

**ỦY BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC**  
**ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CẤP CƠ SỞ**

**GIẢI PHÁP KHUYẾN KHÍCH NHÀ ĐẦU  
TƯ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN  
VIỆT NAM**

MÃ SỐ: CS.04.05

**Đơn vị chủ trì: Trung Tâm Giao Dịch Chứng Khoán Tp. HCM**

**Chủ nhiệm đề tài: Tiến sĩ Lê Vũ Nam**

**Thư ký đề tài: Thạc sĩ Nguyễn Duy Bảo**

**TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2004**

5130<sup>TR</sup>

23/3/05

**CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI: TS. LÊ VŨ NAM**

**ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC ĐƯỢC HOÀN THÀNH  
VỚI SỰ THAM GIA CỦA CÁC CỘNG TÁC VIÊN:**

- **NGUYỄN NGỌC CHƯƠNG**
- **NGUYỄN ANH TUẤN**
- **NGUYỄN DUY BẢO**
- **PHẠM CÔNG KHOA HƯƠNG**

# MỤC LỤC

MỤC LỤC	Trang
DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT	
MỞ ĐẦU	
<b>CHƯƠNG I: SỰ THAM GIA CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN</b>	<b>1</b>
<b>I. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ CHỦ THỂ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN</b>	<b>1</b>
1.1. Tổng quan về TTCK	1
1.1.1. Khái niệm TTCK	1
1.1.2. Phân loại TTCK	2
1.1.3. Chức năng của TTCK	5
1.1.4. Nguyên tắc hoạt động của TTCK	7
1.2. Chủ thể của TTCK	10
1.2.1. Tổ chức phát hành chứng khoán	10
1.2.2. Cơ quan quản lý, điều hành TTCK	10
1.2.3. Các tổ chức kinh doanh, dịch vụ trên TTCK	11
1.2.4. Các tổ chức phụ trợ trên TTCK	11
<b>II. CƠ SỞ LÝ LUẬN CHUNG VỀ NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN TTCK</b>	<b>12</b>
2.1. Khái niệm và đặc điểm của nhà đầu tư tổ chức trên TTCK	12
2.2. Vai trò của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK	15
2.3. Phân loại nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK	17
<b>III. KINH NGHIỆM MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI VỀ THU HÚT NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN TTCK VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM</b>	<b>20</b>
3.1. Kinh nghiệm một số nước trên thế giới về thu hút nhà đầu tư tổ chức tham gia TTCK	21
3.1.1. Việc tạo tính thanh khoản cho TTCK	21
3.1.2. Về thủ tục và điều kiện giao dịch	22

3.1.3. Các vấn đề về thuế, ngoại hối, lãi suất	24
3.1.4. Vấn đề về phát triển các định chế tài chính trung gian	26
3.1.5. Vấn đề phát triển các tổ chức phụ trợ	28
3.1.6. Việc xây dựng khung pháp lý	31
3.2. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam	33
<b>CHƯƠNG II: THỰC TRẠNG THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>36</b>
<b>I. ĐẶC THÙ TRONG TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA TTCK VIỆT NAM</b>	<b>36</b>
1.1. Một số đặc thù trong cơ cấu tổ chức của TTCK ở Việt Nam	36
1.2. Một số đặc thù trong quản lý các hoạt động trên TTCK Việt Nam	37
1.2.1. Hoạt động giao dịch	38
1.2.2. Hoạt động quản lý niêm yết	40
1.2.3. Hoạt động quản lý thành viên	41
1.2.4. Hoạt động công bố thông tin	42
1.2.5. Hoạt động thanh tra, giám sát	43
1.2.6. Hoạt động đăng ký, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán	44
<b>II. THỰC TRẠNG THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>46</b>
2.1. Thực trạng về tình hình giao dịch và sự tham gia của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK Việt Nam thời gian qua	46
2.1.1. Thực trạng về hình hình giao dịch trên TTCK	46
2.1.2. Thực trạng tham gia của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK Việt Nam	51
2.2. Thuận lợi, khó khăn trong việc tham gia giao dịch của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK Việt Nam	52
2.2.1. Thuận lợi	53
2.2.2. Khó khăn	54
<b>III. MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁT SINH TRONG HOẠT ĐỘNG GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>56</b>
3.1. Về quy mô và tính thanh khoản của thị trường	56
3.2. Về điều kiện tham gia giao dịch	58
3.3. Các chính sách về thuế, ngoại hối, lãi suất	61

3.4. Về khung pháp lý	65
3.5. Về các định chế tài chính trung gian	66
3.6. Về các hoạt động phụ trợ trên thị trường	66
3.7. Một số vấn đề khác	66
<b>CHƯƠNG III: GIẢI PHÁP KHUYẾN KHÍCH NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>69</b>
<b>I. SỰ CẦN THIẾT KHUYẾN KHÍCH SỰ THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>69</b>
<b>II. QUAN ĐIỂM ĐỊNH HƯỚNG VÀ MỘT SỐ NGUYÊN TẮC CHUNG TRONG VIỆC KHUYẾN KHÍCH NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>70</b>
<b>III. GIẢI PHÁP KHUYẾN KHÍCH SỰ THAM GIA CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	<b>71</b>
3.1. Tăng quy mô và tính thanh khoản cho thị trường	71
3.2. Hoàn thiện khung pháp lý về chứng khoán và TTCK và các văn bản pháp luật có liên quan	76
3.2.1. Ban hành Luật chứng khoán	77
3.2.2. Ban hành các Nghị định, Quy chế hướng dẫn cụ thể việc thực hiện Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán	78
3.2.3. Hoàn thiện đồng bộ các văn bản pháp luật khác liên quan đến hoạt động của TTCK	78
3.3. Các chính sách về thuế, ngoại hối, lãi suất	78
3.3.1. Các chính sách về thuế và phí trong giao dịch chứng khoán	78
3.3.2. Vấn đề về chính sách quản lý ngoại hối	80
3.3.3. Vấn đề lãi suất	81
3.4. Tăng cường tính hiệu quả của các hoạt động quản lý trên thị trường (quản lý giám sát, niêm yết, thành viên, công bố thông tin, giao dịch...)	
3.4.1. Đối với hoạt động thanh tra giám sát	82
3.4.2. Đối với hoạt động quản lý niêm yết	84
3.4.3. Đối với hoạt động quản lý thành viên	85
3.4.4. Đối với hoạt động quản lý giao dịch	85
3.4.5. Đối với hoạt động công bố thông tin	86
3.4.6. Đối với hoạt động lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán	86

3.5. Thành lập và phát triển các định chế tài chính trung gian	87
3.6. Phát triển các dịch vụ phụ trợ trên thị trường	88
3.6.1. Phát triển các tổ chức kiểm toán độc lập và chuẩn hóa các chuẩn mực kế toán, kiểm toán của Việt Nam	88
3.6.2. Thành lập Trung tâm lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ	89
3.6.3. Thành lập Trung tâm phân tích chứng khoán	89
3.6.4. Thành lập Trung tâm tin học	90
3.6.5. Tổ chức định mức tín nhiệm	90
3.6.6. Phát triển hoạt động tư vấn đầu tư và tư vấn tài chính	91
3.7. Một số giải pháp khác	
<b>KẾT LUẬN</b>	<b>92</b>

## DANH MỤC KÝ HIỆU CÁC CHỮ VIẾT TẮT

1. Thị trường chứng khoán	TTCK
2. Ủy ban chứng khoán nhà nước	UBCKNN
3. Công ty chứng khoán	CTCK
4. Sở giao dịch chứng khoán	SGDCK
5. Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc	KSE
6. Sở giao dịch chứng khoán New York	NYSE
7. Ủy ban giám sát tài chính Hàn Quốc	KSFC
8. Sở giao dịch chứng khoán Tokyo	TSE
9. Trung tâm giao dịch chứng khoán	TTGDCK
10. Thuế giá trị gia tăng	GTGT
11. Thuế thu nhập doanh nghiệp	TNDN
12. Đầu tư nước ngoài	ĐTNN

# MỞ ĐẦU

## I. TÍNH CẤP THIẾT, Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI:

Sự ra đời và đi vào hoạt động của thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đã đánh dấu một bước ngoặt quan trọng trong quá trình xây dựng và hoàn thiện cơ cấu nền kinh tế thị trường nói chung và thị trường tài chính ở nước ta nói riêng. TTCK ra đời đã mở ra một kênh huy động và luân chuyển vốn mới cho nền kinh tế, tạo môi trường đầu tư cho các tổ chức, cá nhân tham gia. Điều đáng ghi nhận trước hết là sự vận hành và hoạt động sôi nổi của thị trường với sự trưởng thành từng bước của các chủ thể tham gia (cơ quan quản lý, tổ chức niêm yết, công ty chứng khoán, nhà đầu tư...). Tuy nhiên, cần nhìn nhận một cách khách quan là quy mô TTCK Việt Nam còn khá nhỏ bé về lượng chứng khoán niêm yết cũng như về số các nhà đầu tư tham gia. Từ đó dẫn đến khối lượng và giá trị giao dịch của chứng khoán qua các phiên còn quá thấp, ảnh hưởng đến quá trình huy động và luân chuyển vốn cũng như tính thanh khoản của thị trường. Qua theo dõi cho thấy, khối lượng giao dịch khớp lệnh bình quân phiên trong 8 tháng đầu năm 2003 chỉ đạt 82.000 cổ phiếu/ phiên, tương ứng với khoảng 1,46 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng, một trong những nguyên nhân của tình trạng trên là do TTCK Việt Nam chưa thu hút được đông đảo các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức tham gia. Tính đến thời điểm đầu tháng 12/2004, số lượng tài khoản của các nhà đầu tư mở tại các công ty chứng khoán là 20.902 tài khoản, trong đó số tài khoản của nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước chỉ có 211 tài khoản (chiếm chỉ gần 1%)... Kinh nghiệm thế giới cho thấy, các nhà đầu tư chứng khoán là tổ chức (các quỹ đầu tư, ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm...) chiếm một tỷ trọng giao dịch đáng kể trên tổng số khối lượng và giá trị giao dịch chứng khoán trên thị trường. Bởi lẽ, đây là các chủ thể có tiềm năng tài chính dồi dào lại đầu tư mang tính chuyên nghiệp cao, góp phần quan trọng trong việc tạo ra sự sôi động, nâng cao tính thanh khoản cho thị trường.



Đứng trước tình hình suy giảm về khối lượng và giá trị giao dịch hiện nay trên TTCK Việt Nam, chúng ta cần nghiên cứu các giải pháp có tính khả thi nhằm thu hút thêm nhiều nhà đầu tư nói chung và các nhà đầu tư có tổ chức nói riêng tham gia TTCK. Nhằm qua đó, tăng tổng giá trị và khối lượng giao dịch trên thị trường, tăng tính thanh khoản của các chứng khoán niêm yết. Trong đó việc nghiên cứu các giải pháp nhằm khuyến khích các nhà đầu tư có tổ chức tham gia kinh doanh chứng khoán cần được đặc biệt chú trọng và mang tính cấp thiết rõ rệt. Mặt khác, Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam từ nay đến năm 2010 vừa được Chính phủ phê duyệt đã chỉ rõ: “*Phát triển các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân*”. Với những lý do trên, nhóm nghiên cứu chúng tôi quyết định chọn đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở năm 2004 là: “**Giải pháp khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch trên TTCK Việt Nam**”.

Có thể nói, đây là một đề tài nghiên cứu mang ý nghĩa khoa học và thực tiễn cao. Việc thực hiện đề tài sẽ đóng góp một phần đáng kể cho việc xây dựng cơ sở lý luận về chứng khoán và TTCK ở Việt Nam nói chung và các chủ thể tham gia thị trường, đặc biệt là nhà đầu tư có tổ chức nói riêng. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu của đề tài có thể được xem xét đưa vào ứng dụng ngay trong giai đoạn phát triển hiện nay của thị trường nhằm góp phần thực hiện có hiệu quả Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam từ nay đến năm 2010 vừa được Chính phủ ban hành.

## **II. MỤC TIÊU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU:**

Đề tài tiến hành nghiên cứu cơ sở lý luận về TTCK, về nhà đầu tư tổ chức (khái niệm, đặc điểm, vai trò, chức năng, phân loại,...) và kinh nghiệm của thế giới trong việc khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường. Đồng thời, đề tài cũng tiến hành phân tích thực trạng hoạt động của TTCK Việt Nam nói chung, sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức mua bán chứng khoán nói riêng để từ đó làm rõ những hạn chế, bất cập và một số vấn đề phát sinh trong việc thu hút các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường, làm cơ sở cho những đề

xuất các giải pháp khuyến khích nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn tiếp theo.

Để thực hiện và hoàn thành việc nghiên cứu đề tài, các phương pháp luận và phương pháp nghiên cứu sau đây sẽ được sử dụng: phân tích, khảo sát, so sánh, đối chiếu, thống kê, tổng hợp, kết hợp giữa lý luận và thực tiễn... Đặc biệt, phương pháp biện chứng dựa trên nền tảng lý luận của Chủ nghĩa Mác – Lê nin được chúng tôi sử dụng xuyên suốt trong toàn bộ quá trình thực hiện đề tài.

### **III. KẾT CẤU ĐỀ TÀI:**

Ngoài phần mở đầu, mục lục, kết luận và tài liệu tham khảo, nội dung của đề tài gồm ba chương:

**Chương I: SỰ THAM GIA CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TRÊN TTCK**

**Chương II: THỰC TRẠNG THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM**

**Chương III: GIẢI PHÁP KHUYẾN KHÍCH NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN TTCK VIỆT NAM**

# CHƯƠNG I

## SỰ THAM GIA CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### I. TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ CHỦ THỂ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

#### 1.1. Tổng quan về thị trường chứng khoán

##### *1.1.1. Khái niệm thị trường chứng khoán*

Về nguồn gốc, TTCK là định chế tài chính phát triển cao nhất của nền kinh tế thị trường. Việc mua bán chứng khoán như là một hình thức luân chuyển vốn liếng sẽ ảnh hưởng đến sự thu hồi đồng vốn đầu tư đã bỏ ra, đến cách quản lý và điều hành công ty và thậm chí toàn bộ nền kinh tế. Ở các nước phát triển, TTCK ra đời do nhu cầu của các công ty huy động thêm vốn để mở rộng và sau đó phát triển lên nhờ vào niềm tin, sự hoạt động có hiệu quả của tổ chức đã phát hành ra chúng. TTCK là sản phẩm của một nền kinh tế thị trường và được thúc đẩy bằng lợi nhuận cá nhân.

Khái niệm “thị trường chứng khoán” theo cách hiểu truyền thống là để chỉ một không gian giao dịch hay một hệ thống giao dịch, theo đó nó sẽ làm hạ tầng cho việc mua bán chứng khoán diễn ra liên tục và thông suốt. Hoạt động giao dịch chứng khoán diễn ra tại đây hết sức đa dạng và phức tạp, bắt đầu từ quá trình mở tài khoản của khách hàng cho đến khi người mua chứng khoán được nhận chứng khoán (tức trở thành chủ sở hữu chứng khoán) và người bán nhận được tiền. Cũng cần phân biệt rằng, nói đến hoạt động giao dịch trên TTCK là nói đến việc mua bán chứng khoán. Hầu hết pháp luật về chứng khoán và TTCK của các nước đều có những quy định như vậy (kể cả pháp luật Việt Nam). Tuy nhiên, ở góc độ luật kinh tế và luật dân sự thì giao dịch được hiểu rằng là hành vi pháp lý của chủ thể làm phát sinh, thay đổi hoặc chấm dứt các quyền và nghĩa vụ liên quan. Như vậy, giao dịch hàng hoá nói chung và

giao dịch chứng khoán nói riêng, ngoài hành vi mua, bán còn bao gồm cả việc tặng, cho, thừa kế... Vì về bản chất, các hành vi này là những giao dịch dân sự đều làm phát sinh, thay đổi hoặc chấm dứt quyền sở hữu đối với các chủ thể tham gia. Như vậy, nói giao dịch chứng khoán chỉ bao gồm việc mua, bán chứng khoán, theo thiển ý của chúng tôi là chưa chính xác. Vấn đề cần làm rõ về mặt lý luận ở đây là việc mua bán chứng khoán thực chất là giao dịch kinh tế vì nó nhằm mục đích phát sinh lợi nhuận và việc tặng cho, thừa kế chứng khoán... là những giao dịch dân sự. Từ phân tích trên cho thấy, nhóm quan hệ phát sinh từ mua, bán chứng khoán phải được điều chỉnh bằng pháp luật kinh tế còn nhóm thứ hai phải được điều chỉnh bằng pháp luật dân sự. Việc phân biệt nguồn, phạm vi và đối tượng điều chỉnh như vậy rất có ý nghĩa về mặt lý luận và thực tiễn.

Trong thực tế, TTCK là một bộ phận cấu thành quan trọng của thị trường vốn trong cơ cấu của thị trường tài chính, là nơi giao dịch các chứng khoán trung và dài hạn như cổ phiếu, trái phiếu để huy động những nguồn vốn nhàn rỗi trong dân chúng phục vụ cho những nhu cầu về vốn trung và dài hạn của Chính phủ và các doanh nghiệp.

### ***1.1.2. Phân loại thị trường chứng khoán***

Hiện nay có rất nhiều tiêu chí để phân loại TTCK, mỗi tiêu chí phục vụ cho một mục đích nghiên cứu nhất định. Một số căn cứ, tiêu chí phổ biến để phân loại TTCK bao gồm:

***- Căn cứ vào quá trình luân chuyển chứng khoán:***

***+ Thị trường sơ cấp (Thị trường phát hành):***

Thị trường sơ cấp là thị trường mà tại đây sẽ diễn ra quá trình phát hành các loại chứng khoán để đưa vào lưu thông nhằm huy động vốn cho doanh nghiệp mới thành lập hay tăng thêm nguồn vốn; hoặc các cơ quan chính quyền phát hành trái phiếu. Quá trình phát hành chứng khoán có thể thông qua công ty chứng khoán, ngân hàng với tư cách là tổ chức bảo lãnh phát hành để bán

đấu giá hay bán trực tiếp cho các nhà đầu tư. Hay nói một cách khác, đó là nơi mà các chứng khoán được tổ chức phát hành bán cho các nhà đầu tư, cũng có nghĩa là chứng khoán lần đầu tiên được bán ra thị trường. Thị trường sơ cấp có một số đặc điểm như: là nơi phát hành chứng khoán để đưa ra giao dịch trong công chúng; việc phát hành do chính chủ thể phát hành thực hiện hoặc thông qua đại lý, tổ chức bảo lãnh phát hành; không có địa điểm giao dịch tập trung.

*+ Thị trường thứ cấp:*

Thị trường thứ cấp là thị trường mua đi bán lại các loại chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp, lúc này chứng khoán trở thành một loại hàng hoá đặc biệt. Hoạt động mua, bán chứng khoán của nhà đầu tư được căn cứ vào nhiều yếu tố như: kết quả sản xuất, kinh doanh của công ty; các thông tin, tin đồn; dự đoán về tương lai công ty... Thị trường này không thực hiện chức năng huy động vốn mà chỉ tạo điều kiện cho đồng vốn được luân chuyển dễ dàng, tức là tạo ra khả năng chuyển nhượng (tính thanh khoản) cho các chứng khoán.

*- Căn cứ vào hình thức và địa điểm tổ chức giao dịch:*

*+ Thị trường chứng khoán tập trung (Exchange market):*

Đây là thị trường hoạt động theo những quy định của pháp luật, có tổ chức và điều lệ hoạt động. Hoạt động giao dịch các chứng khoán tại đây phải tuân theo những nguyên tắc nhất định về: chất lượng hàng hoá, phương thức giao dịch, thanh tra, giám sát, thành viên... Việc giao dịch các chứng khoán được tập trung tại một địa điểm nhất định là các Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) theo phương thức đấu giá hai chiều (từ hai phía) giữa đại diện (môi giới) người mua và đại diện người bán. Chứng khoán giao dịch là chứng khoán đã đáp ứng những tiêu chuẩn nhất định về định tính và định lượng và được niêm yết trên Sở giao dịch.

*+ Thị trường chứng khoán phi tập trung (Over the Counter Market-OTC):*

Thị trường chứng khoán phi tập trung là thị trường mua bán chứng khoán chưa niêm yết không thông qua quầy được diễn ra mọi nơi, mọi lúc hoặc phải

thông qua các nhà môi giới hay chính các đối tác trực tiếp thực hiện. Hoạt động của thị trường này tuân theo những tiêu chuẩn về đạo đức nghề nghiệp do Hiệp hội chứng khoán quy định. Khác với thị trường tập trung, thị trường OTC không có một địa điểm tập trung để các giao dịch được thực hiện. Thay vào đó, việc giao dịch thông qua các công ty chứng khoán bằng mạng lưới điện thoại và vi tính rộng lớn được nối mạng với nhau. Đặc trưng nổi bật của thị trường OTC là cơ chế xác lập giá cho các chứng khoán thông qua một hệ thống mạng “liên công ty” (interdealer network). Các nhà tạo giá ở các công ty chứng khoán (CTCK) sẽ cạnh tranh với nhau, liên tục đưa ra giá chào mua (bid) và giá chào bán (ask). Giá thị trường được tham khảo từ mạng lưới này và chứng khoán cụ thể cho từng giao dịch sẽ được xác lập bằng thương lượng giữa khách hàng và CTCK, nên thị trường này còn có tên gọi là “thị trường thương lượng” (negotiated market). Pháp luật về chứng khoán và TTCK của các nước thường quy định rõ quy chế pháp lý, cũng như cơ chế giao dịch, quản lý, điều hành loại thị trường quan trọng này. Điển hình là Luật chứng khoán Thái Lan đã dành hẳn một chương quy định về thị trường giao dịch phi tập trung và các thị trường quyền chọn và hợp đồng tương lai. Theo đó, 15 CTCK trở lên có thể cùng gửi đơn xin phép Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) Thái Lan để thành lập thị trường OTC với những thủ tục và cơ chế hoạt động được quy định cụ thể. Các Luật chứng khoán của Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản cũng có những quy định tương tự.

***- Căn cứ vào hàng hoá được giao dịch trên thị trường:***

***+ Thị trường cổ phiếu:***

Thị trường cổ phiếu là thị trường giao dịch của các cổ phiếu do các công ty cổ phần phát hành. Thị trường này thường sôi động hơn thị trường trái phiếu do giá cả cổ phiếu luôn được xác định bởi nhiều yếu tố như: thông tin về tình hình hoạt động của công ty, các biến động của nền kinh tế, quan hệ cung cầu trên thị trường...

***+ Thị trường trái phiếu:***

Thị trường trái phiếu là thị trường giao dịch của các loại trái phiếu trung và dài hạn được phát hành bởi Chính phủ, chính quyền địa phương, các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn. So với thị trường cổ phiếu thì hoạt động giao dịch trên thị trường này ít sôi động hơn và giá cả trái phiếu cũng ít khi biến động.

**+ Thị trường các công cụ phái sinh:**

Đây là thị trường giao dịch các công cụ phái sinh như hợp đồng lựa chọn, hợp đồng tương lai, quyền mua cổ phiếu... Thị trường này hoạt động càng sôi động thì khả năng thúc đẩy thị trường cổ phiếu sôi động càng lớn.

**- Căn cứ vào phương thức giao dịch và thanh toán:**

**+ Thị trường giao ngay:**

Thị trường giao ngay là thị trường mà ngày thanh toán và giao hàng diễn ra tại ngày T hoặc sau một ngày (T+1) hay sau hai ngày (T+2).

**+ Thị trường có kỳ hạn hay thị trường tương lai:**

Thị trường tương lai là loại thị trường mà ngày ký kết và thanh toán, giao hàng diễn ra khá lâu (thậm chí 1 hoặc vài năm).

**1.1.3. Chức năng của thị trường chứng khoán:**

**- Huy động vốn cho nền kinh tế:**

TTCK là một thể chế tài chính bậc cao, đóng vai trò quan trọng trong quá trình chuyển đổi nền kinh tế theo xu hướng thị trường, có sự quản lý, điều tiết của nhà nước. Sự ra đời và vận hành hiệu quả của TTCK là bằng chứng hùng hồn chứng minh tính năng động, uyển chuyển và hội nhập của nền kinh tế của một quốc gia thông qua chức năng huy động và luân chuyển vốn của nó và một số chức năng khác.

Trước hết, nói đến TTCK là nói đến chức năng huy động và luân chuyển vốn của nền kinh tế và TTCK Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Theo quy định hiện hành của Luật doanh nghiệp thì các công ty cổ phần, công ty trách

nhiệm hữu hạn đều có thể huy động vốn để thực hiện hoạt động sản xuất, kinh doanh thông qua việc phát hành cổ phiếu (đối với công ty cổ phần) và phát hành trái phiếu doanh nghiệp (đối với công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn). Đặc biệt, TTCK có ý nghĩa rất lớn trong quá trình thành lập và hoạt động của công ty cổ phần. Trong nền kinh tế thị trường, công ty cổ phần có vị trí vô cùng quan trọng và chiếm ưu thế đặc biệt trong việc huy động vốn dài hạn để phát triển kinh doanh, mở rộng sản xuất thông qua nhiều hình thức khác nhau.

***- Cung cấp môi trường đầu tư cho công chúng:***

TTCK cung cấp cho công chúng một môi trường đầu tư lành mạnh với các cơ hội lựa chọn phong phú. Các loại chứng khoán trên thị trường rất khác nhau về tính chất, thời hạn và độ rủi ro, cho phép các nhà đầu tư có thể lựa chọn cho loại hàng hoá phù hợp với khả năng, mục tiêu và sở thích của mình. Vì vậy, TTCK góp phần đáng kể vào việc tăng mức tiết kiệm quốc gia, sử dụng hiệu quả đồng vốn nhân rỗi trong công chúng.

***- Tạo tính thanh khoản cho các chứng khoán:***

Nhờ có TTCK mà các nhà đầu tư có thể chuyển đổi các chứng khoán mình nắm giữ thành tiền mặt hoặc các loại chứng khoán khác thông qua việc mua, bán chứng khoán trên thị trường. Khả năng chuyển đổi thành tiền mặt là một trong những đặc tính của chứng khoán hấp dẫn nhà đầu tư. Đó là một hình thức luân chuyển các đồng vốn mà họ đã bỏ ra để đầu tư vào TTCK sao cho được an toàn và hiệu quả, linh hoạt.

***- Đánh giá hoạt động của doanh nghiệp:***

Qua diễn biến của giá chứng khoán trên thị trường kết hợp với những thông tin được công bố theo quy định, giá trị và tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được phản ánh một cách khách quan và đầy đủ. Từ đó, tạo ra một môi trường cạnh tranh lành mạnh nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, kích thích áp dụng công nghệ mới, cải tiến sản xuất đối với các doanh nghiệp.



**- Tạo ra môi trường giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô:**

Khi đạt đến một quy mô hoạt động nhất định, các chỉ báo của TTCK phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Giá các chứng khoán tăng lên cho thấy đầu tư đang mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng; và ngược lại giá chứng khoán giảm sẽ cho thấy dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Hoạt động của TTCK có mối liên quan mật thiết với hoạt động của một số các thị trường quan trọng khác như: thị trường tiền tệ, thị trường tín dụng, thị trường hối đoái, thị trường mở, thị trường bất động sản... Vì thế, TTCK được gọi là “phong vũ biểu” của nền kinh tế và là một công cụ quan trọng giúp Chính phủ thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Thông qua TTCK Chính phủ có thể mua và bán trái phiếu Chính phủ để tạo nguồn thu bù đắp thâm hụt ngân sách và quản lý lạm phát.

#### ***1.1.4 Nguyên tắc hoạt động của thị trường chứng khoán***

**- Nguyên tắc trung gian:**

Theo nguyên tắc này, nhà đầu tư không mua bán chứng khoán trực tiếp với nhau mà phải thông qua các nhà môi giới, các công ty chứng khoán trung gian nhằm mục đích tạo ra một cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, tránh trường hợp họ có thể bị lừa đảo. Mặt khác, giúp các hoạt động mua bán chứng khoán được trôi chảy, chuyên nghiệp từ khâu bắt đầu đặt lệnh giao dịch đến khâu thanh toán và chuyển giao chứng khoán. Cũng theo nguyên tắc này, nhà môi giới (broker) có vai trò hết sức quan trọng trong giao dịch chứng khoán. Về mặt pháp lý, môi giới là hoạt động trung gian hoặc đại diện mua, bán chứng khoán cho khách hàng để hưởng hoa hồng. Ngoài ra, nhà môi giới không những chỉ đại diện cho khách hàng tìm mua, tìm bán chứng khoán mà quan trọng hơn còn nhằm kiểm tra khả năng thanh toán của các khách hàng (bên mua có đủ tiền, bên bán có đủ chứng khoán không, và các vấn đề khác).

**- Nguyên tắc công khai hoá thông tin:**

Tất cả các thông tin về tổ chức niêm yết, về tình hình giao dịch trên thị trường và những sự kiện có thể ảnh hưởng đến giá chứng khoán đều phải được công bố công khai ra công chúng thông qua các phương tiện thông tin đại chúng nhằm giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định mua hoặc bán một loại chứng khoán trên cơ sở phân tích, đánh giá các công tin nhận được theo hướng có lợi tối đa cho mình. Pháp luật về chứng khoán và TTCK các nước quy định thông tin phải được công bố kịp thời, trung thực, chính xác và đúng đối tượng.

**- Nguyên tắc đấu giá:**

Giá chứng khoán trên thị trường phải được hình thành một cách tự do theo quy luật cung cầu không ai có quyền định giá hoặc can thiệp vào việc hình thành giá chứng khoán.

Việc định giá chứng khoán được thực hiện qua một cuộc đấu giá giữa những người môi giới mua với những người môi giới mua khác và giữa những người môi giới bán với những người môi giới bán khác hoặc qua một cuộc thương lượng giữa hai bên.

Theo nguyên tắc này, giá chứng khoán được hình thành trên cơ sở thứ tự ưu tiên như sau:

+ Ưu tiên về giá: những người mua cạnh tranh với nhau để đạt mức giá mua thấp nhất; những người bán cạnh tranh với nhau để làm sao bán được chứng khoán ở mức giá cao nhất;

+ Ưu tiên về thời gian: nếu các lệnh có cùng mức giá mua cao nhất hoặc giá bán thấp nhất thì ai đưa ra lệnh mua, bán sớm nhất sẽ được ưu tiên mua, bán;

+ Ưu tiên theo khối lượng: nếu cùng một thời gian và mức giá thì lệnh nào có số lượng mua bán lớn hơn sẽ được ưu tiên thực hiện.

Hiện nay, trên thế giới chủ yếu tồn tại ba hình thức đấu giá sau đây:

+ Đấu giá trực tiếp: người mua bán chứng khoán thương lượng trực tiếp giá với nhau không thông qua trung gian hay nhà môi giới;

+ **Đấu giá gián tiếp:** người mua và bán chứng khoán không gặp nhau. Các công ty chứng khoán thường xuyên công bố giá chứng khoán cao nhất sẵn sàng mua và giá thấp nhất sẵn sàng bán cho mỗi loại mà công ty đang kinh doanh. Các thông tin này được truyền đến tất cả các công ty chứng khoán qua hệ thống mạng. Những lệnh mua bán chứng khoán đã theo mức giá công bố sẽ mặc nhiên được thực hiện. Các công ty chứng khoán căn cứ vào tình hình thị trường mà thường xuyên có sự điều chỉnh về giá cho hợp lý (hình thức này được áp dụng tại SGDCK London);

+ **Đấu giá tự động:** là hình thức đấu giá qua hệ thống computer nối mạng giữa máy chủ của Sở giao dịch chứng khoán với hệ thống máy của các công ty chứng khoán thành viên. Các lệnh được truyền đến máy chủ trong một thời gian nhất định, máy chủ tự động xác định một giá chốt (giá khớp lệnh) đảm bảo số lượng chứng khoán mua, bán được nhiều nhất và thông báo kết quả trở lại cho các công ty chứng khoán có các lệnh được thực hiện. Hiện nay, Thái Lan, Hàn Quốc và Việt Nam và một số nước khác đang thực hiện theo phương thức này.

