một kênh huy động vốn trung và dài hạn mới bên cạnh hệ thống ngân hàng; khẳng định sự quan tâm của Đảng và Nhà nước thực hiện đường lối “xây dựng thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa”.

Tuy nhiên, tính đến thời điểm này, mới chỉ có 24 công ty cổ phần có chứng khoán được niêm yết và giao dịch trên TTCK tập trung; có 13 công ty chứng khoán được thành lập; hàng hoá trên thị trường còn nghèo nàn, chưa có chất lượng cao (trái phiếu công ty hầu như không có); Giá trị giao dịch đạt trung bình khoảng 2 -3 tỷ đồng/ngày<sup>1</sup> - 1 con số quá nhỏ bé đối với TTCK - kênh huy động vốn trung, dài hạn cho phát triển kinh tế. Chính vì vậy, người ta thường ví TTCK Việt Nam như “một phen chợ chiều” buồn tẻ, ít kẻ mua, người bán.

Có lẽ, để lý giải về sự khiêm tốn trong việc huy động vốn quá thấp từ thị trường này, bên cạnh nguyên nhân chủ quan từ phía các doanh nghiệp như không chịu thoát khỏi lối tư duy làm ăn kiểu cũ, thậm chí “ỷ lại” vào bầu bủ quen thuộc của Nhà nước hoặc ngại công khai tính minh bạch về tình hình tài chính của doanh nghiệp khi chứng khoán

---

<sup>1</sup> “Thị trường chứng khoán Việt Nam sau bốn năm hoạt động” - Phỏng vấn Ông Trần Xuân Hà - Q.Chủ tịch UBCKNN, Thời báo Tài chính Việt Nam, 19/7/2004.

được niêm yết trên thị trường.....thì cũng phải kể đến nguyên nhân khách quan, xuất phát từ cơ chế, chính sách, pháp luật hiện hành về chứng khoán và TTCK. Thị trường chứng khoán không thể vận hành và phát triển mạnh mẽ nếu không có một khuôn khổ pháp lý cần thiết cho tổ chức và hoạt động của thị trường chứng khoán. Trong việc đánh giá tầm quan trọng của các yếu tố ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường chứng khoán, thì yếu tố đầu tiên là môi trường pháp lý, yếu tố thứ hai là hàng hoá trên thị trường và tiếp theo nữa là tình hình chính trị và sự hiểu biết của công chúng về chứng khoán<sup>2</sup>. Chính vì vậy, để hoạt động của thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh, đạt hiệu quả, thì ngoài việc chuẩn bị các điều kiện cần và đủ khác, một điều kiện hết sức quan trọng đó là phải xác lập chế độ pháp lý, định ra khung pháp lý đầy đủ, an toàn cho thị trường chứng khoán hoạt động. Mặc dù tới thời điểm hiện nay, nhiều văn bản pháp luật về thị trường chứng khoán đã được Nhà nước ban hành, song xét về mặt tổng thể, chế độ pháp lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán ở nước ta thể hiện chỉ là một số bước đi ban đầu, còn thiếu nhiều yếu tố của một thị trường chứng khoán thực thụ trong nền kinh tế thị trường.

Bởi vậy, việc xây dựng và hoàn thiện pháp luật cho thị trường chứng khoán là một đòi hỏi khách quan, bức xúc. Điều này cũng được khẳng định bởi Quyết định của Thủ tướng Chính phủ số 163/2003/QĐ - TTg ngày 05/8/2003 phê duyệt chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010: *"Hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường chứng khoán: Ban hành đồng bộ hệ thống văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động thị trường chứng khoán theo hướng bao quát, toàn diện và phù hợp với thực tiễn thị trường. Xây dựng Luật chứng khoán trình Quốc hội thông qua vào năm 2005"*.

## **I. NHU CẦU HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN (TTCK) Ở VIỆT NAM**

Việc hoàn thiện pháp luật về TTCK ở Việt Nam xuất phát từ vai trò của TTCK đối với sự phát triển của nền kinh tế, từ thực trạng

---

<sup>2</sup> Kết quả tổng hợp dự án: "Điều tra, đánh giá điều kiện tổ chức và vận hành thị trường chứng khoán Việt Nam" - Giai đoạn II, Tạp chí: Chứng khoán, số 4, Tháng 4/2002, tr. 15, 16.

khung pháp luật về TTCK ở Việt Nam hiện nay và yêu cầu của quá trình hội nhập kinh tế quốc tế.