**- Nguyên tắc công bằng:**

Nguyên tắc công bằng là một nguyên tắc hiện diện ở hầu hết các hệ thống pháp luật trên thế giới, pháp luật về chứng khoán và TTCK cũng không phải là một ngoại lệ. Theo nguyên tắc này, tất cả mọi chủ thể trên thị trường chứng khoán đều phải được đối xử một cách công bằng. Nghĩa là cơ hội kinh doanh và tiếp cận thông tin trên TTCK là như nhau đối với mọi chủ thể, kể cả tổ chức, cá nhân trong nước hoặc nước ngoài; quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể đều được pháp luật bảo vệ như nhau; bất kỳ chủ thể nào thực hiện hành vi vi phạm pháp luật thì đều bị xử lý một cách công minh. Nguyên tắc công bằng giúp cho TTCK hoạt động lành mạnh, công bằng và đúng pháp luật.



## **1.2. Chủ thể của thị trường chứng khoán**

### **1.2.1. Tổ chức phát hành chứng khoán**

Tổ chức phát hành chứng khoán là những tổ chức thực hiện huy động vốn bằng việc phát hành chứng khoán thông qua TTCK. Tổ chức phát hành cung cấp các chứng khoán – hàng hóa để giao dịch trên TTCK. Các tổ chức phát hành chứng khoán bao gồm: Chính phủ và chính quyền địa phương thực hiện phát hành các loại trái phiếu Chính phủ và trái phiếu địa phương; các loại hình công ty như công ty cổ phần phát hành cổ phiếu và trái phiếu, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp nhà nước phát hành trái phiếu để huy động vốn phục vụ hoạt động sản, kinh doanh. Ngoài ra, các tổ chức tài chính, ngân hàng thương mại cũng có thể phát hành các loại trái phiếu, chứng chỉ thụ hưởng... phục vụ cho hoạt động của họ.

### **1.2.2. Cơ quan quản lý, điều hành thị trường chứng khoán**

#### **- Cơ quan quản lý, giám sát thị trường chứng khoán**

Nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư và đảm bảo hoạt động bình thường, ổn định của TTCK, hầu hết các quốc gia đều thiết lập một cơ quan quản lý, giám sát các hoạt động trên TTCK. Tùy thuộc vào đặc điểm tình hình và trình độ phát triển của từng nước mà cơ quan quản lý, giám sát trên TTCK có thể là một tổ chức tự quản hoặc là một cơ quan quản lý nhà nước thuộc Chính phủ (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước hay Ủy ban Chứng khoán Quốc gia), hoặc là sự kết hợp của cả hai hình thức.

#### **- Cơ quan trực tiếp điều hành thị trường chứng khoán**

Cơ quan trực tiếp điều hành các hoạt động giao dịch chứng khoán hàng ngày là SGDCK. SGDCK điều hành thị trường thông qua một bộ máy tổ chức gồm nhiều bộ phận khác nhau phục vụ các hoạt động trên Sở giao dịch. Ngoài ra, SGDCK cũng ban hành những quy định điều chỉnh các hoạt động giao dịch chứng khoán trên Sở, phù hợp với các quy định của pháp luật và UBCKNN.

### **1.2.3. Các tổ chức kinh doanh, dịch vụ trên thị trường chứng khoán**

#### **- Các công ty chứng khoán:**

Công ty chứng khoán là những công ty hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán và được thực hiện một hoặc một số loại hình kinh doanh chứng khoán theo quy định của pháp luật như: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán và quản lý danh mục đầu tư. Để thực hiện các nghiệp vụ theo quy định, công ty chứng khoán phải đảm bảo được một số vốn nhất định theo quy định.

#### **- Các ngân hàng thương mại:**

Tại một số nước, các ngân hàng thương mại có thể sử dụng vốn tự có để tăng và đa dạng hóa lợi nhuận thông qua việc đầu tư vào các chứng khoán. Tuy nhiên, các ngân hàng chỉ được đầu tư vào chứng khoán trong những giới hạn nhất định để bảo vệ ngân hàng trước những biến động của giá chứng khoán. Một số nước thuộc Châu Âu lục địa, các ngân hàng thương mại được phép thành lập những công ty con độc lập để kinh doanh chứng khoán và thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành.

#### **- Nhà đầu tư:**

Nhà đầu tư là những người (tổ chức, cá nhân) thực hiện mua bán hoặc có ý định mua bán chứng khoán trên thị trường. Nhà đầu tư cá nhân là những cá nhân có nguồn vốn nhàn rỗi tạm thời, tham gia mua bán trên thị trường với mục đích tìm kiếm lợi nhuận. Khác với nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức là các định chế tài chính, đầu tư tham gia mua bán chứng khoán với khối lượng lớn với tư cách là một hoạt động kinh doanh. Hình thức kinh doanh này thường do một nhóm chuyên gia có kiến thức và kinh nghiệm về TTCK đảm nhận. Các định chế đầu tư chuyên nghiệp trên TTCK thường là các công ty đầu tư, các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm xã hội, quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quỹ...

### **1.2.4. Các tổ chức phụ trợ trên thị trường chứng khoán**

Các tổ chức phụ trợ trên TTCK là các tổ chức thực hiện các dịch vụ hỗ trợ (phụ trợ), các tiện ích nhằm giúp hoạt động giao dịch trên thị trường được diễn ra thông suốt, an toàn, giảm thiểu rủi ro và cung cấp thông tin cần thiết cho nhà đầu tư. Qua nghiên cứu cho thấy, hầu hết các nước có TTCK phát triển thường xây dựng các loại tổ chức phụ trợ sau đây: tổ chức định mức tín nhiệm, trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ độc lập, trung tâm tin học, trung tâm phân tích chứng khoán, tổ chức kiểm toán độc lập...

## **II. CƠ SỞ LÝ LUẬN CHUNG VỀ NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TTCK**

### **2.1. Khái niệm và đặc điểm của nhà đầu tư tổ chức trên TTCK Việt Nam**

Khái niệm “đầu tư” có thể được hiểu theo nhiều góc độ khác nhau. Thông thường, đó là hành vi của người có vốn (kể cả tổ chức và cá nhân) sử dụng nó để thực hiện một công việc cụ thể mà qua đó, dự đoán vốn có khả năng bảo tồn và tăng lên. Nói một cách khác, đầu tư là bỏ ra một khoản tiền để mong thu lại một khoản tiền lớn hơn. Đầu tư có thể là việc mua chứng khoán, gửi tiết kiệm ngân hàng, mua bảo hiểm, bất động sản, vàng bạc hoặc đá quý, ngoại tệ hay mua máy móc thiết bị để sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.. Vì vậy, tiền mặt của các doanh nghiệp và cá nhân để không thì không phải là sự đầu tư bởi giá trị của nó có khả năng mất dần do lạm phát và nó cũng không mang lại một khoản lợi nào. Nói đến đầu tư là nói đến một hành vi nhằm mục tiêu lợi nhuận. Lợi nhuận vừa là mục tiêu cũng vừa là tiêu chí để xác định một hành vi có được xem là hành vi đầu tư hay không. Do đó, đầu tư cũng chính là hành vi kinh doanh nên người ta còn gọi nhà đầu tư chứng khoán là các nhà kinh doanh chứng khoán. Thông thường, nhà đầu tư nói chung trên TTCK được hiểu là người sở hữu chứng khoán, người mua hoặc dự kiến mua chứng khoán. Theo khái niệm này, thì nhà đầu tư chứng khoán có thể bao gồm người đã mua chứng khoán và đang nắm giữ chúng hoặc những người có ý định mua chúng. Nghiên cứu thực tế TTCK trên thế giới cho thấy, trong các nhà đầu tư thì nhà

đầu tư tổ chức chiếm một tỷ lệ khá lớn và đóng vai trò quan trọng trong hoạt động của TTCK. Tuy nhiên, cho đến nay việc đưa ra khái niệm thế nào là nhà đầu tư tổ chức vẫn còn bỏ ngỏ trong khoa học pháp lý và kinh tế.

Chúng tôi cho rằng, nhà đầu tư tổ chức trên TTCK là một tổ chức kinh tế được thành lập hợp pháp, có tài sản, tham gia giao dịch (đầu tư) trên TTCK và có tư cách pháp lý độc lập. Từ khái niệm này cho thấy, nhà đầu tư tổ chức trên TTCK có một số đặc điểm sau đây:

- Là một tổ chức kinh tế được thành lập hợp pháp: Trước hết nhà đầu tư tổ chức trên TTCK phải là một tổ chức kinh tế, có chức năng kinh doanh theo quy định của pháp luật. Đồng thời, tổ chức kinh tế cũng phải được thành lập hợp pháp. Như chúng ta đã biết, một tổ chức được xem là hợp pháp nếu có mục đích, nhiệm vụ hợp pháp và được thành lập theo đúng trình tự, thủ tục mà pháp luật quy định. Tổ chức hợp pháp được Nhà nước công nhận dưới dạng thành lập, cho phép thành lập, đăng ký hoặc công nhận (Khoản 1, Điều 94 Bộ luật dân sự Việt Nam). Hay nói một cách khác, các nhà đầu tư tổ chức trên TTCK là các tổ chức được thành lập và hoạt động dưới dạng các loại hình doanh nghiệp (công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhà nước...) và tham gia đầu tư trên TTCK. Một điều cần lưu ý là trong giao dịch chứng khoán, việc xác định nhà đầu tư tổ chức có quốc tịch trong nước hoặc nước ngoài là rất quan trọng vì nhà đầu tư tổ chức nước ngoài sẽ có thể bị hạn chế một số hành vi như việc mở tài khoản, quy định tỷ lệ nắm giữ... như hiện nay trên TTCK Việt Nam. Theo quy định của Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam thì nhà đầu tư là pháp nhân nước ngoài là nhà đầu tư được thành lập theo pháp luật nước ngoài.

- Nhà đầu tư tổ chức trên TTCK phải có tài sản: Theo quy định của pháp luật hiện hành, để một tổ chức tham gia vào các quan hệ tài sản với tư cách là một chủ thể độc lập, tổ chức đó phải có tài sản riêng của mình – tài sản độc lập. Tài sản của tổ chức không chỉ là tài sản thuộc sở hữu của tổ chức đó mà có thể là tài sản từ nhiều nguồn khác như vay, mượn, được nhà nước giao quyền quản lý. Tài sản chính là điều kiện để tham gia và đảm bảo thực hiện nghĩa vụ của các tổ chức trong các quan hệ kinh tế, dân sự. Trong lĩnh vực đầu tư chứng

khoán, một tổ chức muốn tham gia giao dịch chứng khoán thì phải có tài sản thể hiện dưới dạng chứng khoán để bán và tiền để mua. Số chứng khoán và tiền này được xem là điều kiện để đảm bảo việc thanh toán các giao dịch thông qua việc ký quỹ.

- Nhà đầu tư tổ chức trên TTCK phải tham gia giao dịch chứng khoán: nếu các điều kiện khác là điều kiện cần thì đây chính là điều kiện đủ để một tổ chức được xem là nhà đầu tư trên thị trường. Nghĩa là, tổ chức này phải thực hiện việc mua bán chứng khoán cho chính bản thân mình như một hoạt động kinh doanh. Đầu tư chứng khoán là một dạng hoạt động đầu tư tài chính. Vì vậy, để hoạt động đầu tư của mình hợp pháp thì các tổ chức đầu tư mua, bán chứng khoán phải được cơ quan có thẩm quyền cho phép chức năng đầu tư tài chính như một loại hình kinh doanh của mình. Thẩm quyền kinh tế này được ghi trong Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh do cơ quan Nhà nước có thẩm quyền cấp (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Sở Kế hoạch – Đầu tư các tỉnh, thành phố).

Ở các nước, các chức kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp thường là thành viên thị trường chứng khoán tập trung. Về thành viên của thị trường chứng khoán có sự quy định khác biệt giữa pháp luật các nước. Đối với các nước có thị trường truyền thống như Hoa Kỳ, Nhật Bản, Anh, Úc, pháp luật cho phép pháp nhân và cá nhân có đủ điều kiện đều được phép tham gia kinh doanh trên thị trường. Đối với các quốc gia khác như Đức, Liên bang Nga, Thái Lan, Indonesia, Hàn Quốc, pháp luật chỉ cho phép pháp nhân đủ điều kiện mới được tham gia. Ngay đối với qui định về pháp nhân, pháp luật cũng qui định không giống nhau về vấn đề này mà còn tùy thuộc vào đặc điểm của hệ thống tổ chức tín dụng. Đối với các quốc gia có hoạt động ngân hàng đa năng, các ngân hàng có thể nhân danh chính mình tham gia kinh doanh chứng khoán; đại diện cho mô hình này là Đức, Pháp. Các quốc gia có hoạt động ngân hàng chuyên doanh, các ngân hàng muốn tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán phải thông qua hệ thống các công ty con; đại diện cho mô hình này Hồng Kông, Trung Quốc... Mỗi mô hình có những ưu thế và nhược điểm riêng, liên quan đến việc tách bạch hoạt động kinh doanh ngân hàng với kinh doanh



chứng khoán; phân tán rủi ro giữa các hoạt động kinh doanh của chủ thể kinh doanh.

- Nhà đầu tư tổ chức trên TTCK phải có tư cách pháp lý độc lập: Tư cách pháp lý độc lập của nhà đầu tư tổ chức trên TTCK thể hiện ở những điểm sau: có khả năng thực hiện và tự chịu trách nhiệm về hành vi giao dịch chứng khoán của mình; nhân danh mình để tham gia vào các quan hệ pháp luật một cách độc lập, nghĩa là có thể trở thành nguyên đơn hoặc bị đơn trước tòa án.

## ***2.2. Vai trò của nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chứng khoán***

Qua nghiên cứu kinh nghiệm của các nước cũng như qua thực tế hoạt động của TTCK Việt Nam thời gian qua cho thấy vai trò của nhà đầu tư tổ chức trên TTCK là rất lớn, thể hiện ở những góc độ sau đây:

- Góp phần tạo nên tính thanh khoản cho các chứng khoán: Nhà đầu tư tổ chức là những nhà đầu tư có vốn lớn, do vậy việc tham gia giao dịch của họ trên thị trường sẽ làm tăng giá trị và khối lượng giao dịch. Từ đó dẫn đến khả năng các giao dịch được thực hiện lớn và chiếm tỷ trọng cao trên tổng khối lượng chứng khoán được đặt bán và đặt mua. Theo các số liệu thống kê của các TTCK các nước trên thế giới, khối lượng giao dịch của nhà đầu tư tổ chức thường chiếm từ 65 đến xấp xỉ 85% tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường. Chính vì thế, việc khuyến khích các tổ chức tham gia giao dịch trên TTCK có ý nghĩa rất lớn đối với các TTCK mới nổi, trong đó có Việt Nam. Ngoài ra, việc các nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch nhiều trên TTCK cũng giúp cho thị trường phát triển một cách ổn định, tránh tình trạng ô ạt mua vào hoặc bán ra đồng thời như đã từng xảy ra trong thời gian đầu khi TTCK Việt Nam mới được hình thành;

- Góp phần làm chuyên nghiệp hóa hoạt động đầu tư: Ngoài việc có vốn nhiều, các nhà đầu tư tổ chức phần lớn là các định chế đầu tư chuyên nghiệp bao gồm một đội ngũ nhân viên được đào tạo cơ bản về các nghiệp vụ phân tích và đầu tư. Vì vậy, hành vi đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức này là hành vi có tính toán, được thực hiện trên cơ sở các chiến lược, kế hoạch đã hoạch định sẵn kết hợp với khả năng phân tích, phán đoán và thu thập thông tin chuyên

nghiệp. Do hoạt động giao dịch chứng khoán thường mang tính “bầy đàn” nên hành vi giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài thường đóng vai trò “định hướng” đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ (điều này cũng đã được chứng minh qua thực tế hoạt động của TTCK Việt Nam).

- Góp phần đa dạng hóa và giảm thiểu rủi ro trong đầu tư chứng khoán: Thật vậy, các nhà đầu tư tổ chức là các định chế đầu tư chuyên nghiệp như quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ đầu tư chứng khoán đã giúp cho các tổ chức, cá nhân có tiền nhàn rỗi nhưng không có thời gian hoặc không có điều kiện để mua bán chứng khoán thực hiện đầu tư hiệu quả trên TTCK thông qua công ty quản lý quỹ. Lợi ích mà các định chế đầu tư này mang lại rất lớn. Đó là, tối thiểu hóa rủi ro bằng cách đầu tư vào nhiều loại chứng khoán khác nhau theo danh mục; giảm thấp chi phí giao dịch mà nhà đầu tư phải chịu; đem lại nhiều dịch vụ đầu tư chuyên nghiệp...

- Đối với bản thân tổ chức niêm yết, nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, có khả năng giúp tổ chức niêm yết hoạch định các chiến lược phát triển dài hạn phù hợp với nhu cầu và sự tăng trưởng của nền kinh tế thế giới. Mặt khác, do có nhiều quan hệ trong các lĩnh vực kinh tế khác nhau, nhà đầu tư tổ chức có thể giúp doanh nghiệp tiếp cận với các nguồn tài trợ vốn cho nhu cầu phát triển, tiếp cận công nghệ tiên tiến và các thị trường tiêu thụ tiềm năng.

Riêng đối với nền kinh tế Việt Nam hiện nay, nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, có vai trò hết sức quan trọng trong sự phát triển trong tương lai gần. Cho đến thời điểm hiện tại, tổng giá trị đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam chỉ chiếm 0,9% GDP, rất thấp so với đầu tư trực tiếp nước ngoài. Việc khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài vào Việt Nam trong thời điểm này cũng đồng nghĩa với việc gia tăng nguồn đầu tư gián tiếp nước ngoài, do đó, có tác động tích cực đối với sự tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Mặt khác, do yêu cầu hội nhập của nền kinh tế Việt Nam, các tổ chức đầu tư cả trong nước lẫn nước ngoài đều có vai trò hết sức quan trọng trong việc thu hút các nguồn vốn nhỏ lẻ để tập trung đầu

tư vào các ngành kinh tế trọng điểm mà Nhà nước khuyến khích đầu tư. Việc này sẽ góp phần không nhỏ trong việc nâng cao chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam.

### **2.3. Phân loại nhà đầu tư tổ chức trên TTCK**

Về mặt lý thuyết, nhà đầu tư chứng khoán nói chung được chia là nhiều loại căn cứ vào các tiêu chí và mục đích khác nhau.

#### **- Căn cứ vào thời hạn và mục đích đầu tư, có:**

+ *Nhà đầu tư dài hạn*: Là những nhà đầu tư thực hiện mua cổ phiếu, trái phiếu với ý định nắm giữ chúng trong một thời gian tương đối dài để hưởng lãi hoặc cổ tức do doanh nghiệp chi trả;

+ *Nhà đầu tư ngắn hạn*: Là những nhà đầu tư mua vào cổ phiếu, trái phiếu nắm giữ trong một thời gian ngắn và hy vọng bán lại với mức giá cao hơn để hưởng chênh lệch.

#### **- Căn cứ vào tính chuyên nghiệp của hoạt động đầu tư chứng khoán, có:**

+ *Nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp*: Nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp bao gồm các định chế tài chính trung gian, các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán, quỹ hưu trí ... thực hiện việc mua bán chứng khoán một cách chuyên nghiệp, là một trong những lĩnh vực hoạt động chính của mình.

+ *Nhà đầu tư tổ chức không chuyên nghiệp*: Nhà đầu tư tổ chức không chuyên nghiệp là các doanh nghiệp thực hiện việc đầu tư ngắn hạn (dưới một năm) thông qua việc mua bán chứng khoán không thường xuyên để sử dụng hiệu quả đồng vốn nhàn rỗi và tạo thêm nguồn thu nhập bổ sung cho mình.

#### **- Căn cứ vào quốc tịch của nhà đầu tư tổ chức, có:**

+ *Nhà đầu tư trong nước*: Là các tổ chức được thành lập theo pháp luật trong nước. Tại Việt Nam, nhà đầu tư tổ chức trong nước là các doanh nghiệp

được thành lập và hoạt động theo Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.

+ *Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài*: Là các tổ chức được thành lập theo pháp luật nước ngoài trực tiếp thực hiện mua bán chứng khoán hoặc thông qua đại diện, ủy quyền trên TTCK Việt Nam.

- *Căn cứ vào hình thức tổ chức và hoạt động của nhà đầu tư tổ chức, có:*

+ *Các tổ chức thực hiện hoạt động tín dụng (nhận tiền gửi)*:

Các tổ chức nhận tiền gửi bao gồm các ngân hàng, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm và các hiệp hội tín dụng. Các tổ chức này có điểm chung là đều nhận tiền gửi, những khoản tiền đó là những nghĩa vụ của tổ chức nhận tiền gửi. Số tiền gửi này được đem cho các tổ chức, cá nhân vay trực tiếp và một phần lớn được đầu tư vào các loại chứng khoán trên TTCK. Riêng các loại hình ngân hàng tham gia vào TTCK rất đa dạng, bao gồm: các ngân hàng thương mại, ngân hàng phát triển, ngân hàng đầu tư, ngân hàng chính sách (như ở Việt Nam), ngân hàng hợp tác và các loại ngân hàng khác. Ngoài ra các ngân hàng nước ngoài (được thành lập theo pháp luật nước ngoài) cũng được xem là nhà đầu tư tổ chức tiềm năng trên TTCK.

+ *Các định chế tài chính phi ngân hàng*:

\* Các công ty bảo hiểm

Trong nền kinh tế hoạt động theo cơ chế thị trường, có thị trường chứng khoán, hệ thống các công ty bảo hiểm là những chủ thể tham gia đầu tư qua thị trường chứng khoán rất sôi động. Bởi lẽ, hệ thống các công ty bảo hiểm thường xuyên có số vốn nhàn rỗi tạm thời, đó là số chênh lệch giữa số thu lệ phí bảo hiểm của những người tham gia (nguồn thu này có tính thường xuyên) và số chi cho những người được hưởng bảo hiểm.

Với sự đa dạng của các loại chứng khoán, các công ty bảo hiểm có khả năng chọn lựa những loại chứng khoán phù hợp, vừa đảm bảo an toàn, có tính tạm thời (khả năng thanh khoản) để khai thác tối đa lợi ích của quỹ bảo hiểm.

Như vậy, ngoài mục đích phòng ngừa và khắc phục hậu quả trong cuộc sống kinh tế, xã hội, các công ty bảo hiểm còn là một định chế tài chính trung

gian quan trọng trong thị trường chứng khoán. Do nó tập trung được một khối lượng vốn lớn của những người tham gia bảo hiểm. Ngoài số vốn cần thiết để lại cho việc thực hiện chi tiêu, số còn lại sẽ là nguồn vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán.

#### \* Các quỹ hưu trí

Quỹ hưu trí là một định chế tài chính trung gian thực hiện chức năng tích lũy vốn để đảm bảo cuộc sống bình thường cho người lao động khi không còn khả năng lao động. Đồng thời nó cũng là một tổ chức đầu tư qua thị trường chứng khoán bằng nguồn vốn nhàn rỗi tạm thời. Quỹ hưu trí của ta hiện nay chưa phải là một tổ chức kinh doanh, vì nó được quản lý bởi Bộ Lao động Thương binh và xã hội. Vì ta hiện nay đã có một số công ty bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm của ta cũng chỉ mới thực hiện kinh doanh trong lĩnh vực bảo hiểm, chưa thực hiện kinh doanh qua đầu tư chứng khoán, vì thị trường chứng khoán của ta chưa có. Do đó, vốn tham gia bảo hiểm được hưởng quyền lợi bảo hiểm ở mức rất thấp. Có thể nói, hệ thống công ty bảo hiểm của ta hiện nay chỉ mới thực hiện kinh doanh “một nửa”.

#### \* Các quỹ đầu tư

Quỹ đầu tư là một tập hợp vốn do nhiều người (tổ chức, cá nhân) góp lại và được đem đầu tư vào các loại tài sản khác nhau. Những người góp vốn vào quỹ đầu tư sẽ được hưởng lợi ích (và thiệt hại, nếu có trong trường hợp Quỹ hoạt động không hiệu quả) tương ứng theo tỷ lệ của phần vốn góp của người đó vào Quỹ. Quỹ đầu tư là một loại hình trung gian tài chính đang tăng trưởng rất nhanh và là một kênh lưu thông vốn quan trọng trong các thị trường tài chính phát triển. Do những ưu điểm đặc biệt của nó, quỹ đầu tư đã thu hút được sự quan tâm của đông đảo các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ và đầu tư không chuyên nghiệp. Trên thị trường tài chính và TTCK có 2 loại Quỹ đầu tư tương đối phổ biến là Quỹ đầu tư mạo hiểm và Quỹ đầu tư chứng khoán. *Quỹ đầu tư mạo hiểm* có thể được coi là loại hình Quỹ đầu tư với chính sách hướng vào chứng khoán vốn cổ phần và mục tiêu đặt ra là tăng trưởng (các công ty nhận đầu tư thường là những công ty mới thành lập hoặc đang trong giai đoạn bước đầu triển khai sản phẩm, dịch vụ...).

Tuy nhiên, do một số đặc thù mà Quỹ đầu tư mạo hiểm được nói đến như một hình thức đầu tư đặc thù. *Quỹ đầu tư chứng khoán* là quỹ hình thành từ vốn góp của các nhà đầu tư ủy thác cho Công ty quản lý quỹ, quản lý và đầu tư với một tỷ lệ tối thiểu nhất định (ở Việt Nam, tỷ lệ này là 60%) giá trị tài sản của Quỹ vào chứng khoán.

**\* Các công ty chứng khoán**

Các công ty chứng khoán là các công ty thuộc loại hình công ty cổ phần hoặc trách nhiệm hữu hạn có mức vốn pháp định do pháp luật quy định thực hiện một hoặc một số loại hình kinh doanh, dịch vụ trên TTCK (môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, quản lý danh mục đầu tư và tư vấn chứng khoán). Như vậy, ngoài việc cung cấp các dịch vụ trên TTCK, công ty chứng khoán còn được xem như là một nhà đầu tư tổ chức quan trọng của thị trường thông qua chức năng tự doanh (mua bán chứng khoán cho chính mình).

**\* Các doanh nghiệp**

Các doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế tham gia thị trường chứng khoán với tư cách là người tạo hàng hóa cho thị trường chứng khoán tại thị trường sơ cấp và với tư cách là người mua bán chứng khoán tại thị trường thứ cấp. Trong nền kinh tế thị trường, có ba hình thức tổ chức doanh nghiệp cơ bản: doanh nghiệp cá thể, công ty góp vốn cổ phần. Ở các nước xã hội chủ nghĩa chuyển sang cơ chế thị trường còn có thêm hai loại doanh nghiệp nữa đó là doanh nghiệp nhà nước và hợp tác xã. Đối với các doanh nghiệp thực hiện việc bán chứng khoán như một loại hình kinh doanh tài chính cần phải có chức năng này trong Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh. Trường hợp doanh nghiệp sử dụng vốn nhàn rỗi tạm thời để đầu tư ngắn hạn vào TTCK (dưới một năm) thì khoản đầu tư này có thể được hạch toán vào vốn lưu động của doanh nghiệp (tương tự như hình thức gửi tiền ở ngân hàng).

## **II. KINH NGHIỆM MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI VỀ THU HÚT NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN TTCK VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM**

### **3.1. Kinh nghiệm một số nước trên thế giới về thu hút nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường chứng khoán**

#### **3.1.1. Việc tạo tính thanh khoản cho thị trường chứng khoán**

Một trong những vấn đề mà tất cả các TTCK trên thế giới đều có lúc gặp phải là tính thanh khoản yếu kém của chứng khoán trong một giai đoạn lịch sử nào đó. Hoạt động giao dịch trên TTCK bị tác động rất lớn bởi tốc độ tăng trưởng nhanh hay chậm của nền kinh tế thế giới, của thị trường tài chính và hoạt động thương mại thế giới cũng như bởi tình hình chính trị-xã hội. Tại các nước công nghiệp tiên tiến, việc cải thiện tính thanh khoản của chứng khoán trong một giai đoạn bất kỳ thường xuất phát từ những giải pháp kinh tế vĩ mô như việc tăng giảm lãi suất cơ bản, tăng giảm cung tiền tệ hoặc tăng giảm thuế suất đánh vào các đối tượng và chủ thể tham gia thị trường. Ngoài ra, một số các giải pháp kỹ thuật cũng có thể được thực hiện khi thị trường bộc lộ những mặt yếu kém nào đó. Vào đầu năm 2000, SGDCK New York, đơn vị quản lý TTCK lớn nhất thế giới, cũng đã thực hiện một giải pháp kỹ thuật: thay đổi đơn vị yết giá từ 1/16 USD sang 1 centime nhằm tăng tính thanh khoản của chứng khoán, vốn bị tác động tiêu cực từ sau cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997.

Quy mô thị trường nhỏ bé và tính thanh khoản kém của chứng khoán được biết đến nhiều hơn tại các nền kinh tế mới nổi, nơi thị trường chứng khoán mới được hình thành trong khoảng thập kỷ 60 của thế kỷ trước và giai đoạn phát triển mạnh cũng chỉ được ghi nhận trong phạm vi 10-20 năm trở lại đây như các TTCK Hàn Quốc, Thái Lan hoặc mới đây là Trung Quốc. Không hoàn toàn giống tình trạng suy giảm tính thanh khoản tại các thị trường lâu đời như Mỹ, châu Âu hoặc Nhật Bản, các thị trường mới nổi, đặc biệt là tại châu Á đều có những giai đoạn mà tính thanh khoản đặc biệt thấp kém xuất phát từ quy mô thị trường nhỏ bé và từ sức cầu yếu. Đây cũng là vấn đề hiện tại của TTCK Việt Nam. Để giải quyết tình trạng này, các TTCK Hàn Quốc và Thái Lan hầu như không đưa ra các giải pháp tình thế mà tập trung cải thiện từng bước hệ thống các văn bản pháp luật để điều chỉnh các hoạt động trên TTCK làm tiền đề cho sự phát triển ổn định và vững chắc của thị trường các nước này.

Lấy ví dụ về trường hợp của Hàn Quốc, Luật Chứng khoán và Sở Giao dịch được ban hành vào năm 1962, sau khi KSE được thành lập 6 năm, và 6 năm sau nữa, năm 1968, Luật Khuyến khích Thị trường vốn cũng được ban hành. Việc cải thiện tính thanh khoản của thị trường, được biểu thị rõ nhất là việc áp dụng hệ thống giao dịch liên tục thay cho hệ thống giao dịch khớp lệnh, chỉ được thực hiện vào năm 1975, tức là 19 năm sau khi KSE được thành lập.

### **3.1.2. Về thủ tục và điều kiện giao dịch**

- *Tại Sở Giao dịch chứng khoán New York (NYSE) của Mỹ*, nhà đầu tư có thể sử dụng một trong các lệnh sau: lệnh thị trường, lệnh giới hạn, lệnh dừng, lệnh dừng giới hạn. Ngoài ra, nhà đầu tư còn có thể đưa ra một số điều kiện lệnh như sau: lệnh thực hiện tại mức giá mở cửa; lệnh theo giá thị trường lúc đóng cửa; lệnh có giá trị trong ngày; lệnh có giá trị cho đến khi bị hủy; lệnh thực hiện ngay hoặc hủy bỏ ...

Trước khi đặt lệnh mua hoặc bán chứng khoán, nhà đầu tư phải đến CTCK hoàn tất các thủ tục mở tài khoản mới. Nhà đầu tư phải cung cấp cho bộ phận quản lý thông tin nhà đầu tư của CTCK những thông tin về mình như: họ tên đầy đủ; địa chỉ và số điện thoại (của nơi cư trú và làm việc); số tài khoản và nơi mở tài khoản tiền; số an sinh xã hội; các mục tiêu đầu tư (thu nhập, sự phát triển ...) và các thông tin khác. Trường hợp nhà đầu tư có thay đổi thông tin thì phải thông báo và cập nhật thông tin cho CTCK biết.

Có rất nhiều loại tài khoản cho nhà đầu tư khi mở tài khoản mới như tài khoản tiền, tài khoản ký quỹ, tài khoản bảo chứng, tài khoản liên doanh, tài khoản cho trẻ em, tài khoản ủy quyền và các loại tài khoản khác.

Lệnh giao dịch của nhà đầu tư được chuyển đến phòng lệnh chính hoặc chi nhánh để nhập vào hệ thống giao dịch của SGDCK và hiển thị trên sổ lệnh để chờ khớp lệnh. Nếu giao dịch được thực hiện, phòng lệnh sẽ báo giá và số lượng chứng khoán thực hiện cho người môi giới để họ thông tin bằng văn bản cho nhà đầu tư đã đặt lệnh cũng như xác nhận yêu cầu ban đầu của nhà đầu tư đã được thực hiện. Thời hạn thanh toán là T+3.



- *Tại Sở giao dịch chứng khoán Tokyo của Nhật Bản (TSE)*, nhà đầu tư được quyền lựa chọn các hình thức giao dịch sau:

+ Các giao dịch thông thường: là các giao dịch mà ngày thanh toán là ngày làm việc thứ ba sau ngày giao dịch (T+3).

+ Các giao dịch giao ngay: là các giao dịch mà ngày thanh toán chính là ngày giao dịch (T+0).

+ Các giao dịch theo thoả thuận đặc biệt: là các giao dịch mà ngày thanh toán được hai bên thoả thuận trong vòng 14 ngày làm việc kể từ ngày giao dịch (T+14).

TSE hiện cho phép nhà đầu tư sử dụng hai loại lệnh khi giao dịch là lệnh thị trường và lệnh giới hạn.

Khi muốn giao dịch cổ phiếu hoặc trái phiếu, nhà đầu tư sẽ đến công ty chứng khoán và yêu cầu công ty mở tài khoản giao dịch cho anh ta và tiến hành giao dịch chứng khoán trên tài khoản đó. Trong trường hợp nhà đầu tư muốn bán chứng khoán thì phải lưu ký số chứng khoán mình đang sở hữu tại CTCK để công ty hạch toán ghi tăng số chứng khoán của nhà đầu tư trên tài khoản giao dịch.

Lệnh của nhà đầu tư được gửi đến nhân viên đại diện kinh doanh của CTCK và lệnh này được chuyển đến phòng giao dịch để nhập vào hệ thống giao dịch của SGDCK. Sau khi lệnh được thực hiện, kết quả giao dịch được thông báo cho nhà đầu tư bằng văn bản dưới hình thức báo cáo giao dịch. Nhà đầu tư có nghĩa vụ trả cho CTCK một khoản tiền gọi là chi phí giao dịch trước ngày thanh toán.

- *Tại Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KSE)*, việc mở tài khoản giao dịch và ký quỹ của nhà đầu tư được thực hiện như sau:

+ Trường hợp nhà đầu tư mở tài khoản giao dịch trực tiếp tại CTCK: CTCK nhận tiền ký quỹ từ người đầu tư tại thời điểm giao dịch. Vào ngày hôm sau CTCK chuyển số tiền ký quỹ đó cho Ủy ban Giám sát Tài chính Hàn quốc (Korea Surveillance Financial Committee - KSFC) quản lý. CTCK gửi và rút tiền ra khỏi KSFC trên cơ sở bù trừ. Nghĩa là số tiền ký quỹ của nhà đầu tư mà CTCK chuyển đến KSFC là số tiền còn lại sau khi bù trừ tất cả các nghiệp vụ

khác như số tiền dùng để thanh toán cho các giao dịch tới hạn thanh toán, số tiền nhà đầu tư muốn rút ra.

+ Trường hợp nhà đầu tư mở tài khoản tại ngân hàng thương mại:

Tại Hàn Quốc, ngân hàng và CTCK có mối quan hệ với nhau (nối mạng) nên sau khi nhà đầu tư mở tài khoản giao dịch tại ngân hàng, CTCK sẽ tự động mở một tài khoản khác tại CTCK để theo dõi các giao dịch của người đầu tư. Như vậy, tài khoản ở ngân hàng nhằm mục đích quản lý tiền mặt còn tài khoản ở CTCK nhằm mục đích quản lý việc lưu ký và giao dịch chứng khoán. Sau khi giao dịch xong, CTCK sẽ gửi những thông tin liên quan đến giao dịch của nhà đầu tư cho ngân hàng để làm cơ sở cho việc thanh toán. Việc thanh toán tiền cho các tài khoản giao dịch mở qua ngân hàng được thực hiện trên cơ sở bù trừ. Nhà đầu tư đặt lệnh giao dịch tại CTCK và lệnh sẽ được chuyển đến hệ thống giao dịch của KSE. Sau khi lệnh giao dịch của nhà đầu tư được thực hiện, CTCK gửi thông báo cho nhà đầu tư bằng nhiều hình thức như phiếu xác nhận, điện thoại, fax...

Sau khi xác nhận giao dịch với CTCK nơi nhà đầu tư đã đặt lệnh, vào ngày làm việc thứ ba kể từ ngày giao dịch (T+3), CTCK sẽ trích chuyển tiền hoặc chứng khoán trên tài khoản của nhà đầu tư để thực hiện thanh toán cho các giao dịch đã thực hiện của nhà đầu tư.

### ***3.1.3. Các vấn đề về thuế, ngoại hối, lãi suất***

Việc áp dụng công cụ thuế trong việc điều hành vĩ mô trong nền kinh tế của các Chính phủ đôi khi cũng rất cần thiết. Đối với lĩnh vực chứng khoán, hệ thống thuế các nước có vai trò rất quan trọng và được áp dụng như một công cụ làm giảm các giao dịch đầu cơ ngắn hạn trên thị trường tài chính, đồng thời tạo nguồn thu cho Ngân sách Nhà nước. Đối với các nhà đầu tư, ví dụ như tại Mỹ với thuế thấp là 0,5% trên giao dịch chứng khoán, thì việc đánh thuế sẽ tạo ra nguồn chi không đáng kể đối với người chủ tài sản có ý định nắm giữ tài sản trong dài hạn. Tuy nhiên, nếu người chủ tài sản có ý định bán kiếm lời trong ngắn hạn thì 0,5% thuế đánh trên mỗi giao dịch sẽ rất là đáng kể. Việc tăng thuế sẽ làm tổn thương vị thế cạnh tranh của thị trường tài chính các nước so

với các nước có mức thuế thấp hoặc không có (miễn giảm hoàn toàn). Mức thuế cao sẽ làm tăng chi phí vốn và vì thế sẽ làm cản trở hoạt động đầu tư. Vì thế, một số nước như Nhật bản, Hồng Kông, Malaysia, Úc đã giảm thuế đối với một số giao dịch của một số loại chứng khoán.

Bên cạnh đó, một số nước như Anh, Mỹ còn áp dụng thuế tem đối với việc đăng ký quyền sở hữu các tài sản tài chính.

Ngoài ra, ở các nước có nền tài chính phát triển thì cổ tức, lợi tức và các khoản chênh lệch mua bán ngắn hạn (dưới một năm) được xếp vào loại thu nhập ngắn hạn và phải chịu thuế thu nhập. Còn chênh lệch mua bán do đầu tư dài hạn (trên một năm) thì được miễn thuế hoặc chịu một mức thuế riêng gọi là thuế lợi vốn (Capital gains tax) có thuế suất thấp hơn mức thuế thu nhập rất nhiều. Đồng thời các khoản lãi lỗ có thể bù trừ cho nhau khi tính thuế. Có hai lý do để tính thuế riêng cho các khoản thu nhập dài hạn:

- Để khuyến khích đầu tư dài hạn.

- Chênh lệch giữa giá mua và giá bán chứng khoán trong đầu tư dài hạn phần lớn là do lạm phát gây ra.

Để thực hiện được như vậy, cần phải chia thu nhập từ chứng khoán thành 02 loại để tính thuế riêng : thu nhập ngắn hạn và thu nhập dài hạn. Trong mỗi loại thì lãi và lỗ có thể bù trừ cho nhau để có mức tính thuế sau cùng. Việc bù trừ này rất quan trọng vì thu nhập từ chứng khoán rất biến động nên cần phải lấy khoản lời bù cho khoản lỗ :

- Thu nhập ngắn hạn có thể bao gồm các khoản sau : cổ tức, lợi tức trái phiếu định kỳ, chênh lệch do mua bán lại chứng khoán trong thời hạn dưới 01 năm.

- Thu nhập dài hạn có thể gồm các khoản : chênh lệch do mua đi bán lại chứng khoán trong thời gian trên 01 năm, thu nhập từ những trái phiếu không trả lãi.

Khi ấy, thuế đối thu nhập ngắn hạn cộng vào giá trị chịu thuế thu nhập cá nhân hay thuế thu nhập công ty, còn thuế suất đối với thu nhập dài hạn sẽ biến động từ 0% đến 5%.

Ngoài ra điều đáng quan tâm ở đây, thị trường hối đoái cũng như thị trường tiền tệ có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và trái phiếu. Các dao động của đồng đô la ảnh hưởng đến lãi suất sẽ tác động đến các loại chứng khoán Mỹ. Khi đồng đô la yếu có thể làm tăng dự kiến về lạm phát. Vì vậy, mức cầu các nguồn vốn vay tăng, mức cung thì giảm sẽ đẩy lãi suất thị trường tăng lên. Do lãi suất từ các trái phiếu sẽ tăng lên, làm giảm các giá trái phiếu. Những người nắm giữ trái phiếu sẽ không muốn nắm giữ trái phiếu nữa và sẽ bán ra. Hoặc đối với cổ phiếu, các nhà đầu tư nước ngoài thấy đồng đô la suy yếu, họ quyết định mua cổ phiếu của các công ty Mỹ và sau đó bán cổ phiếu ra khi đồng đô la mạnh lên nhằm mục đích kiếm lợi từ đầu cơ tiền tệ. Chính vì vậy, để thu hút đầu tư vào TTCK, đặc biệt là đầu tư nước ngoài, Chính phủ luôn luôn có những chính sách ngoại hối và lãi suất thích hợp như giảm lãi suất ngân hàng để thu hút đầu tư vào chứng khoán, thả nổi hoặc khống chế tỷ giá hối đoái...

#### ***3.1.4. Vấn đề về phát triển các định chế tài chính trung gian***

Trên thực tế, có sự liên quan rất lớn trong việc xây dựng các tổ chức đầu tư với việc phát triển các thị trường nợ, tuy nhiên, mức độ liên hệ đó giữa các nước khác nhau là khác nhau. Quan điểm trong vấn đề cải cách trợ cấp lương hưu - một yếu tố quan trọng trong tiến trình này là một vấn đề khá nổi cộm mặc dù đã có các giới hạn trong đầu tư vào các tài sản có tính rủi ro cao trong quá trình ổn định tài chính. Có một vài cách tiếp cận về góc độ lợi ích của các nhà đầu tư có tổ chức trong thị trường nợ trong nước.

Ví dụ, tại Indonesia, hiện nay đang đẩy mạnh các cải cách quan trọng nhằm khuyến khích các nhà đầu tư có tổ chức. Hungary thì đang tập trung vào việc phát triển các quỹ tương hỗ. Một vài nước khác như Philippines thì đang tập trung vào thị trường của các chứng khoán hoá. Trong khi đó, Hongkong thì lại khuyến khích phát triển hoạt động đầu tư danh mục, nâng cao vai trò của các cơ quan định mức tín nhiệm để xây dựng các hình thức, công cụ đầu tư tập thể và thăm dò các lựa chọn khác như khả năng mở rộng tín dụng thay vì tăng nguồn cung của các loại giấy tờ có giá của Chính phủ hoặc bạc nhằm đáp ứng nhu cầu của các quỹ lương hưu. Nói chung, các quỹ lương hưu được khuyến

khích để đầu tư vào các loại trái phiếu chính phủ, cụ thể ở các nước như Chile, Indonesia, Singapore mặc dù một vài nước khác như Hungary, Philippin thì lại cho phép đa dạng hoá đầu tư thông qua việc cho phép đầu tư trong các giới hạn vào các loại giấy tờ có giá của Chính phủ hoặc các cơ quan liên quan. Có thể dễ dàng nhận thấy, rất nhiều quỹ lượng hoặc quỹ tiết kiệm chủ động đầu tư vào các loại trái phiếu chính phủ trên mức tối thiểu.

Trường hợp của Ấn Độ, việc đầu tư của các quỹ tiết kiệm được quản lý theo quy định của chính phủ, và cho phép đầu tư tới 40% phần vốn tăng thêm mỗi năm vào các loại chứng khoán của chính phủ và trái phiếu địa phương. 40% được đầu tư vào các loại trái phiếu, chứng khoán của các tổ chức tài chính công và các loại chứng chỉ tiền gửi được phát hành bởi các ngân hàng đại chúng, 10% được chấp nhận đầu tư vào các loại trái phiếu doanh nghiệp. Việc đầu tư theo danh mục kiểu như thế này thường thu hút hầu hết các tổ chức tài chính phát triển trong đó, bản thân họ cũng chính là các trung gian tài chính. Hơn nữa, bản thân các quỹ lượng cũng rất thận trọng trong việc khuyến khích đầu tư vào các chứng khoán của chính phủ.

Riêng đối với hoạt động của các ngân hàng thương mại luôn đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển TTCK. Quan hệ giữa ngân hàng và TTCK và nhất là thị trường trái phiếu là đặc biệt phức tạp tại các nước mới nổi, nơi mà vị thế thống lĩnh của các ngân hàng trong số các trung gian tài chính đang ngày một giảm nhưng vẫn có các vai trò đặc biệt quan trọng trong việc phát triển các thị trường trái phiếu. Các ngân hàng đóng vai trò là nhà phát hành, nhà đầu tư, bảo lãnh phát hành. Các ngân hàng cũng có thể phát hành các khoản nợ và tham gia với tư cách là thành viên trong các thị trường nợ dài hạn. Trong tiến trình đó, các ngân hàng có nhiệm vụ bảo đảm rằng các thành viên trong thị trường nợ với tư cách vừa là nhà phát hành, vừa là nhà đầu tư đáp ứng nhu cầu phù hợp với việc quản lý các rủi ro của họ. Tính thất thường của các thị trường nợ có ảnh hưởng tới các khả năng cân đối của các ngân hàng, trong khi thành viên và mức tin cậy của ngân hàng trong các thị trường nợ có ảnh hưởng tới mức tăng trưởng, tính thanh khoản của thị trường. Tại một vài nước, các ngân hàng đã từng là các thành viên năng động trong thị trường cổ phiếu

nhưng họ chỉ đóng góp một phần rất nhỏ trong các thị trường nợ phần nào được giải thích bởi khả năng kém phát triển của thị trường nợ, đặc biệt là tại khu vực châu Á.

Tại Ấn Độ, hệ thống ngân hàng được chi phối bởi khu vực công, đóng vai trò tiên phong trong các tăng trưởng bước đầu của quỹ tương hỗ, dịch vụ ngân hàng thương mại cùng các dịch vụ tài chính khác. Về cơ cấu, các ngân hàng đã từng được cho phép thành lập các đơn vị trực thuộc dưới dạng các công ty quản lý tài sản, các nhà môi giới, các ngân hàng thương mại và các quỹ tương hỗ. Các tổ chức tài chính phát triển cũng đóng góp vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy việc phát triển của các cơ quan định mức tín nhiệm, hỗ trợ cho sở giao dịch chứng khoán quốc gia cũng như các trung tâm lưu ký. Về việc phân loại đối với thị trường chứng khoán của chính phủ, thị trường chiếm khoảng 75%, trong đó, các ngân hàng chiếm tới 60% khối lượng. Về khu vực trái phiếu doanh nghiệp, bao gồm cả phát hành hạn chế lẫn phát hành ra công chúng, trên một nửa phát hành là được phát hành bởi các ngân hàng và các tổ chức tài chính. Các doanh nghiệp nói chung, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn tham gia vào tiến trình phát triển của các ngân hàng cũng như thị trường nợ trong cả hai vai trò.

### ***3.1.5. Vấn đề phát triển các tổ chức phụ trợ***

Để tạo môi trường đầu tư thật sự hấp dẫn, các nước có TTCK phát triển rất chú trọng xây dựng và phát triển hệ thống các tổ chức phụ trợ. Các tổ chức này có chức năng thực hiện các dịch vụ hỗ trợ hoạt động đầu tư chứng khoán của các nhà đầu tư. Kinh nghiệm cho thấy, nơi nào các dịch vụ phụ trợ phát triển thì nơi đó TTCK cũng phát triển và thu hút được nhiều các nhà đầu tư có tổ chức tham gia. Vì vậy, muốn thu hút các nhà đầu tư tổ chức tham gia TTCK, trước hết phải xây dựng và phát triển hệ thống các tổ chức phụ trợ của thị trường. Hiện nay, các tổ chức thực hiện các dịch vụ hỗ trợ đầu tư trên TTCK rất đa dạng từ việc lưu ký, đăng ký và thanh toán chứng khoán đến việc phân tích đánh giá, đưa ra định mức tín nhiệm cho các chứng khoán... bao gồm:

### ***Tổ chức kiểm toán độc lập***

Thị trường chứng khoán hoạt động theo nguyên tắc công khai. Các doanh nghiệp muốn phát hành chứng khoán đưa ra công chúng phải công khai cáo bạch thị trường, gồm các báo cáo cân đối tài chính (bảng tổng kết tài sản), báo cáo thu nhập (báo cáo kết quả kinh doanh) và các tài liệu báo cáo khác có liên quan đến việc phát hành chứng khoán.

Các báo cáo cân đối tài chính và báo cáo thu nhập phải thực hiện thường xuyên: khi phát hành chứng khoán và quá trình chứng khoán lưu thông trên thị trường theo định kỳ 3 tháng, 6 tháng và hàng năm. Các báo cáo 6 tháng và năm chỉ có giá trị khi đã có sự kiểm toán xác nhận của một tổ chức kiểm toán độc lập.

Căn cứ cáo bạch thị trường của doanh nghiệp có sự xác nhận của tổ chức kiểm toán độc lập, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chứng nhận loại chứng khoán nào được phát hành ra công chúng. Và sau đó là những báo cáo định kỳ 3 tháng, 6 tháng, 1 năm. Các báo cáo 6 tháng phải có kiểm toán sơ bộ. Báo cáo năm phải được kiểm toán chính thức. Còn báo cáo 3 tháng không đòi hỏi phải có kiểm toán.

Như vậy, kiểm toán độc lập không phải là một tổ chức thuộc bộ máy của thị trường chứng khoán, và nó cũng không phải là một tổ chức dành riêng cho thị trường chứng khoán, nhưng nó là một “cánh tay” của thị trường chứng khoán.

Kiểm toán độc lập là việc kiểm tra và xác nhận của kiểm toán viên chuyên nghiệp thuộc một tổ chức kiểm toán độc lập về tính đúng đắn, hợp lý của các tài liệu, số liệu kế toán và báo cáo quyết toán của một doanh nghiệp.

### ***Trung tâm lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ***

Chức năng của trung tâm quản lý lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ là quản lý chứng khoán cho sở hữu chủ chứng khoán và cho đơn vị phát hành chứng khoán và thực hiện thanh toán các giao dịch chứng khoán. Trung tâm thực hiện việc phân tích (phân tổ) số chứng khoán do trung tâm quản lý theo các tiêu thức: số lượng và loại chứng khoán của từng sở hữu chủ, số lượng

và loại chứng khoán của đơn vị phát hành. Trong loại chứng khoán phân tích chi tiết đến từng loại cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường và từng loại trái phiếu.

Về lý thuyết, việc lưu ký chứng khoán và trung tâm thanh toán bù trừ là hai lĩnh vực công việc hoàn toàn khác nhau. Một để giải quyết quyền sở hữu chứng khoán, và một để giải quyết quyền sở hữu vốn. Nhưng giữa vốn và chứng khoán có mối liên hệ trực tiếp với nhau. Người bán chứng khoán được thu vốn về, và ngược lại người mua chứng khoán phải trả tiền cho người bán. Do đó, nói chung các thị trường chứng khoán thường nhập hai trung tâm làm một, gọi là trung tâm lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ.

### ***Trung tâm phân tích chứng khoán***

Trung tâm phân tích chứng khoán thực hiện việc phân tích chứng khoán theo hai nội dung: phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật.

Phân tích cơ bản, với hai mục đích chủ yếu là để xem xét những loại chứng khoán chủ chốt trên thị trường căn bản tốt hay xấu. Thực trạng căn bản là một loại chứng khoán nào đó tốt hay xấu phụ thuộc vào tình trạng tài chính của công ty đó. Do đó phân tích cơ bản chính là phân tích tình hình tài chính của công ty.

Căn cứ bảng tổng kết tài sản và báo cáo thu nhập của công ty, trung tâm phân tích chứng khoán thực hiện sự phân tích, xác định các hệ thống chỉ số: Các chỉ số lưu hoạt, để xác định tình hình công nợ (chỉ số vốn hoạt động thuần, chỉ số tài sản lưu động, chỉ số tài sản nhạy cảm, chỉ số tiền mặt và chỉ số lưu lượng tiền mặt). Các chỉ số về cơ cấu vốn, xác định nguy cơ phá sản của công ty (chỉ số cổ phiếu thường, chỉ số cổ phiếu ưu đãi, chỉ số trái phiếu, chỉ số nợ trên vốn cổ phần hoặc vốn tự có...) và các chỉ số bảo chứng, thể hiện khả năng thanh toán (chi trả) của công ty.

### ***Trung tâm tin học***

Ngày nay hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới đều ứng dụng tin học. Tin học đang được ứng dụng vào thị trường chứng khoán ở các khâu chủ yếu: Thông tin, giao dịch, quản lý lưu giữ chứng khoán và thanh toán bù trừ. Tuy nhiên, mức độ ứng dụng ở mỗi thị trường không hoàn toàn giống nhau. Sự khác nhau trong việc ứng dụng tin học vào thị trường chứng khoán hoàn



toàn không phải do trình độ khoa học kỹ thuật và khả năng kinh tế của mỗi nước, chủ yếu do quan niệm về thị trường chứng khoán.

Trong thời đại ngày nay, khi mà cuộc cách mạng công nghệ tin học được phát triển như vũ bão thì việc ứng dụng chung vào thực tế đời tin học vào lĩnh vực thông tin. Ta sẽ có một hệ thống máy tính nối mạng giữa văn phòng các công ty chứng khoán với sàn giao dịch. Tại sàn giao dịch sẽ có một hệ thống bảng điện thông báo kết quả giao dịch và giá chứng khoán các loại trên thị trường. Hệ thống bảng điện tại sàn giao dịch cũng sẽ được nối mạng tới văn phòng của các công ty chứng khoán. Đồng thời, ta cũng sẽ ứng dụng tin học vào công tác quản lý lưu giữ chứng khoán và thanh toán bù trừ

### ***Tổ chức định mức tín nhiệm***

Định mức tín nhiệm là việc xếp hạng các chứng khoán nợ hoặc các tổ chức phát hành nợ trên thị trường tài chính. Hầu hết các TTCK của các nước trên thế giới đều tồn tại ít nhất một tổ chức định mức tín nhiệm. Ngay như các thị trường mới nổi như ở Châu Á và Mỹ La tinh cũng đã kịp thời thành lập các tổ chức này, một phần là do xu thế phát triển chung của thời đại, nhưng phần lớn chính là do vai trò quan trọng của tổ chức định mức tín nhiệm trên thị trường tài chính. Vai trò quan trọng hàng đầu của tổ chức định mức tín nhiệm là cung cấp các thông tin, định mức về mức độ tín nhiệm của các công cụ nợ để nhà đầu tư tham gia mua bán chứng khoán. Việt Nam hiện đã có TTCK nhưng hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm được thực hiện

### ***3.1.6. Việc xây dựng khung pháp lý***

Khác với Việt Nam, nơi mà văn bản điều chỉnh hoạt động trên TTCK chỉ dừng lại ở mức Nghị định, các quốc gia có TTCK phát triển đã từ lâu hình thành một hệ thống các văn bản bao gồm các đạo luật quan trọng để tạo một khung pháp lý ổn định cho hoạt động của thị trường. Trong điều kiện và hoàn cảnh của Việt Nam hiện nay là hoạt động giao dịch của thị trường chưa sôi động do nhiều nguyên nhân, trong đó có một nguyên nhân quan trọng là chưa có sự tham gia tích cực của các nhà đầu tư tổ chức như đã nói ở phần đầu.

Chính vì vậy, chúng ta cần có những chính sách khuyến khích loại nhà đầu tư này tham gia thị trường. Tuy nhiên, đối với các nước trên thế giới thì hình như họ không đặt nặng vấn đề này. Vì đối với họ, giai đoạn khuyến khích nhà đầu tư tham gia thị trường cần thiết trong giai đoạn đầu phát triển của định chế này. Do đó, chúng ta khó tìm được một văn bản nào quy định riêng biệt về việc khuyến khích nhà đầu tư tham gia thị trường. Nói như vậy, không có nghĩa là các nước có TTCK phát triển không quan tâm thu hút nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức tham gia. Qua nghiên cứu cho thấy, chính việc hình thành một khung pháp lý đầy đủ và ổn định để làm nền tảng cho các hoạt động trên TTCK diễn ra công bằng, công khai, minh bạch, đúng pháp luật, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư là những “động lực” thuyết phục nhất khuyến khích sự tham gia giao dịch của nhà đầu tư tổ chức.

Hoa Kỳ là một trong những nước có TTCK hình thành lâu đời và phát triển nhất có hệ thống pháp luật khá ổn định để điều chỉnh hoạt động của TTCK, bao gồm các đạo luật có liên quan. Đó là các đạo luật: Luật về chứng khoán năm 1933 (Securities Act); Luật về ngân hàng năm 1933 (Glass – Steagal Act); Luật về giao dịch chứng khoán năm 1934 (Securities Exchange Act of 1934); Luật về công ty dịch vụ công cộng năm 1935 (public Utility Holding Company Act of 1935); Luật về hợp đồng ủy quyền NĂM 1939 (Trust Indenture Act of 1939); Luật về công ty đầu tư năm 1940 (Investment Act of 1940); luật về tư vấn đầu tư năm 1940 (Investment Advisers Act of 1940); Luật về bảo vệ nhà đầu tư năm 1970 (Securities Investor Protection Act of 1970) và nhiều đạo Luật khác. Với một khung pháp lý gồm đầy đủ các Luật như vậy, Hoa kỳ đã tạo ra một môi trường đầu tư khá thông thoáng, các quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư được đảm bảo, tạo điều kiện dễ dàng để thu hút đầu tư vào TTCK.

Tại Anh Quốc cũng đã ban hành nhiều đạo Luật để điều chỉnh hoạt động TTCK nói chung và hoạt động đầu tư nói riêng. Trong số các văn bản này, đáng chú ý có: Luật về dịch vụ tài chính năm 1986 ; Luật về chứng khoán và công ty năm 1985; Luật công ty năm 1985 và sửa đổi, bổ sung năm 1989...

Tại các nước phát triển khác như Đức, Pháp, Bỉ... và các nước có TTCK trong khu vực như Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan, Trung Quốc... đều đã xây dựng hệ thống các văn bản điều chỉnh hoạt động của TTCK với văn bản chủ đạo là Luật chứng khoán. Tùy thuộc vào đặc điểm tình hình mỗi nước mà vấn đề điều chỉnh pháp lý trong lĩnh vực chứng khoán có khác nhau. Tuy nhiên, tựu chung lại họ đều xây dựng một khung pháp lý thông thoáng để tạo điều kiện cho thị trường hoạt động sôi động, thu hút nhiều nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức tham gia thông qua việc quy định rõ ràng các chính sách về thủ tục giao dịch, vấn đề thuế, ngoại hối, lãi suất và nhiều vấn đề khác.

### **3.2. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam**

Có thể nói, TTCK Việt Nam là một thị trường có những nét đặc thù nhất định như: được xây dựng theo quy mô từ thấp đến cao, từ đơn giản đến phức tạp, từ TTGDCK lên SGDCK. Đồng thời, chúng ta cũng xây dựng TTCK trong điều kiện nền kinh tế chuyển đổi từ bao cấp, tập trung sang vận hành theo cơ chế thị trường có sự định hướng của Nhà nước. Chính vì vậy, việc ban hành khung pháp lý và các chính sách liên quan đến thị trường chúng ta không nên áp dụng một cách máy móc kinh nghiệm của thế giới mà phải có sự chọn lọc, nghiên cứu và ứng dụng một cách khoa học vào điều kiện và hoàn cảnh cụ thể của đất nước. Trong đó, có việc tham khảo kinh nghiệm của các quốc gia có TTCK phát triển cũng như các quốc gia trong khu vực về các chính sách khuyến khích tham gia giao dịch của nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức. Qua nghiên cứu kinh nghiệm trong lĩnh vực nêu trên của một số nước như đã trình bày, chúng tôi rút ra một số bài học cho Việt Nam trong quá trình xây dựng chính sách và hình thành cơ chế khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia TTCK như sau:

- Về tính thanh khoản của thị trường: Để thu hút các nhà đầu tư nói chung và nhà đầu tư tổ chức nói riêng, các nước thường chú trọng nâng cao tính thanh khoản trên thị trường bằng các biện pháp như đa dạng hóa các chủng loại hàng hóa; đưa chứng khoán của những công ty lớn, có uy tín vào niêm yết trên SGDCK; đầu tư, đổi mới công nghệ để nâng cao tính tiện ích của hệ thống giao

dịch; rút ngắn thời gian thanh toán; tăng cường công tác công bố thông tin và giám sát thị trường để tạo môi trường kinh doanh minh bạch và lành mạnh; có chiến lược “mở từ từ” đối với việc giới hạn giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài..

- Về điều kiện tham gia giao dịch: Hầu hết các nước đều có những quy định khá thông thoáng về điều kiện giao dịch chứng khoán. Các nhà đầu tư được mở nhiều loại tài khoản khác nhau và được thực hiện đặt nhiều loại lệnh khác nhau thông qua nhiều phương thức như: đặt lệnh từ xa (qua điện thoại, e mail, fax...) hoặc đặt lệnh trực tiếp hoặc thông qua ủy quyền. Đồng thời tỷ lệ ký quỹ giao dịch tỷ chiếm một tỷ lệ nào đó trên tổng khối lượng và giá trị giao dịch (không như ở Việt Nam nhà đầu tư phải ký quỹ 100% số chứng khoán bán và ít nhất 70% số tiền mua chứng khoán). Bên cạnh đó, các nước còn cho phép các nhà đầu tư thực hiện nhiều loại giao dịch như: bán khống, giao dịch bảo chứng (ký quỹ), mua bán kỳ hạn..

- Các vấn đề về thuế, ngoại hối, lãi suất: Đây là những vấn đề thuộc phạm vi kinh tế vĩ mô có tác động rất lớn đến hoạt động đầu tư chứng khoán. Tùy thuộc vào chính sách kinh tế, trình độ phát triển của nền kinh tế mà các nước có những quy định riêng cho các vấn đề này. Nhưng nhìn chung, các nước có TTCK phát triển là những nước có chế độ thuế, ngoại hối, lãi suất khá thông thoáng được xây dựng theo nguyên tắc vận hành của thị trường, tránh việc can thiệp bằng các biện pháp hành chính. Tuy nhiên, trong những trường hợp cụ thể, Chính phủ các nước vẫn có những chính sách can thiệp nhất định như: tăng giảm lãi suất, thả nổi tỷ giá hối đoái hoặc khống chế một biên độ an toàn nào đó, tùy thuộc vào chính sách kinh tế, tài chính của từng thời kỳ.

- Các vấn đề về khung pháp lý: Nhìn chung, các nước đều xây dựng khung pháp lý khá hoàn chỉnh để điều chỉnh các hoạt động trên TTCK mà nòng cốt là Luật chứng khoán. Tùy thuộc vào đặc điểm tình hình, hệ thống pháp luật mà các nước có sự điều chỉnh khác nhau. Tuy nhiên, các vấn đề quan trọng như: mô hình hoạt động của thị trường, quyền và nghĩa vụ của các chủ thể, nguyên tắc hoạt động giao dịch chứng khoán, các vấn đề về ngoại hối, thuế, lãi suất.. đều được điều chỉnh khá chi tiết. Đặc biệt, các nước rất chú

trọng đến việc tạo ra một môi trường đầu tư thật thông thoáng, minh bạch, công bằng và đúng pháp luật để thu hút và tạo lòng tin cho các nhà đầu tư tham gia. Riêng vấn đề bảo vệ quyền và lợi ích cho các nhà đầu tư đã được Hoa Kỳ và một số nước các điều chỉnh bằng một Luật độc lập.