## **1. Vai trò của TTCK đối với sự phát triển của nền kinh tế**

Phát triển thị trường vốn nói chung và TTCK nói riêng như là một đòi hỏi tất yếu của tất cả các nước khi muốn phát triển nền kinh tế theo hướng thị trường. Lịch sử phát triển nền kinh tế thị trường của các quốc gia phát triển đã khẳng định TTCK ngày càng có vai trò quan trọng trong quá trình vận hành nền kinh tế mỗi quốc gia cũng như trong hệ thống kinh tế toàn cầu. Đối với Việt Nam, để phục vụ cho quá trình đổi mới nền kinh tế, tạo các tiền đề kinh tế quan trọng đưa đất nước ta đến năm 2020 cơ bản là một nước công nghiệp như Đại hội Đảng VIII đã đề ra thì việc xây dựng, phát triển và hoàn thiện thị trường tài chính là hết sức cần thiết. Trong đó, một yếu tố không thể thiếu là xây dựng và phát triển TTCK.

Thị trường chứng khoán có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy nền sản xuất hàng hoá phát triển, điều hoà vốn, khuyến khích sử dụng vốn có hiệu quả và là công cụ để Nhà nước thực hiện chính sách tài chính, tiền tệ.

Thị trường chứng khoán ra đời là nơi thu hút mạnh mẽ các nguồn vốn nhàn rỗi hoặc tạm thời nhàn rỗi vào đầu tư sản xuất kinh doanh, thu hút vốn đầu tư nước ngoài tạo thành nguồn vốn khổng lồ tài trợ cho nền kinh tế mà các định chế tài chính khác không làm được. Thị trường chứng khoán tạo cơ hội cho các doanh nghiệp có vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh thu nhiều lợi nhuận. Thông qua các công cụ cổ phiếu, trái phiếu, các loại chứng khoán khác, thị trường chứng khoán cho phép các doanh nghiệp, các tổ chức tài chính, tín dụng, Chính phủ, Chính quyền địa phương huy động tối đa nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội, đưa vào đầu tư phát triển. Từ lâu, các nhà doanh nghiệp lớn của thế giới đã khẳng định: không thể triển khai các dự án tiến bộ khoa học kỹ thuật vào sản xuất, nếu không tập hợp được những nguồn vốn khổng lồ mà người tập hợp có toàn quyền sử dụng cho những mục tiêu

trung và dài hạn. Thị trường chứng khoán có vai trò đó, cái mà ngành ngân hàng với phương thức kinh doanh ăn chắc không thể làm được”<sup>3</sup>.

Thị trường chứng khoán là “bà đỡ” cho các dự án kinh doanh tiến bộ nhất đi vào cuộc sống, là biện pháp chủ yếu của việc giải phóng năng lực sản xuất, cái mà hơn một thập kỷ nay đã được thử nghiệm và được khẳng định trong hầu hết các công ty kinh doanh thành đạt nhất thế giới.

Có thể khẳng định thị trường chứng khoán đóng một vai trò rất quan trọng trong quá trình phát triển nền kinh tế thị trường đất nước ta, bởi vì:

Để phát triển chủ trương đổi mới của Đảng và Nhà nước ta thành hiện thực một trong các yếu tố quan trọng hàng đầu là phải có nguồn vốn cho đầu tư phát triển. Trước hết cần lưu ý rằng, việc huy động vốn là công việc của người sử dụng vốn, chủ yếu là của các doanh nghiệp và của Chính phủ. Trong một thời gian khá dài, kể từ khi Việt Nam có Luật Đầu tư nước ngoài, chúng ta đã gần như tập trung quá nhiều vào việc thu hút nguồn vốn nước ngoài, mà phần nào đó lãng quên nguồn vốn trong nước. Mãi đến những năm gần đây, chúng ta mới bắt đầu chú trọng tới nguồn vốn trong nước. Việc huy động nguồn vốn trong nước về góc độ nào đó còn khó khăn hơn huy động nguồn vốn nước ngoài bởi chúng ta còn quá thiếu một hệ thống cơ sở hạ tầng về tài chính để tập trung và chuyển tải các đồng vốn nằm phân tán, rải rác trong công chúng đến những doanh nghiệp cần vốn. Để khắc phục được nhược điểm này thì việc xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán là một trong những cơ sở hạ tầng đó. Việc xây dựng thị trường chứng khoán một mặt tạo cơ hội cho các doanh nghiệp lựa chọn hình thức huy động vốn không chỉ phụ thuộc nặng nề vào hệ thống các ngân hàng thương mại với các thủ tục rườm rà, nặng nề, độc quyền, với thời hạn quá ngắn ngủi không đủ để hồi phục sản xuất. Mặt khác, thị trường chứng khoán còn giúp cho Chính phủ và các doanh nghiệp huy động được nguồn vốn dài hạn tối đa, trực tiếp từ công chúng cho mục

---

<sup>3</sup> Thị trường chứng khoán và công ty cổ phần, Viện nghiên cứu khoa học thị trường giá cả, Hà Nội, 1989, Tr. 98.

tiêu phát triển kinh tế và phát triển sản xuất. Trong quá trình phát triển kinh tế của nước ta, thị trường chứng khoán cùng với hệ thống ngân hàng sẽ tạo nên một hệ thống tài chính đủ mạnh, cung cấp các nguồn vốn trung, dài hạn cho nền kinh tế. Đến giai đoạn phát triển lớn hơn, qui mô hơn, thị trường chứng khoán sẽ thu hút không chỉ nguồn vốn trong nước mà thu hút một nguồn vốn lớn từ nước ngoài cho công cuộc xây dựng phát triển đất nước.

Ngoài ra, cần nhấn mạnh rằng, TTCK được xem là cầu nối vô hình giữa người có vốn và người cần vốn, là kênh điều hoà các nguồn vốn từ nơi thừa đến nơi thiếu, giải quyết linh hoạt nhu cầu về vốn giữa các vùng kinh tế, các thành phần kinh tế. TTCK khuyến khích người dân tiết kiệm để đầu tư vào sản xuất kinh doanh. Với việc mua bán chứng khoán một cách dễ dàng trên thị trường chứng khoán, nguồn tiền tạm thời nhàn rỗi trong dân cư được sử dụng một cách linh hoạt hơn, tạo ra lợi nhuận, tránh tình trạng “vốn chết”.

Đối với Nhà nước, TTCK là một công cụ để Nhà nước thực hiện chương trình phát triển kinh tế xã hội của mình. Thông qua TTCK, Nhà nước vay tiền trong dân chúng để cùng Ngân sách Nhà nước thực hiện các biện pháp đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng giải quyết những thâm hụt ngân sách tạm thời. Đồng thời qua TTCK, Nhà nước kiểm soát một phần lượng tiền tệ trong lưu thông và phần nào có tác dụng kiềm chế lạm phát, khuyến khích đầu tư, thực hiện chính sách phát triển kinh tế xã hội của mình.

Bên cạnh đó, TTCK còn là bà đỡ cho việc thực hiện chương trình cổ phần hoá. Ở Việt Nam, chủ trương cổ phần hoá được khởi xướng từ năm 1987, nhưng đến năm 1990 mới được thực hiện thí điểm và đến năm 1998 mới triển khai rộng rãi<sup>4</sup>. Trải qua hơn mười năm thực hiện,

---

<sup>4</sup> Quyết định số 143 của Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng ngày 10/5/1990 thể hiện rất rõ chủ trương thí điểm chuyển một số doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần. Quyết định số 202 của Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng ngày 8/6/1992 qui định về việc tiếp tục làm thí điểm chuyển một số doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần. Nghị định số 44/1998/NĐ - CP (nay là Nghị định 64/2002/NĐ - CP) về cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước đã thay đổi một cách căn bản cơ chế chính sách cổ phần hoá, tạo điều kiện thuận lợi, đơn giản hoá các thủ tục, bảo đảm chính sách xã hội thoả đáng đối với người lao động, thông qua đó đẩy mạnh tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước.

công tác cổ phần hoá diễn ra hết sức chậm chạp. Có thể nói, công cuộc cổ phần hoá không thể diễn ra một cách mạnh mẽ nếu không có một TTCK phát triển.

Thực chất, cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước là quá trình chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần, nhằm huy động nguồn vốn nhàn rỗi trong công chúng để đưa vào hoạt động đầu tư. Cổ phần hoá tạo ra các chủ thể và hàng hoá cho TTCK và ngược lại, trong sự hoạt động của mình, TTCK lại có tác động trở lại, thúc đẩy quá trình cổ phần hoá diễn ra một cách mau lẹ hơn và hiệu quả hơn bởi tính lỏng hay còn gọi là tính thanh khoản cao của nó.

Vậy ta thấy, TTCK là hình thức huy động vốn bậc cao nhất của nền kinh tế thị trường. Tuy nhiên, bên cạnh vai trò to lớn nhằm thúc đẩy nền kinh tế phát triển, TTCK còn chứa đựng không ít những hạn chế, khuyết tật có thể dẫn tới những hậu quả khó lường. Vì vậy, việc hoàn thiện pháp luật trong lĩnh vực TTCK nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho mọi chủ thể tham gia TTCK khai thác tốt nhất những đặc tính ưu việt, những thế mạnh, hạn chế đến mức thấp nhất những tác động tiêu cực có thể phát sinh trong quá trình hoạt động của thị trường. Để những hoạt động trên TTCK diễn ra theo một trật tự nhất định, một mặt pháp luật cần qui định rõ vị trí, vai trò của mỗi loại chủ thể tham gia TTCK, mặt khác, pháp luật phải qui định quyền và nghĩa vụ, cũng như trách nhiệm của từng chủ thể tham gia TTCK.