- Vấn đề vai trò, chức năng của các định chế tài chính trung gian: tại các nước có TTCK phát triển, vai trò, chức năng của các định chế tài chính trung gian rất được coi trọng. Chủ yếu tham gia vào giao dịch trên TTCK với tư cách là nhà đầu tư tổ chức là các ngân hàng (thương mại, đầu tư, phát triển...) và các định chế tài chính phi ngân hàng như: các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, công ty tài chính... Nhà nước không có một chính sách rõ ràng và ưu ái đặc biệt nào cho mỗi loại hình nhà đầu tư tổ chức mà chỉ tạo một sân chơi bình đẳng, cơ chế linh hoạt để họ tham gia.

- Về vấn đề các hoạt động phụ trợ trên thị trường chứng khoán: Vai trò của các tổ chức phụ trợ trên thị trường nằm ở chỗ cung cấp các dịch vụ tiện ích để quá trình giao dịch được diễn ra thông suốt và thuận lợi. Các tổ chức phụ trợ càng nhiều là dấu hiệu cho thấy sự phát triển của TTCK, qua đó thu hút thêm nhiều nhà đầu tư tham gia, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức. Hiện nay, các loại hình tổ chức phụ trợ ở các nước khá đa dạng, bao gồm: Trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ độc lập, Trung tâm phân tích chứng khoán, trung tâm tin học, Tổ chức định mức tín nhiệm và nhiều tổ chức khác.

Tóm lại, từ việc nghiên cứu kinh nghiệm thực tiễn của thế giới cho thấy, các giải pháp để khuyến khích nhà đầu tư tham gia giao dịch trên TTCK Việt Nam cần được xây dựng trên cơ sở đảm bảo kế thừa và phát huy các kinh nghiệm của thế giới có tính đến yếu tố đặc thù của Việt Nam để tạo điều kiện khả thi tốt.

## CHƯƠNG II

# THỰC TRẠNG THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM

### I. ĐẶC THÙ TRONG TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

#### 1.1. Một số đặc thù trong cơ cấu tổ chức của thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Tại hầu hết các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, TTCK được hình thành và phát triển một cách tự phát. Sau một thời gian hình thành và đi vào hoạt động, cùng với sự lớn mạnh của mỗi thị trường cũng như những đòi hỏi có tính khách quan, hầu hết các thị trường này đã dần đi vào hoạt động theo một khuôn khổ do Nhà nước đề ra. Nhà nước giữ vai trò là người hình thành các khuôn khổ pháp lý về thị trường trong đó bao hàm cả việc hình thành cơ cấu tổ chức, quản lý cũng như giám sát thị trường, nhằm đưa các thị trường đi vào hoạt động có định hướng, có quản lý, đảm bảo quyền và lợi ích của các bên tham gia cũng như các nhà đầu tư.

Tại Việt Nam, cùng với sự phát triển không ngừng của nền kinh tế theo định hướng nền kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa mà Đảng và Chính phủ đã đề ra, thì việc hình thành một TTCK không chỉ là một đòi hỏi có tính thực tiễn cấp bách trong nhu cầu về huy động vốn cho phát triển nền kinh tế, mà còn là một thách thức không nhỏ đối với Đảng và Chính phủ. Những thách thức đó thể hiện qua hai điểm chính như sau: Trước hết, về mặt kinh tế, nước ta đang ở trong giai đoạn của quá trình thực hiện đổi mới nền kinh tế theo định hướng kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa. Khoảng thời gian trên 15 năm của sự nghiệp đổi mới chưa phải là một quãng thời gian dài, thực tế là chưa đủ để cho chúng ta hình thành được các thể chế nền kinh tế thị trường một cách đầy đủ. Bên cạnh đó, kinh nghiệm về phát triển kinh tế thị trường mà ở đó, thị trường chứng khoán là một thể chế bậc cao, chưa được tích lũy và mới chỉ ở trong những bước đầu sơ khai.

Xuất phát từ thực tế khách quan đó, cộng với những đòi hỏi có tính bức thiết trong quá trình phát triển nền kinh tế thị trường, đặc biệt là hình thành một thị trường tài chính với đầy đủ các tính năng của nó, trong đó, thị trường chứng khoán là một thể chế không thể tách rời, Đảng và Chính phủ đã hết sức thận trọng trong từng bước đi của mình. Một mặt, nghiên cứu và xây dựng mô hình ban đầu cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặt khác, khẩn trương hình thành các tiền đề có tính thiết yếu cho sự vận hành, quản lý và hoạt động của thị trường. Mô hình và những tiền đề đó cụ thể được thể hiện trên cơ sở các đặc thù dưới đây:

*Thứ nhất*, Chính phủ thống nhất quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, trong đó, các Bộ, UBCKNN, UBND các tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương thực hiện quản lý Nhà nước đối với chứng khoán và thị trường chứng khoán theo quy định của Chính phủ. Sau hơn một năm kể từ ngày Thủ tướng Chính phủ ra Quyết định số 361/TTg ngày 20/6/1995 về việc thành lập Ban chuẩn bị tổ chức thị trường chứng khoán, ngày 28/11/1996, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chính thức được thành lập theo Nghị định số 75/NĐ-CP ngày 28/11/1996 của Chính phủ. Tháng 8/1997, UBCKNN sau một thời gian chuẩn bị cơ cấu tổ chức, đã chính thức đi vào hoạt động trong vai trò là cơ quan trực thuộc Chính phủ, thực thi 2 nhiệm vụ chính bao gồm, phối hợp chuẩn bị các điều kiện hình thành thị trường chứng khoán tại Việt Nam, đưa nó đi vào hoạt động; và quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

*Thứ hai*, Thị trường giao dịch chứng khoán được tổ chức dưới dạng thị trường tập trung, phát triển từ thấp đến cao, từ hình thức TTGDCK lên Sở giao dịch chứng khoán. Việc tổ chức từng bước như vậy là nhằm đáp ứng với các điều kiện còn hạn chế của Việt Nam trong thời điểm ban đầu, phù hợp với quy mô phát triển cũng như trình độ hiểu biết, kinh nghiệm thực tiễn của người Việt Nam nói chung về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Cũng trên cơ sở một mô hình tổ chức hoạt động đơn giản sẽ giúp cho Chính phủ và UBCKNN giảm thiểu thời gian cũng như chi phí đầu tư ban đầu cho việc xây dựng và chuẩn bị các điều kiện về khung pháp lý, cơ sở vật chất kỹ thuật, nhân lực ban đầu cho sự hoạt động của thị trường.

## **1.2. Một số đặc thù trong quản lý các hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

Trên cơ sở các đặc thù trong mô hình về cơ cấu tổ chức của TTCK Việt Nam trong giai đoạn đầu như đã đề cập trong phần trên, Chính phủ và UBCKNN cũng như các Bộ, Ngành đã có những bước đi cụ thể trong việc thiết lập và xây dựng cơ chế quản lý và vận hành các hoạt động của thị trường, nhằm phù hợp với định hướng chung của Đảng, Chính phủ cũng như thực tế khả năng của Việt Nam. Những bước đi cụ thể đó được thể hiện rõ nét trên cơ sở những đặc thù về quản lý các hoạt động trên TTCK Việt Nam thể hiện trên một số mặt quan trọng như sau:

### **1.2.1. Hoạt động giao dịch**

Hoạt động giao dịch của TTCK Việt Nam hiện nay được thiết lập trên cơ sở một mô hình đơn giản, gọn nhẹ, phù hợp thông lệ chung của quốc tế và phù hợp với bối cảnh riêng của thị trường trong giai đoạn mới hình thành. Việc tổ chức và quản lý các hoạt động giao dịch trên thị trường trước đây tuân thủ các quy định cụ thể trong Nghị định số 48 - 1998/NĐ-CP ngày 11/07/1998 (sau đây gọi là Nghị định 48) và Quy chế thành viên, niêm yết, công bố thông tin và giao dịch chứng khoán, ban hành kèm theo Quyết định số 79/2000/QĐ-UBCK (sau đây gọi là Quy chế 79) và hiện nay đã được thay bằng Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán (sau đây gọi là Nghị định 144) và Thông tư số 58/2004/TT-BTC ngày 17/06/2004 của Bộ tài chính hướng dẫn về thành viên và giao dịch chứng khoán (sau đây gọi là Thông tư 58). Trên cơ sở các văn bản này, hoạt động giao dịch trên TTCK Việt Nam có một số đặc thù sau đây:

- TTCK Việt Nam là thị trường giao dịch tập trung: Điều đó có nghĩa là việc giao dịch của các chứng khoán sẽ được tổ chức thực hiện tập trung tại TTGDCK, SGDCK. Các chứng khoán niêm yết, đăng ký trên TTGDCK phải được giao dịch thông qua hệ thống giao dịch của TTGDCK theo phương thức khớp lệnh và thỏa thuận, trong đó, phương thức khớp lệnh hiện nay đang sử dụng chỉ là khớp lệnh định kỳ theo đợt.

- Mô hình giao dịch là có sẵn cùng với chỉ một hệ thống giao dịch bán tự động áp dụng cho giao dịch của toàn bộ các loại chứng khoán: Thập kỷ 90 với sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ thông tin, các sở giao dịch trên thế giới hầu như theo



xu thế bỏ dần sàn giao dịch, thay vào đó bằng hệ thống máy tính điện tử kết nối đến các công ty chứng khoán. Tuy nhiên, tại Việt Nam, với trình độ thị trường cũng như trình độ về công nghệ, kinh nghiệm triển khai ở mức chưa cao, do đó vẫn áp dụng hình thức giao dịch có sàn. Các lệnh giao dịch sẽ được nhà đầu tư đặt thông qua công ty chứng khoán thành viên. Sau đó, các lệnh này được chuyển tới cho các đại diện giao dịch của các công ty chứng khoán thành viên trên sàn giao dịch thông qua hệ thống điện thoại, mạng máy tính. Các lệnh này một lần nữa được nhập trở lại vào hệ thống giao dịch tại sàn để chờ khớp lệnh hoặc thỏa thuận.

- Phương thức khớp lệnh chỉ được áp dụng định kỳ cùng với một số loại lệnh thông dụng: Thông lệ các thị trường chứng khoán đã và đang phát triển trên thế giới sử dụng các phương thức khớp lệnh, cùng với các loại lệnh một cách đa dạng, phong phú nhằm tạo điều kiện cũng như đạt được sự cố gắng tối đa của nhà đầu tư là thỏa mãn nhu cầu giao dịch chuyển đổi sở hữu chứng khoán thông qua hệ thống giao dịch trên thị trường. Mặc dù vậy, nhằm phù hợp với quy mô và trình độ thị trường Việt Nam, trong giai đoạn đầu, hình thức khớp lệnh chỉ là khớp lệnh định kỳ đối với cổ phiếu và trái phiếu (giao dịch khớp lệnh của trái phiếu không còn được sử dụng bắt đầu từ ngày 1/10/2004) và chỉ áp dụng hai loại lệnh giới hạn và lệnh tại mức giá khớp lệnh (ATO – áp dụng từ 20/5/2003).

- Quy định đơn vị giao dịch, đơn vị yết giá chung đối với cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư: Thông lệ các SGDCK trên thế giới sử dụng đơn vị giao dịch, đơn vị yết giá tùy thuộc vào giá của loại chứng khoán. Điều này nhằm mục tiêu tăng khả năng thanh khoản cho các cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư có mức giá cao. Tuy nhiên, TTCK Việt Nam thay vì thiết lập cơ chế phân loại đơn vị giao dịch theo mệnh giá, giá cổ phiếu thì lại thực hiện giảm lô cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư từ 100 xuống còn 10. Điều này tạo áp lực lên các công ty chứng khoán trong việc phải gia tăng các xử lý đối với các giao dịch.

- Trên TTCK Việt Nam áp dụng hạn chế một số hành vi giao dịch: Để đảm bảo hoạt động giao dịch được an toàn trong giai đoạn đầu của TTCK Việt Nam, pháp luật đã có một số quy định mang tính đặt thù trong việc tổ chức và thực hiện hoạt động giao dịch trên thị trường. Đó là, việc nhà đầu tư không được phép huỷ lệnh trong cùng đợt khớp lệnh; lệnh giao dịch nhập vào hệ thống không được phép

huỷ bỏ trong cùng đợt khớp lệnh (đối với hình thức giao dịch thỏa thuận chỉ được phép huỷ quảng cáo giao dịch thỏa thuận hoặc sửa giao dịch thỏa thuận đã thực hiện (đối với trường hợp sai tài khoản) mà không được phép huỷ giao dịch thỏa thuận đã thực hiện); nhà đầu tư chỉ được phép mở một tài khoản giao dịch tại một CTCK duy nhất; trước khi giao dịch, nhà đầu tư phải ký quỹ theo quy định; các giao dịch bán lẻ được thực hiện trực tiếp giữa khách hàng với các công ty chứng khoán thành viên có nghiệp vụ tự doanh trên cơ sở thỏa thuận về giá trong biên độ được quy định bởi Chủ tịch UBCKNN và một số quy định khác.

### ***1.2.2. Hoạt động quản lý niêm yết***

Hoạt động quản lý niêm yết chứng khoán trên TTCK Việt Nam có thể được phân chia làm hai mảng chính, bao gồm:

- UBCKNN quản lý việc cấp phép niêm yết trên TTCK: Theo Điều 19, Nghị định 144, tổ chức có chứng khoán phát hành ra công chúng muốn niêm yết chứng khoán phải được UBCKNN cấp giấy phép. Mỗi loại chứng khoán chỉ được phép niêm yết tại một TTGDCK, theo đó, UBCKNN sẽ xem xét và đề nghị cơ quan nhà nước có thẩm quyền quy định cụ thể việc niêm yết tại TTGDCK. Việc cấp phép niêm yết dựa trên một số tiêu chí cơ bản liên quan đến loại hình công ty, quy mô về vốn, khả năng kinh doanh có lãi, tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông bên ngoài. Đối với chứng chỉ quỹ đầu tư, hiện chỉ cho phép chứng chỉ của quỹ đầu tư phát hành ra công chúng được phép niêm yết, theo đó, trong vòng 30 ngày kể từ ngày kết thúc đợt phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán ra công chúng, quỹ đầu tư chứng khoán phải làm thủ tục đăng ký niêm yết với UBCKNN nếu đáp ứng đủ các điều kiện về tổng giá trị chứng chỉ phát hành, số người sở hữu tối thiểu theo quy định trong Điều 23, Nghị định 144. Đối với trái phiếu, việc cấp phép niêm yết trái phiếu doanh nghiệp về cơ bản cũng căn cứ trên một số tiêu chí như đối với cổ phiếu và hiện chỉ cho phép đối với trường hợp các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp Nhà nước với mức vốn điều lệ tối thiểu 10 tỷ đồng trở lên. Tuy nhiên, đối với trái phiếu Chính phủ, việc niêm yết sẽ do TTGDCK thực hiện trên cơ sở đề nghị của tổ chức phát hành.

- TTGDCK, SGDCK quản lý việc đăng ký niêm yết để giao dịch trên TTCK: Sau khi UBCKNN cấp phép niêm yết, việc lựa chọn thời điểm phù hợp để lên niêm yết sẽ do tổ chức niêm yết quyết định. Tuy nhiên, tổ chức niêm yết phải làm các thủ tục về niêm yết và đăng ký chứng khoán niêm yết với TTGDCK theo quy định trong quy trình thủ tục của TTGDCK.

- TTGDCK thực hiện quản lý hậu niêm yết đối với các chứng khoán niêm yết trên TTCK: Việc quản lý hậu niêm yết được thực hiện chủ yếu bởi TTGDCK trên cơ sở các quy trình cụ thể được ban hành tại TTGDCK. Hầu hết các quy trình được sử dụng tại TTGDCK trong thời gian qua chủ yếu liên quan đến việc giám sát nghĩa vụ công bố thông tin, việc thực hiện các giao dịch đặc biệt của tổ chức niêm yết như: giao dịch cổ phiếu quỹ, giao dịch cổ đông lớn, giao dịch thầu tóm, việc thực hiện quyền và nghĩa vụ của cổ đông, việc duy trì các điều kiện niêm yết, việc quản trị công ty...

### ***1.2.3. Hoạt động quản lý thành viên***

Việc quản lý thành viên của TTGDCK căn cứ vào các quy định trong Nghị định 144 và Thông tư 58, Quy chế tổ chức và hoạt động của công ty chứng khoán ban hành kèm theo Quyết định 55/QĐ-BTC của Bộ tài chính ngày 17/06/2004 (sau đây gọi là Quy chế 55). Theo đó, các đặc thù trong cơ chế về quản lý hoạt động của thành viên được thể hiện dưới một số điểm cụ thể như sau:

- UBCKNN quản lý việc cấp phép kinh doanh chứng khoán: Theo Khoản 1, Mục II, Thông tư 58, điều kiện để trở thành thành viên của TTGDCK, SGDCK phải là công ty chứng khoán được UBCKNN cấp giấy phép kinh doanh chứng khoán để hoạt động nghiệp vụ môi giới hoặc tự doanh; có hệ thống nhận lệnh, chuyển lệnh và các trạm đầu cuối bảo đảm khả năng kết nối với hệ thống giao dịch của TTGDCK, SGDCK. Như vậy, để có thể trở thành thành viên của TTGDCK, SGDCK, điều kiện đầu tiên là phải thành lập công ty chứng khoán có giấy phép hoạt động ít nhất một trong hai nghiệp vụ môi giới hoặc tự doanh. Do đó, ngoài việc phải đáp ứng các điều kiện đăng ký hoạt động theo quy định của UBCKNN, công ty phải đáp ứng được mức vốn pháp định tối thiểu là 3 tỷ đồng (cho việc cấp phép nghiệp vụ môi

giới) hoặc 12 tỷ đồng (cho nghiệp vụ tự doanh). Đối với trường hợp các tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài, để được kinh doanh chứng khoán tại Việt Nam, phải thành lập công ty chứng khoán liên doanh với đối tác Việt Nam theo giấy phép do UBCKNN cấp sau khi được Bộ Tài chính chấp thuận. Khi đã thành lập công ty chứng khoán và có giấy phép hoạt động kinh doanh chứng khoán, việc sửa đổi bổ sung giấy phép kinh doanh chứng khoán; cấp lại giấy phép kinh doanh chứng khoán; lập, đóng cửa chi nhánh; thay đổi địa điểm đặt trụ sở chính, chi nhánh; lập, đóng cửa phòng giao dịch; ngừng hoạt động kinh doanh; đình chỉ thu hồi giấy phép thuộc thẩm quyền của UBCKNN. Công ty chứng khoán có nghĩa vụ báo cáo UBCKNN trong trường hợp lập, đóng cửa đại lý nhận lệnh giao dịch.

- TTGDCK, SGDCK quản lý việc đăng ký để trở thành thành viên: Để có thể trở thành thành viên của TTGDCK, SGDCK, công ty chứng khoán phải thực hiện đăng ký làm thành viên của TTGDCK, SGDCK với TTGDCK, SGDCK theo hướng dẫn của TTGDCK, SGDCK và làm các thủ tục cho hoạt động giao dịch.

- Thành viên TTGDCK, SGDCK có quyền giao dịch chứng khoán tại TTGDCK, SGDCK: Khi đã trở thành thành viên của TTGDCK, SGDCK, thành viên được giao dịch chứng khoán tại TTGDCK, SGDCK; được sử dụng hệ thống thiết bị, cơ sở hạ tầng và các dịch vụ của TTGDCK, SGDCK; thu các loại phí cung cấp dịch vụ phục vụ cho việc giao dịch của khách hàng theo quy định của pháp luật;

- Thành viên TTGDCK có nghĩa vụ tuân thủ không chỉ các nghĩa vụ của một công ty chứng khoán mà còn có nghĩa vụ tuân thủ các quy định riêng với tư cách là thành viên của TTGDCK, SGDCK: Thành viên của TTGDCK, SGDCK phải tuân thủ các quy định về thành viên của TTGDCK, SGDCK; chịu sự giám sát, kiểm tra của TTGDCK, SGDCK, UBCKNN; nộp các loại phí cho TTGDCK, SGDCK; tuân thủ các chế độ công bố thông tin ra thị trường, báo cáo TTGDCK, SGDCK, UBCKNN. Việc quản lý chấm dứt tư cách thành viên, quản lý đại diện giao dịch của thành viên thuộc thẩm quyền của TTGDCK, SGDCK.

#### ***1.2.4. Hoạt động công bố thông tin***

Tại Việt Nam, hoạt động công bố thông tin trên TTCK được điều chỉnh bởi Nghị định 144 và Thông tư số 57/2004/TT-BTC ngày 17/06/2004 của bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán (sau đây gọi là thông tư 57) và có những đặc thù đó được thể hiện cụ thể như sau:

- Đối tượng có nghĩa vụ công bố thông tin trên thị trường gồm: TTGDCK, SGDCK; tổ chức phát hành; tổ chức niêm yết; công ty chứng khoán; công ty quản lý quỹ và nhà đầu tư.

- Nội dung các thông tin công bố rất đa dạng: Bao gồm thông tin định kỳ (các báo cáo tài chính tháng, quý, 6 tháng, năm; các thông tin về kết quả của từng đợt khớp lệnh...); các thông tin tức thời có ảnh hưởng trực tiếp đến giá và khối lượng giao dịch của cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư về tình hình hoạt động của tổ chức phát hành, niêm yết và công ty quản lý quỹ; các thông tin theo yêu cầu của TTGDCK, SGDCK, UBCKNN khi giá và khối lượng giao dịch chứng khoán có dấu hiệu bất thường hoặc có tin đồn có liên quan cần công bố hoặc xác nhận.

- Về phương tiện công bố thông tin cũng khá đa dạng như: qua Website, Bản tin TTCK, qua màn hình điện tử, fax, e mail, các ấn phẩm và các phương tiện truyền thông đại chúng khác. Tuy nhiên, phải nhìn nhận một thực tế rằng việc công bố thông tin hiện nay gặp khá nhiều khó khăn do chưa có phần mềm xử lý, chưa xây dựng cơ sở dữ liệu thống nhất, việc xử lý thông tin và dữ liệu còn khá thủ công.

### ***1.2.5. Hoạt động thanh tra, giám sát***

Hoạt động thanh tra và giám sát trên TTCK Việt Nam so với các nước có những nét đặc thù nhất định. Cụ thể là:

- Trước hết, mô hình thanh tra giám sát trên TTCK Việt Nam là mô hình ba cấp, gồm: UBCKNN thực hiện giám sát, thanh tra đối với toàn bộ hoạt động của thị trường; TTGDCK, SGDCK thực hiện giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán và giám sát tuân thủ đối với các thành viên của thị trường; bản thân các thành viên thị trường phải tự giám sát mình qu cơ chế kiểm soát nội bộ. Kết quả giám sát có thể được làm căn cứ để Thanh tra UBCKNN tiến hành xử lý vi phạm hành chính

hoặc chuyển cho các cơ quan chức năng xử lý hình sự nếu phát hiện có hành vi phạm tội.

- Các đối tượng chịu sự giám sát, thanh tra trên TTCK bao gồm TTGDCK, SGDCK; tổ chức phát hành; tổ chức niêm yết; công ty chứng khoán; công ty quản lý quỹ, nhà đầu tư và tất cả các tổ chức, cá nhân có liên quan đến chứng khoán và TTCK: Tương ứng với các đối tượng này, phạm vi giám sát, thanh tra chủ yếu xoay quanh các hoạt động quản lý, điều hành thị trường; phát hành và niêm yết chứng khoán; giao dịch chứng khoán và cung cấp các dịch vụ, kinh doanh trên thị trường.

Thực tế thời gian qua, chúng ta chỉ thực hiện hoạt động giám sát tuân thủ để phát hiện và xử lý các hành vi vi phạm. Đối với hoạt động giám sát giao dịch chỉ dừng lại ở mức hậu kiểm cho chưa có phần mềm giám sát trực tuyến, chưa xây dựng các tiêu chí, thông số cảnh báo của thị trường. Mặt khác, chưa có sự phân cấp rõ ràng giữa UBCKNN và TTGDCK trong hoạt động giám sát, các chức năng, thẩm quyền đôi khi bị chồng chéo khá nhiều. Điều này ảnh hưởng khá lớn đến hiệu quả của hoạt động giám sát, thanh tra thời gian qua.

#### ***1.2.6. Hoạt động đăng ký, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán***

Với quy mô thị trường trong giai đoạn đầu còn nhỏ bé, mức độ phức tạp của thị trường chưa ở mức cao, việc tổ chức và quản lý các hoạt động đăng ký, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán được cụ thể hoá trên cơ sở một hệ thống gọn nhẹ, phù hợp với mục tiêu gọn nhẹ trong cách thức tổ chức chung của thị trường, trong đó, phù hợp với đặc thù trong tổ chức quản lý giao dịch, công bố thông tin, giám sát thị trường. Bên cạnh đó, chuẩn bị các điều kiện quan trọng về kinh nghiệm trước khi chuyển sang mô hình quản lý hiện đại và quy mô hơn trong các giai đoạn phát triển tiếp theo của thị trường. Chính vì vậy, việc tổ chức và quản lý đăng ký, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán mang một số những đặc thù sau:

- TTGDCK, SGDCK thực hiện chức năng lưu ký chứng khoán: Khác với thế giới, ở Việt Nam, trong giai đoạn đầu, công tác quản lý này được thực hiện bởi một phòng trực thuộc TTGDCK, SGDCK nhằm phù hợp với thị trường trong giai đoạn

đầu, hạn chế chi phí về ngân sách cũng như nhân lực. Nhiệm vụ chủ yếu của phòng này là cung cấp dịch vụ đăng ký, thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán theo quy định của Chủ tịch UBCKNN.

- Chức năng chủ yếu của hoạt động lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ là cung cấp các dịch vụ đăng ký, lưu ký chứng khoán phát hành ra công chúng và cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán các giao dịch chứng khoán niêm yết; giám sát các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán các giao dịch chứng khoán của các thành viên lưu ký; đăng ký giao dịch bảo đảm đối với các hợp đồng cầm cố chứng khoán lưu ký tập trung tại trung tâm lưu ký chứng khoán; quản lý quỹ hỗ trợ thanh toán; cung cấp các dịch vụ khác.

- UBCKNN quản lý việc cấp giấy phép lưu ký: UBCKNN quản lý việc cấp giấy phép lưu ký cho các đối tượng bao gồm: công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài; cấp phép đăng ký thực hiện hoạt động lưu ký cho hội sở, chi nhánh của ngân hàng thương mại, trong đó, chỉ các ngân hàng thương mại Nhà nước, ngân hàng thương mại cổ phần là thành viên lưu ký mới được đăng ký cho hội sở và chi nhánh của mình. Trường hợp các công ty chứng khoán, việc xét cấp giấy phép lưu ký chứng khoán được thực hiện đồng thời với việc xét cấp Giấy phép hoạt động môi giới hoặc tự doanh chứng khoán. TTGDCK thực hiện việc quản lý đăng ký làm thành viên lưu ký chứng khoán của các tổ chức theo quy định sau khi có giấy phép lưu ký của UBCKNN.

- Chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch phải được lưu ký tập trung tại TTGDCK, Trung tâm lưu ký chứng khoán: Việc lưu ký chứng khoán được thực hiện theo mô hình hai cấp, bao gồm: người sở hữu chứng khoán phải lưu ký chứng khoán tại thành viên lưu ký, trong đó, chỉ các thành viên lưu ký mới được phép mở tài khoản lưu ký tại TTGDCK. Sau đó, thành viên lưu ký thực hiện tái lưu ký chứng khoán tại TTGDCK, trung tâm lưu ký chứng khoán.

- Thành viên lưu ký quản lý chứng khoán của khách hàng tách biệt với chứng khoán do thành viên nắm giữ: Thành viên lưu ký phải quản lý tài khoản lưu ký chứng khoán của khách hàng tách biệt với tài khoản lưu ký chứng khoán của chính

thành viên và không được sử dụng chứng khoán trong tài khoản lưu ký của khách hàng vì lợi ích của bên thứ ba hoặc lợi ích của chính thành viên. Bên cạnh đó, mỗi khách hàng chỉ được mở một tài khoản lưu ký chứng khoán và mọi khoản giao dịch phải được thực hiện qua tài khoản này. Đối với các nhà đầu tư nước ngoài, khi thực hiện giao dịch chứng khoán trên thị trường tập trung phải đăng ký mã số quản lý đầu tư nước ngoài với TTGDCK thông qua thành viên lưu ký.

- Thanh toán chứng khoán phải đồng thời với việc thanh toán tiền: Trong đó, việc thanh toán tiền phải được thực hiện bằng hình thức chuyển khoản thông qua hệ thống tài khoản của thành viên lưu ký và TTGDCK mở tại ngân hàng chỉ định thanh toán; việc thanh toán chứng khoán phải được thực hiện thông qua hình thức chuyển khoản thông qua hệ thống tài khoản chứng khoán giao dịch, tài khoản bù trừ thanh toán chứng khoán đã giao dịch của thành viên lưu ký mở tại TTGDCK.

## **II. THỰC TRẠNG THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**2.1. Thực trạng về tình hình giao dịch và sự tham gia của nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK Việt Nam thời gian qua**

### ***2.1.1. Thực trạng về hình hình giao dịch trên thị trường chứng khoán***

Ngày 28/07/2000, phiên giao dịch đầu tiên chính thức được thực hiện tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Sự kiện này đã đánh dấu sự ra đời của thị trường giao dịch tập trung. Kể từ thời điểm đó đến nay, TTCK Việt Nam đã trải qua nhiều thăng trầm. Có thể chia hoạt động giao dịch trên TTCK thành từng giai đoạn phát triển khác nhau như sau, được đánh dấu bằng các điểm cực hạn của chỉ số VNIndex:

***Giai đoạn thị trường mới được thành lập:*** Giai đoạn này bắt đầu kể từ phiên giao dịch đầu tiên được tổ chức vào ngày 28/7/2000 và kết thúc vào ngày 25/06/2001. Trong giai đoạn này, hoạt động giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung hết sức sôi động tuy số lượng tổ chức niêm yết trên thị trường còn rất hạn chế. Giá cổ phiếu không ngừng tăng liên tục trong thời gian gần một năm. Chỉ số VNIndex trong giai đoạn này cũng tăng từ mức 100 điểm trong phiên giao dịch đầu



tiên đến 571,04 điểm trong phiên ngày 25/06/2001. Phiên giao dịch này cũng đồng thời là cột mốc đánh dấu một giai đoạn phát triển đầu tiên của TTCK Việt Nam. Trong suốt giai đoạn này, thị trường có diễn biến bất thường, giá tăng liên tục, người đầu tư mất bình tĩnh, ô ạt tranh nhau đặt lệnh mua, chênh lệch cung cầu quá lớn, nên ngày 13/6/2001 UBCKNN và TTGDCK TP.HCM đã quyết định mở rộng biên độ dao động giá lên +/-7% và áp dụng biện pháp tình thế quy định đối với mỗi loại cổ phiếu, mỗi nhà đầu tư trong 1 phiên giao dịch chỉ được đặt mua tối đa 2.000 cổ phiếu.

*Giai đoạn thị trường xuống dốc:* Thời gian từ ngày 26/6/2001 đến hết ngày 24/10/2003 có thể được coi là một trong những giai đoạn phát triển tiếp theo của TTCK Việt Nam sau khi được thành lập. Xu hướng biến động dễ nhận thấy nhất của giai đoạn này là khối lượng giao dịch và giá cổ phiếu liên tục giảm sút trong suốt một thời gian dài do thị trường mất dần sức cầu trong khi các nhà đầu tư lộ rõ tâm lý chán nản. Chỉ số VNIndex giảm liên tục từ khoảng cuối tháng 6 năm 2001 cho đến cuối giai đoạn này, giai đoạn được đánh dấu bằng phiên giao dịch ngày 24/10/2003. Xu hướng giảm liên tục của chỉ số trung bình giá chứng khoán đã kéo dài suốt trong thời gian hơn hai năm này, tuy có thể gián đoạn trong một số phiên giao dịch nhưng thời gian bị gián đoạn tương đối ngắn, không đủ để hình thành xu hướng biến động ngược chiều.