## **2. Thực trạng khung pháp luật về chứng khoán và TTCK ở Việt Nam**

Nói tới khung pháp luật điều chỉnh lĩnh vực chứng khoán và TTCK, chúng ta có thể nhìn nhận theo nghĩa hẹp và theo nghĩa rộng.

Theo nghĩa hẹp, khung pháp luật về chứng khoán và TTCK bao gồm những văn bản qui phạm pháp luật điều chỉnh trực tiếp các hoạt động về chứng khoán và TTCK.

Theo nghĩa rộng, khung pháp luật về chứng khoán và TTCK không chỉ bao gồm những văn bản qui phạm pháp luật điều chỉnh trực

tiếp các hoạt động về chứng khoán và TTCK, mà còn bao gồm các văn bản pháp luật khác có liên quan.

Khác với một số lĩnh vực kinh tế khác, các quy định pháp luật có liên quan đến chứng khoán và thị trường chứng khoán (Bộ luật Dân sự năm 1995, Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam năm 1996 được sửa đổi, bổ sung năm 2000, Luật Thương mại năm 1997, Luật các Tổ chức tín dụng năm 1997...) đều mới được hình thành trong giai đoạn đầu của công cuộc đổi mới nền kinh tế Việt Nam, không dựa trên cơ sở kế thừa những quy định vốn có, từng tồn tại để điều chỉnh các quan hệ tương ứng trong nền kinh tế, chưa được kiểm nghiệm mà chỉ nhằm đáp ứng nhu cầu cấp bách của thị trường. Các quy định này tản mạn ở từng lĩnh vực khác nhau, nên khó tránh khỏi sự không nhất quán, sự thiếu đồng bộ. Đây cũng là một trong những nguyên nhân hầu hết các loại chứng khoán đã ban hành đều không đủ tiêu chuẩn để trở thành hàng hoá của thị trường chứng khoán.

Bên cạnh đó, hiện nay trong số các văn bản điều chỉnh trực tiếp về chứng khoán và TTCK thì văn bản có hiệu lực pháp lý cao nhất là Nghị định của Chính phủ số 144/2003/NĐ-CP ngày 28 tháng 11 năm 2003 về Chứng khoán và Thị trường chứng khoán (Nghị định 144). Tuy nhiên, Nghị định này chỉ quy định việc phát hành chứng khoán ra công chúng để niêm yết và giao dịch tại TTGDCK hoặc SGDCK, do vậy việc phát hành chứng khoán không niêm yết sẽ được điều chỉnh bởi văn bản pháp luật nào? Ai quản lý việc phát hành chứng khoán chưa niêm yết? Hiện tại mảng hoạt động phát hành chứng khoán này vẫn còn bị bỏ trống.

Ngoài ra, các quy định về phát hành không cụ thể chi tiết, nhất là việc quy định về phát hành các loại trái phiếu công ty, chứng khoán của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, chứng khoán của các tổ chức tín dụng. Các quy định về phát hành riêng lẻ hiện nay được thể hiện trong các Luật các TCTD, Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, Luật doanh nghiệp... không dựa trên những tiêu chí nhất định, do vậy hầu hết các chứng khoán ban hành đều không đủ tiêu chuẩn để trở thành hàng hoá của TTCK. Ví dụ, hiện nay trái phiếu công ty được phát hành theo các quy định của Luật doanh nghiệp năm

1999. Đối với công ty cổ phần, Luật doanh nghiệp quy định cụ thể việc công ty được phép phát hành các loại chứng khoán (*cả cổ phiếu và trái phiếu*). Tuy nhiên, Luật doanh nghiệp cũng chỉ dừng ở các quy định chung mang tính nguyên tắc, định hướng về các loại trái phiếu được phát hành (*Trái phiếu thường, Trái phiếu chuyển đổi và các loại Trái phiếu khác*), tổng giá trị Trái phiếu và thời điểm phát hành. Đối với công ty trách nhiệm hữu hạn, Luật doanh nghiệp chỉ cấm công ty phát hành cổ phiếu (*và như vậy chúng ta có thể hiểu là công ty trách nhiệm hữu hạn được phép phát hành trái phiếu*). Tuy nhiên, cho đến nay vẫn chưa có văn bản nào hướng dẫn chi tiết, cụ thể về phát hành trái phiếu của công ty trách nhiệm hữu hạn.

Có thể thấy rằng, các qui định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở nước ta còn tản mát, vừa thừa, vừa thiếu, chưa nhất quán, đặc biệt chưa có tính khuyến khích cao<sup>5</sup>. Các qui định ban hành nhằm đáp ứng nhu cầu trực tiếp theo mục đích của tổ chức phát hành, thủ tục, cơ chế phát hành không thống nhất, đưa đến tình trạng các loại chứng khoán phát hành ở đâu, cơ chế như thế nào thì chỉ thể hiện tính thanh khoản theo cơ chế đó, chứ không thể (hoặc hạn chế) chuyển đổi tự do, mua đi, bán lại giữa các nhà đầu tư với nhau trong công chúng.

Để phát triển thị trường trái phiếu thì đòi hỏi phải rà soát, sửa đổi các văn bản pháp luật hiện hành, đồng thời khi ban hành Luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán thì các điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng phải được qui định rõ.

Bên cạnh đó, cũng cần nhận thấy rằng các qui định về chứng khoán niêm yết giao dịch bên ngoài TTGDCK (như chuyển nhượng nội bộ, thừa kế...) cũng chưa được qui định cụ thể. Hoặc vấn đề các công ty chứng khoán có được môi giới chứng khoán chưa niêm yết hay không?; Vấn đề công bố thông tin của các tổ chức niêm yết cũng chưa được qui định cụ thể, rõ ràng, do vậy chưa tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư dễ dàng trong việc tiếp cận những thông tin cần thiết và đưa ra quyết định đầu tư.

---

<sup>5</sup> TS. Trần Thị Minh Châu - *Thị trường chứng khoán và những điều kiện kinh tế - xã hội hình thành và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, NXB Chính trị Quốc gia, 2003, tr. 163.



Hiện nay, các tranh chấp trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK thường xảy ra và việc giải quyết các tranh chấp này gặp phải không ít khó khăn do tính chất đặc thù của các loại tranh chấp này. Việc giải quyết các tranh chấp này đòi hỏi phải được tiến hành nhanh, gọn, kịp thời, với thủ tục đơn giản nhưng chặt chẽ và phải được tiến hành bởi một cơ quan có chuyên môn cao về TTCK. Việc giải quyết nhanh chóng, kịp thời và chính xác đối với các tranh chấp trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK là hết sức quan trọng, nó đáp ứng được yêu cầu nhanh nhạy và chính xác của thị trường. Đồng thời, các hành vi vi phạm khi bị phát hiện thì phải bị xử lý kịp thời, bảo vệ quyền lợi chính đáng của các tổ chức, cá nhân tham gia TTCK. Vì vậy, nếu chúng ta tiến hành giải quyết các tranh chấp này theo thủ tục, trình tự thông thường như giải quyết các tranh chấp khác và cơ quan tiến hành giải quyết tranh chấp không có trình độ chuyên môn cao về lĩnh vực chứng khoán và TTCK thì sẽ không đáp ứng được yêu cầu.

Thông thường, các nước thường có những quy định rất cụ thể về thương lượng, hoà giải giữa các bên khi có tranh chấp xảy ra và nếu việc này không được đạt kết quả thì tranh chấp sẽ được giải quyết thông qua một tổ chức có trình độ chuyên môn cao về TTCK (thường là SGDCCK, Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán hoặc có thể là đơn vị thuộc cơ quan quản lý nhà nước về TTCK đứng ra giải quyết). Đồng thời các chế tài về hành chính và hình sự thường được đưa vào văn bản Luật điều chỉnh về chứng khoán và TTCK.

Tuy nhiên, pháp luật ở Việt Nam chưa quy định xử lý về hình sự đối với những hành vi vi phạm mang tính chất đặc thù trong lĩnh vực thị trường chứng khoán. Riêng các hành vi vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán đến mức phải truy cứu trách nhiệm hình sự và có đầy đủ các yếu tố cấu thành của tội phạm đã được quy định trong Bộ luật hình sự thì vẫn bị xử lý về hình sự như các tội phạm khác.

Theo Quyết định số 128/1998/QĐ-UBCK ngày 01/08/1998 của Chủ tịch UBCKNN về tổ chức và hoạt động của TTGDCK thì có thể thành lập Ban hoà giải để thực hiện chức năng hoà giải các tranh chấp trong lĩnh vực chứng khoán khi cần thiết. Các bên tranh chấp trong hoạt động phát hành, kinh doanh và giao dịch chứng khoán có thể gửi