Trước tình trạng chỉ số VNIndex giảm nhanh và liên tục, nhất là trong khoảng thời gian từ cuối tháng 6 năm 2001 đến đầu năm 2002, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, được sự chấp thuận của UBCKNN đã chính thức tăng số phiên giao dịch trong tuần từ 3 lên 5 phiên kể từ ngày 01/03/2002, giảm lô giao dịch từ 100 cổ phiếu xuống còn 10 cổ phiếu, huỷ bỏ biên độ dao động giá trái phiếu, áp dụng lệnh ATO (lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh), cho phép nhà đầu tư nước ngoài mở tài khoản giao dịch tại các công ty chứng khoán, giảm tỷ lệ ký quỹ từ 100% xuống còn 70% đối với người mua chứng khoán và tăng số lần khớp lệnh trong phiên giao dịch từ 1 lên 2 lần kể từ ngày 20/05/2003. Những biện pháp kỹ thuật này tuy chưa thể đảo ngược xu hướng biến động của chỉ số trung bình giá chứng khoán trong thời gian này nhưng nó cũng đã làm xu hướng giảm sút này bị gián đoạn trong một khoảng thời gian nhất định và tạo nên những ảnh hưởng tâm lý tích cực hơn đối với nhà đầu

tư. Điểm quan trọng hơn, việc áp dụng những giải pháp kỹ thuật này cũng đã tạo tiền đề cho giai đoạn phục hồi của TTCK trong thời gian sau đó.

Song song với biến động theo xu hướng giảm sút rõ rệt của chỉ số VNIndex, khối lượng giao dịch bình quân trong giai đoạn này cũng cho thấy những biến động khá tiêu cực. So với năm 2001, khối lượng giao dịch khớp lệnh bình quân của cổ phiếu trong năm 2002 có tăng lên do số lượng cổ phiếu niêm yết trong thời kỳ này tăng khá nhanh. Tuy nhiên, trong cả năm 2003, khối lượng giao dịch khớp lệnh bình quân của cổ phiếu lại giảm gần 25%, từ khoảng 125 nghìn cổ phiếu / phiên xuống còn 95 nghìn cổ phiếu / phiên so với một năm trước đó. Đặc biệt là trong giai đoạn từ giữa năm 2003 đến khoảng cuối tháng 10 năm đó, khối lượng giao dịch khớp lệnh của cổ phiếu giảm sút trầm trọng tương ứng với biến động gần về điểm cực tiểu của chỉ số VNIndex.

**Giai đoạn phục hồi:** Khi chỉ số VNIndex đã rơi xuống điểm cực tiểu của nó trong năm 2003, cũng đồng thời là mức điểm thấp kỷ lục của chỉ số này kể từ đầu năm 2001 đến nay, thị trường đã cho thấy có những dấu hiệu hồi phục, và xu hướng biến động của chỉ số này cũng bắt đầu đảo chiều. Chỉ số VNIndex đã bắt đầu tăng mạnh. Chỉ trong khoảng thời gian từ cuối tháng 10 đến cuối tháng 12 năm 2003, chỉ số trung bình giá chứng khoán trên TTCK Việt Nam đã tăng từ 130,91 điểm lên 166,06 điểm vào ngày 31/12/2003, tức là tăng khoảng 20% trong vòng hai tháng và còn tiếp tục tăng lên, tuy với tốc độ chậm lại, trong quý I và II năm 2004.

Song song với việc chỉ số VNIndex tăng mạnh mẽ, khối lượng giao dịch, cả khớp lệnh và thỏa thuận đều tăng rất nhanh cũng trong khoảng cuối năm 2003 và đầu năm 2004. Trong cùng thời gian này, giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là của các tổ chức nước ngoài cũng tăng lên rất nhanh so với giai đoạn trước đó. Tuy nhiên, kể từ khoảng giữa năm 2004 đến trung tuần tháng 12/2004, giá và khối lượng giao dịch cổ phiếu có xu hướng giảm so với những tháng đầu năm do tình hình hoạt động của các tổ chức niêm yết tỏ ra kém hiệu quả hơn so với năm trước, xuất phát từ việc tăng giá xăng dầu, nguyên vật liệu thế giới cũng như từ sự mất giá của đồng dollar Mỹ trong thời điểm này. Tuy ảnh hưởng của việc đồng dollar Mỹ mất giá không ảnh hưởng trực tiếp đến tình xuất khẩu của Việt Nam nhưng nó lại có ảnh hưởng rất đáng kể, dù là gián tiếp đến các tổ chức niêm yết mà thị trường tiêu thụ

chủ yếu là Nhật Bản (như Savimex), châu Âu (như các công ty Agifish, Gilimex, Khahomex...). Mặt khác, tình trạng lạm phát gia tăng mạnh tại Việt Nam vào thời điểm này cũng có những ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các tổ chức niêm yết và do đó, có ảnh hưởng tiêu cực đến giá thị trường của cổ phiếu của các tổ chức này.

Kể từ phiên giao dịch đầu tiên cho đến hết ngày 16/12/2004, TTGDCK Tp.HCM đã tổ chức 939 phiên giao dịch với khối lượng giao dịch khớp lệnh tổng cộng đạt 137,84 triệu chứng khoán, trong đó có 135,23 triệu cổ phiếu, 2,61 triệu chứng chỉ quỹ và 487,7 nghìn trái phiếu, lần lượt chiếm tỷ trọng 98,11%, 1,54% và 0,35% khối lượng giao dịch khớp lệnh toàn thị trường. Như vậy, tính bình quân, khối lượng giao dịch mỗi phiên đạt xấp xỉ 147 nghìn cổ phiếu. Nhìn chung, khối lượng giao dịch khớp lệnh biến động theo xu hướng tăng giảm của chỉ số VNIndex, đặc biệt là vào những thời điểm chỉ số này tiếp cận những điểm cực hạn của nó. Khối lượng giao dịch của cổ phiếu tập trung nhiều nhất vào giai đoạn từ tháng 10/2003 đến khoảng tháng 4/2004, phù hợp với giai đoạn chỉ số VNIndex tăng mạnh so với giai đoạn trước đó.

So với giao dịch khớp lệnh, hoạt động giao dịch theo phương thức thỏa thuận xuất hiện muộn hơn đáng kể nhưng lại đạt khối lượng giao dịch lớn hơn nhiều so với giao dịch khớp lệnh. Kể từ thời điểm áp dụng phương thức giao dịch thỏa thuận vào ngày 1/3/2002, khối lượng chứng khoán được giao dịch theo phương thức này đã đạt con số tổng cộng là 396,66 triệu chứng khoán, trong đó có 21,42 triệu cổ phiếu, 339 nghìn chứng chỉ quỹ và xấp xỉ 375 triệu trái phiếu, lần lượt tương ứng với tỷ trọng 5,4%, 0,09% và 94,51% khối lượng giao dịch thỏa thuận toàn thị trường.

Cũng trong thời gian hơn 4 năm qua, nhà đầu tư nước ngoài cũng đã tham gia rất tích cực vào hoạt động giao dịch. Tổng khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài theo phương thức khớp lệnh cho đến hết ngày 16/12/2004 đạt 16,5 triệu cổ phiếu, trong đó có 15,14 triệu cổ phiếu mua vào và 1,36 triệu cổ phiếu bán ra, chiếm tỷ trọng lần lượt là 11,2% và 1% tổng khối lượng giao dịch khớp lệnh của cổ phiếu toàn thị trường. Về giao dịch thỏa thuận, cũng trong thời gian qua, nhà đầu tư nước ngoài đã mua vào 4,95 triệu cổ phiếu và bán ra 2,13 triệu cổ phiếu, tương ứng với tỷ trọng lần lượt là 23,11% và 9,96% tổng khối lượng cổ phiếu được giao dịch

theo phương thức thỏa thuận toàn thị trường. Ngược lại so với các chứng khoán vốn, tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài so với toàn thị trường lại khá thấp, chỉ tương đương với 5,09% giao dịch thỏa thuận toàn thị trường (nhà đầu tư nước ngoài không thực hiện bất kỳ giao dịch khớp lệnh nào đối với trái phiếu), trong đó, khối lượng mua vào chiếm tỷ trọng 3,52% và khối lượng bán ra chiếm 1,57%.

Với một đặc điểm tương đối đặc thù đối với nhà đầu tư tổ chức tại Việt Nam là hoạt động giao dịch chủ yếu tập trung ở một số loại chứng khoán nhất định và tập trung vào một số phương thức giao dịch nhất định. Thông qua việc theo dõi các hoạt động của nhà đầu tư tổ chức trên thị trường giao dịch tập trung, chúng tôi thấy rằng nhà đầu tư tổ chức trong nước thường sử dụng phương thức giao dịch thỏa thuận và tập trung chủ yếu vào các giao dịch trái phiếu, trong khi nhà đầu tư nước ngoài, cả tổ chức và cá nhân, lại thường sử dụng phương thức khớp lệnh và tập trung vào các giao dịch cổ phiếu. Chính đặc thù này đã khiến vai trò của nhà đầu tư nước ngoài trở nên tương tự với vai trò của người tạo lập thị trường. Trong suốt quá trình hoạt động của thị trường giao dịch tập trung, chúng ta có thể thấy rằng xu hướng biến động của chỉ số VNIndex chịu ảnh hưởng rõ rệt của việc gia tăng khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong khoảng đầu năm 2002 và khoảng cuối năm 2003. Ngược lại, trong khoảng thời gian từ đầu năm 2004 trở lại đây, tuy khối lượng giao dịch trái phiếu của nhà đầu tư tổ chức trong nước gia tăng hết sức mạnh mẽ nhưng tác động của nó đối với xu hướng giá cả của thị trường lại hầu như không được ghi nhận.

Từ các số liệu thống kê nói trên, chúng ta có thể nhận thấy rằng một khi nhà đầu tư tổ chức trong nước có thể tham gia mạnh mẽ vào hoạt động giao dịch cổ phiếu thì tốc độ phát triển của TTCK Việt Nam sẽ gia tăng mạnh mẽ. Vào thời điểm hiện tại, chỉ dựa trên số liệu so sánh giữa giá trị giao dịch của nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước, chúng ta cũng có thể thấy rằng quy mô vốn đầu tư của các tổ chức trong nước lớn hơn nhiều lần các tổ chức đầu tư nước ngoài. Mặt khác, do không bị giới hạn vào tỷ lệ nắm giữ tối đa 30% vốn của một tổ chức niêm yết như đối với nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư tổ chức trong nước có khả năng đẩy mạnh hoạt động giao dịch của toàn thị trường và qua đó, làm tăng tốc độ phát triển của thị trường. Vấn đề còn lại là làm thế nào để có thể khai thông nguồn vốn này.

### ***2.1.2. Thực trạng tham gia của nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam***

Theo số liệu thống kê của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, cho đến cuối tháng 11/2004, tổng số lượng nhà đầu tư tổ chức có tài khoản giao dịch trên thị trường chứng khoán tập trung là xấp xỉ con số là 211, trong đó, tài khoản của nhà đầu tư tổ chức trong nước là 191 tài khoản (chiếm hơn 90%) và số tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài là 20 (chiếm khoảng gần 10%). Tuy số lượng nhà đầu tư tổ chức trên thị trường giao dịch tập trung của Việt Nam còn quá khiêm tốn so với tiềm năng thực sự nhưng vai trò của các nhà đầu tư này đã được khẳng định trong suốt thời gian qua. Nhưng có thể nhận thấy một điều rằng đối với TTCK vốn Việt Nam trong trong thời gian qua, hoạt động giao dịch của loại nhà đầu tư này có những ảnh hưởng nhất định, đã và đang có tác động trực tiếp đến sự thăng trầm của cả thị trường. Ngược lại, trên TTCK nợ, giao dịch trái phiếu cả sơ cấp và thứ cấp phần lớn thuộc về các tổ chức đầu tư trong nước, trong khi các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài còn chiếm tỷ trọng khá khiêm tốn so với chính tiềm năng của họ.

Xét về vai trò quan trọng của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài đối với TTCK Việt Nam, chúng ta có thể nhận thấy rất rõ khi gắn liền hoạt động giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài với chính những biến động trên thị trường trong thời gian qua. Trong năm 2002, tổng khối lượng giao dịch mua vào của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường giao dịch tập trung đạt khoảng 4,2 triệu cổ phiếu, trong khi đó, khối lượng giao dịch mua vào của nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2003 tuy chỉ đạt 3,3 triệu cổ phiếu (bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận), nhưng phần lớn giao dịch này lại tập trung vào khoảng cuối năm 2003. Chính việc tham gia giao dịch một cách tích cực của nhà đầu tư nước ngoài trong khoảng cuối năm 2003, đặc biệt là sau khi Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định 146/QĐ-TTg ngày 17/07/2003 cho phép tăng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài từ 20% lên 30%, đã có tác động rất lớn đến việc thay đổi xu hướng giảm sút liên tục của chỉ số VNIndex, mà cho đến thời điểm đó, đã kéo dài hơn hai năm liên tục, đồng thời đã góp phần quan trọng trong việc hồi phục niềm tin của nhà đầu tư trong nước vào TTCK Việt Nam. Cũng theo số liệu thống kê của TTGDCK Tp.HCM, tỷ trọng giao

dịch khớp lệnh của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài trong tổng khối lượng giao dịch khớp lệnh của nhà đầu tư nước ngoài trong các năm 2002, 2003 và 2004 lần lượt là 74,99%, 59,58% và 64,5%. Đồng thời, tỷ trọng giao dịch thỏa thuận của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài trong cùng thời điểm này cũng đạt lần lượt 88,76%, 83,74% và 85,95%. Vì lẽ đó, vai trò của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài là hoàn toàn không thể thay thế được thời điểm hiện tại.

Khác với các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, hiện vẫn đang chú trọng vào hoạt động giao dịch trên thị trường vốn, bao gồm cả các chứng khoán vốn đã và chưa niêm yết, nhà đầu tư tổ chức trong nước hiện vẫn nghiêng về các hoạt động giao dịch trên thị trường nợ, nhất là trên thị trường sơ cấp. Theo như số liệu đã nêu lên trong phần trên đây, tỷ trọng nắm giữ của nhà đầu tư tổ chức trong nước, bao gồm các ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán thành viên chiếm tới 78,64% tổng giá trị trái phiếu Chính phủ và trái phiếu Chính quyền địa phương mới phát hành trên thị trường sơ cấp. Ngoài ra, hoạt động giao dịch của các tổ chức này trên thị trường thứ cấp, nhất là trong giai đoạn từ cuối năm 2003 đến nay, đã thực sự trở thành hoạt động chính của thị trường giao dịch tập trung, khi tổng khối lượng giao dịch trái phiếu chỉ trong 8 tháng đầu năm 2004 đã lên tới 95,63 triệu trái phiếu, tương ứng với giá trị giao dịch đạt 9.854,54 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 62,08% tổng khối lượng giao dịch và 86,05% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường trong cùng kỳ.

Từ những số liệu thống kê trên đây, có thể nhận thấy nhà đầu tư tổ chức hiện tại đang đóng một vai trò hết sức quan trọng trong hoạt động giao dịch cổ phiếu (đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài) và giao dịch trái phiếu (nhà đầu tư tổ chức trong nước). Tuy nhiên, so với tiềm năng thực sự của các nhà đầu tư tổ chức nói chung và các nhà đầu tư tổ chức hiện đang tham gia thị trường nói riêng, vai trò này vẫn còn có thể tiếp tục được nâng cao hơn nữa. Điều này được thể hiện rất rõ trong việc tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư tổ chức ngày càng lớn hơn trong tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường trong vòng 3 năm 2002, 2003 và 2004 (bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu).

**2.2. Thuận lợi, khó khăn trong việc tham gia giao dịch của nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam**

### **2.2.1. Thuận lợi**

Xây dựng và phát triển TTCK tạo ra một kinh huy động vốn cho nền kinh tế, thu hút đầu tư trong và ngoài nước để phục vụ công cuộc công nghiệp hóa và hiện đại hóa đất nước là chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước ta. Do vậy, hoạt động của TTCK Việt Nam thời gian qua luôn nhận được sự ủng hộ và chỉ đạo kịp thời của Đảng, chính phủ và sự phối hợp của các Bộ, Ngành, đặc biệt trong chính sách thu hút các nhà đầu tư, kể cả các nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước tham gia thể hiện ở những khía cạnh sau đây:

- Chính phủ luôn quan tâm chỉ đạo kịp thời các chính sách để thu hút đầu tư vào TTCK như: chủ trương cổ phần hóa các tổng công ty, các ngân hàng thương mại quốc doanh lớn để niêm yết trên TTCK nhằm tạo nguồn cung cho thị trường. Đồng thời, chỉ đạo các bộ, ngành phối kết hợp với UBCKNN, Bộ tài chính trong việc xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến các chính sách thuế, ngoại hối, quy định tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài (điều chỉnh từ 20% lên 30%), vấn đề lãi suất..

- Chính phủ, Bộ tài chính và UBCKNN luôn ban hành kịp thời các văn bản điều chỉnh những quan hệ phát sinh trên TTCK: việc ban hành là nhằm cố gắng tạo một môi trường đầu tư thông thoáng, lành mạnh, bảo vệ quyền lợi của các bên tham gia. Điển hình là gần đây, Nghị định 144 và hàng loạt các thông tư, quy chế hướng dẫn đã được ban hành nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển của thị trường. Các văn bản có liên quan đến hoạt động của thị trường nhằm tạo các điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư tổ chức tham gia cũng được ban hành kịp thời như: Nghị định 164/2003/NĐ-CP ngày 22/12/2003, hoạt động kinh doanh chứng khoán đã được đưa vào danh mục A – các ngành nghề, lĩnh vực được hưởng ưu đãi đầu tư; Quyết định 146/QĐ-TTg ngày 17/07/2003 của Thủ tướng Chính phủ đã cho phép tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài từ 20% lên 30% và không khống chế tỷ lệ nắm giữ trái phiếu; Thông tư 100/2004/TT-BTC về hướng dẫn thuế GTGT và TNDN trong lĩnh vực chứng khoán; Quyết định 1550/2004/QĐ-NHNN của Ngân hàng Nhà nước về đối việc quản lý ngoại hối của nhà đầu tư nước mua bán chứng khoán tại TTGDCK....

Ngoài những thuận lợi về hành lang pháp lý cho hoạt động giao dịch, có thể nhận thấy rằng tiềm năng phát triển của TTCK Việt Nam là hết sức to lớn. Đây cũng là một trong những thuận lợi không nhỏ đối với các tổ chức đầu tư chứng khoán. Trong đó, điểm quan trọng nhất là tỷ suất lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường tập trung nói riêng và của các tổ chức phát hành nói chung là tương đối cao. Theo các số liệu của TTGDCK Tp.HCM, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của 24 tổ chức niêm yết trong năm 2003 (ROE) đạt khoảng 20%. Các chỉ tiêu tài chính khác như EPS bình quân trên thị trường cũng đạt khoảng 3.020 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận bình quân 30,2% trên mệnh giá cổ phiếu. Chỉ số P/E bình quân toàn thị trường vào thời điểm cuối tháng 10 năm 2004 mới chỉ đạt khoảng 9,01 lần, thấp hơn rất nhiều so với mức bình quân của TTCK các nước trên thế giới và trong khu vực. Điều này cho thấy các cổ phiếu niêm yết vẫn còn được định giá khá thấp so với giá trị đích thực của chúng.

### **2.2.2. Khó khăn**

Bên cạnh những thuận lợi vừa nêu, khi tham gia giao dịch trên TTCK Việt Nam, nhà đầu tư nói chung và nhà đầu tư tổ chức nói riêng cũng gặp không ít khó khăn ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của mình. Những khó khăn đó là:

*Thứ nhất*, là việc thiếu một hành lang pháp lý chặt chẽ và đồng bộ để điều chỉnh các hoạt động của thị trường. Các chính sách về thuế, ngoại hối, lãi suất tuy đã hình thành nhưng chưa nhất quán, đồng bộ và nhiều bất cập. Các hành vi giao dịch của nhà đầu tư còn nhiều hạn chế: chỉ được mở một tài khoản giao dịch tại một CTCK duy nhất, tỷ lệ ký quỹ cao, không được cùng mua, cùng bán một loại chứng khoán trong phiên giao dịch, phương thức đặt lệnh hạn chế, thời gian thanh toán dài, tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài thấp, không được bán khống ...

*Thứ hai*, quy mô thị trường hạn chế và tính thanh khoản thấp. Tổng khối lượng và giá trị niêm yết cũng như giao dịch nhỏ, chủng loại hàng hóa không nhiều ảnh hưởng đến sự lựa chọn đầu tư. Việc thiếu thông tin và tính minh bạch từ các doanh nghiệp tiếp nhận vốn đầu tư, hoạt động giao dịch kém sôi động. Trong khi đó, thủ tục mở tài khoản phức tạp và thời hạn thanh toán dài, đặc biệt đối với nhà đầu



từ nước ngoài. Việc thiếu tính thanh khoản này khiến việc đầu tư hoặc rút một khoản vốn lớn của các nhà đầu tư trong trường hợp cần thiết là hết sức khó khăn và nếu có thể thực hiện được thì điều này cũng làm ảnh hưởng trầm trọng đến sự cân bằng về cung cầu của thị trường và từ đó, có tác động không nhỏ đến giá chứng khoán.

*Thứ ba*, hệ thống giao dịch thị trường hiện vẫn chưa được hoàn chỉnh, khả năng xử lý lệnh chưa linh hoạt, việc mở rộng các chức năng rất khó khăn (phải phụ thuộc vào phía Thái Lan), chưa có sự tích hợp với các hệ thống với các hệ thống giám sát, lưu ký, công bố thông tin.... Bên cạnh đó, các loại lệnh giao dịch chưa đa dạng, nhiều hành vi giao dịch bị cấm hoặc hạn chế... cũng ảnh hưởng không ít đến sự tham gia của nhà đầu tư trên TTCK, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức.

*Thứ tư*, hệ thống kế toán, kiểm toán của Việt Nam hiện vẫn còn có khá nhiều khác biệt so với chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Cho đến thời điểm cuối tháng 9 năm 2004, Bộ Tài chính mới chỉ ban hành 16 chuẩn mực kế toán và chuẩn bị ban hành tiếp 6 chuẩn mực khác. Sự khác biệt này là một trong những nguyên nhân quan trọng khiến việc định giá doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn và do đó, gián tiếp đã làm ảnh hưởng đến lòng tin của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp Việt Nam và qua đó, đối với TTCK Việt Nam. Song song đó, một hiện tượng khá phổ biến tại Việt Nam là việc khai báo doanh thu và lợi nhuận thấp hơn thực tế rất nhiều để giảm các khoản thuế giá trị gia tăng (GTGT) và thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) phần nào đã ảnh hưởng đến tính trung thực và độ chính xác của các thông tin công bố.

*Thứ năm*, quy mô vốn điều lệ của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và của doanh nghiệp niêm yết trên TTCK nói riêng, vẫn còn khá nhỏ đối với các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Trong khi đó, tỷ lệ vốn nhà nước trong các doanh nghiệp lại khá lớn. Theo các số liệu thống kê của Ban đổi mới doanh nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh thì có tới 46% tổng số doanh nghiệp cổ phần hóa hiện nay do nhà nước nắm giữ từ 51% vốn cổ phần trở lên. Ngoài ra, độ rủi ro trong việc đầu tư vào doanh nghiệp Việt Nam còn tương đối cao (bản thân định mức tín nhiệm của Việt Nam vẫn còn được đánh giá là khá thấp), các

nhà đầu tư tổ chức phải bỏ ra khá nhiều chi phí trong việc xác định vị thế và giá trị tiềm năng của doanh nghiệp trước khi đầu tư...

### **III. MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁT SINH TRONG HOẠT ĐỘNG GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **3.1. Về quy mô và tính thanh khoản của thị trường**

Tính đến đầu tháng 12/2004, trên TTCK Việt Nam có tổng số 231 chứng khoán niêm yết, trong đó 26 cổ phiếu và 204 trái phiếu (chủ yếu là trái phiếu Chính phủ) và một chứng chỉ quỹ đầu tư. Tổng giá trị niêm yết của thị trường đạt trên 25 ngàn tỷ đồng, trong đó, cổ phiếu trên 1,3 ngàn tỷ và trái phiếu là trên 23,4 ngàn tỷ chiếm tỷ lệ lần lượt trên GDP là 4,14%, 0,22% và 23,4%. Rõ ràng với những con số này thì TTCK đóng vai trò rất khiêm tốn trong nền kinh tế. Trong khi đó, tổng giá trị thị trường/ GDP của một số nước láng giềng trong phạm vi các nước Đông Nam Á như Thái Lan, Philippines, Malaysia và Indonesia lần lượt đạt 79,7%, 95,7%, 181,4% và 32,7% (Theo Báo cáo của Quỹ đầu tư chứng khoán Mekong Capital trong Hội thảo “Bàn về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong Doanh nghiệp Việt Nam”).

Thống kê trên cũng cho chúng ta có thể thấy rằng TTCK Việt Nam có sự mất cân đối rất rõ ràng về giá trị niêm yết giữa các chứng khoán vốn và chứng khoán nợ. Trong khi đó, một danh mục đầu tư hợp lý, tức là có khả năng cân đối giữa độ rủi ro có thể chấp nhận được và tỷ suất lợi nhuận mong muốn, phải kết hợp theo tỷ lệ một cách hài hòa giữa các chứng khoán nợ và vốn. Tùy theo mục tiêu của nhà đầu tư mà tỷ lệ đầu tư theo danh mục này sẽ biến động từ mức 50:50 đến khoảng 70:30 nghiêng về các chứng khoán vốn. Như vậy, có thể nói rằng để tạo điều kiện tăng tỷ trọng đầu tư theo danh mục, mà điều này cũng đồng nghĩa với việc tăng số lượng nhà đầu tư tổ chức, TTCK Việt Nam nhất thiết phải tăng quy mô niêm yết các chứng khoán vốn.

Việc các nhà đầu tư tổ chức trong nước chỉ chú trọng vào hoạt động giao dịch các chứng khoán nợ, trong khi giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm cả cá

nhân và tổ chức, bị giới hạn bởi quy định về tỷ lệ nắm giữ tối đa là 30% trong giai đoạn hiện nay đã khiến tính thanh khoản của thị trường trở nên suy yếu. Trong các tháng 8, 9 và 10, khối lượng giao dịch cổ phiếu bình quân theo phiên của toàn thị trường chỉ đạt lần lượt 196 nghìn, 91 nghìn và 143 nghìn cổ phiếu. Như vậy, khối lượng giao dịch bình quân mỗi phiên trong các tháng 8, 9 và 10 năm 2004 chỉ tương ứng lần lượt với tỷ lệ 0,16%, 0,07% và 0,12% so với khối lượng cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường trong những thời điểm tương ứng. Con số này thật quá sức khiêm tốn.

Cũng theo số liệu của TTGDCK TP.HCM, tỷ lệ thực hiện lệnh bình quân trong mỗi phiên giao dịch của cả năm 2004 chỉ đạt khoảng 50% tổng khối lượng đặt mua bán, chưa kể giao dịch thỏa thuận. Tỷ lệ này được tính theo cách chia khối lượng khớp lệnh với khối lượng đặt lệnh tối thiểu – là lệnh đặt mua nếu khối lượng đặt mua ít hơn và là lệnh bán nếu khối lượng chào bán ít hơn). Tuy tỷ lệ này có thay đổi giữa các loại cổ phiếu khác nhau nhưng cổ phiếu đạt tỷ lệ thực hiện cao nhất cũng chỉ tới khoảng 70% và trong một số phiên, tỷ lệ thực hiện lệnh của một số cổ phiếu có khi rơi xuống dưới ngưỡng 20% (chưa tính những trường hợp chỉ có lệnh đặt mua hoặc bán mà không có lệnh bán hoặc mua tương ứng).

Mặt khác, quy mô của TTCK Việt Nam còn thể hiện ở tổng số tài khoản của các nhà đầu tư được mở trên thị trường. Theo số liệu thống kê của TTGDCK TP.HCM thì đến cuối tháng 11/2004 toàn thị trường có 20.902 tài khoản giao dịch được mở. Trong số này có 20.491 tài khoản cá nhân, 211 tài khoản tổ chức trong nước và 200 tài khoản của tổ chức, cá nhân nước ngoài (trong đó, tài khoản cá nhân nước ngoài là 180 và tổ chức nước ngoài là 20).

Ngoài những vấn đề nêu trên, còn nhiều nguyên nhân làm giảm tính thanh khoản trên TTCK Việt Nam như đã trình bày ở Phần II.2.2 của Chương này.

Tóm lại, qua trình bày trên, có thể thấy được tính thanh khoản kém của TTCK Việt Nam. Việc cải thiện tình trạng này phụ thuộc vào nhiều vấn đề khác nhau nhưng điểm quan trọng nhất có mối liên quan chặt chẽ đến việc tăng sức cầu của thị trường, cũng có nghĩa là tăng số lượng nhà đầu tư tham gia giao dịch trên thị trường. Trong năm 2003, một số biện pháp kỹ thuật đã được TTGDCK Tp.HCM đưa

ra nhằm vào mục tiêu này. Tuy nhiên, kết quả đạt được vẫn chưa cao như mong muốn.

### **3.2. Về điều kiện tham gia giao dịch**

Điều kiện giao dịch là một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định tham gia đầu tư của các tổ chức tiềm năng trên thị trường chứng khoán. Thực tế cho thấy mỗi khi cơ quan quản lý có sự thay đổi các điều kiện tham gia giao dịch thì số lượng các nhà đầu tư tổ chức tham gia trên thị trường cũng luôn có sự thay đổi theo. Nếu các điều kiện giao dịch được quy định là thông thoáng, hợp lý và tạo điều kiện cho các tổ chức đầu tư tham gia thì sẽ thu hút được rất nhiều các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường. Ngược lại, nếu các điều kiện về giao dịch có quá nhiều hạn chế, điều chỉnh không theo thông lệ quốc tế thì sẽ dẫn đến sự thiếu vắng các tổ chức đầu tư tham gia giao dịch, đặc biệt là thiếu vắng các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp, các tổ chức đầu tư đa quốc gia. Hiện nay, các điều kiện giao dịch trên TTCK Việt Nam được các chuyên gia nước ngoài đánh giá là chưa thật sự “cởi mở”. Cụ thể:

- Về điều kiện mở tài khoản giao dịch: Theo quy định tại Khoản 13.2 Mục III của Thông tư số 58/2004/TT-BTC, hướng dẫn về Thành viên và Giao dịch chứng khoán: “Nhà đầu tư chỉ được có một tài khoản giao dịch chứng khoán và chỉ được mở tại một công ty chứng khoán duy nhất”. Quy định này đã khống chế khả năng đặt lệnh của các nhà đầu tư tổ chức và do đó làm giảm khả năng thực hiện lệnh. Điều này đặc biệt có ý nghĩa quan trọng khi thị trường có nhiều biến động lớn, nó có thể làm mất đi cơ hội đầu tư hoặc làm tăng thêm các khoản thiệt hại khi giá chứng khoán tăng giảm.

Ngoài ra, đối với các nhà đầu tư tổ chức hoạt động mua bán chứng khoán một cách chuyên nghiệp thì thường có sự phân chia các mảng đầu tư phụ trách chuyên biệt đối với một số loại chứng khoán nào đó cho từng bộ phận riêng rẽ. Nếu chỉ được phép sử dụng chỉ một tài khoản giao dịch duy nhất thì các bộ phận đầu tư này sẽ gặp khó khăn trong việc hạch toán, đồng thời có thể dẫn đến tình trạng các bộ phận vì lợi ích của bộ phận mình mà tranh nhau sử dụng tài khoản giao dịch duy

nhất để đặt lệnh. Việc quy định chỉ được phép sử dụng một tài khoản giao dịch trong trường hợp đó sẽ làm giảm đi hiệu quả hoạt động của các bộ phận đầu tư mà chung quy là làm giảm hiệu quả hoạt động của tổ chức đầu tư.

- Về điều kiện ký quỹ: Theo quy định của UBCKNN thì các nhà đầu tư tham gia trên thị trường khi đặt lệnh mua chứng khoán phải thực hiện ký quỹ tiền tối thiểu 70% giá trị của chứng khoán đặt mua và 100% số chứng khoán đặt bán trong trường hợp bán. Quy định này đảm bảo cho khả năng thanh toán giao dịch sau khi được khớp lệnh, tuy nhiên nó gây bất tiện đối với các nhà đầu tư tổ chức ở chỗ trong trường hợp các lệnh đặt mua không được thực hiện trong một thời gian dài thì việc để một khoản tiền lớn ở tài khoản ký quỹ sẽ không sinh lời hoặc cứ phải chuyển ra chuyển vào các khoản tiền từ tài khoản ký quỹ sang tài khoản tiền gửi và ngược lại, sẽ làm giảm hiệu suất đầu tư tài chính.

- Về điều kiện đặt lệnh: Theo quy định tại Khoản 2, Điều 70 Nghị Định số 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ ban hành ngày 28 tháng 11 năm 2003: “Công ty chứng khoán chỉ được nhận lệnh của khách hàng tại trụ sở chính, chi nhánh, phòng giao dịch, đại lý nhận lệnh”. Như vậy, các tổ chức đầu tư chứng khoán tiềm năng tại các nơi xa nơi nhận lệnh của công ty chứng khoán sẽ gặp khó khăn trong việc thực hiện đặt lệnh giao dịch. Khó khăn này đã được tháo gỡ một phần khi tại Khoản 7.3, Mục II, Thông tư số 58/2004/TT-BTC có quy định cho phép các thành viên được nhận lệnh giao dịch chứng khoán của khách hàng thông qua phương tiện điện thoại, fax, telex, mạng Internet... nhưng việc truyền lệnh giao dịch của các tổ chức đầu tư theo phương thức này sẽ không có tính bảo mật cao và có thể xảy ra trường hợp mật mã giao dịch của tổ chức đầu tư bị đánh cắp hoặc lệnh giao dịch bị hiểu sai, bị can thiệp từ bên thứ ba.

Việc yêu cầu các tổ chức đầu tư gửi phiếu lệnh gốc cho các công ty chứng khoán ngay trong ngày giao dịch theo quy định tại Khoản 7.3, Mục II, Thông tư số 58/2004/TT-BTC cũng đã cho thấy là khó có thể thực hiện được trong trường hợp tổ chức đầu tư đặt lệnh ở nơi xa. Báo cáo khảo sát hoạt động của các công ty chứng khoán năm 2002 do Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM thực hiện đã thể hiện rằng có rất ít nhà đầu tư kịp gửi phiếu lệnh gốc ngay trong ngày giao dịch cho

các công ty chứng khoán khi thực hiện đặt lệnh thông qua phương tiện điện thoại, fax, telex và mạng Internet.

- Về thời gian giao dịch: Với quy định chỉ có hai đợt khớp lệnh trong một ngày giao dịch và thời gian đặt lệnh giao dịch cho mỗi đợt là rất ngắn (không quá 30 phút đối với giao dịch theo phương thức khớp lệnh), các tổ chức đầu tư chứng khoán tham gia trên thị trường không có nhiều thời gian cho việc ra các quyết định đầu tư và đặt lệnh giao dịch. Đồng thời do thời gian giao dịch ngắn và chỉ diễn ra trong buổi sáng của ngày giao dịch nên tính thanh khoản của các chứng khoán niêm yết cũng bị hạn chế.

- Về việc sử dụng các loại lệnh giao dịch: Theo quy định tại Khoản 3, Mục III của Thông tư số 58/2004/TT-BTC, các tổ chức đầu tư chứng khoán tham gia giao dịch trên thị trường được sử dụng hai loại lệnh là “lệnh giới hạn” và “lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh”. Tuy nhiên trên thực tế, với điều kiện khớp lệnh định kỳ thì về bản chất việc đặt “lệnh giao dịch tại mức giá khớp lệnh” chẳng khác nào “lệnh giới hạn” đặt tại các mức giá tối ưu. Việc có quá ít các loại lệnh được lựa chọn để đặt lệnh giao dịch và việc thiếu các giao dịch bảo chứng, giao dịch hợp đồng lựa chọn... như thị trường chứng khoán của một số nước phát triển đang áp dụng, đã chưa đáp ứng được yêu cầu đầu tư đa dạng của phần lớn các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường.

- Về một số quy định giao dịch khác: Một hạn chế khác nữa đối với các tổ chức đầu tư tham gia trên thị trường là các quy định về giao dịch còn mang nhiều đặc điểm riêng biệt có tính chất bó hẹp mà thị trường chứng khoán của các nước khác không có, chẳng hạn như theo quy định tại Khoản 3.3 Mục III của Thông tư số 58/2004/TT-BTC thì “Lệnh nhập vào hệ thống không được phép hủy bỏ...” hoặc như theo quy định tại Khoản 13.1, Mục III: “Nhà đầu tư không được phép đồng thời đặt lệnh mua và bán đối với một loại cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư trong cùng một ngày giao dịch”. Chính các quy định cư xử không theo thông lệ quốc tế này đã làm giảm đi ít nhiều tính thanh khoản của chứng khoán niêm yết trên thị trường và do đó cản trở sự thu hút các nhà đầu tư có tổ chức tham gia vào thị trường chứng khoán.

### **3.3. Các chính sách về thuế và phí, ngoại hối, lãi suất**

- Về chính sách thuế và phí trên TTCK: Ngay từ những ngày đầu của TTCK VN, nhận thực được tầm quan trọng của sự nghiệp xây dựng và phát triển TTCK cũng như sự cần thiết phải khuyến khích và hỗ trợ các đối tượng tham gia thị trường, Chính phủ đã có chính sách ưu đãi thuế đối với tổ chức và cá nhân tham gia hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực chứng khoán như Quyết định số 39/2000/QĐ-TTg ngày 27/3/2000 của Thủ tướng Chính phủ quy định tạm thời ưu đãi thuế đối với hoạt động kinh doanh chứng khoán (Sau đây gọi là Quyết định 39). Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đã cho phép tạm thời chưa thu một số loại phí trên TTCK như: phí giao dịch, niêm yết, thành viên, cung cấp thông tin...Tuy nhiên, gần đây trong lĩnh vực thuế, để tiếp tục khuyến khích đầu tư chứng khoán cũng như đưa ra các chính sách thuế hợp lý trong lĩnh vực này, Quốc hội, Chính phủ và Bộ Tài chính đã ban hành một loạt các văn bản hướng dẫn liên quan đến việc thu thuế trên TTCK. Cụ thể:

+ Đối với thuế giá trị gia tăng (GTGT): Sau khi ban hành Luật thuế GTGT số 07/2003/QH11 ngày 17/6/2003 đã được Quốc hội và Nghị định số 158/2003/NĐ-CP ngày 10/12/2003 của Chính phủ về hướng Luật này đã được ban hành, Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 120/2003/TT-BTC ngày 10/12/2003 hướng dẫn Nghị định 158 trong đó nêu rõ hoạt động kinh doanh chứng khoán bao gồm các hoạt động môi giới, tư doanh, quản lý danh mục đầu tư, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán không thuộc diện chịu thuế GTGT. Và gần đây, Bộ Tài Chính đã ban hành Thông tư số 100/2004/TT-BTC về hướng dẫn Thuế GTGT và thuế TNDN đối với lĩnh vực chứng khoán. Đối tượng được ưu đãi miễn thu thuế GTGT, theo đó, công ty chứng khoán, công ty quản lý Quỹ đầu tư, Ngân hàng lưu ký; tổ chức, cá nhân trong nước và nước ngoài đầu tư chứng khoán tại Việt Nam; Quỹ đầu tư chứng khoán không phải chịu thuế GTGT đầu ra. Như vậy các chi phí đầu vào của các đối tượng này không được nằm trong diện được khấu trừ và hoàn thuế.

+ Thuế Thu nhập doanh nghiệp (TNDN): Cùng với Luật thuế GTGT, Luật thuế TNDN số 09/2003/QH11 được ban hành cùng ngày 17/6/2003 và ngày 22/12/2003 Chính phủ ra Nghị định số 164/2003/NĐ-CP hướng dẫn chi tiết Luật này, trong đó tại Điều 8 nêu rõ chênh lệch mua, bán chứng khoán, lãi tiền gửi, cho vay vốn, lãi bán hàng trả chậm phải chịu thuế TNDN và mức thuế là 28%. Điều đáng

quan tâm hiện nay là Nghị định này đã đưa hoạt động kinh doanh chứng khoán vào danh mục A, ngành nghề, lĩnh vực được ưu đãi đầu tư, mà trước kia chưa rõ ràng. Như vậy mức thuế suất ưu đãi sẽ là 20% với thời hạn áp dụng là 10 năm kể từ khi bắt đầu hoạt động kinh doanh. Ngoài ra, công ty chứng khoán và công ty quản lý Quỹ được miễn thuế 02 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 03 năm tiếp theo. Điều này cũng đã được thể hiện trong Thông tư số 100/2004/TT-BTC hướng dẫn Thuế GTGT và thuế TNDN trong lĩnh vực chứng khoán và có quy định chi tiết cho các đối tượng khác.

Như vậy Thông tư 100/2004/ TT-BTC đã hướng dẫn chi tiết đối với từng đối tượng hoạt động và kinh doanh trong lĩnh vực chứng khoán. Nói chung, các tổ chức đều phải thực hiện nộp thuế theo đúng quy định. Riêng cá nhân trong và ngoài nước thì tạm thời chưa nộp thuế thu nhập.

+ Thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao: Căn cứ Pháp lệnh Thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao số 14/2004/PL-UBTVQH11 ngày 24/3/2004, Chính phủ ban hành Nghị định số 147/2004/NĐ-CP ngày 23/7/2004 quy định chi tiết thi hành pháp lệnh này. Trong điều 3 của Nghị định nêu rõ tạm thời chưa thu thuế thu nhập đối với các khoản thu nhập về lãi tiền gửi ngân hàng, lãi tiền gửi tiết kiệm, lãi mua tín phiếu, trái phiếu, kỳ phiếu, cổ phiếu; thu nhập từ hoạt động đầu tư chứng khoán, chênh lệch mua bán chứng khoán.

+ Thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài: Ngày 31/3/2004 Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 26/2004/TT-BTC về thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài và hoàn thuế thu nhập doanh nghiệp tái đầu tư đối với nhà đầu tư nước ngoài. Thông tư này quy định không phải nộp thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài đối với các tổ chức kinh tế hoặc cá nhân nước ngoài tham gia đầu tư.

Tuy nhiên các chính thuế vừa nêu trên vẫn còn một số hạn chế. Đó là sự không bình đẳng về thuế giữa nhà đầu tư có tổ chức và đầu tư cá nhân. Các nhà đầu tư có tổ chức trên TTCK như ngân hàng, bảo hiểm vẫn phải thực hiện theo các quy định của Luật Thuế TNDN, trong khi đó các nhà đầu tư cá nhân hiện nay tạm thời chưa phải thu thuế.



Ngoài ra, chính sách thuế chưa đưa khoản trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán khi đầu tư vào các công ty cổ phần chưa niêm yết vào chi phí hoạt động tài chính, để giảm thu nhập chịu thuế khi giá cổ phiếu giảm. Điều này vô hình chung đã buộc các pháp nhân phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp ngay cả trong trường hợp các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn bị giảm giá thấp hơn so với giá mua vào. Ngoài ra, các tổ chức và cá nhân không được khấu trừ và hoàn thuế GTGT đầu vào của các hàng hóa, dịch vụ sử dụng cho hoạt động không chịu thuế GTGT. Điều này bất hợp lý và không tạo điều kiện khuyến khích, vì việc miễn thuế GTGT đầu ra chính là nhằm vào các đối tượng giao dịch mua bán chứng khoán, bản thân công ty chứng khoán vẫn bị chịu thuế đầu vào.

Tại điều 2.2 của Thông tư 100 quy định các tổ chức khác phải nộp thuế thu nhập bằng 0,1% tổng giá trị cổ phiếu bán ra của từng giao dịch chuyển nhượng. Như vậy với biên độ giao dịch tối đa là 0,5%, phí hoa hồng mua bán cho loại chứng khoán đó cộng với thuế thu nhập 0,1% bán ra sẽ làm tăng chi phí cho nhà đầu tư và điều này sẽ không khuyến khích cho nhà đầu tư có tổ chức tham gia thị trường.

- Vấn đề ngoại hối đối với nhà đầu tư nước ngoài khi tham gia giao dịch chứng khoán: Vấn đề quản lý ngoại hối đối với hoạt động giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài chính thức được đề cập trong Quyết định số 998/2002/QĐ-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ngày 13/09/2002 về quản lý ngoại hối đối với việc mua bán chứng khoán của tổ chức, cá nhân nước ngoài tại TTGDCK (sau đây gọi là Quyết định 998). Tuy nhiên, sau một thời gian áp dụng, văn bản này đã bộc lộ những khuyết điểm nhất định, gây khó khăn trong việc thu hút các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường. Chính vì vậy, ngày 06/12/2004, Ngân hàng Nhà nước ban hành Quyết định 1550/2004/QĐ-NHNN về quản lý ngoại hối đối với việc mua, bán chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài tại TTDGCK (sau đây gọi là Quyết định 1550). So với Quyết định 998, Quyết định 1550 đã có những bước tiến đáng kể.

*Thứ nhất*, Quyết định 1550 bỏ ràng buộc điều kiện rút vốn của nhà ĐTNN, trong khi QĐ 998/2002/QĐ-NHNN trước đây quy định nhà ĐTNN chỉ được chuyển ra nước ngoài phần vốn đầu tư (thuộc giao dịch vốn) sau 1 năm kể từ ngày phần vốn đó được chuyển vào tài khoản giao dịch chứng khoán bằng VNĐ. Đối với các khoản

thu nhập từ đầu tư chứng khoán (cổ tức, trái tức, chênh lệch giá...), việc chuyển ra nước ngoài cũng thuận lợi hơn. Cụ thể theo Quyết định 1550, nhà ĐTNN chỉ cần hoàn tất các nghĩa vụ về thuế với Nhà nước là được quyền mua ngoại tệ để chuyển ra nước ngoài.

*Thứ hai*, QĐ 1550 cho phép nhà ĐTNN được mở tài khoản giao dịch chứng khoán tại CTCK và CTCK sẽ đảm trách việc kiểm soát dòng tiền vào, ra của nhà ĐTNN thông qua một ngân hàng được phép kinh doanh ngoại tệ. Trong khi trước đây, Quyết định 998 quy định: nhà ĐTNN muốn mua, bán chứng khoán niêm yết phải mở tài khoản lưu ký và tài khoản giao dịch chứng khoán tại thành viên lưu ký nước ngoài.

Giới phân tích cho rằng, Quyết định 1550 mới giải quyết được “đầu ra” cho nhà ĐTNN, còn phần “đầu vào”, tức là thu hút họ bỏ tiền vào TTCK, thì hầu như chưa có chuyển biến gì. Để thu hút nhà đầu tư nước ngoài, bên cạnh việc hoàn thiện các yếu tố kỹ thuật như tăng quy mô TTCK, tăng tỷ lệ được phép đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài (hiện nay là 30%), giảm thủ tục xin mã số giao dịch (trading code), cơ quan quản lý cần tìm cách phát triển các yếu tố nội tại của thị trường mà cụ thể là tăng tính thanh khoản cho chứng khoán, tăng cường vai trò quản lý và dẫn dắt thị trường... Đặc biệt, trong Quyết định 1550 đã bộc lộ “một khoảng trống” là không đề cập đến việc mở và sử dụng tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài tại ngân hàng lưu ký nước ngoài. Chính vì vậy, sau khi Quyết định 1550 được ban hành, một số ngân hàng lưu ký nước ngoài (hiện TTCK Việt Nam có 3 ngân hàng lưu ký nước ngoài là Ngân hàng Hồng Kông và Thượng Hải, Ngân hàng Standard Chartered và Ngân hàng Deutsche bank) dự kiến sẽ làm công văn hỏi Ngân hàng Nhà nước về thủ tục quản lý ngoại hối đối với những nhà đầu tư nước ngoài đang mở tài khoản tại đây. Các nhà phân tích cho rằng, cần có hướng dẫn cụ thể về vấn đề này.

- Về vấn đề lãi suất trên thị trường tiền tệ: Hiện nay, mặc dù Ngân hàng Nhà nước đã có những chính sách về lãi suất tương đối thoáng so với trước đây nhưng do thị trường tiền tệ và thị trường các công cụ nợ dài hạn chưa thật sự phát triển nên lãi suất được hình thành không phản ánh đúng thực trạng nền kinh tế, chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát. Các loại trái phiếu Chính phủ thường được phát hành thành nhiều

đợt nhỏ lẻ với lãi suất không đa dạng, do đó khó hình thành một đường cong lãi suất như một công cụ xác định khả năng sinh lợi và thu hút đầu tư vào TTCK.

### **3.4. Về khung pháp lý điều chỉnh các hoạt động của thị trường chứng khoán**

Hiện nay, Nghị định 144/CP-NĐ cũng các thông tư, quy chế mới được bộ Tài chính ban hành nhằm hướng dẫn Nghị định về cơ bản đã tạo ra một khung pháp lý khá đầy đủ để chi phối các hoạt động trên thị trường: từ hoạt động phát hành, niêm yết, công bố thông tin, giao dịch... đến việc xử lý các hành vi vi phạm. Có lẽ để đánh giá một cách khách quan về thực trạng cũng như tính hiệu quả của khung pháp lý hiện hành với nòng cốt là Nghị định 144/CP-NĐ chúng ta cần có thêm thời gian. Tuy nhiên, theo đánh giá và phân tích của các chuyên gia thì mặc dù có những ưu điểm rõ ràng so với Nghị định 48/CP-NĐ trước đây nhưng Nghị định 144/CP-NĐ và các văn bản hướng dẫn được ban hành đã bộc lộ những điểm bất cập, không phù hợp với tình hình thị trường. Trước mắt, đó là những quy định về liên quan đến việc tạo lập hàng hoá cho thị trường; sự phân định chức năng, nhiệm vụ của TTGDCK TP. HCM và TTGDCK Hà Nội; một số quy định còn chung chung; các quy định về công bố thông tin giữa tổ chức phát hành và tổ chức niêm yết chưa mang tính tương thích; các quy định về các hành vi bị cấm và hạn chế cũng như cơ chế giao dịch chưa thật sự thống thóang, một số công cụ của TTCK chưa có điều kiện pháp lý để phát triển (hợp đồng tương lai, quyền chọn)... Ngoài ra, việc hiệu lực pháp lý của một Nghị định là khá thấp đã tạo rào cản nhất định trong quá trình thực thi và áp dụng Nghị định 144/CP-NĐ cũng như trong quá trình giải quyết xung đột pháp lý với các văn bản có liên quan. Bên cạnh đó, Nghị định 144/CP-NĐ và các văn bản hướng dẫn cũng chưa đặt cơ sở pháp lý cho sự hình thành thị trường OTC, liên kết giữa TTCK Việt Nam và TTCK khu vực, chưa có quy định gắn kết giữa quá trình cổ phần hóa và TTCK... Tất cả những vấn đề đó cần được xem xét, đánh giá một cách nghiêm túc nhằm rút kinh nghiệm và tạo tiền đề tốt để xây dựng Luật chứng khoán Việt Nam.

### **3.5. Về các định chế tài chính trung gian**

Đối với các nước có TTCK phát triển, các định chế tài chính trung gian như các ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư... đóng vai trò rất quan trọng trong hoạt động của thị trường. Vì đây là những nhà đầu tư tổ chức có vốn lớn kinh doanh chuyên nghiệp. Thực tế hoạt động của TTCK Việt Nam thời gian qua cũng không phải là một ngoại lệ. Qua phân tích tình hình giao dịch của các nhà đầu tư tổ chức ở phần trên thị trường cho thấy, phần lớn các nhà đầu tư tổ chức là các ngân hàng thương mại, các định chế tài chính trung gian tham gia chiếm tỷ lệ lớn về khối lượng và tổng giá trị giao dịch, góp phần đáng kể tạo việc tạo ra tính thanh khoản và hoạt động giao dịch của TTCK Việt Nam. Hiện nay, về cơ bản chúng ta đã hình thành một hệ thống các định chế tài chính trung gian tham gia giao dịch trên TTCK như: các ngân hàng thương mại, các quỹ đầu tư, quỹ đầu tư chứng khoán và công ty quản lý quy, các công ty bảo hiểm, công ty tài chính... Tuy nhiên, do nhiều nguyên nhân, sự tham gia của các định chế này còn nhiều hạn chế.

### **3.6. Về các hoạt động phụ trợ trên thị trường**

Có thể nói, các dịch vụ phụ trợ trên TTCK Việt Nam hiện nay chưa đầy đủ và chưa đáp ứng được nhu cầu phát triển thị trường. Hoạt động dịch vụ duy nhất được đánh giá là khá hiệu quả thời gian qua là hoạt động lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán. Tuy nhiên, hiện hoạt động này lại do một Phòng thuộc TTGDCK TP. HCM thực hiện đã gặp một số khó khăn nhất định, tính chuyên nghiệp và độc lập không cao. Các tổ chức phụ trợ khác như: tổ chức định mức tín nhiệm, trung tâm tin học, trung tâm thông tin, trung tâm phân tích chứng khoán...chưa hình thành đã phần nào ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường.

### **3.7. Một số vấn đề khác**

Ngoài những vấn đề nêu trên, trên TTCK Việt Nam còn tồn tại một số vấn đề sau gây ảnh hưởng đến sự phát triển thị trường nói chung và thu hút các nhà đầu tư tổ chức tham gia nói riêng. Đó là:

- Việc chưa hình thành thị trường OTC: Một khi có thị trường chứng khoán tập trung chưa phát triển, quy mô và tính thanh khoản còn nhỏ bé, các nhà đầu tư sẽ có thêm cơ hội đầu tư vào các chứng khoán chưa được niêm yết trên. Ở Việt Nam, cho đến nay thị trường chứng khoán phi tập trung vẫn chưa được thành lập, vì vậy các nhà đầu tư tổ chức trên thị trường khi giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết tại TTGDCK Tp. HCM sẽ gặp rất nhiều khó khăn do khó tìm được người muốn mua hoặc bán chứng khoán mà mình muốn bán hoặc muốn mua, và hoạt động mua – bán chứng khoán đó cũng mang nhiều yếu tố rủi ro.

- Chế độ kế toán, kiểm toán chưa hoàn thiện: Hệ thống kế toán bao gồm các nguyên tắc, các cơ sở, các phương pháp và các chuẩn mực kế toán quy định việc hạch toán kế toán đối với các doanh nghiệp, nó có khả năng tác động lớn đến chất lượng nội dung thông tin công bố trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, hệ thống kế toán hiện hành còn tồn tại một số vướng mắc đối với yêu cầu phản ánh đầy đủ và chính xác các thông tin về tình hình tài chính, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp do nhiều chuẩn mực kế toán hiện chưa được xây dựng. Nhiều cách thức hạch toán chưa trở thành quy tắc bắt buộc dẫn đến tình trạng có nhiều nghiệp vụ kinh tế phát sinh được các doanh nghiệp thực hiện hạch toán theo các cách thức khác nhau gây khó khăn cho các tổ chức đầu tư trong việc đánh giá doanh nghiệp trước khi ra các quyết định đầu tư.

- Công chúng đầu tư chưa được trang bị những kiến thức và hiểu biết cơ bản về TTCK: Công tác tuyên truyền quảng bá và phổ biến kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán trong thời gian qua tuy đã được các cơ quan quản lý chú trọng tiến hành thông qua các biện pháp như mở các lớp phổ cập kiến thức miễn phí, tổ chức các buổi tọa đàm trên truyền hình, tư vấn cho các đơn vị có ý định niêm yết, tổ chức các buổi hội thảo khoa học... song thực tế cho thấy đại bộ phận tầng lớp trong dân cư vẫn còn xa lạ đối với thị trường chứng khoán. Vì vậy, các hoạt động tuyên truyền quảng bá và phổ biến kiến thức cần phải được đẩy mạnh hơn nữa nếu

như muốn thu hút được ngày càng nhiều nhà đầu tư, nhiều tổ chức tham gia đầu tư vào thị trường chứng khoán.

## CHƯƠNG III

# GIẢI PHÁP KHUYẾN KHÍCH NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN TTCK VIỆT NAM

### I. SỰ CẦN THIẾT KHUYẾN KHÍCH SỰ THAM GIA GIAO DỊCH CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC TRÊN TTCK VIỆT NAM

Sau hơn 4 năm đi vào hoạt động, TTCK Việt Nam đã tập hợp được một số lượng tương đối các lớn các nhà đầu tư tham gia. Theo thống kê của TTGDCK TP. HCM, hiện có 20.491 tài khoản đã được các nhà đầu tư mở để giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, trong số này, số tài khoản của các nhà đầu tư tổ chức rất khiêm tốn là 211 tài khoản, trong đó số tài khoản của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài là 20 tài khoản. Kinh nghiệm thế giới cho thấy, nhà đầu tư tổ chức là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, có tiềm lực tài chính lớn. Do đó, sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức sẽ góp phần thúc đẩy thị trường phát triển về quy mô, tính thanh khoản, sự ổn định trong hoạt động giao dịch. Qua đánh giá tình hình giao dịch trên TTCK Việt Nam thời gian qua cho thấy hoạt động giao dịch chưa thật sự sôi động, tính ổn định của thị trường chưa cao. Một trong những nguyên nhân của tình trạng này chúng tôi cho rằng chính là sự thiếu vắng các nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước tham gia mặc dù qua gần 15 năm đổi mới và thực hiện chính sách mở cửa chúng ta đã hình thành nhiều tổ chức tài chính trung gian (các ngân hàng thương mại, công ty đầu tư, công ty bảo hiểm...). Thực ra, thời gian qua, Chính phủ và các cơ quan quản lý TTCK cũng đã nỗ lực đưa ra nhiều giải pháp nhằm thu hút sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước như: từng bước hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động của thị trường, sửa đổi, bổ sung và ban hành mới các quy định về thuế, ngoại hối, niêm yết và phát hành chứng khoán, việc mở tài khoản và giao dịch và tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài... Tuy vậy, các giải pháp này khách quan mà đánh giá chưa thật sự đồng bộ và chỉ mang tính ngắn hạn, nhiều giải pháp còn bất cập nên không thể triển khai áp dụng (việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài mở tài khoản tại thành viên lưu ký trong nước, quy định tỷ lệ ký quỹ 70% khi mua chứng khoán...). Để thu hút một cách

hiệu quả các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường chúng tôi cho rằng cần đưa ra những giải pháp mang tính đồng bộ và có tầm chiến lược lâu dài để đảm bảo TTCK Việt Nam phát triển một cách bền vững. Các giải pháp đó có thể bao gồm việc tạo ra một khung pháp lý ổn định cho hoạt động của thị trường, nâng cao tính thanh khoản và hiệu quả quản lý, điều hành thị trường; các chính sách về ngoại hối, thuế, lãi suất; chính sách về tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài; việc bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư thông qua việc tạo môi trường đầu tư thông thoáng, minh bạch và công bằng...

## **II. QUAN ĐIỂM ĐỊNH HƯỚNG VÀ MỘT SỐ NGUYÊN TẮC CHUNG TRONG VIỆC KHUYẾN KHÍCH NHÀ ĐẦU TƯ CÓ TỔ CHỨC THAM GIA GIAO DỊCH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

TTCK Việt Nam dưới mô hình là TTGDCK TP. HCM được thành lập với mục tiêu ban đầu là huy động và luân chuyển vốn phục vụ phát triển kinh tế của đất nước, thu hút đông đảo các nhà đầu tư tham gia. Tuy nhiên, sau hơn bốn năm hoạt động chúng ta có thể nhận thấy rằng TTCK tập trung mặc dù đã được tổ chức và vận hành suôn sẻ nhưng vẫn chưa thực sự là kinh huy động vốn, chưa thu hút đông đảo công chúng đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức tham gia. Trước tình hình đó, việc đưa ra các giải pháp nhằm khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường như đã trình bày trên là hết sức cấp bách. Tuy nhiên, việc ban hành chính sách khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức trên TTCK Việt Nam cần cụ thể, đồng bộ để tạo một cơ chế thật sự linh hoạt, thông thoáng nhưng vẫn thích ứng với điều kiện và hoàn cảnh của Việt Nam. Mặt khác, do tính nhạy cảm của hoạt động TTCK cũng như khả năng tác động đến đời sống kinh tế, chính trị và xã hội của quốc gia nên việc ban hành và thực hiện chính sách, pháp luật khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức phải được tiến hành theo những định hướng sau đây:

- Đảm bảo thực hiện đúng chủ trương, đường lối của Đảng đã được đề ra về phát triển TTCK trong Báo cáo Chính trị của Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ IX là: *“Phát triển thị trường vốn và thị trường tiền tệ, nhất là thị trường vốn trung hạn và dài hạn. Tổ chức và vận hành an toàn, hiệu quả thị trường chứng khoán, thị trường bảo hiểm, từng bước mở rộng quy mô và phạm vi hoạt động, kể cả việc thu hút vốn nước ngoài”*. Để đảm



bảo đúng định hướng trên, Nhà nước phải ban hành một khung pháp lý đủ mạnh quả để bảo vệ một cách hiệu quả quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư.

- Tuân thủ đúng lộ trình Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt trong Quyết định 163. Theo đó, lộ trình phát triển được chia làm 2 giai đoạn chính. Giai đoạn 1, từ năm 2002 đến năm 2005: với mục tiêu từng bước phát triển quy mô, phạm vi hoạt động của thị trường, hoàn thiện cơ sở hạ tầng bao gồm cả việc nâng cao năng lực, kỹ thuật công nghệ, kiện toàn cơ cấu tổ chức và các định chế trung gian của thị trường... Giai đoạn 2, từ năm 2005 đến 2010: tập trung vào việc nâng cao chất lượng hoạt động và nâng cao các dịch vụ tài chính, mở rộng và tăng cường năng lực của thị trường, tăng cường hàng hoá và nhà đầu tư, khuyến khích cạnh tranh...;

- Tạo điều kiện để phát huy nội lực và huy động nguồn vốn từ bên ngoài trên cơ sở từng bước hướng tới hội nhập thị trường tài chính, thị trường vốn với quốc tế và khu vực. Đồng thời đảm bảo lộ trình thực hiện các thỏa thuận song phương và đa phương cũng như những cam kết của Việt Nam đối với các điều kiện gia nhập WTO, thực hiện Hiệp định thương mại Việt - Mỹ và các định chế tài chính khác;

- Việc đề ra các giải pháp dựa trên cơ sở ứng dụng một cách khoa học của quá trình nghiên cứu về mặt lý thuyết và thực tiễn của thế giới vào điều kiện và hoàn cảnh cụ thể của Việt Nam, tránh rập khuôn, sao chép. Đồng thời, cũng phải dựa trên cơ sở nắm bắt kịp thời và ứng dụng một cách có hiệu quả những thành tựu mới nhất về công nghệ thông tin hiện nay trong nước cũng như trên toàn thế giới; tạo điều kiện cởi mở cho việc áp dụng các giải pháp kỹ thuật để phát triển thị trường, từng bước tiến tới đối xử công bằng giữa các nhà đầu tư tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân; giữa các nhà đầu tư trong nước và các nhà đầu tư nước ngoài... tạo điều kiện phát triển các định chế đầu tư chuyên nghiệp.