đơn đề nghị TTGDCK đứng ra giải quyết tranh chấp. Tuy nhiên, hiện nay pháp luật về giải quyết tranh chấp trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK chưa qui định cụ thể về qui trình giải quyết tranh chấp bằng hoà giải. Vì vậy, qui trình giải quyết tranh chấp trong lĩnh vực này, trước hết phải dựa trên những nguyên tắc chung nhất về hoạt động hoà giải. Thêm vào đó, pháp luật chưa làm rõ thẩm quyền giải quyết hoà giải của từng tổ chức (TTGDCK, UBCKNN), do vậy cần phải sửa đổi để tránh chồng chéo và tạo điều kiện thuận lợi cho các bên có tranh chấp khi yêu cầu hoà giải. Ngoài ra, cần làm rõ thêm quá trình thương lượng có phải là giai đoạn bắt buộc trước khi hoà giải hay không? Theo quan điểm của chúng tôi, việc thương lượng trước khi hoà giải là hợp lý, chỉ sau khi việc tự thương lượng giữa các bên không có hiệu quả mới đặt ra yêu cầu một cơ quan trung gian có thẩm quyền để hoà giải.

Thông qua thực trạng pháp luật về TTCK ở Việt Nam thời gian qua, có thể nhận xét, Nhà nước bước đầu đã tạo ra được môi trường pháp lý cần thiết để TTCK có thể vận hành. Tuy nhiên, các văn bản pháp luật điều chỉnh về thị trường chứng khoán không chỉ bao gồm các văn bản điều chỉnh một cách trực tiếp, mà còn bao gồm cả các văn bản điều chỉnh một cách gián tiếp, thuộc các ngành luật khác nhau, được xây dựng trong những thời điểm khác nhau, nên khó tránh khỏi sự không nhất quán, sự thiếu đồng bộ. Tình trạng này là một trong các nguyên nhân dẫn đến hoạt động huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán vẫn còn nhỏ bé so với qui mô của nền kinh tế đang trên đà phát triển. Lượng vốn tín dụng ngân hàng và các hình thức cho vay phi chính thức tiếp tục làm hạn chế phạm vi các hoạt động tài trợ vốn qua thị trường chứng khoán. Chính khung pháp lý phức tạp, không đồng bộ đã dẫn đến sự hạn chế tham gia vào thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp ngại tiết lộ thông tin, thiếu chiến lược lâu dài và ổn định, chưa thấy rõ được lợi ích của việc phát hành chứng khoán, dẫn đến tình trạng thiếu hàng hoá trên thị trường chứng khoán. Việc thiếu qui định về các công ty định mức tín nhiệm<sup>6</sup>, thiếu các chính sách và biện pháp khuyến khích các nhà đầu tư là lý do hạn chế đầu tư vào

---

<sup>6</sup> Định mức tín nhiệm là đánh giá về khả năng một tổ chức phát hành thực hiện thanh toán đúng hạn một nghĩa vụ tài chính. Công ty định mức tín nhiệm (CRA) là công ty cung cấp quan điểm của họ về độ tín thác của một doanh nghiệp trong nghĩa vụ thanh toán tài chính. Các nghĩa vụ tài chính bao gồm: trái phiếu, cổ phiếu, thương phiếu....Ngoài ra, CRA cũng có thể có những nghĩa vụ liên quan đến việc tính toán mức rủi ro tín dụng của một khoản cho vay ngân hàng.

thị trường chứng khoán. Về lâu dài, tình trạng này hạn chế tính hiệu quả và vai trò của thị trường chứng khoán nên cần phải sửa đổi, nhanh chóng hoàn chỉnh đồng bộ pháp luật về thị trường chứng khoán và tiến tới xây dựng Luật về Chứng khoán và thị trường chứng khoán để đảm bảo khung pháp lý có hiệu lực cao hơn cho hoạt động của thị trường.

Hiện nay, Nghị định 144 được ban hành bắt buộc phải tuân thủ những văn bản có hiệu lực cao hơn như Luật, Pháp lệnh trong các lĩnh vực. Điều này có ảnh hưởng nhất định đến hoạt động của TTCK vì đây là một lĩnh vực hoạt động đặc biệt, với những thiết chế phức tạp và qui luật chi phối “khắc nghiệt”. Ngoài ra, do điều chỉnh trực tiếp trong lĩnh vực TTCK là văn bản ở mức Nghị định, do vậy việc ban hành các văn bản hướng dẫn thi hành thường bị hạn chế và vướng về thẩm quyền. Trong nhiều trường hợp phải ra công văn để qui định chi tiết hơn, nhưng “đáng tiếc” thay công văn lại không phải là văn bản pháp quy. Chính vì vậy, việc xây dựng văn bản pháp lý có hiệu lực cao hơn là cần thiết nhằm tạo ra một môi trường pháp lý ổn định, tạo điều kiện thuận lợi cho cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán cũng như mọi tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường, là cơ sở để thu hút người đầu tư (trong đó đặc biệt quan trọng phải kể đến thu hút đầu tư nước ngoài) tham gia vào thị trường chứng khoán, là tiền đề thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển và biến nó “thực sự trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn hữu hiệu phục vụ cho đầu tư phát triển kinh tế, đồng thời góp phần hình thành đồng bộ các yếu tố thị trường và hoàn thiện thị trường tài chính trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa”<sup>7</sup>.