### **III. GIẢI PHÁP KHUYẾN KHÍCH SỰ THAM GIA CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VÀ TỔ CHỨC TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **3.1. Tăng quy mô và tính thanh khoản cho thị trường**

Chúng tôi cho rằng, để thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch trên TTCK Việt Nam, điều trước hết là cần ban hành những chính sách, giải pháp để tăng cường quy mô và tính thanh khoản của thị trường. Qua nghiên cứu kinh nghiệm của một số nước và qua khảo sát tình hình thực tế của Việt Nam, chúng tôi đề nghị để tăng quy mô và tính thanh khoản trên TTCK Việt Nam cần sớm ban hành các giải pháp, chính sách sau đây:

- Tăng lượng chứng khoán niêm yết cả về khối lượng, giá trị và chủng loại: hiện nay trên thị trường có 231 loại chứng khoán niêm yết, trong đó trái phiếu là 204, cổ phiếu là 26 và một chứng chỉ quỹ đầu tư và tổng giá trị niêm yết chỉ chiếm 4, 14% GDP cả nước. Với một lượng hàng hóa nghèo nàn như vậy, khả năng lựa chọn đầu tư của các nhà đầu tư rất thấp. Điều này lý giải vì sao các nhà đầu tư tổ chức chưa thật sự muốn tham gia giao dịch chứng khoán. Để tăng lượng hàng hóa trên thị trường cần tập trung triển khai các giải pháp như:

+ Tiếp tục đưa thêm nhiều cổ phiếu mới có chất lượng vào niêm yết trên TTGDCK TP. HCM. Trước hết cần gắn quá trình cổ phần hóa các DNNN và các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài với việc niêm yết trên TTCK. Bộ tài chính, UBCKNN cần phối hợp chặt chẽ với các bộ ngành để đề ra một chương trình và lộ trình phối hợp chặt chẽ nhằm thực hiện chủ trương của Đảng và Chính phủ đã vạch ra là tiến hành cổ phần hóa các tổng công ty lớn trong các lĩnh vực then chốt như dầu khí, giao thông, hóa chất... các ngân hàng thương mại quốc doanh để đưa cổ phiếu vào niêm yết trên TTCK. Ngoài ra, cần sớm ban hành quy trình và tổ chức triển khai việc đấu giá để xác định giá trị cổ phiếu của các doanh nghiệp cổ phần hóa qua TTCK để thực hiện tốt Nghị định 187 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần mới được ban hành (Theo nghị định này, việc đấu giá cổ phiếu đối với các doanh nghiệp cổ phần hóa có vốn điều lệ từ 1 đến dưới 10 tỷ sẽ được thực hiện qua các định chế tài chính trung gian, trên 10 tỷ sẽ qua các TTGDCK);

+ Tiếp tục có chính sách ưu đãi và khuyến khích niêm yết. Có thể xem xét việc kéo dài thời gian hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp của các tổ chức niêm yết (hiện nay là 50% trong 2 năm đầu) hoặc xem xét đưa ra lộ trình ưu đãi thuế có tính khuyến khích (ưu đãi có điều kiện). Về vấn đề này, chúng tôi hoàn toàn đồng ý với đề xuất của Ông Lê Văn Trường tại Hội nghị tổng kết thị trường do TTGDCK TP. HCM tổ

chức ngày 17/12/2004. Theo đó, các doanh nghiệp tham gia niêm yết sớm thì thời hạn ưu đãi thuế (giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp) sẽ dài hơn các doanh nghiệp niêm yết sau;

+ Chính phủ cần xem xét ban hành Quy chế công bố thông tin của các doanh nghiệp chưa niêm yết. Một trong những nguyên nhân khiến các doanh nghiệp mặc dù hội đủ điều kiện niêm yết còn chưa muốn niêm yết là do e ngại vấn đề công bố thông tin trên TTCK đòi hỏi khá cao. Trong khi chưa niêm yết thì các doanh nghiệp không phải công bố thông tin. Điều này đã tạo ra một sân chơi bất bình đẳng giữa các doanh nghiệp chưa niêm yết và niêm yết, không khuyến khích doanh nghiệp tham gia TTCK. Vì vậy cần có quy định về nghĩa vụ công bố thông tin cho các doanh nghiệp chưa niêm yết. Một mặt, góp phần tạo môi trường kinh doanh minh bạch, xóa bỏ sự bất bình đẳng giữa các doanh nghiệp và tạo thói quen công bố thông tin để khi các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK khỏi phải bỡ ngỡ, e ngại như hiện nay;

+ Cần nghiên cứu thay đổi một số điều kiện niêm yết như vốn điều lệ tối thiểu và tỷ lệ cổ đông công chúng. Theo quy định hiện hành, khi doanh nghiệp muốn niêm yết trên TTCK tập trung phải hội đủ các điều kiện quy định tại Điều 20 nghị định 144, trong đó có điều kiện về vốn điều lệ (tối thiểu 5 tỷ đồng) và tỷ lệ cổ đông công chúng (tối thiểu 20% vốn cổ phần của công ty do ít nhất 50 cổ đông ngoài tổ chức phát hành nắm giữ. Đối với công ty có vốn cổ phần từ 100 tỷ đồng Việt nam trở lên thì tỷ lệ này tối thiểu là 15%). Phải thừa nhận rằng hiện nay TTCK Việt nam rất cần các loại cổ phiếu có chất lượng. Cổ phiếu có chất lượng không thể là cổ phiếu của một doanh nghiệp quá nhỏ (5 tỷ đồng). Do vậy, chúng tôi đề nghị tăng mức vốn điều lệ tối thiểu của doanh nghiệp niêm yết lên 30 tỷ đồng. Riêng trường hợp quy định tỷ lệ cổ đông công chúng là 50 nắm giữ ít nhất 20% hoặc 15% (đối doanh nghiệp có vốn điều lệ trên 100 tỷ) là chưa đồng bộ và lô gíc. Do đó, phần này chúng tôi cũng kiến nghị việc quy định số lượng cổ đông công chúng cũng nên tương xứng với mức vốn điều lệ (cũng như đối với tỷ lệ tối thiểu mà họ nắm giữ). Như vậy, điều kiện niêm yết sẽ thị trường hơn, hợp lý hơn;

+ Ban hành Quy chế quản trị công ty. Do yêu cầu hội nhập và áp lực cạnh tranh trong nền kinh tế thị trường đòi hỏi các doanh nghiệp phải thực hiện quản trị công ty tiến dần đến thông lệ quốc tế. Từ thực tế khách quan này, Chính phủ cần thống nhất quy định các nguyên tắc cơ bản trong quản trị công ty chung cho tất cả các loại hình doanh nghiệp.

Trên cơ sở đó, sẽ có những hướng dẫn riêng cho từng loại hình (công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần, doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp chưa niêm yết, doanh nghiệp niêm yết...);

+ Phát triển thị trường trái phiếu. Mặc dù so với cổ phiếu, tổng khối lượng và giá trị giao dịch trái phiếu chiếm tỷ trọng lớn như chưa tạo tính hấp dẫn cho các nhà đầu tư do các đợt phát hành lẻ tẻ và lãi suất không hấp dẫn, chưa có cơ chế xác định lãi suất chuẩn. Theo chúng tôi, thời gian tới nên tập trung phát hành nhiều đợt trái phiếu có khối lượng lớn theo nhiều phương thức. Trong đó, phương thức đấu thầu thông qua các TTGDCK cần phải hết sức được chú trọng. Ngoài ra, riêng trái phiếu nên có những quy định kịp thời để điều chỉnh loại hình giao dịch REPO – một loại giao dịch trái phiếu kỳ hạn khá hiệu quả và hấp dẫn đã phát sinh trong thời gian qua;

+ Nghiên cứu để đưa một số công cụ giao dịch mới như: hợp đồng tương lai, quyền chọn, chứng quyền, quyền mua cổ phiếu... vào giao dịch trên thị trường. Hiện nay, các ngân hàng đã áp dụng các công cụ hợp đồng tương lai, quyền chọn trên thị trường tiền tệ, trên thị trường vàng, nông sản... Do tính tích cực của các công cụ này là hạn chế rủi ro, tạo sự sôi động và tự điều tiết thị trường nên chúng rất cần có mặt trên TTCK;

- Xem xét khả năng giảm bớt các rào cản trong giao dịch chứng khoán. Trước hết, có thể xem xét cho phép việc thực hiện bán khống và giao dịch bảo chứng trên thị trường để tăng tính hấp dẫn và sôi động trong hoạt động giao dịch chứng khoán. Đồng thời, có thể nghiên cứu cho phép nhà đầu tư cùng mua cùng bán một loại chứng khoán trong một phiên giao dịch; mở rộng và tiến tới hủy bỏ hoàn toàn biên bộ dao động; cho phép nhà đầu tư đặt lệnh từ xa thông qua điện thoại, fax, e mail; hạ mức ký quỹ khi giao dịch chứng khoán; nhà đầu tư được mở nhiều loại tài khoản để giao dịch chứng khoán... Trước đây, các hạn chế này được xem là các công cụ can thiệp hành chính của cơ quan quản lý Nhà nước. Tuy nhiên, diễn biến thị trường trong năm 2004 đã cho thấy các rào cản trên đã không thật sự cần thiết. Tất nhiên, do tính đặc thù của TTCK Việt Nam mà các giải pháp này phải được nghiên cứu, xem xét kỹ trước khi áp dụng và phải có lộ trình áp dụng khoa học gắn với từng giai đoạn phát triển của thị trường;

- Nâng cấp hệ thống giao dịch hiện hành của TTGDCK TP. HCM. Hệ thống giao dịch hiện hành qua thời gian hoạt động đã bộc lộ những yếu điểm nhất định như: khả

năng xử lý các nghiệp vụ mới phát sinh, công suất và dung lượng xử lý lệnh, sự thiếu tích hợp cần thiết với hệ thống giám sát, giao dịch và công bố thông tin... Để tiếp tục vận hành an toàn trong điều kiện chúng ta đang thực hiện các giải pháp tăng lượng hàng hóa và thu hút các nhà đầu tư tham gia thị trường, đồng thời tích hợp với các hệ thống khác của Trung tâm, hệ thống giao dịch hiện này phải được nâng cấp theo hướng nâng cao dung lượng và khả năng xử lý nhiều loại lệnh (lệnh giới hạn, lệnh ATO, lệnh thị trường và nhiều loại lệnh khác), xử lý một cách linh hoạt các nghiệp vụ mới phát sinh;

- Rút ngắn thời gian thanh toán chứng khoán và thời gian nắm giữ cổ phiếu quỹ của các tổ chức niêm yết sau khi mua. Thời gian thanh toán có ý nghĩa rất lớn trong việc xây dựng một TTCK có tính thanh khoản cao. Thị trường càng thanh khoản thì thời gian thanh toán các giao dịch càng ngắn. Hiện nay, thời hạn thanh toán trên TTCK Việt nam là T+3 đã gây không ít khó khăn cho các nhà đầu tư và ảnh hưởng đến việc hiển thị tỷ lệ được phép nắm giữ cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư đối với nhà đầu tư nước ngoài. Vì vậy, thời hạn thanh toán nên giảm còn T+2 hoặc T+1 và tiến tới thanh toán ngay trong ngày giao dịch (T+0). Riêng đối với các giao dịch trái phiếu do giá trị giao dịch thường lớn nên có thể xem xét cho phép các nhà đầu tư tự thỏa thuận về thời hạn thanh toán nhưng không vượt quá một khoảng thời gian nào đó (ví dụ, 5 ngày chẳng hạn). Bên cạnh rút ngắn thời hạn thanh toán, cũng có thể giảm bớt thời hạn nắm giữ tối thiểu 6 tháng như quy định hiện nay đối với cổ phiếu quỹ, việc giảm bớt thời hạn này sẽ góp một phần giúp thị trường hoạt động sôi động hơn;

- Điều chỉnh lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài đồng thời với việc giảm tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước trong các doanh nghiệp niêm yết, rút ngắn thời gian hạn chế giao dịch đối với các cổ đông chủ chốt. Việc điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài trong các doanh nghiệp niêm yết có thể chọn lựa theo các hướng sau: tăng từ 30% như hiện nay lên 49% hoặc ấn định tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tùy thuộc vào lĩnh vực ngành nghề của từng doanh nghiệp theo các tiêu chí sau:

+ Đối với những lĩnh vực ngành nghề liên quan trực tiếp đến lợi ích quốc gia, an ninh quốc phòng thì nhà đầu tư nước ngoài không được phép nắm giữ;

+ Đối với những ngành nghề liên quan mật thiết đến đời sống kinh tế, xã hội, lợi ích cộng đồng như: bưu chính viễn thông, điện, nước... thì nhà đầu tư nước ngoài có thể bị hạn chế việc nắm giữ cổ phiếu;

+ Đối với các lĩnh vực ngành nghề khác thì có thể không giới hạn việc nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài.

Song song với việc điều chỉnh tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK thì cũng nên xem xét giảm bớt tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong các doanh nghiệp niêm yết bằng cách bán bớt cổ phần của Nhà nước để các doanh nghiệp niêm yết ngày càng đại chúng hóa và thực sự hoạt động theo luật doanh nghiệp. Hiện nay, nhiều doanh nghiệp đã trở thành công ty cổ phần từ quá trình cổ phần hóa nhưng thực tế do tỷ lệ phần vốn của Nhà nước chiếm từ 30% vốn điều lệ trở lên hoặc nắm cổ phần chi phối thì vẫn hoạt động theo cơ chế như một doanh nghiệp Nhà nước. Từ đó, hạn chế tính chủ động trong điều hành doanh nghiệp, chậm cải tiến các cơ chế quản lý doanh nghiệp.

Ngoài ra, cần rút ngắn thời hạn hạn chế giao dịch đối với các cổ đông chủ chốt trong các doanh nghiệp niêm yết. Theo quy định hiện hành, cổ đông sáng lập (thành viên Hội đồng Quản trị, Ban Kiểm soát, Ban Giám đốc...) có nghĩa vụ nắm giữ ít nhất 50% cổ phiếu của mình trong vòng 3 năm kể từ ngày niêm yết. Để tăng lượng hàng hóa và tính thanh khoản cho thị trường thời hạn nêu trên nên được giảm xuống còn 2 năm hoặc 1 năm.

### **3.2. Hoàn thiện khung pháp lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán và các văn bản pháp luật có liên quan**

Việc hoàn thiện khung pháp lý về chứng khoán và TTCK nói chung là tiền đề cơ bản nhất để định hướng cho các hành vi xử sự của cá nhân, tổ chức liên quan trong khuôn khổ mà pháp luật quy định. Mặt khác, quá trình này phải có sự dung hòa tính chất hấp dẫn về mặt kinh tế và tính an toàn pháp lý của hoạt động đầu tư chứng khoán. Có như vậy thì sự điều chỉnh của pháp luật mới có hiệu quả, thông thoáng và linh hoạt. Chúng tôi đề nghị trong thời gian tới, ở Việt Nam cần xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý ổn định và lâu dài cho TTCK trên cơ sở đúc kết kinh nghiệm thực tế của hoạt động thị trường thời gian qua, dự liệu và đánh giá triển vọng phát triển của giai đoạn tiếp theo để có

những quy định thật sự khuyến khích thị trường phát triển, nhất là việc thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức phù hợp với đặc điểm tình hình đất nước và thông lệ quốc tế. Khung pháp lý về TTCK cũng cần có hiệu lực pháp lý cao và điều chỉnh bao trùm các quan hệ phát sinh cũng như phải bám sát chiến lược phát triển TTCK đã được vạch ra. Vì vậy, theo chúng tôi, việc hoàn thiện khung pháp lý cho TTCK Việt Nam phải tiến hành theo những nội dung cơ bản sau đây:

### **3.2.1. Ban hành Luật chứng khoán:**

Như đã trình bày ở phần thực trạng, Nghị định 144/CP-ND9 và các văn bản hướng dẫn thi hành với những nhược điểm nhất định không thể làm nền tảng pháp lý ổn định và hiệu quả để điều chỉnh các hoạt động trên TTCK trong giai đoạn phát triển tiếp theo cũng như tạo động lực đủ mạnh để khuyến khích đầu tư vào TTCK. Vì vậy việc ban hành một văn bản có hiệu lực pháp lý cao hơn mang tính ổn định lâu dài cho TTCK Việt Nam là điều hết sức cần thiết. Luật chứng khoán là cơ sở pháp lý quan trọng nhất điều chỉnh hoạt động của TTCK, bao gồm cả việc tạo cơ sở để thu hút và khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư, kể cả nhà đầu tư tổ chức. Luật này sẽ đặt nền tảng chi phối toàn bộ các quan hệ phát sinh sẽ được cụ thể hoá tại các văn bản dưới luật. Trước hết, trong Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán phải pháp điển hoá các quy định về chứng khoán và TTCK một cách đầy đủ, hệ thống và đồng bộ. Đây là vấn đề quan trọng nhằm hệ thống hoá và tập trung hoá các quy định về chứng khoán và TTCK còn nằm rải rác và tản mạn ở nhiều văn bản pháp quy khác nhau và hầu hết là trong các văn bản dưới luật, có hiệu lực và giá trị pháp lý thấp. Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán phải dành một chương điều chỉnh những quan hệ phát sinh từ giao dịch chứng khoán như: hàng hoá giao dịch, phương thức giao dịch, các loại lệnh, các giao dịch bị cấm, việc quản lý và giám sát giao dịch. Đặc biệt, Luật đề xuất ban hành phải có những điều, khoản quy định cụ thể quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư trong giao dịch chứng khoán, các quy định khuyến khích sự tham gia và cơ sở pháp lý để bảo vệ quyền và lợi ích của họ khi mua bán chứng khoán trên thị trường.

### ***3.2.2. Ban hành các Nghị định, Quy chế hướng dẫn cụ thể việc thực hiện Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán:***

Như đã nói ở trên, các quy định trong Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán chỉ thể hiện tính khái quát, bao trùm những quan hệ phát sinh trên TTCK. Việc cụ thể hoá chúng phải được quy định cụ thể trong các văn bản dưới luật như: Nghị định của Chính phủ, Quy chế, Thông tư của Bộ Tài chính, các quy định hướng dẫn, quy trình của UBCKNN ... Đối với những quy phạm pháp luật trong các văn bản phải thể hiện tính thống nhất, nhất quán và tránh việc gây bất cập trong quá trình thực thi như: chồng chéo, đối lập và không rõ ràng, cụ thể. Một số văn bản dưới luật sau đây cần phải ban hành để hướng dẫn và cụ thể hoá Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán Việt Nam như: Nghị định về giao dịch chứng khoán, Nghị định về công bố thông tin trên TTCK, Nghị định về giám sát, thanh tra trên TTCK, Quy chế quản lý giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán, Quy chế quản lý thành viên, niêm yết tại SGDCK ...

### ***3.2.3. Hoàn thiện đồng bộ các văn bản pháp luật khác liên quan đến hoạt động của TTCK:***

Để có một TTCK được tổ chức đồng bộ và vận hành trôi chảy, không thể chỉ có những quy định pháp luật điều chỉnh trực tiếp về TTCK mà phải hình thành một khung pháp lý về chứng khoán và TTCK đồng bộ, bao gồm các thể chế và định chế có liên quan đến chúng. Trong giai đoạn này cần hệ thống và đồng bộ hoá các quy định liên quan đến chứng khoán và TTCK để tạo nên một khung pháp lý đầy đủ, làm cơ sở bảo vệ và khuyến khích sự tham gia giao dịch của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt là nhà đầu tư tổ chức. Trước hết, cần tiến hành chỉnh sửa và bổ sung một số quy định về ngoại hối, thuế, những ưu đãi đầu tư trong lĩnh vực chứng khoán, quy định tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài...

## **3.3. Các chính sách về thuế, phí và ngoại hối, lãi suất**

### ***3.3.1. Các chính sách về thuế và phí trong giao dịch chứng khoán***



Chúng tôi cho rằng, để TTCK phát triển bền vững chúng ta cần có những chính sách lâu dài thu hút sự tham gia của các thành viên thị trường, trong đó có các nhà đầu tư tổ chức thông qua việc tạo dựng một môi trường đầu tư thông thoáng, minh bạch và hiệu quả. Các giải pháp ngắn hạn như thuế và phí trong giao dịch chứng khoán cũng rất cần thiết trong giai đoạn đầu nhưng thực chất chỉ mang tính ngắn hạn. Do vậy, bên cạnh các đề xuất các giải pháp mang tính lâu dài và bền vững như nâng cao quy mô và tính thành khoản, hoàn thiện khung pháp lý, chính sách về ngoại hối, tăng cường các dịch vụ phụ trợ trên thị trường... chúng tôi cũng có những đề xuất liên quan đến các vấn đề về thuế và phí trong giao dịch chứng khoán như một trong những giải pháp trước mắt nhằm thu hút các nhà đầu tư tham gia.

Về phí trong giao dịch chứng khoán, chúng tôi nhận thấy những ưu đãi hiện nay như miễn thu phí giao dịch chứng khoán, miễn phí niêm yết, thành viên, cung cấp thông tin... là những ưu đãi hợp lý và cần thiết. Vấn đề đặt ra là nên duy trì chúng trong thời hạn bao lâu và lộ trình thu phí phải được xây dựng như thế nào để vừa đảm bảo lợi ích của nhà nước, các nhà đầu tư và các chủ thể khác của thị trường. Theo chúng tôi, trước mắt các loại phí trên có thể được miễn cho đến trước khi TTGDCK TP. HCM được chuyển lên thành Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam là hợp lý và phù hợp với lộ trình phát triển của TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, việc thu phí trong hoạt động giao dịch trong giai đoạn tiếp theo cũng nên theo một lộ trình cụ thể, hợp lý và phù hợp với sự phát triển của thị trường.

Về vấn đề thuế trong giao dịch chứng khoán, chúng tôi cũng nhận thấy rằng, sau khi Thông tư 100 ra đời đã góp phần giải quyết nhiều bất cập trong chính sách thuế trên TTCK nói chung và trong giao dịch chứng khoán nói riêng. Đặc biệt, đối với các CTCK, CTQLQ và nhà đầu tư tổ chức đã có những quy định về thuế thông thoáng hơn, mang tính khuyến khích rõ rệt. Ví dụ: CTCK và CTQLQ được áp dụng mức thuế suất thu nhập doanh nghiệp là 20% trong thời hạn 10 năm, kể từ khi khai trương hoạt động kinh doanh. Hết thời hạn hưởng thuế suất 20%, công ty phải chuyển sang nộp thuế TNDN theo mức thuế suất 28%; CTCK, CTQLQ mới thành lập được miễn thuế TNDN 2 năm, kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% thuế phải nộp trong 3 năm tiếp theo. Riêng đối với các nhà đầu tư tổ chức thuộc mọi thành phần kinh tế thì hoạt động đầu tư chứng khoán của các tổ chức này được xem là hoạt động tài chính, do vậy thu nhập từ đầu tư chứng khoán

trong kỳ tính thuế phải gộp chung từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp để tính thuế thu nhập doanh nghiệp theo quy định chung. Thu nhập chịu thuế từ đầu tư chứng khoán trong kỳ tính thuế được xác định bằng tổng giá trị chứng khoán bán ra trong kỳ trừ (-) trừ tổng giá mua chứng khoán được bán ra trong kỳ trừ (-) chi phí mua bán chứng khoán cộng (+) lãi trái phiếu từ việc nắm giữ trái phiếu. Đối với các tổ chức khác, kể cả quỹ đầu tư chứng khoán nước ngoài không hiện diện tại Việt Nam nhưng tham gia đầu tư chứng khoán thì thực hiện nộp thuế TNDN theo phương thức khoán với số thuế phải nộp bằng 0,1% tổng giá trị cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư bán ra của từng giao dịch chuyển nhượng. Riêng các loại trái phiếu, khi chuyển nhượng không tính thuế TNDN do lãi suất trái phiếu được miễn thuế TNDN theo quy định.

Với những quy định này, có thể thấy chính sách khuyến khích đầu tư chứng khoán của pháp luật Việt Nam đối với các tổ chức khá rõ ràng và thông thoáng. Mặc dù vậy, chúng tôi đề nghị cần có những hướng dẫn chi tiết hơn những vấn đề sau đây:

- Làm rõ các chi phí liên quan đến đầu tư chứng khoán là những loại chi phí nào, cơ chế hạch toán ra sao?

- Việc thu thuế TNDN đối với tổ chức nước ngoài không hiện diện ở Việt Nam tham gia giao dịch chứng khoán như thế nào?

- Xác định lộ trình hợp lý cho việc miễn giảm thuế TNDN cho các nhà đầu tư tổ chức không phải là CTCK, CTQLQ.

Ngoài ra, Nhà nước cần có những cải tiến chế độ thu, nộp thuế để đảm bảo tính nhất quán, công khai, minh bạch và công bằng trong cả quá trình quản lý thuế, khắc phục các thủ tục phiền hà, nhưng không buông lỏng quản lý, tạo điều kiện trốn thuế.

### ***3.3.2. Vấn đề về chính sách quản lý ngoại hối***

Như đã phân tích ở Chương II, việc Ngân hàng Nhà nước vừa ban hành Quyết định số 1550 về quản lý ngoại hối đối với việc mua bán chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài đã tạo những bước tiến đáng kể trong việc tháo gỡ những rào cản hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức. Do Quyết định này mới ban hành, nên hiện chúng ta cũng khó có thể đánh giá hết những ưu nhược điểm

của nó mà đòi hỏi phải có thời gian. Mặc dù vậy, như đã nói ở trên Quyết định này đã tạo ra một “khoảng trống” trong việc điều chỉnh việc giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài mở tài khoản thông qua các ngân hàng lưu ký nước ngoài. Chính vì vậy, chúng tôi đề xuất Ngân hàng Nhà nước sớm có văn bản hướng dẫn cụ thể về vấn đề này theo hướng tạo ra các điều kiện mở tài khoản và chuyển dịch ngoại tệ khi nhà đầu tư nước ngoài mở tài khoản tại các ngân hàng lưu ký nước ngoài cũng thông toán không kém khi họ mở tài khoản tại các CTCK. Được như vậy, sẽ góp phần tạo môi trường kinh doanh bình đẳng giữa các chủ thể trên thị trường mà trước hết đó là giữa các CTCK và các ngân hàng lưu ký nước ngoài trong việc cung cấp dịch vụ lưu ký và mở tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài.

### **3.3.3. Vấn đề lãi suất**

Từ khi nền kinh tế đất nước chuyển sang vận hành theo cơ chế thị trường, các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô đã có những thay đổi nhất định, hợp quy luật thị trường hơn. Trên thị trường tiền tệ, lãi suất bắt đầu được hình thành và được điều chỉnh theo chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát. Nhà nước chỉ can thiệp đến vấn đề hình thành lãi suất khi thật sự cần thiết, phần lớn các ngân hàng thương mại đã có quyền điều chỉnh lãi suất tiền gửi và cho vay căn cứ vào tình hình thực tế và nhu cầu về vốn trên thị trường. Bên cạnh đó, thị trường trái phiếu Chính phủ chưa thật sự phát triển. Việc phát hành các loại trái phiếu còn mang tính nhỏ lẻ, với tổng giá trị không cao, lãi suất chưa đa dạng. Đa số các loại trái phiếu phát hành có thời gian đáo hạn chưa đa dạng (chủ yếu là 2, 5, 7, 10 hoặc 15 năm), chưa thể hình thành cường công lãi suất chuẩn. Do đó, ít nhiều có ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của TTCK. Tại các nước phát triển, khi đầu tư vào chứng khoán, các nhà đầu tư thường lấy lãi suất chuẩn của trái phiếu hoặc lãi suất tiền gửi làm cơ sở so sánh và tính toán mức thu nhập của mình. Và các nhà đầu tư sẽ đưa ra quyết định mua hoặc bán một loại chứng khoán sau khi đã tìm lời giải đáp thỏa đáng cho bài toán này trên cơ sở chấp nhận một mức rủi ro hợp lý. Chính vì vậy mà Chính phủ các nước thường sử dụng yếu tố lãi suất như đòn bẩy kích hoạt đầu tư vào TTCK. Cụ thể, ở Hoa Kỳ khi Chính phủ muốn thu hút đầu tư vào TTCK thì Cục dự trữ Liên bang thường thực hiện việc cắt giảm lãi suất.

Tại Việt Nam, để phát triển TTCK và thu hút thêm nhiều nhà đầu tư, trong đó có nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch chứng khoán chúng ta cần quan tâm hình thành đường cong lãi suất chuẩn, thông qua các biện pháp sau đây:

- Phát triển thị trường tiền tệ, có chính sách lãi suất hợp lý. Trước hết, nhằm giúp hoạt động trên thị trường tiền tệ sôi động cần kết nối chúng với TTCK bằng việc lưu ký và thanh toán tập trung các công cụ nợ ngắn hạn thông qua hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ của TTGDCK TP. HCM;

- Chính phủ cần tập trung phát hành nhiều loại trái phiếu với nhiều mức lãi suất khác nhau để hình thành đường cong lãi suất làm cơ sở cho việc đưa ra quyết định đầu tư và hạch toán lãi, lỗ của các nhà đầu tư.

### **3.4. Tăng cường tính hiệu quả của các hoạt động quản lý trên thị trường**

Đối với các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường, quyết định đầu tư thường là quyết định của tập thể do vậy mức độ an toàn rủi ro luôn là yếu tố được đặt lên hàng đầu và được cân nhắc kỹ trước khi đưa ra các quyết định đầu tư chứng khoán trên thị trường. Vì lẽ đó, để thu hút các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường chứng khoán thì trước hết các cơ quan quản lý thị trường phải đảm bảo tạo ra được một thị trường hoạt động một cách công khai, minh bạch, hiệu quả và có tính thanh khoản cao thông qua việc nâng cao năng lực giám sát các hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán, năng lực quản lý các thành viên của TTGDCK, SGDCK, năng lực quản lý các tổ chức niêm yết, năng lực quản lý các hoạt động thanh toán bù trừ chứng khoán và năng lực công bố thông tin trên thị trường. Tất cả các yếu tố trên là những điểm mấu chốt mà một khi tính hiệu quả của các hoạt động được nâng cao sẽ tạo được sự an tâm nơi các nhà đầu tư tổ chức, khuyến khích hơn nữa các nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

#### **3.4.1 Đối với hoạt động thanh tra, giám sát**

Giám sát giao dịch là việc theo dõi các hoạt động giao dịch chứng khoán niêm yết trên thị trường mà cụ thể là tại TTGDCK TP. HCM nhằm phát hiện và ngăn chặn các

hành vi giao dịch làm nguy hại đến tôn chỉ hoạt động của thị trường, như các hành vi giao dịch làm lũng đoạn thị trường, giao dịch nội gián và các hành vi giao dịch không công bằng khác. Để tạo lòng tin cho công chúng đầu tư, góp phần xây dựng một TTCK Việt Nam hoạt động lành mạnh và đúng pháp luật, chúng tôi đề nghị hoạt động giám sát, thanh tra trên thị trường phải được hoàn thiện theo hướng:

- Phân định rõ chức năng, nhiệm vụ giữa TTGDCK và các Ban thuộc UBCKNN, đặc biệt là Ban Thanh tra;

- Xây dựng các tiêu chí, thông số giám sát và cảnh báo trên thị trường nhằm phát hiện, xử lý và ngăn chặn kịp thời các hành vi vi phạm. Các tiêu chí giám sát một khi được xây dựng sẽ giúp cho công tác giám sát có hiệu quả hơn, việc đưa ra các chứng cứ để kết luận một hành vi giao dịch nào đó là lũng đoạn thị trường cũng sẽ có căn cứ hơn, có tính thuyết phục cao và mang tính khoa học;

- Xây dựng phần mềm và cơ sở dữ liệu phục vụ công tác giám sát. Đây là vấn đề rất quan trọng, quyết định đến tính hiệu quả của công tác giám sát thị trường một khi TTCK Việt Nam phát triển cao hơn và có khả năng liên kết với TTCK của các nước trong khu vực;

- Nâng cao vai trò của TTGDCK, SGDCK trong hoạt động giám sát giao dịch. Trước hết, TTGDCK cần mở rộng chức năng và thẩm quyền kiểm tra các CTCK, tổ chức niêm yết và các thành viên khác của thị trường trong việc tuân thủ quy chế thành viên, các quy định về giao dịch, niêm yết chứng khoán. Đồng thời, TTGDCK cũng cần có thẩm quyền xử lý các hành vi vi phạm chưa đến mức nghiêm trọng trên thị trường bằng những biện pháp như cảnh cáo, nhắc nhở, khai trừ thành viên...

- Nâng cao mức xử phạt vi phạm hành chính trên TTCK. Mặc dù, theo quy định của Nghị định 161/2004/NĐ-CP của Chính phủ về chứng khoán và TTCK thì khung mức xử phạt tiền hiện nay đối với hành vi vi phạm trên TTCK là từ 200 ngàn đồng đến 70 triệu đồng là quá thấp. Chúng tôi cho rằng cần có sự điều chỉnh khung xử phạt này theo hướng nặng hơn cho tương xứng với những thiệt hại mà các hành vi vi phạm trên TTCK có thể mang lại. Qua đó, là phương tiện tốt để giáo dục, răn đe và nâng cao ý thức chấp hành pháp luật của các nhà đầu tư và các chủ thể khác.

### **3.4.2 Đối với hoạt động quản lý niêm yết**

Quản lý niêm yết là một trong những hoạt động quan trọng cần phải được nâng cao hiệu quả nhằm thu hút sự đầu tư của các tổ chức tham gia thị trường chứng khoán. Nâng cao hiệu quả năng lực quản lý niêm yết tập trung ở các nội dung chính:

- Giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết của các tổ chức niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung;
- Giám sát việc thực hiện chế độ công bố thông tin đối với tổ chức niêm yết;
- Giám sát việc thực hiện chế độ quản trị công ty và tuân thủ điều lệ mẫu.

Đối với hoạt động giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết của các tổ chức niêm yết, cần kiểm tra nghiêm ngặt các hồ sơ của tổ chức niêm yết trên thị trường chứng khoán để đảm bảo rằng các tổ chức được niêm yết là những tổ chức có tình hình tài chính lành mạnh, đáp ứng được yêu cầu tối thiểu về vốn điều lệ theo quy định của pháp luật. Bên cạnh đó cần phải đơn giản hóa các thủ tục hành chính khi xét duyệt. Việc cấp phép và chấp thuận đăng ký niêm yết cũng cần nên được gom về cho cùng một cơ quan quản lý duy nhất thực hiện, nhằm giảm bớt các thủ tục phiền hà không cần thiết.

Hoạt động giám sát việc duy trì điều kiện niêm yết còn bao gồm giám sát tỷ lệ nắm giữ theo thời hạn quy định đối với các thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát cũng như giám sát tỷ lệ % vốn tối thiểu phải nắm giữ bởi các cổ đông ngoài công ty. Để làm tốt các công việc này, cần phải xây dựng hệ thống xử lý thông tin tự động đủ mạnh, có khả năng liên kết số lệnh giao dịch với danh sách cổ đông của các tổ chức niêm yết, cũng như với danh sách của các thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát để một khi có giao dịch của các đối tượng này phát sinh, hệ thống xử lý sẽ lập tức ra dấu hiệu cảnh báo.

Đối với hoạt động giám sát việc thực hiện chế độ công bố thông tin, cần giám sát chặt chẽ để đảm bảo các thông tin mà các tổ chức niêm yết công bố trên thị trường là đúng đắn, kịp thời. Phải ngăn chặn và kiên quyết xử lý các trường tung thông tin, tin đồn thất thiệt trên thị trường. Những biện pháp này có ý nghĩa rất lớn trong việc tạo dựng lòng tin về một thị trường chứng khoán hoạt động công khai, minh bạch đối với các tổ chức đầu tư.

Đối với hoạt động giám sát việc thực hiện chế độ quản trị công ty và tuân thủ điều lệ mẫu, cần phải xây dựng phần mềm phục vụ cho việc lưu trữ và tính toán các chỉ số tài chính của các tổ chức niêm yết. Trên cơ sở sử dụng phần mềm, việc phân tích tình hình tài chính lúc này sẽ đơn giản hơn, tiết kiệm được nguồn nhân lực và thời gian thực hiện. Cần nâng cao chất lượng kiểm tra báo cáo tài chính của tổ chức phát hành, niêm yết chứng khoán, áp dụng các chuẩn mực kế toán, kiểm toán quốc tế vào Việt Nam, tăng cường kỷ luật tài chính doanh nghiệp và có biện pháp chế tài xử lý nghiêm những vi phạm. Đối với giao dịch của các cổ đông nội bộ, giao dịch cổ phiếu quỹ, thu tóm tổ chức niêm yết và giao dịch chào mua công khai, cần đảm bảo các hoạt động giao dịch đó diễn ra công khai và tuân thủ theo đúng các quy định của pháp luật.

#### ***3.4.3 Đối với hoạt động quản lý thành viên***

Tăng cường hiệu quả của hoạt động quản lý thành viên cũng là một trong những giải pháp quan trọng có tác động khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường biểu hiện ở mặt: thành viên là nơi trực tiếp thực hiện các lệnh giao dịch của các tổ chức đầu tư bên cạnh việc cung cấp các dịch vụ phụ trợ cho hoạt động giao dịch. Do vậy một khi công tác quản lý thành viên được đảm bảo thì điều đó cũng có nghĩa là quyền và lợi ích của các nhà đầu tư tổ chức trong hoạt động giao dịch cũng đã được đảm bảo. Việc tăng cường hiệu quả của hoạt động quản lý thành viên cần được tập trung vào những vấn đề sau:

- Giám sát các điều kiện đảm bảo làm thành viên của TTGDCK;
- Giám sát việc thực hiện quyền và nghĩa vụ của thành viên;
- Giám sát việc công bố thông tin và thực hiện chế độ báo cáo của thành viên và hành vi giao dịch của đại diện giao dịch tại TTGDCK.

#### ***3.4.4. Đối với hoạt động quản lý giao dịch***

Cần phải đảm bảo hệ thống giao dịch hoạt động ổn định, chính xác để các lệnh giao dịch của nhà đầu tư được khớp theo nguyên tắc khách quan, công bằng. Nhất thiết cần phải biện pháp tiên liệu dự phòng trường hợp khi hệ thống giao dịch chính xảy ra sự

cố thì các lệnh giao dịch đã nhập vào hệ thống vẫn đảm bảo được khả năng xử lý thông qua hệ thống giao dịch phụ trợ. Đối với các trường hợp đại diện giao dịch của các công ty chứng khoán thực hiện sửa lệnh hay hủy lệnh không đúng như theo quy định do cố tình thì cần phải có biện pháp xử phạt nghiêm khắc để tạo tính răn đe.

#### ***3.4.5. Đối với hoạt động công bố thông tin***

Thông tin công bố trên thị trường được xem là hết sức quan trọng đối với các tổ chức đầu tư trên thị trường vì nó là căn cứ khởi đầu cho các quyết định đầu tư. Do vậy để ngày càng thu hút thêm các nhà đầu tư chứng khoán tham gia thị trường thì thông tin công bố phải đầy đủ, kịp thời, chính xác và đảm bảo các nhà đầu tư được công bằng trong việc nhận thông tin, tức là được nhận cùng lúc và với cùng nội dung. Muốn vậy, các thông tin công bố trên thị trường phải được hoàn thiện theo các định hướng sau đây:

- Nâng cấp và xây dựng phần mềm hệ thống công bố thông tin hiện nay thông qua việc thiết lập cơ sở dữ liệu hợp nhất, tích hợp và chiết xuất linh hoạt với các hệ thống giao dịch, giám sát và lưu ký;

- Đa dạng hóa các nội dung và phương tiện công bố thông tin. Trong đó, chú ý đặc biệt đến việc nâng cao chất lượng và số trang, mở rộng phạm vi phát hành của Bản tin TTCK, đưa trang Web mới của TTGDCK TP. HCM đi vào hoạt động;

- Chuẩn hóa các quy định hướng dẫn quy trình công bố thông tin thông qua việc nghiên cứu, bổ sung sửa đổi các văn bản quy phạm pháp luật hiện hành về công bố thông tin cho phù hợp với thực tiễn thị trường...

#### ***3.4.6 Đối với hoạt động lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ chứng khoán***

Trước hết, trong giai đoạn trước mắt hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán bù trừ của TTGDCK TP. HCM cần phải được nâng cấp kịp thời để đảm bảo nhu cầu phát triển của thị trường là tăng quy mô, tăng tăng suất giao dịch, giảm thời gian thanh toán, thực hiện đa dạng hóa các phương tiện thanh toán (trực tiếp, song phương, đa phương), quản lý giao dịch đảm bảo, kết nối với thị trường tiền tệ... Tiếp theo đó, Trung tâm lưu ký chứng khoán độc lập phải được thành lập. Trung tâm này, một mặt sẽ đảm bảo được tính



khách quan trong hoạt động, mặt khác cho phép thanh toán - bù trừ các giao dịch trên thị trường chứng khoán được nhanh chóng, chính xác, rút ngắn thời gian thanh toán, tăng thêm tính thanh khoản cho thị trường, thông qua đó góp phần thu hút các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường chứng khoán. Mặt khác, phải chuẩn bị những điều kiện tốt nhất cho việc thanh toán các giao dịch xuyên quốc gia, khi TTCK Việt Nam kết nối với TTCK của các nước trong khu vực.

### **3.5. Thành lập và phát triển các định chế tài chính trung gian**

Như đã phân tích và đánh giá trong phần trước về những phát sinh đối với các tổ chức trung gian trên thị trường liên quan đến quá trình giao dịch của các nhà đầu tư có tổ chức có thể nhận thấy một điều rằng, bên cạnh việc chưa hình thành một cách đầy đủ hệ thống các tổ chức trung gian trên thị trường, các loại hình tổ chức đã hình thành vẫn chưa được khuyến khích và tập trung phát triển, gây những khó khăn, trở ngại rất lớn đối với thực tế nhu cầu về đầu tư của đại bộ phận các nhà đầu tư có tổ chức. Chính vì vậy, bên cạnh việc tăng quy mô thanh khoản cho thị trường, hoàn thiện khung pháp lý, hoàn thiện các chính sách về thuế, ngoại hối,... nhất thiết cần phải có các giải pháp nhằm hình thành và phát triển các tổ chức, định chế tài chính trung gian trên thị trường. Đặc biệt, cần tập trung xây dựng các định chế tài chính phi ngân hàng như các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, công ty đầu tư, phát triển thêm nhiều loại hình quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ (quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ đầu tư trái phiếu, quỹ đầu tư trái phiếu; công ty quản lý quỹ công chúng và công ty quản lý quỹ thành viên...). Bên cạnh đó, Chính phủ, Bộ tài chính, UBCKNN cần tạo những điều kiện thuận lợi về môi trường pháp lý, chính sách ưu đãi để khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư chứng khoán liên doanh và quỹ đầu tư 100% vốn nước ngoài theo lộ trình Hiệp định thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ và những cam kết của Việt Nam khi đàm phán gia nhập Tổ chức thương mại thế giới WTO. Việc thành lập và phát triển các định chế tài chính trung gian cần tiến hành trên 2 phương diện:

- Về quy mô vốn: Quy mô về vốn chính là cơ sở tiềm năng thể hiện tiềm lực tài chính của một tổ chức, định chế trung gian. Tiêu chí này không chỉ có vai trò quyết định trong việc hình thành khả năng kinh doanh nghiệp vụ của định chế mà còn có vai trò quan trọng trong nhận thức về khả năng của định chế của các nhà đầu tư có tổ chức,

trong đó, bao gồm cả khả năng về dịch vụ, công nghệ, nhân lực của định chế tài chính trung gian như đã nói trên. Chính vì vậy, việc hình thành cơ chế khuyến khích việc tăng vốn, tích lũy vốn cho đầu tư phát triển từ các nguồn lợi kinh doanh dịch vụ là hết sức cần thiết. Cụ thể, cần có các chính sách ưu đãi đối với các tổ chức này nếu các tổ chức có ý định tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại. Bên cạnh đó, khuyến khích các hình thức đầu tư vốn vào các tổ chức, trong đó, đặc biệt là hình thức chuyển giao góp vốn bằng công nghệ từ các tổ chức nước ngoài với quy mô và kinh nghiệm trong từng lĩnh vực cụ thể liên quan đến kiểm toán, dịch vụ môi giới, đầu tư chứng khoán..

- Về phạm vi hoạt động: Song song với việc tăng quy mô về vốn, việc không ngừng mở rộng quy mô hoạt động trong nhiều lĩnh vực hơn trong khuôn khổ cho phép tính là một tiêu chí thể hiện trong mục tiêu cạnh tranh của các định chế tài chính trung gian. Cho đến nay, rất dễ nhận thấy, hầu hết các định chế tài chính trung gian hiện có đều có xu hướng đăng ký hầu hết các lĩnh vực được phép nhằm tạo các điều kiện cho nhà đầu tư, khách hàng. Tính chuyên nghiệp của các tổ chức định chế tài chính trung gian bên cạnh việc cung cấp các dịch vụ đơn lẻ một cách chất lượng còn phải được thể hiện ở quy mô, sự tổ hợp của các dịch vụ. Từ đó, dịch vụ của các định chế tài chính trung gian sẽ mang tính trọn gói, tổng thể và đáp ứng được nhu cầu đa dạng của hầu hết những người tham gia đầu tư. Về vấn đề này, bên cạnh việc duy trì các tiêu chuẩn đăng ký loại hình nghiệp vụ, dịch vụ để duy trì chất lượng của các nghiệp vụ, dịch vụ, cần thiết phải có các định hướng cụ thể trong việc hoạch định, xây dựng các loại hình nghiệp vụ, dịch vụ trên cơ sở thực tế phát triển của thị trường nói chung cũng như tình hình và định hướng phát triển các nhà đầu tư có tổ chức trong bối cảnh chung của thị trường.

### **3.6. Phát triển các dịch vụ phụ trợ trên thị trường**

#### ***3.6.1. Phát triển các tổ chức kiểm toán độc lập và chuẩn hóa các chuẩn mực kế toán, kiểm toán của Việt Nam***

Hiện nay, có 5 công ty kiểm toán được UBCKNN chấp thuận cho phép tiến hành cung cấp dịch vụ kiểm toán trên TTCK Việt Nam. Để đáp ứng nhu cầu phát triển và đòi hỏi thông tin ngày càng minh bạch, chính xác và trung thực từ phía nhà đầu tư chúng ta cần có thêm nhiều công ty kiểm toán (kể cả trong và ngoài nước). Qua đó, một thị trường dịch vụ kiểm toán sẽ được hình thành, tạo cơ hội lựa chọn cho các tổ chức niêm yết,

CTCK, CTQLQ khi lựa chọn tổ chức kiểm toán. Bên cạnh việc tăng thêm nhiều công ty kiểm toán thì việc chuẩn hóa và tiến tới sớm ban hành đầy đủ các chuẩn mực kế toán, kiểm toán của Việt Nam là điều rất cần thiết. Điều đáng lưu ý là, các chuẩn mực này phải được xây dựng và hoàn thiện theo hướng phù hợp với thông lệ quốc tế. Vấn đề này lại mang một ý nghĩa rất lớn khi chúng ta đang trong quá trình hội nhập kinh tế, tài chính quốc tế và khu vực và đang chuẩn bị cho việc kết nối, niêm yết chéo với TTCK Singapore và một số nước ASEAN.

### ***3.6.2. Thành lập Trung tâm lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ***

Như phần trên chúng tôi đã đề cập, thời gian tới cần tiến hành sớm hình thành Trung tâm lưu ký độc lập, với chức năng quản lý lưu ký chứng khoán và thanh toán bù trừ là quản lý chứng khoán cho sở hữu chủ chứng khoán và cho đơn vị phát hành chứng khoán và thực hiện thanh toán các giao dịch chứng khoán. Trung tâm lưu ký này phải được trang bị một hệ thống phần mềm hiện đại, nối mạng giữa các thành viên lưu ký và Trung tâm để cung cấp kịp thời các thông tin về sở hữu chứng khoán và quản lý trực tiếp tài khoản của nhà đầu tư (thực hiện quản lý một cấp). Hơn nữa, thời gian thanh toán giao dịch nên áp dụng là T+0 để tạo tính thanh khoản cao cho thị trường.

### ***3.6.3. Thành lập Trung tâm phân tích chứng khoán***

Trong điều kiện các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam chưa có nhiều kinh nghiệm, khả năng dự đoán và phân tích chứng khoán (cả phân tích cơ bản lẫn phân tích kỹ thuật, phân tích thông tin) còn hạn chế thì việc hình thành trung tâm phân tích chứng khoán có ý nghĩa đặc biệt. Với chức năng là thu thập thông tin để tiến hành phân tích, đánh giá một cách khách quan các chứng khoán để cung cấp cho các nhà đầu tư, Trung tâm phân tích chứng khoán thực sự là một địa chỉ đáng tin cậy của nhà đầu tư trong tương lai và góp phần đa dạng và minh bạch hóa các thông tin trên TTCK, cung cấp những thông tin thật sự có giá trị cho các nhà đầu tư.

Căn cứ bảng tổng kết tài sản và báo cáo thu nhập của công ty, trung tâm phân tích chứng khoán thực hiện sự phân tích, xác định các hệ thống chỉ số: Các chỉ số lưu hoạt, để

xác định tình hình công nợ (chỉ số vốn hoạt động thuần, chỉ số tài sản lưu động, chỉ số tài sản nhạy cảm, chỉ số tiền mặt và chỉ số lưu lượng tiền mặt). Các chỉ số về cơ cấu vốn, xác định nguy cơ phá sản của công ty (chỉ số cổ phiếu thường, chỉ số cổ phiếu ưu đãi, chỉ số trái phiếu, chỉ số nợ trên vốn cổ phần hoặc vốn tự có...) và các chỉ số bảo chứng, thể hiện khả năng thanh toán (chi trả) của công ty.

#### ***3.6.4. Thành lập Trung tâm tin học***

Vai trò của trung tâm tin học rất lớn trong việc hỗ trợ vận hành các hệ thống giao dịch, hệ thống phần mềm trên TTCK. Trung tâm tin học là một Trung tâm được trang bị các thiết bị điện tử giúp cho việc vận hành TTCK một cách hiệu quả, nhanh chóng, chính xác, đảm bảo công bằng cho các nhà đầu tư. Trung tâm này sẽ đóng vai trò tối quan trọng khi hệ thống giao dịch được tự động hoàn toàn, đồng thời cung cấp các loại hình dịch vụ viễn thông khác.

#### ***3.6.5. Tổ chức định mức tín nhiệm***

Vì vai trò quan trọng của các tổ chức định mức tín nhiệm đối với sự phát triển của TTCK nói chung và đối với việc thu hút các nhà đầu tư tổ chức tham gia vào thị trường nói riêng là rất đáng kể, nên việc thành lập các tổ chức tín nhiệm là một nhu cầu tất yếu. Tuy nhiên để các tổ chức định mức tín nhiệm được ra đời, cần phải tạo hành lang pháp lý mà trong đó Luật chứng khoán sẽ đặt nền tảng pháp lý cơ bản cho các hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm trên TTCK. Kinh nghiệm của các nước đi trước cho thấy việc định mức tín nhiệm các công cụ nợ và các tổ chức phát hành là một hoạt động rất phức tạp, liên quan đến nhiều lĩnh vực hoạt động khác nhau nên nhất thiết phải được điều chỉnh bởi những văn bản có hiệu lực pháp lý cao.

Ngoài việc tạo hành lang pháp lý, các điều kiện khác cũng có vai trò quyết định đối với sự ra đời của tổ chức định mức tín nhiệm như quy mô thị trường phải đạt kích cỡ đủ lớn với sự đa dạng các hàng hóa trên thị trường, phải có một số lượng nhà đầu tư nhất định để tạo ra nhu cầu định mức.... Tổ chức định mức tín nhiệm muốn được các chủ thể tham gia thị trường thừa nhận và tồn tại thì bản thân nó phải là một tổ chức hoạt động độc lập, không thiên vị, có năng lực về kỹ thuật và có khả năng tiếp cận được với những thông tin đáng tin cậy của tổ chức được định mức. Với chức năng chủ yếu là xếp hạng tín nhiệm và cung cấp những thông tin về các công cụ nợ, làm cơ sở cho nhà đầu tư đánh giá

mức độ rủi ro và khả năng sinh lời trong đầu tư chứng khoán để đưa ra quyết định đầu tư hợp lý. Thời gian đầu, có thể nghiên cứu xây dựng mô hình tổ chức định mức tín nhiệm là công ty cổ phần, trong đó nhà nước nắm cổ phần chi phối để đảm bảo tính ổn định trong hoạt động của tổ chức này.

### ***3.6.6. Phát triển hoạt động tư vấn đầu tư và tư vấn tài chính***

Thực tế hoạt động của TTCK Việt Nam thời gian qua cho thấy mặc dù hoạt động tư vấn đầu tư và tư vấn tài chính được xem là một trong những hoạt động chính của các CTCK nhưng việc triển khai hoạt động này hết sức hạn chế. Phần lớn các CTCK tập trung việc tư vấn niêm yết và tư vấn cổ phần hóa, nhiều CTCK thậm chí chưa triển khai hoặc không đăng ký thực hiện dịch vụ này. Do đó, có thể nói rằng hoạt động tư vấn đầu tư và tư vấn tài chính thời gian qua đã bị chính CTCK và sau đó là các nhà đầu tư chưa đánh giá đúng mức. Khi quy mô và tính thanh khoản của thị trường tăng lên chắc chắn đây là một hoạt động khá sôi động và hấp dẫn. Vì lẽ đó, ngay từ bây giờ chúng ta cần chú ý phát triển hoạt động này. Các tổ chức tư vấn đầu tư mà đặc biệt là các công ty chứng khoán cần phải được thường xuyên bồi dưỡng và đào tạo kiến thức về chứng khoán và trị trường chứng khoán. Hình thức đào tạo cần tổ chức đa dạng, đó có thể là các khóa học do các cơ quan quản lý thị trường như UBCKNN, TTGDCK hoặc các cơ quan ban ngành có liên quan tổ chức. Đặc biệt, cần có sự phối hợp với các tổ chức chuyên tư vấn đầu tư đã có thời gian hoạt động lâu năm của nước ngoài để học hỏi và trao đổi kinh nghiệm.

### **3.7. Một số giải pháp khác**

Chúng tôi cho rằng, bên cạnh những giải pháp mang tính cấp bách vừa đề xuất trên, để tạo môi trường đầu tư thông thoáng và hiệu quả, qua đó thu hút thêm nhiều các nhà đầu tư tham gia, trước hết là nhà đầu tư tổ chức cần có những giải pháp mang tính hỗ trợ sau đây:

- Sớm đưa TTGDCK Hà Nội đi vào hoạt động theo mô hình đã được Chính phủ và Bộ Tài chính thông qua để nhằm đa dạng hóa các lựa chọn đầu tư cho công chúng, tạo tiền đề hình thành và phát triển thị trường OTC tại Việt Nam;

- Đẩy nhanh quá trình liên kết TTCK Việt Nam với TTCK các nước mà trước hết là TTCK Singapore theo chỉ đạo của Bộ Trưởng Bộ Tài chính. Để làm được điều này, ngay bây giờ cần có sự chuẩn bị về khung pháp lý, cơ sở vật chất kỹ thuật để đảm bảo qua 1 trình kết nối được thông suốt và hiệu quả. Trước mắt, nên chọn ra một số hoạt động quan trọng như niêm yết chéo, thực hiện thanh toán bù trừ... Quá trình triển khai phải được nghiên cứu kỹ và chuẩn bị chu đáo để tránh những ảnh hưởng không tốt đến sự phát triển của TTCK Việt Nam;

- Tiếp tục có những chương trình phối kết hợp với chính quyền địa phương trong việc hỗ trợ tăng lượng hàng hóa trên thị trường. Thời gian qua TTGDCK TP. HCM đã có chương trình phối hợp chặt chẽ với UBND TP. HCM nhằm tranh thủ sự ủng hộ của thành phố đối với hoạt động của TTCK. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng mô hình phối hợp này cần phải được phát huy và nhân rộng trong phạm vi cả nước theo hướng:

+ Tranh thủ các chính sách hỗ trợ của các địa phương về kinh phí liên quan đến kiểm toán và tư vấn niêm yết cho các công ty cổ phần đóng trên địa bàn nhằm tăng cung hàng hóa cho thị trường;

+ Đề nghị các địa phương có chính sách khuyến khích một số doanh nghiệp tiềm năng trên địa bàn lên niêm yết và thực hiện bán đấu giá cổ phần lần đầu của các doanh nghiệp cổ phần hóa qua các TTGDCK.

## **KẾT LUẬN**

Tóm lại, để khuyến khích các nhà đầu tư tổ chức tham gia giao dịch trên TTCK Việt Nam, cần thiết phải có những giải pháp mang tính cấp bách trên cơ sở một chiến lược lâu dài từ các vấn đề liên quan đến thuế, ngoại hối, lãi suất đến việc tăng cung hàng hóa, tạo khung pháp lý đồng bộ cho hoạt động của thị trường, phát triển các dịch vụ phụ trợ... Các giải pháp này phải được nghiên cứu kỹ lưỡng trên cơ sở tham khảo kinh nghiệm của thế giới để có thể ứng dụng vào điều kiện hoàn cảnh của Việt Nam một cách hiệu

quả nhất, tránh rập khuôn, giáo điều. Điều quan trọng cần lưu ý là các giải pháp không những giúp chúng ta giải quyết những vấn đề trước mắt mà còn là cơ sở để xây dựng một TTCK Việt Nam phát triển bền vững trong tương lai thông qua việc thiết lập một môi trường đầu tư thật sự thông thoáng, công khai, minh bạch và hiệu quả; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của tất cả các bên tham gia.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, (2004), *Tài liệu Hội nghị tập huấn Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 29 – 30/07/2004*.
2. Bộ Tài chính, (2004), *Thông tư số 57/2004/TT-BTC ngày 17/06/2004 hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*.
3. Bộ Tài chính (2004), *Thông tư số 58/2004/TT-BTC ngày 17/06/2004 hướng dẫn về thành viên giao dịch trên thị trường chứng khoán*.
4. Chính phủ, (1998), *Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 về chứng khoán và thị trường chứng khoán*.
5. Chính phủ, (2000), *Nghị định số 22/2000/NĐ-CP ngày 10/7/2000 về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán*.
6. Chính phủ, (2003), *Nghị định 114/2004/NĐ CP ngày 28/01/2004 về chứng khoán và thị trường chứng khoán*.
7. Đảng Cộng sản Việt Nam, (2000), *Văn kiện Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ IX*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
8. Minh Giang, (2002), “Để hoàn thiện và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam”. *Báo Chứng khoán Việt Nam*, (Số 3), Trang 3-4-5-6.
9. Phạm Thị Giang Thu, (2002), *Luận án Tiến sĩ luật học, “Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*, Hà Nội.
10. Nguyễn Hồng, (2000), “Đừng bịt mắt nhà đầu tư”. *Báo Đầu tư chứng khoán*, (Số 50), Trang 7.
11. Thanh Hoài, (2000), “Thông tin cho TTCK - vấn đề cần được quan tâm”. *Thời báo tài chính Việt Nam*, (Số 9), Trang 10.
12. Bùi Nguyên Hoàn, (1998), *“Thị trường chứng khoán và công ty cổ phần”*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
13. Thanh Hương, (2002), “Công bố thông tin của công ty chứng khoán”. *Báo Chứng khoán Việt Nam*, (Số 2), Trang 49-50.
14. Nguyễn Ngọc Hùng, (1997), *Thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê, Hà Nội.
15. Quang Huy, (2000), “Công khai thông tin – điều không thể thiếu cho một cuộc chơi lành mạnh”. *Thời báo tài chính Việt Nam*, (Số 9), Trang 10.
16. Vũ Thị Kim Liên, (2002), “Tăng cường chế độ công bố thông tin đối với công ty niêm yết”. *Chứng khoán Việt Nam*, (Số 2), Trang 17-18-19.
17. Vân Linh, (2002), “Ý kiến người trong cuộc về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán”. *Báo Chứng khoán Việt Nam*, (Số 2), Trang 13.
18. Văn minh, (2002), “Bàn thêm về công tác thông tin của các công ty niêm yết”. *Báo Đầu tư chứng khoán*, (Số 143), Trang 19.



19. Lê Thị Năng, (2002), “Báo cáo thực trạng công bố thông tin của các tổ chức niêm yết”, TP. Hồ Chí Minh.
20. Tiến sĩ Lê Vũ Nam, (2002), “Báo cáo thực trạng công bố thông tin tại trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh”, TP. Hồ Chí Minh.
21. Tiến sĩ Lê Vũ Nam, (2002), “Xây dựng khung pháp lý về hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí *Khoa học pháp lý*, (Số 6), trang 35-39.
22. Tiến sĩ Lê Vũ Nam, (2003), “Hoàn thiện khung pháp luật về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí *Nhà nước và Pháp luật*, (Số) 10, trang 65-72.
23. Phạm Đăng Quang, (2001), *Chứng khoán và tìm hiểu thị trường chứng khoán*, XNB Thống kê, Hà Nội.
24. Phạm Đăng Quang, (2002), *Tìm hiểu các quy định pháp luật áp dụng trong ngành chứng khoán*, XNB Thống kê, Hà Nội.
25. Quốc Hội, (1992), *Hiến pháp nước cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam 1992*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.
26. Tiến sĩ Trần Đắc Sinh, (2002), Đề tài cấp UBCKNN, “Tăng cường và hoàn thiện hệ thống công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Thành phố Hồ Chí Minh.
27. Nguyễn Sơn, (2002), “Thị trường chứng khoán Việt Nam một số vấn đề về hoàn thiện khung pháp lý”. Báo *Chứng khoán Việt Nam*, (Số 2), Trang 9-10-11-12.
28. Đinh Dũng Sỹ, (2001), “Pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán Việt Nam - Thực trạng và phương hướng hoàn thiện”. Báo *Chứng khoán Việt Nam*, (Số 2), Trang 39-40-41-42.
29. Lê Văn Tề, (1999), *Thị trường chứng khoán tại Việt Nam*, XNB Thống kê, Hà Nội.
30. Lê Văn Tư, Lê Tùng Vân, (1997), *Thị trường chứng khoán*, XNB Thống kê, Hà Nội.
31. Trần Tô Tử, (1999), “Sự cần thiết của thị trường chứng khoán ở Việt Nam”. Báo *Đầu tư chứng khoán*, (Số 2), Trang 4-5.
32. Thạc sĩ Trần Quốc Tuấn, (2001), Đề tài nghiên cứu “Một số giải pháp cơ bản để nâng cao hoạt động công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, TP. Hồ Chí Minh
33. Trần Quốc Tuấn, (2002), *Cẩm nang đầu tư chứng khoán*, XNB Thống kê, Hà Nội.
34. Nguyễn Thanh Tuyền, (1996), *Lý thuyết thị trường chứng khoán*, XNB TP. Hồ Chí Minh, TP. Hồ Chí Minh.

35. Trần Quang Thái, (2001), “Các nhà đầu tư chứng khoán không nên bỏ qua bản cáo bạch”. Báo *Đầu tư chứng khoán*, (Số 106), Trang 8.
36. Trường đại học ngoại thương Hà Nội, (1998), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Giáo dục, Hà Nội.
37. Trường đại học tài chính kế toán Hà Nội, (2000), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Tài chính, Hà Nội.
38. Trung tâm nghiên cứu và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán, (2003), *Tập tài liệu về bài giảng Luật áp dụng trong ngành chứng khoán*, Hà Nội.
39. Trung tâm nghiên cứu và bồi dưỡng nghiệp vụ chứng khoán, (2003), *Chứng khoán và thị trường chứng khoán những kiến thức cơ bản*, Hà Nội.
40. Securities Market In Japan 2001 – J.S Reseach Institute.
41. Tokyo Stock Exchange 2001-2002 Fack Book.
42. Taiwan Securities & Futures Market 1997
43. The Sucurities & Futures Commission Annual Report 1997 ( Republic of China).
44. Series 7-1999
45. Measures to disseminate stock property – May, 1999 ( Internationnal Organization of Sucurities Commission – OICU \_ IOSCO).
46. Intiernationnal Disclosure Standards for Cross-Boder Offerings and Innitial Listings by Foreign Issuers \_ OICU –IOSCO ( September 1998).
47. Principls for Ongoing Disclosure and Materiel Development Reporting by Listed Entities – October 2002 (OICU – IOSCO).