### **3. Yêu cầu của quá trình hội nhập kinh tế quốc tế**

Hội nhập kinh tế quốc tế là yêu cầu tất yếu của các quốc gia hiện nay. Đối với Việt Nam, để hội nhập quốc tế, pháp luật thị trường

---

<sup>7</sup> Theo kết luận của Thủ tướng Chính phủ Phan Văn Khải tại buổi làm việc với UBCKNN ngày 4/8/2003. Tạp chí Chứng khoán, Số 8/2003, tr. 3.

chứng khoán đặt ra yêu cầu về tính tương thích giữa nguyên tắc hoạt động của thị trường, cơ chế giải quyết tranh chấp,... với pháp luật các nước, với những qui định chung mang tính quốc tế. Các nước đang phát triển muốn hội nhập một cách đầy đủ vào nền kinh tế thế giới mà chắc chắn là có sự áp đặt của các nước lớn, thì trước hết phải tiến hành điều chỉnh hệ thống luật trong nước cho phù hợp với luật quốc tế và những qui định, nguyên tắc của các thể chế mà mình tham gia hội nhập. Đây là một đòi hỏi bức thiết. Do vậy, để phù hợp với xu hướng hội nhập hiện nay, nhất là khi Việt Nam và Hoa kỳ đã ký Hiệp định thương mại, thì việc hoàn thiện pháp luật về kinh tế nói chung và pháp luật về TTCK nói riêng, nâng cao hiệu lực của các văn bản pháp luật trong lĩnh vực này (trong đó trọng tâm là xây dựng Luật về chứng khoán và TTCK) là một nhu cầu khách quan. Khi Luật này được ban hành sẽ khắc phục được những bất cập, xung đột về pháp lý điều chỉnh hoạt động trên TTCK hiện đang dàn trải ở các văn bản qui phạm pháp luật khác nhau.

## II. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ TTCK

### *1. Xây dựng các qui định công bằng và minh bạch cho TTCK*

Để TTCK thực sự là kênh huy động vốn “hữu hiệu” cho nền kinh tế, để các doanh nghiệp tích cực tham gia vào TTCK, về phía Nhà nước, cần phải điều chỉnh lại các chính sách, pháp luật liên quan đến chứng khoán và TTCK. Trong đó, yếu tố quan trọng hàng đầu là xây dựng các qui định công bằng, minh bạch. Hệ thống các qui định minh bạch phải được thiết lập dựa trên các nguyên tắc của thị trường là trung thực, bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư, đảm bảo cho thị trường hoạt động công bằng, hiệu quả, giảm thiểu rủi ro.

Các qui định công bằng, minh bạch ở đây được hiểu là nó phải rõ ràng, dễ hiểu, giúp các chủ thể tham gia thị trường thuận lợi trong việc tìm hiểu các kiến thức cần thiết và dự đoán trước các khả năng có thể xảy ra để tuân thủ đúng các qui định. Bên cạnh đó, trong các qui định này không nên có sự phân biệt đối xử giữa các công ty thành viên

trên cơ sở quốc tịch hoặc qui định về việc thiết lập cơ cấu cổ đông của công ty thành viên; hoặc mối liên hệ giữa một cơ quan chức năng và một công ty thành viên nên được điều chỉnh bằng các tiêu chuẩn được thiết lập bởi các qui tắc và luật lệ liên quan chứ không nên xem xét mối quan hệ này dưới góc độ chính trị; Ngoài ra, việc ban hành, áp dụng các qui định pháp lý cần phải được cân nhắc kỹ lưỡng và phải đạt được mục tiêu là công khai và hợp pháp.

2. Trong giai đoạn hiện nay cần ban hành Nghị định riêng về quản lý phát hành và giao dịch chứng khoán không niêm yết hoặc sửa đổi, bổ sung Nghị định 144 theo hướng mở rộng phạm vi điều chỉnh cho hệ thống và phù hợp với thực tiễn, yêu cầu phát triển của thị trường, trong đó có qui định về các chứng khoán không đủ tiêu chuẩn niêm yết. Tiến tới xây dựng và ban hành Luật về chứng khoán và TTCK vào năm 2005. Khi TTCK đã phát triển ở một giai đoạn nhất định thì việc ban hành Luật chuyên ngành (Luật về Chứng khoán và TTCK) là hết sức cần thiết. Luật về Chứng khoán và TTCK (nếu ban hành) sẽ là văn bản pháp luật có hiệu lực cao nhất, là cơ sở pháp lý quan trọng nhất điều chỉnh hoạt động của thị trường chứng khoán. Luật thể hiện tính quyền lực và tính thực thi cao. Thêm vào đó, TTCK là một lĩnh vực rất nhạy cảm đối với nền kinh tế của mỗi nước, là “phong vũ biểu” của nền kinh tế, nên kinh nghiệm các nước trên thế giới (Mỹ, Nhật, Trung Quốc...) cho thấy điều chỉnh lĩnh vực này phải được thể hiện bằng Luật chứ không phải bằng một văn bản dưới Luật. Đây là Luật chuyên ngành về chứng khoán và thị trường chứng khoán nên các qui định của nó được ưu tiên áp dụng trong lĩnh vực chứng khoán. Nếu văn bản điều chỉnh về CK và TTCK được thể hiện bằng văn bản dưới luật như hiện nay ở VN thì hiệu lực pháp lý của các văn bản dưới luật (Nghị định) không cao, khó giải quyết triệt để những mâu thuẫn, xung đột với các văn bản pháp luật khác có liên quan. Thêm vào đó, vấn đề phát hành và kinh doanh chứng khoán là những hoạt động có liên quan đến rất nhiều lĩnh vực của đời sống kinh tế, xã

hội thuộc đối tượng điều chỉnh của nhiều ngành luật khác nhau. Do đó, khung pháp luật về chứng khoán và TTCK bao gồm những bộ phận cấu thành thuộc nhiều lĩnh vực pháp luật có đặc trưng và cơ chế điều chỉnh khác nhau, trong đó có những qui định của cả pháp luật dân sự (liên quan đến việc chuyển quyền sở hữu chứng khoán...), pháp luật hành chính, hình sự (liên quan đến việc xử phạt vi phạm pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán...). Do vậy, một văn bản pháp luật ở mức Nghị định dù chi tiết đến đâu chắc chắn cũng khó có thể điều chỉnh được hết các quan hệ liên quan trong lĩnh vực thị trường chứng khoán.

Với những ưu điểm nổi bật này của Luật về chứng khoán và TTCK so với các văn bản pháp luật khác về chứng khoán nhưng có hiệu lực pháp lý thấp hơn, việc xây dựng và ban hành Luật về Chứng khoán và TTCK năm 2005 là một đòi hỏi mang tính cấp thiết.

*3. Bổ sung và hoàn thiện cơ sở pháp lý cho các vấn đề liên quan đến việc quản lý, phát hành, chuyển nhượng các chứng khoán phái sinh như chứng quyền, quyền mua cổ phần.* Hiện nay, những loại chứng khoán này chỉ được định nghĩa trong Nghị định 144 nhưng chưa có những hướng dẫn cụ thể để thực thi trên thực tế.

*4. Sửa đổi và ban hành các văn bản pháp luật liên quan đến các sắc thuế nhằm khuyến khích các doanh nghiệp tham gia niêm yết chứng khoán và hoạt động kinh doanh chứng khoán trên TTCK.* Cụ thể, cần qui định những ưu đãi và hỗ trợ doanh nghiệp như miễn, giảm thuế cho các công ty niêm yết để tạo cho công ty có thêm lợi nhuận để trả cổ tức, trên cơ sở đó thu hút được nhà đầu tư; miễn phí niêm yết và hạ thấp khung giá phí kiểm toán. Bộ tài chính cần sớm ban hành Thông tư hướng dẫn về thế giá trị gia tăng và thuế thu nhập doanh nghiệp đối với lĩnh vực chứng khoán theo đó ngành nghề kinh doanh chứng khoán là một đối tượng được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp và không chịu thuế giá trị gia tăng.

5. Cần có các qui định nhằm tăng hàng hoá cho thị trường chứng khoán, gắn cổ phần hoá doanh nghiệp với việc phát hành cổ phiếu ra công chúng và niêm yết trên TTCK: Trong điều kiện thực tế của nền kinh tế Việt Nam hiện nay, cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước là nguồn cung cấp cổ phiếu quan trọng nhất cho TTCK. Cổ phiếu là loại hàng hoá có sức thu hút mạnh mẽ đối với các nhà đầu tư trên TTCK. Đặc biệt, khi cổ phiếu của các công ty cổ phần được phát hành thông qua các tổ chức tài chính trung gian thì việc phát hành ra công chúng sẽ chuyên nghiệp hơn, tài sản của Nhà nước sẽ được bảo vệ, ít bị thất thoát, ít tiêu cực hơn. Vì vậy, cần phải có chính sách, pháp luật qui định phù hợp để thúc đẩy tiến trình cổ phần hoá, thông qua đó góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển.