

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**NGUYỄN THỊ THANH HIẾU**

**HOÀN THIỆN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI**  
**THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI - 2011**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

**NGUYỄN THỊ THANH HIẾU**

**HOÀN THIỆN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI  
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành : Kinh tế chính trị**

**Mã số : 62.31.01.01**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:**

- 1. GS.TS Phạm Quang Phan**
- 2. TS Đào Lê Minh**

**HÀ NỘI - 2011**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu độc lập của tôi. Các số liệu được sử dụng trong luận án là trung thực, có nguồn gốc rõ ràng. Những kết quả của luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình khoa học nào.

Tác giả luận án

**Nguyễn Thị Thanh Hiếu**

## MỤC LỤC

		Trang
	LỜI CAM ĐOAN	
	MỤC LỤC	
	DANH MỤC THUẬT NGỮ VIẾT TẮT	
	DANH MỤC BẢNG BIỂU, HÌNH VẼ, SỐ ĐỒ	
	LỜI MỞ ĐẦU	1
	CHƯƠNG 1. NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	11
1.1.	<b>NHỮNG VẤN ĐỀ CHUNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN</b>	11
1.2.	<b>QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK</b>	19
1.3.	KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI VỀ QLNN ĐỐI VỚI TTCK VÀ BÀI HỌC RÚT RA CHO VIỆT NAM	51
	CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	70
2.1.	KHÁI QUÁT SỰ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN CỦA TTCK VIỆT NAM	70
2.2.	PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	87
2.3.	ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG QLNN ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	104
	CHƯƠNG 3: QUAN ĐIỂM VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	135
3.1.	TÁC ĐỘNG CỦA HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ ĐẾN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK	135
3.2.	MỤC TIÊU VÀ QUAN ĐIỂM HOÀN THIỆN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	144
3.3.	GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN QLNN ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM	151
3.4.	MỘT SỐ KIẾN NGHỊ VỚI CHÍNH PHỦ VÀ CƠ QUAN QUẢN LÝ	191
	KẾT LUẬN	194
	CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ	196
	DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	197
	PHỤ LỤC 1	1-18
	PHỤ LỤC 2	19-30

## DANH MỤC CÁC THUẬT NGỮ VIẾT TẮT

CK	Chứng khoán
CK & TTCK	Chứng khoán và thị trường chứng khoán
CPH	Cổ phần hóa
CTCK	Công ty chứng khoán
CTCP	Công ty cổ phần
CTNY	Công ty niêm yết
CTQLQ	Công ty quản lý quỹ
DN	Doanh nghiệp
ĐKGD	Đăng ký giao dịch
ĐTCK	Đầu tư chứng khoán
ĐTNN	Đầu tư nước ngoài
GDCK	Giao dịch chứng khoán
IOSCO	Tổ chức quốc tế các ủy ban chứng khoán
KDCK	Kinh doanh chứng khoán
KTQT	Kinh tế quốc tế
KTTT	Kinh tế thị trường
LKCK	Lưu ký chứng khoán
NHNN	Ngân hàng nhà nước
NYCK	Niêm yết chứng khoán
PHCK	Phát hành chứng khoán
QLNN	Quản lý nhà nước
SCIC	Tổng công ty đầu tư kinh doanh vốn nhà nước
SGDCK	Sở giao dịch chứng khoán
TCNY	Tổ chức niêm yết
TPCP	Trái phiếu Chính phủ
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTLKCK	Trung tâm lưu ký chứng khoán
WTO	Tổ chức thương mại thế giới

## DANH MỤC BẢNG BIỂU, HÌNH VẼ VÀ SƠ ĐỒ

<b>A. Bảng biểu</b>		Trang
Bảng 1.1.	Các tiêu chí đánh giá nội dung quản lý TTCK	45
Bảng 2.1.	Thống kê thị trường 2006-2010	79
Bảng 2.2.	Thống kê số liệu về các trường hợp vi phạm đã bị xử phạt năm 2009-2010	113
Bảng 3.1.	Cam kết cụ thể trong lĩnh vực CK	133
<b>B. Hình vẽ</b>		
Hình 1.1.	Nội dung QLNN đối với TTCK	30
Hình 1.2.	Sơ đồ năm trụ cột của QLNN đối với TTCK	35
Hình 1.3.	Mô hình QLNN đối với TTCK Hoa Kỳ	55
Hình 1.4.	Mô hình QLNN đối với TTCK Hàn Quốc	62
Hình 2.1.	Giá trị giao dịch trái phiếu niêm yết trên SGDCK Hà Nội năm 2005-2010	77
Hình 2.2.	Giá trị GDCK niêm yết trên SGDCK TP HCM năm 2000-2010	80
Hình 2.3.	Số tài khoản giao dịch	80
Hình 2.4	Quy mô mua ròng của vốn ngoại trên hai sàn chứng khoán	81
Hình 2.5.	Cơ cấu tổ chức bộ máy của UBCKNN Việt Nam	92

## LỜI MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài:

Quá trình thực hiện công cuộc đổi mới, xây dựng và phát triển đất nước đòi hỏi ngày càng phải có nhiều vốn. Nhận thức sâu sắc vấn đề đó, Chính phủ đã tiến hành hàng loạt các bước chuẩn bị và đến tháng 7/2000, Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) ở nước ta đã chính thức ra đời và đi vào hoạt động, mở ra thời kỳ mới- thời kỳ hình thành và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) ở Việt Nam.

Sau 10 năm hoạt động, TTCK Việt Nam có những bước tiến bộ đáng kể: ra đời Ủy ban chứng khoán nhà nước (UBCKNN), với Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) tại thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và SGDCK tại Hà Nội (HXN), Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK) và hơn 100 công ty chứng khoán (CTCK). Dù bị ảnh hưởng của khủng hoảng và suy thoái kinh tế, mức vốn hóa toàn thị trường tính đến cuối tháng 12 -2009 là 620 nghìn tỷ đồng, tương đương gần 38% GDP; so với thời điểm cuối năm 2008 (225 nghìn tỷ đồng), mức vốn hóa đã tăng gấp gần 3 lần; tính đến ngày 26/12/2010, giá trị vốn hóa thị trường đạt 736,1 nghìn tỷ đồng. Số lượng tài khoản năm 2009 tăng hơn 50% so với năm 2008 (đạt 793 nghìn tài khoản); tính đến ngày 20/11/2010, số lượng tài khoản nhà đầu tư là 1.031.490. Số lượng công ty niêm yết (CTNY) năm 2009 tăng hơn 30% (453 công ty) so với năm 2008; tính đến ngày 26/12/2010, số lượng DN niêm yết trên cả hai sàn là 622; so với năm 2009, số DN niêm yết mới đã tăng 168 doanh nghiệp (37%), mức tăng kỷ lục kể từ khi ra đời của TTCK Việt Nam. Tính đến tháng 12/2009, giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài (ĐTNN) trên TTCK đạt khoảng 6,6 tỷ USD, tăng gần 1,5 tỷ USD so với đầu năm 2009. Thống kê chung cả HNX và HOSE với các giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ, không tính trái phiếu, tổng lượng vốn mua ròng trong năm 2010 của nhà ĐTNN đạt 16.145,87 tỷ đồng; đây là quy mô vốn vào tăng rất đáng chú ý so với mức 3.372,83 tỷ đồng của năm 2009; mức mua ròng năm 2010 chỉ đứng sau kỷ lục hơn 23 nghìn tỷ đồng của năm 2007. Tính đến ngày 30/11/2010 có tổng cộng 1608 công ty đại chúng, trong đó có 631 công ty đã niêm yết trên hai Sở.

Bên cạnh những thành tựu bước đầu, TTCK Việt Nam vẫn nhỏ bé, ở dạng sơ khai, là lĩnh vực đầu tư hết sức nhạy cảm, tính rủi ro cao và dễ phát sinh tiêu cực, có thể gây ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế cũng như xã hội, cần được quản lý.

Nhận rõ vị trí quan trọng của TTCK và sự cần thiết phải quản lý đối với TTCK, nhằm tăng cường việc huy động nguồn vốn để xây dựng và phát triển kinh tế trong nước và hội nhập kinh tế quốc tế (KTQT), cơ quan quản lý đã chủ động ban hành nhiều văn bản quy định khuôn khổ pháp lý, hoàn thiện tổ chức quản lý, yêu cầu cung cấp thông tin nhằm minh bạch hóa TTCK, tăng cường thanh tra, giám sát, đưa ra chế tài xử phạt các vi phạm về kinh doanh chứng khoán (KDCK); nhưng hoạt động của TTCK vẫn còn nhiều bất cập cần tháo gỡ như: tổ chức bộ máy quản lý chưa hoàn thiện, khung pháp lý chưa đồng bộ, mức cung của TTCK chưa phong phú, giám sát hoạt động chưa phù hợp gây cản trở đến hoạt động của TTCK.

Những hạn chế trên cần được khắc phục để tạo điều kiện thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển nhanh, ổn định vững chắc, tạo kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế quốc dân, từng bước đưa TTCK Việt Nam hội nhập với TTCK quốc tế.

Xuất phát từ tình hình thực tế và với mong muốn khắc phục những hạn chế trên, tôi đã chọn vấn đề: ” ***Hoàn thiện quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán Việt Nam*** ” làm đề tài luận án tiến sỹ của mình.

## **2. Tổng quan tình hình nghiên cứu đề tài:**

CK, TTCK và quản lý TTCK là một trong những chủ đề dành được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu lý luận và thực tiễn ở nước ta trong những năm gần đây. Các tác giả đề cập đến các vấn đề: hình thành, tạo lập và phát triển của TTCK; phát triển các tổ chức tham gia TTCK; phát triển hàng hóa của TTCK; những kiến thức, thường thức về CK; các bí quyết về KDCK, mô tả cận kề những cá nhân cụ thể thành công trong lĩnh vực KDCK; khía cạnh quản lý TTCK Việt Nam.

Luận văn “*Vai trò của nhà nước trong quá trình hình thành và phát triển TTCK ở Việt Nam*” (2006) của Lê Mai Thanh cho rằng nội dung vai trò Nhà nước đối với sự hình thành và phát triển TTCK là định hướng và xây dựng kế hoạch phát triển TTCK; lập ra các chính sách hỗ trợ TTCK phát triển; tổ chức, quản lý và giám sát hoạt động kinh doanh và phát triển TTCK; đào tạo đội ngũ quản lý và KDCK; tham gia phát hành trái phiếu trên TTCK. Tác giả luận văn cũng đã phân tích thực



trạng về vai trò của Nhà nước trong quá trình hình thành và phát triển TTCK Việt Nam: chuẩn bị các điều kiện cho việc ra đời TTCK Việt Nam; hoạch định chiến lược phát triển TTCK Việt Nam; xây dựng môi trường pháp lý phát triển TTCK; tham gia phát hành trái phiếu trên thị trường; quản lý và tổ chức các hoạt động của TTCK; lập ra các chính sách hỗ trợ để TTCK phát triển (chính sách khuyến khích các CTCP ra niêm yết, chính sách khuyến khích các nhà đầu tư và các tổ chức KDCK). Tác giả đề xuất 08 giải pháp hoàn thiện vai trò của Nhà nước đối với phát triển TTCK Việt Nam là: đảm bảo môi trường kinh tế vĩ mô ổn định và dự báo được; giữ vững ổn định về chính trị-xã hội; thực hiện đồng bộ và thống nhất về hệ thống quản lý và hệ thống tài chính; hoàn thiện khung pháp lý, sớm đưa Luật CK vào thực tiễn; phát triển cung cầu cho TTCK; mở rộng quy mô, nâng cao chất lượng cung cấp dịch vụ trên thị trường; đảm bảo thị trường tiền tệ hoạt động ổn định và lành mạnh; phát triển các TTGDCK, tăng cường công tác giám sát và cưỡng chế thực thi hoạt động TTCK.

Như vậy, luận văn đã nêu được một số vấn đề về QLNN đối với TTCK Việt Nam nhưng chưa có cái nhìn toàn diện, đầy đủ về khái niệm và các nội dung QLNN đối với TTCK Việt Nam; tác giả nghiên cứu vai trò của nhà nước đối với TTCK trên góc độ chức năng quản lý. Ở thời điểm tác giả bảo vệ luận văn, Việt Nam chưa chính thức trở thành thành viên của WTO và Luật CK Việt Nam chưa có hiệu lực.

Có hơn 40 luận án tiến sỹ về CK, TTCK; đối với vấn đề QLNN đối với TTCK có các luận án tiến sỹ sau:

- “*Xây dựng và hoàn thiện khung pháp luật thị trường chứng khoán ở Việt Nam*”(2002). Tác giả Phạm Thị Giang Thu nghiên cứu những vấn đề lý luận về TTCK; cơ cấu, đặc điểm khung pháp luật TTCK; vai trò khung pháp luật và vấn đề điều chỉnh khung pháp luật TTCK ở Việt Nam.

Theo tác giả, ở thời điểm nghiên cứu, đặc điểm cơ bản của quá trình hình thành khung pháp luật TTCK Việt Nam là: khung pháp luật TTCK Việt Nam được hình thành trong điều kiện nền kinh tế chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền KTTT định hướng XHCN; khung pháp luật TTCK Việt Nam tạo điều kiện hình thành và phát triển TTCK Việt Nam; khung pháp luật TTCK Việt Nam hình thành trong điều kiện Việt Nam chưa có một khung pháp luật hoàn thiện

mang đầy đủ đặc trưng của nền KTTT; khung pháp luật TTCK Việt Nam được xây dựng và hoàn thiện trên cơ sở đang tập trung những quy định và tư duy của nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung. Luận án đã phân tích thực trạng về các nguyên tắc pháp lý cơ bản của khung pháp luật TTCK Việt Nam và thực trạng pháp luật TTCK Việt Nam và đề xuất 05 giải pháp nhằm hoàn thiện khung pháp luật TTCK Việt Nam: sửa đổi, bổ sung một số luật liên quan trực tiếp đến TTCK; sửa đổi, bổ sung các quy định về PHCK; xây dựng và hoàn thiện quy định về tổ chức và GDCK tại thị trường tập trung; hoàn thiện các quy định về QLNN đối với TTCK; ban hành Luật CK&TTCK.

- *“Hoàn thiện pháp luật về giao dịch chứng khoán trên thị trường giao dịch tập trung”* (2008). Tác giả Tạ Thanh Bình phân tích những nội dung cơ bản của pháp luật Việt Nam hiện hành về GDCK trên thị trường giao dịch tập trung; đánh giá những ưu điểm và nhược điểm của pháp luật về tổ chức thị trường giao dịch tập trung (về phạm vi, mô hình tổ chức của thị trường giao dịch tập trung), về đối tượng giao dịch, về chủ thể tham gia giao dịch (CTCK, nhà đầu tư), về cơ chế giao dịch, về xử lý vi phạm và giải quyết tranh chấp liên quan đến GDCK; từ đó đề xuất giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện pháp luật về GDCK trên thị trường giao dịch tập trung ở Việt Nam: hoàn thiện pháp luật về tổ chức thị trường giao dịch tập trung, về hàng hóa là đối tượng của SGDK, về chủ thể tham gia giao dịch, về cơ chế giao dịch, về xử lý vi phạm và giải quyết tranh chấp liên quan tới GDCK.

- *“Pháp luật về bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán tập trung ở Việt Nam”* (2008)- Hoàng Thị Quỳnh Chi. Tác giả phân tích, đánh giá thực trạng qui định của pháp luật hiện hành và thực tiễn áp dụng pháp luật bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư ở Việt Nam, từ đó đề xuất những giải pháp hoàn thiện pháp luật bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư trên TTCK ở Việt Nam: hoàn thiện khung pháp lý (hoàn thiện pháp luật về CK&TTCK, hoàn thiện các quy định về xử lý các hành vi vi phạm pháp luật gây thiệt hại cho nhà đầu tư trên TTCK); nâng cao năng lực bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư cho các chủ thể (nâng cao năng lực quản lý của các cơ quan QLNN, các tổ chức tự quản, nâng cao năng lực tự bảo vệ của các nhà đầu tư).

- *“Hoàn thiện pháp luật về các tổ chức kinh doanh chứng khoán trên thị trường chứng khoán tập trung ở Việt Nam”*(2009) - Nguyễn Thị Thuận. Nội dung của luận án đề cập đến: một số vấn đề chung về TTCK, tổ chức KDCK (CTCK, CTQLQ) và pháp luật về tổ chức KDCK trên TTCK tập trung; thực trạng pháp luật về tổ chức KDCK trên TTCK tập trung ở Việt Nam (về điều kiện thành lập; về tổ chức và hoạt động; về quyền và nghĩa vụ của các tổ chức KDCK; về tổ chức KDCK có yếu tố nước ngoài; về giám sát, thanh tra, xử lý vi phạm và giải quyết các xung đột, tranh chấp, khiếu nại đối với các tổ chức KDCK; về chia, tách, sát nhập, hợp nhất, chuyển đổi, giải thể, phá sản tổ chức KDCK; về quản trị công ty trong các tổ chức KDCK; về mối quan hệ giữa các tổ chức KDCK với các chủ thể trên TTCK); định hướng và các giải pháp hoàn thiện pháp luật về các tổ chức KDCK trên thị trường tập trung ở Việt Nam.

Do phạm vi và giới hạn nghiên cứu, trong khuôn khổ của luận án tiến sỹ luật học, các luận án trên mới chỉ đề cập đến một nội dung của QLNN đối với TTCK là xây dựng, hoàn thiện pháp luật cho các chủ thể, các hoạt động của TTCK mà chưa đề cập đến các mặt khác của QLNN đối với TTCK.

- Trong luận án *“Cơ chế quản lý tài chính đối với hoạt động của thị trường chứng khoán ở Việt Nam”*(2002); tác giả Trần Văn Quang nghiên cứu những vấn đề cơ bản về TTCK và cơ chế quản lý tài chính đối với hoạt động của thị trường này; thực trạng và giải pháp hoàn thiện cơ chế quản lý tài chính đối với hoạt động của TTCK ở Việt Nam: hoàn thiện cơ chế chính sách tài chính vĩ mô đối với hoạt động của TTCK (hoàn thiện cơ chế chính sách thuế, phí, lệ phí); hoàn thiện cơ chế quản lý tài chính đối với hoạt động của TTCK (đối với hoạt động của TTGDCK và thiết lập cơ chế tài chính đối với SGDCK; đối với hoạt động phát hành và NYCK; đối với hoạt động ĐTCK; hoàn thiện công tác kiểm soát tài chính đối với hoạt động kinh doanh trên TTCK).

Tuy cơ chế tài chính là nội dung rất quan trọng đối với hoạt động của TTCK nhưng cũng chỉ là một trong các khía cạnh cần giải quyết của QLNN đối với TTCK.

- *“Giám sát giao dịch chứng khoán trên TTCK Việt Nam”*(2010)- Lê Trung Thành. Luận án hệ thống hóa những vấn đề lý luận cơ bản về giám sát GDCK trên TTCK; phân tích, đánh giá thực trạng giám sát GDCK trên TTCK Việt Nam và rút

ra kết luận TTCK Việt Nam không đạt mức hiệu quả dạng yếu, thị trường bị trục lợi bởi các giao dịch thao túng, nội gián, với những mức độ trục lợi khác nhau ở các thời kỳ nghiên cứu và những vi phạm pháp luật khác liên quan đến GDCK. Tác giả đã đi sâu phân tích thực trạng giám sát GDCK trên TTCK Việt Nam ở cả 2 cấp là UBCKNN và các tổ chức tự quản. Đánh giá chung, các chủ thể giám sát mới chỉ giám sát được các vi phạm tuân thủ quy định của pháp luật về quy trình giao dịch, công bố thông tin liên quan; còn giám sát các giao dịch nội gián, thao túng thị trường chưa được thực hiện. Luận án đã đề xuất những giải pháp tăng cường giám sát GDCK trên TTCK Việt Nam: xác lập mô hình giám sát GDCK và mối quan hệ giữa các chủ thể giám sát, nội dung và phương thức giám sát GDCK của mỗi chủ thể giám sát, trong đó chú trọng vai trò của Hiệp hội KDCK trong hoạt động giám sát GDCK. Các giải pháp về nâng cao năng lực nhân sự thực hiện giám sát GDCK, xây dựng cơ sở dữ liệu phục vụ giám sát và đề xuất hệ thống chỉ tiêu giám sát GDCK cũng được luận án đưa ra và luận giải một cách có khoa học.

Những luận án trên mới chỉ đề cập đến một trong những nội dung của QLNN đối với TTCK như xây dựng, hoàn thiện pháp luật cho các chủ thể, các hoạt động của TTCK; ban hành chính sách, công cụ quản lý TTCK; tăng cường giám sát đối với hoạt động GDCK.

- *“Quá trình hình thành và quản lý thị trường chứng khoán ở một số nước và bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam”* (2005). Tác giả Nguyễn Hải Thập phân tích lý luận về sự hình thành và quản lý TTCK; thực trạng về vấn đề này ở một số nước và đưa ra những kiến nghị nhằm hoàn thiện việc hình thành và quản lý TTCK ở Việt Nam.

Đặc biệt, tác giả luận án phân tích quá trình hình thành, phát triển và quản lý TTCK ở một số nước và rút ra những bài học kinh nghiệm về việc hình thành TTCK Việt Nam, về quản lý TTCK đối với Việt Nam. Tác giả đã đưa ra 7 giải pháp hoàn thiện việc hình thành và 7 giải pháp hoàn thiện việc quản lý TTCK Việt Nam, 11 kiến nghị đối với Chính phủ và các cơ quan QLNN có liên quan những vấn đề cần thiết cho việc phát triển và quản lý TTCK Việt Nam.

Tuy nhiên đây là nghiên cứu khi Việt Nam chưa phải là thành viên của WTO, Luật CK chưa ra đời. Hiện nay, Việt Nam đang phải thực hiện các cam kết

với WTO, Luật CK đã được thực hiện hơn 3 năm và tồn tại nhiều vấn đề cần được điều chỉnh, hơn nữa kinh tế thế giới sau khủng hoảng đã bắt đầu bước vào thời kỳ hồi phục.

- “*Một số giải pháp nâng cao vai trò quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán tập trung ở Việt Nam hiện nay*”(2006) - Vũ Xuân Dũng.

Tác giả khẳng định vai trò của Nhà nước trong việc quản lý các hoạt động của TTCK tập trung thể hiện trên 04 mặt: thiết lập bộ máy QLNN đối với lĩnh vực CK & TTCK; xây dựng, ban hành các chính sách, pháp luật và công cụ quản lý khác; tổ chức quản lý, giám sát các hoạt động của TTCK tập trung; định hướng và thúc đẩy TTCK phát triển. Luận án đã phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động QLNN đối với Việt Nam trên các mặt công tác: thiết lập và hoàn thiện bộ máy QLNN đối với TTCK; xây dựng và hoàn chỉnh khung pháp lý; quản lý các hoạt động cơ bản trên TTCK tập trung (phát hành, niêm yết, GDCK, công bố thông tin, LKCK,...). Các giải pháp để nâng cao vai trò QLNN đối với TTCK Việt Nam được xuất phát từ việc nghiên cứu thực tiễn quản lý TTCK Việt Nam, cùng với việc tham khảo kinh nghiệm của một số nước, đồng thời gắn với chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010. Các giải pháp được đề xuất là: hoàn thiện bộ máy QLNN đối với TTCK; hoàn chỉnh khung pháp lý CK & TTCK; tăng cường quản lý đối với các hoạt động PHCK ra công chúng; đẩy mạnh công tác quản lý, giám sát nhà nước đối với hoạt động niêm yết và GDCK; tăng cường quản lý các hoạt động công bố thông tin, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK; hoàn thiện công tác QLNN đối với hoạt động tổ chức thị trường GDCK, hoạt động kinh doanh, dịch vụ và ĐTCK; tiếp tục tạo dựng và phát triển TTCK.

Theo tác giả Vũ Xuân Dũng, chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010 là một trong những căn cứ đưa ra giải pháp, hơn nữa, ở thời điểm tác giả bảo vệ luận án, Luật CK Việt Nam sắp có hiệu lực và Việt Nam lúc đó sắp trở thành thành viên của WTO. Có thể thấy tác giả nghiên cứu QLNN đối với TTCK tập trung theo các hoạt động của TTCK tập trung (phát hành, niêm yết, GDCK, công bố thông tin, LKCK,...). Trong luận án của mình, tôi nghiên cứu QLNN đối với TTCK Việt Nam theo chức năng có kết hợp ở mức độ nhất định với quản lý theo các yếu tố và quản lý theo hoạt động của thị trường.

Như vậy, tuy có một số công trình nghiên cứu về các khía cạnh khác nhau của QLNN đối với TTCK, nhưng chưa có công trình nào trong chuyên ngành kinh tế chính trị ở cấp độ tiến sỹ đề cập toàn diện, đầy đủ đến QLNN đối với TTCK trong điều kiện Việt Nam sẽ có những thời cơ mới, vận hội mới đồng thời phải đối mặt với nhiều thách thức to lớn khi thực hiện các cam kết với WTO và Luật CK đã thực hiện được hơn 3 năm. Vì vậy cần có một nghiên cứu cụ thể, toàn diện, sâu sắc hơn về QLNN đối với TTCK, tìm ra sự thống nhất về nhận thức để có thể vận dụng một cách khoa học và hiệu quả. Qua trình bày tình hình lịch sử nghiên cứu về QLNN đối với TTCK, có thể đảm bảo đề tài luận án sẽ là đề tài phát triển theo hướng nghiên cứu mới độc lập, không trùng lặp với các đề tài đã công bố.

Phần tổng quan tình hình nghiên cứu đề tài sẽ được trình bày rộng hơn trong phụ lục số 1.

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu là vấn đề lý luận và thực tiễn về QLNN đối với TTCK Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu của đề tài: nghiên cứu QLNN đối với TTCK ở Việt Nam từ khi ra đời (năm 2000), đặc biệt từ khi Luật CK có hiệu lực và Việt Nam chính thức trở thành thành viên của Tổ chức thương mại thế giới (WTO) (2007) đến nay.

QLNN đối với TTCK được thực hiện bởi nhiều cơ quan quản lý khác nhau. Tác giả giới hạn phạm vi nghiên cứu ở hoạt động quản lý của Bộ Tài chính và UBCKNN đối với TTCK tập trung, thị trường có sự quản lý của Nhà nước, thị trường mà Luật CK điều chỉnh. Hoạt động quản lý của SGDCK và Hiệp hội CK chỉ được nghiên cứu với tư cách bổ sung nhằm hoàn thiện vấn đề nghiên cứu.

QLNN có nội dung phức tạp, rộng lớn, là đề tài thuộc chuyên ngành Kinh tế chính trị, luận án chỉ hướng vào nghiên cứu *những vấn đề chung, cơ bản của QLNN đối với TTCK Việt Nam theo chức năng có kết hợp ở mức độ nhất định với quản lý theo các yếu tố của thị trường và quản lý theo hoạt động nghiệp vụ của thị trường nhằm làm rõ nội dung QLNN về các mặt: mục tiêu quản lý; tạo lập môi trường luật pháp; tổ chức bộ máy quản lý; chính sách, công cụ quản lý; thanh tra, giám sát và điều hành mà không trình bày sâu về quản lý các hoạt động nghiệp vụ*

của TTCK bởi đây là nội dung chuyên biệt của TTCK sẽ được trình bày ở những đề tài chuyên ngành.

#### **4. Phương pháp nghiên cứu**

Luận án vận dụng phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng và duy vật lịch sử làm cơ sở phương pháp luận cho nghiên cứu, kết hợp phương pháp phân tích và tổng hợp để làm rõ các nội dung khoa học và thực tiễn của vấn đề nghiên cứu. Ngoài ra phương pháp thống kê, kinh nghiệm và dự báo cũng được sử dụng trong quá trình nghiên cứu.

#### **5. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu**

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận về QLNN đối với TTCK Việt Nam. Trong đó tác giả sẽ cung cấp cách nhìn toàn diện về nội dung QLNN đối với TTCK.

- Phân tích thực trạng QLNN đối với TTCK Việt Nam trong thời gian qua, trên cơ sở phân tích toàn diện tình hình QLNN để rút ra kết luận khoa học làm cơ sở đề xuất các giải pháp hoàn thiện.

- Đề xuất các quan điểm, định hướng cơ bản và các giải pháp phù hợp nhằm hoàn thiện QLNN trong quá trình hội nhập KTQT.

#### **6. Những đóng góp mới của luận án**

- Luận án làm rõ khái niệm QLNN đối với TTCK về chủ thể, đối tượng, mục tiêu và phương pháp quản lý. Chỉ ra tính đặc thù QLNN đối với TTCK về nội dung bao gồm quản lý hành chính và quản lý nghiệp vụ CK đặc thù về phương pháp quản lý trực tiếp và phương pháp tự quản; đặc thù về thanh tra, giám sát và điều hành TTCK

- Luận án đã nghiên cứu toàn diện QLNN đối với TTCK theo 3 giác độ: quản lý theo chức năng, theo các yếu tố của TTCK và quản lý các hoạt động nghiệp vụ KDCK.

- Kết quả nghiên cứu cho thấy để xác định “liều lượng” QLNN phù hợp trong từng giai đoạn cụ thể cần phải phân tích những nội dung cơ bản, quan trọng của QLNN đối với TTCK đó là: xác định mục tiêu quản lý, tạo lập môi trường luật pháp; tổ chức bộ máy quản lý; chính sách, công cụ quản lý; thanh tra, giám sát và điều hành TTCK.

- Bổ sung thêm quan điểm cơ bản về QLNN đối với TTCK trong thời kỳ hội

nhập KTQT: Quan điểm quản lý toàn diện đồng bộ các hoạt động nghiệp vụ KDCK, sử dụng đồng bộ các công cụ, các phương pháp quản lý, các lĩnh vực liên quan đến TTCK như bất động sản, tiền tệ...

- Đề xuất giải pháp cụ thể trong xác định mục tiêu QLNN đối với Chính phủ, Bộ Tài chính, UBCKNN; Quan điểm, nguyên tắc, nội dung cụ thể về hoàn thiện Luật CK; Hoàn thiện tổ chức bộ máy QLNN theo “ mô hình độc lập” và có sự phân cấp về chức năng nhiệm vụ giữa các cơ quan với nhau; Ban hành ngay các công cụ cảnh báo, phòng ngừa rủi ro và tăng cường trang thiết bị cho thanh tra, giám sát TTCK.

### **7. Kết cấu của luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, phụ lục, danh mục công trình của tác giả, danh mục tài liệu tham khảo; luận án được kết cấu gồm 3 chương:

Chương 1: Những vấn đề cơ bản về QLNN đối với TTCK Việt Nam

Chương 2: Thực trạng QLNN đối với TTCK Việt Nam

Chương 3: Quan điểm và giải pháp hoàn thiện QLNN đối với TTCK Việt Nam.



## CHƯƠNG 1. NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

### 1.1. NHỮNG VẤN ĐỀ CHUNG VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

#### 1.1.1. Bản chất, phân loại và đặc điểm của thị trường chứng khoán

##### *1.1.1.1. Khái niệm và phân loại chứng khoán*

CK là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với tài sản hoặc phần vốn của tổ chức phát hành CK.

Trong điều kiện của cách mạng khoa học công nghệ, tin học hóa, nối mạng điện tử, CK được thể hiện dưới hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử, bao gồm các loại: cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, quyền mua cổ phần, chứng quyền, quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai, nhóm CK hoặc chỉ số CK và hợp đồng đầu tư, chứng chỉ lưu ký... Đó là những chứng thư dưới dạng giấy tờ, bút toán hoặc ghi trên hệ thống điện tử, xác nhận quyền sở hữu tài chính, có thể được mua bán, chuyển nhượng trên TTCK.

*Theo tính chất*, CK có thể phân thành ba loại cơ bản là CK vốn (cổ phiếu) và CK nợ (trái phiếu) và các công cụ phái sinh (công cụ dẫn xuất).

*Theo khả năng chuyển nhượng*, CK được phân thành CK ghi danh (ghi tên) và CK vô danh (không ghi tên).

*Theo khả năng thu nhập*, CK được chia thành: CK có thu nhập cố định, CK có thu nhập biến đổi và CK hỗn hợp.

CK là một tài sản tài chính, có các **đặc điểm** cơ bản: tính thanh khoản/ tính lỏng, tính rủi ro, tính sinh lợi.

*Tính lỏng* (liquidity) của tài sản là khả năng chuyển tài sản đó thành tiền mặt. CK có tính lỏng cao hơn so với các tài sản khác.

*Tính rủi ro* (risk) là việc không thu được lãi và (hoặc) vốn đã bỏ ra ban đầu, có những rủi ro chung cho tất cả các loại CK (rủi ro hệ thống), cũng có những rủi ro riêng gắn liền với từng loại CK nhất định (rủi ro phi hệ thống).

*Tính sinh lời* (yield): với CK, nhà đầu tư mong muốn nhận được một thu nhập lớn hơn trong tương lai, thu nhập này được đảm bảo bằng lợi tức được phân chia hàng năm và việc tăng giá CK trên thị trường.

### ***1.1.1.2. Bản chất và đặc điểm của TTCK***

Trong nền kinh tế hiện đại, TTCK được quan niệm là nơi diễn ra các hoạt động giao dịch mua bán các loại CK trung và dài hạn.

Việc mua bán này được tiến hành ở thị trường sơ cấp khi người mua mua được CK lần đầu từ những người phát hành và ở thị trường thứ cấp khi có sự mua đi bán lại các CK đã được phát hành. Như vậy, *xét về mặt hình thức*, TTCK là nơi diễn ra các hoạt động trao đổi, mua bán, chuyển nhượng các loại CK, qua đó thay đổi các chủ thể nắm giữ CK.

*Còn xét về mặt bản chất*: TTCK là nơi tập trung và phân phối các nguồn vốn tiết kiệm: tập trung các nguồn tiết kiệm để phân phối lại cho những ai muốn sử dụng các nguồn tiết kiệm đó theo giá mà người sử dụng sẵn sàng trả và theo phán đoán của thị trường về khả năng sinh lời từ các dự án của người sử dụng; chuyển từ tư bản sở hữu sang tư bản kinh doanh.

TTCK là *định chế tài chính trực tiếp*: cả chủ thể cung và cầu vốn đều tham gia vào thị trường một cách trực tiếp. Những người có vốn, khi có đủ điều kiện về môi trường tài chính, pháp lý,... sẽ trực tiếp đầu tư vào sản xuất kinh doanh không cần qua trung gian tài chính, mà thông qua TTCK. Với việc đầu tư qua TTCK, kênh dẫn vốn trực tiếp, các chủ thể đầu tư đã thực sự gắn quyền sử dụng với quyền sở hữu về vốn, nâng cao tiềm năng quản lý vốn.

TTCK thực chất là quá trình vận động của tư bản tiền tệ sang tư bản kinh doanh. TTCK là nơi mua bán các quyền về sở hữu tư bản, là hình thức phát triển cao của nền sản xuất hàng hóa.

*Căn cứ vào hàng hóa trên thị trường*, TTCK được phân thành các thị trường: thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh.

*Căn cứ vào sự luân chuyển các nguồn vốn*, TTCK được chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

*Căn cứ vào hình thức tổ chức và phương thức hoạt động của thị trường*, TTCK được phân thành thị trường tập trung (SGDCK) và thị trường phi tập trung (OTC).

*Căn cứ vào phương thức giao dịch*, TTCK được chia thành thị trường giao ngay, thị trường giao dịch kỳ hạn và thị trường giao dịch tương lai.

### **Đặc trưng của TTCK tập trung [ 43]**

- CK được giao dịch trên TTCK tập trung phải thoả mãn các tiêu chuẩn nhất định do Chính phủ hoặc cơ quan tổ chức thị trường quy định. Điều này sẽ tạo ra sự an toàn trong hoạt động thị trường và hạn chế rủi ro cho các nhà đầu tư.

- TTCK tập trung có trình độ tổ chức cao, giao dịch tập trung theo phương thức khớp lệnh là chủ yếu. Các GDCK trên TTCK tập trung được tổ chức tập trung tại sàn giao dịch hoặc thông qua mạng thông tin liên lạc viễn thông, theo thời gian biểu quy định trước và tuân thủ nghiêm ngặt các nguyên tắc giao dịch. Với sự phát triển của công nghệ thông tin, các giao dịch của TTCK tập trung ở nhiều nước được tổ chức qua mạng máy tính kết nối giữa các thành viên của thị trường mà không cần có sàn giao dịch.

- Hoạt động của TTCK tập trung luôn có sự quản lý và giám sát của Nhà nước để đảm bảo quyền lợi hợp pháp của mọi chủ thể tham gia thị trường, đảm bảo sự tuân thủ tốt nhất các nguyên tắc nhằm tạo ra sự hoạt động hiệu quả của thị trường.

TTCK hoạt động theo *ba nguyên tắc* cơ bản: công khai, trung gian, đấu giá.

Người đầu tư không thể kiểm tra trực tiếp các CK mà phải dựa trên các thông tin có liên quan. Vì vậy, TTCK phải được xây dựng trên cơ sở hệ thống công bố thông tin tốt. Theo luật định, các bên phát hành CK có nghĩa vụ cung cấp đầy đủ, trung thực và kịp thời những thông tin có liên quan tới tổ chức phát hành, đợt phát hành. Công bố thông tin được tiến hành khi phát hành lần đầu cũng như theo các chế độ thường xuyên và đột xuất, thông qua các phương tiện thông tin đại chúng, sở giao dịch, các CTCK và các tổ chức có liên quan. Việc công khai thông tin về thị trường phải thoả mãn các yêu cầu: chính xác, kịp thời, dễ tiếp cận.

Theo nguyên tắc trung gian, trên TTCK các giao dịch được thực hiện thông qua tổ chức trung gian là các CTCK. Trên thị trường sơ cấp, các nhà đầu tư thường không mua trực tiếp của nhà phát hành mà mua từ các nhà bảo lãnh phát hành. Trên thị trường thứ cấp, thông qua các nghiệp vụ môi giới, kinh doanh, các CTCK mua bán CK giúp các khách hàng, hoặc kết nối các khách hàng với nhau qua việc thực hiện các giao dịch mua bán CK trên tài khoản của mình.

Mọi việc mua bán CK trên TTCK đều hoạt động trên nguyên tắc đấu giá. Nguyên tắc này do mối quan hệ cung cầu trên thị trường quyết định. Căn cứ vào

hình thức, có đấu giá trực tiếp và đấu giá gián tiếp. Căn cứ vào phương thức, có đấu giá định kỳ và liên tục. Khi thực hiện nguyên tắc đấu giá bao giờ cũng tuân thủ theo các thứ tự ưu tiên về giá (giá đặt mua cao nhất, giá chào bán thấp nhất), về thời gian, về khách hàng (ưu tiên các nhà đầu tư cá nhân trước), về quy mô lệnh (cùng một mức giá, ưu tiên các lệnh có khối lượng lớn hơn).

### **1.1.2. Các chủ thể tham gia và các hoạt động cơ bản của TTCK tập trung**

**1.1.2.1. Các chủ thể** tham gia hoạt động trên TTCK thường bao gồm: nhà phát hành, nhà đầu tư, các chủ thể kinh doanh và dịch vụ CK trên TTCK, các tổ chức có liên quan đến TTCK. Các chủ thể này là đối tượng QLNN đối với TTCK

*Nhà phát hành* là các tổ chức thực hiện huy động vốn thông qua TTCK. Nhà phát hành là người cung cấp hàng hóa cho TTCK, bao gồm: chính phủ và chính quyền địa phương, công ty, các tổ chức tài chính. Sự gia tăng của số lượng nhà phát hành có ý nghĩa quyết định đến việc tăng lượng cung hàng hóa CK trên thị trường và góp phần phát triển TTCK.

*Nhà ĐTCK* là những cá nhân, tổ chức, DN trong và ngoài nước tham gia ĐTCK trên TTCK. Nhà đầu tư có tổ chức (các định chế đầu tư) thường xuyên mua bán CK với số lượng lớn trên thị trường. Một số nhà đầu tư chuyên nghiệp chính trên TTCK là các công ty đầu tư, các công ty bảo hiểm, các quỹ lương hưu và các quỹ bảo hiểm xã hội khác. Một bộ phận quan trọng của các tổ chức đầu tư là các công ty tài chính, các ngân hàng thương mại cũng có thể trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp, khi họ mua CK cho chính mình. Nhà đầu tư cá nhân là những người có vốn nhàn rỗi tạm thời, tham gia mua bán trên TTCK với mục đích kiếm lời. Nhà ĐTCK là các chủ thể đại diện cho sức cầu trên TTCK đồng thời là chủ thể cung ứng vốn cho TTCK, là yếu tố quyết định đến sự mở rộng và phát triển của TTCK.

*Các chủ thể kinh doanh, dịch vụ CK* trên thị trường là các cá nhân, tổ chức, DN thực hiện các hoạt động kinh doanh và dịch vụ CK một cách chuyên nghiệp trên TTCK nhằm thu lợi nhuận. Họ là các CTCK, các ngân hàng thương mại, CTQLQ, công ty môi giới, công ty định mức tín nhiệm, nhà môi giới CK. CTCK là những công ty hoạt động trong lĩnh vực CK, có thể đảm nhận một hoặc nhiều trong số các nghiệp vụ chính là bảo lãnh phát hành, môi giới, tự doanh và tư vấn ĐTCK.

Các chủ thể này có thể trực tiếp và gián tiếp tác động đến hành vi của người bán, người mua và trở thành tác nhân quan trọng trong việc kết nối giữa cung với cầu CK trên thị trường. Vì vậy, hoạt động của các chủ thể này cần phải đặt dưới sự quản lý, thanh tra, giám sát của các cơ quan QLNN, của cơ quan tổ chức TTCK và của các hiệp hội nghề nghiệp để đảm bảo tính hợp pháp và ngăn chặn các vi phạm gây tác động xấu đến TTCK, bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư trên thị trường.

*Các tổ chức có liên quan đến TTCK* (đơn vị tổ chức TTCK và các tổ chức phụ trợ): cơ quan QLNN, SGDCK, hiệp hội các nhà KDCK, tổ chức lưu ký và thanh toán bù trừ CK, công ty dịch vụ máy tính CK. Đơn vị tổ chức thị trường có chức năng tổ chức và điều hành các hoạt động của TTCK. Các tổ chức phụ trợ cung cấp các hoạt động trợ giúp cho sự hoạt động trôi chảy của TTCK.

**1.1.2.2. Một số hoạt động nghiệp vụ cơ bản trên TTCK:** phát hành, niêm yết, GDCK, công bố thông tin; đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ CK.

*PHCK* là hoạt động chào bán CK của tổ chức phát hành trên TTCK. Có hai hình thức PHCK trên thị trường sơ cấp: phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng. Phát hành riêng lẻ là việc phát hành trong đó CK được bán trong phạm vi một số người nhất định với những điều kiện hạn chế. Phát hành ra công chúng là việc phát hành rộng rãi ra cho một số lượng lớn công chúng đầu tư, trong đó một tỷ lệ nhất định CK phải được phân phối cho các nhà đầu tư nhỏ. PHCK làm gia tăng lượng cung CK và giúp tổ chức PHCK thực hiện mục tiêu huy động vốn trên TTCK. Hoạt động này có liên quan chặt chẽ đến quyền lợi của công chúng đầu tư và sự ổn định, lành mạnh của thị trường; vì vậy chính phủ các nước đều quy định khá chặt chẽ các điều kiện, thủ tục phát hành, trách nhiệm công bố thông tin của tổ chức PHCK. Các cơ quan QLNN cần thường xuyên điều chỉnh các qui định này cho phù hợp với tình hình diễn biến của TTCK.

*NYCK* là thủ tục cho phép một CK nhất định được phép giao dịch trên SGDCK, là quá trình mà SGDCK chấp thuận cho công ty phát hành có CK được phép niêm yết và giao dịch trên SGDCK nếu công ty đó đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn về định lượng cũng như định tính mà sở giao dịch đề ra. Mục tiêu của việc niêm yết là hỗ trợ thị trường hoạt động ổn định, xây dựng lòng tin của công chúng đối với TTCK bằng cách lựa chọn các CK có chất lượng cao để giao dịch.

Hoạt động mua bán CK trên TTCK có thể diễn ra trên thị trường tập trung (trung tâm, sở GDCK) và thị trường phi tập trung. Mọi GDCK đã niêm yết đều phải qua hệ thống tại sở, trung tâm GDCK theo phương thức khớp lệnh hoặc phương thức thỏa thuận. GDCK là hoạt động diễn ra thường xuyên và tạo nên sự sống động của TTCK.

*Công bố thông tin:* một trong những nguyên tắc hoạt động của TTCK là nguyên tắc công khai, minh bạch trong đó công khai thông tin là vấn đề hết sức quan trọng. Thông tin thị trường được ví như mạch máu, nguồn năng lượng nuôi sống thị trường. Hệ thống thông tin thị trường đầy đủ chính xác đối với nhà đầu tư là điều kiện cần thiết để thành công trong ĐTCK; đối với người kinh doanh, là cơ sở để xây dựng kế hoạch kinh doanh, kế hoạch phát triển công ty; đối với cơ quan quản lý, là cơ sở để điều hành và quản lý đảm bảo thị trường công khai và hiệu quả và là cơ sở để hoàn thiện quy trình quy chế.

*Hệ thống thanh toán bù trừ, lưu ký và đăng ký CK* là một hệ thống cụ thể các trang thiết bị, con người, các quy định và hoạt động về thanh toán, bù trừ, lưu ký và đăng ký CK. Nhờ có hệ thống này, các GDCK mới được thực hiện. Hệ thống này có vai trò hỗ trợ cho hoạt động của TTCK: thanh toán các GDCK, đảm bảo các giao dịch được hoàn tất; giúp quản lý TTCK; giảm chi phí cho các đối tượng tham gia thị trường; giảm rủi ro cho hoạt động đầu tư trên thị trường; thực hiện việc thanh toán nhanh góp phần giúp các đối tượng của hệ thống tăng vòng quay vốn.

### **1.1.3. Tác động của TTCK trong nền KTTT**

#### ***1.1.3.1. Các tác động tích cực***

Thứ nhất, *TTCK là một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng trong nền kinh tế, chuyển hóa các nguồn vốn ngắn hạn thành nguồn vốn trung và dài hạn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho xây dựng và phát triển đất nước.*

Nhà nước và các DN có thể PHCK rộng rãi ra công chúng để huy động vốn. TTCK như một trung tâm thu gom mọi nguồn vốn tiết kiệm lớn nhỏ của từng hộ dân cư, các nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi trong các DN, các tổ chức tài chính và từ nước ngoài,... tạo thành một nguồn vốn khổng lồ tài trợ cho nền kinh tế. Nhà nước thông qua phát hành trái phiếu có thể giải quyết thiếu hụt ngân sách, tạo và tăng thêm nguồn vốn để xây dựng các công trình cơ sở hạ tầng, các ngành kinh tế mũi nhọn,... DN có

vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh và có cơ hội thu được lợi nhuận nhiều hơn. Việc huy động vốn trên TTCK có thể làm tăng vốn chủ sở hữu của các công ty và giúp họ thoát khỏi các khoản vay có chi phí cao cũng như sự kiểm soát chặt chẽ của các ngân hàng thương mại.

Thứ hai, *TTCK cung cấp nơi đầu tư cho công chúng, khuyến khích dân chúng tiết kiệm.*

Bên cạnh các kênh đầu tư truyền thống như gửi tiết kiệm, kinh doanh vàng, ngoại tệ, bất động sản,... công chúng có thể đầu tư sinh lợi trên TTCK. Nguồn tiết kiệm trong dân chúng có khả năng sinh lời cho bản thân người tiết kiệm, đóng góp cho quá trình phát triển kinh tế. Vốn đầu tư càng sinh lời càng kích thích ý thức tiết kiệm và đầu tư trong dân chúng.

Thứ ba, *TTCK điều hòa, phân bổ vốn đầu tư giữa các DN, các lĩnh vực, các ngành nghề trong nền kinh tế, góp phần thúc đẩy sử dụng vốn hiệu quả hơn.*

Nhà đầu tư chuyển dịch vốn của mình từ loại CK (danh mục đầu tư) kém hiệu quả sang loại CK (danh mục đầu tư) khác có hiệu quả hơn trên cơ sở sự lên xuống của giá CK và mức lợi nhuận kỳ vọng. Các DN làm ăn có hiệu quả sẽ tăng khả năng huy động vốn và tăng sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Điều này tạo ra áp lực buộc lãnh đạo các TCNY phải chú trọng nâng cao hiệu quả kinh doanh; hiệu quả sử dụng các nguồn vốn của xã hội.

Thứ tư, *TTCK là cơ chế định giá các DN niêm yết, là tấm gương phản ánh thực trạng hoạt động và tương lai của các TCNY và của cả nền kinh tế.*

Giá trị DN được phản ánh thông qua trị giá cổ phiếu trên TTCK. Các mức giá CK trên TTCK phản ánh thực trạng hoạt động và tương lai của các TCNY. Thực trạng của TTCK phản ánh thực trạng và tương lai chung của các DN cũng như của cả nền kinh tế. *TTCK là hàn thử biểu cho biết thể trạng của DN và nền kinh tế của một nước*

Thứ năm, *TTCK thúc đẩy DN sử dụng vốn linh hoạt hơn.* Thông qua TTCK, các DN có thể sử dụng vốn tiền tệ tạm thời nhàn rỗi để ĐTCK và ngược lại, các CK đó sẽ được chuyển thành tiền khi cần thiết. Hơn nữa, TTCK còn giúp DN xâm nhập lẫn nhau thông qua việc mua bán cổ phiếu. Việc sát nhập, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN đều có thể thực hiện thông qua TTCK.

Thứ sáu, *TTCK tham gia phân phối lại thu nhập trong nền kinh tế* dựa trên quyền sở hữu và thông qua biến động giá cả. Thu nhập từ chênh lệch giá CK chính là một hình thức phân phối lại thu nhập đối với cá nhân và tổ chức tham gia TTCK.

Thứ bảy, *TTCK là một trong những kênh giao lưu vốn đầu tư quốc tế linh hoạt*. Sự mở cửa của TTCK cho phép các nhà ĐTNN đầu tư vào thị trường trong nước và tạo điều kiện cho các nhà đầu tư trong nước có thể đầu tư vào các DN nước ngoài. Các công ty có thể huy động nguồn vốn rẻ hơn, tăng cường đầu tư từ nguồn tiết kiệm bên ngoài đồng thời tăng cường khả năng cạnh tranh quốc tế và mở rộng các cơ hội kinh doanh của các công ty trong nước.

Thứ tám, *TTCK tạo điều kiện cho việc tách biệt giữa sở hữu và quản lý*. Khi quy mô của DN tăng lên, môi trường kinh doanh trở nên phức tạp hơn, nhu cầu về quản lý chuyên trách cũng tăng theo. TTCK tạo điều kiện cho việc tiết kiệm vốn và chất xám. TTCK cũng tạo điều kiện thúc đẩy quá trình CPH DN nhà nước.

Thứ chín, *TTCK tạo cơ hội cho chính phủ huy động các nguồn lực tài chính* mà không tạo áp lực về lạm phát, đồng thời tạo các công cụ cho việc thực hiện chính sách tài chính tiền tệ của chính phủ.

### **1.1.3.2. Các tác động tiêu cực**

Mặc dù TTCK có tác dụng tích cực, song bên cạnh đó nó còn có những **mặt hạn chế, những tác động tiêu cực** làm ảnh hưởng đến hoạt động của nền kinh tế, nếu không biết cách khống chế, nó sẽ làm rối loạn nền kinh tế và gây ra những diễn biến tiêu cực khó có thể lường hết.

*Thứ nhất*, TTCK luôn tiềm ẩn khả năng lũng đoạn thị trường và có thể gây nên khủng hoảng theo dây chuyền. Điều này nhiều lúc gây nên những tác hại khôn lường đối với thị trường, làm cho cả khu vực thị trường sụp đổ. Tác động của suy thoái kinh tế Mỹ năm 2008 tới cả thế giới là minh chứng rõ ràng nhất.

*Thứ hai*, TTCK có thể tạo ra các giao dịch nội gián của cá nhân, tổ chức khi nắm được thông tin của tổ chức phát hành để trục lợi cho mình. Luật pháp về TTCK dù có những điều khoản nghiêm cấm hành vi giao dịch nội gián, nhưng trên thực tế rất khó kiểm soát hành động này, bởi vì trong điều kiện hiện nay công nghệ thông tin đã phát triển khá mạnh, các hành vi giao dịch cũng như cung cấp thông tin nội bộ rất tinh vi, phức tạp, khó phát hiện ngay được..



*Thứ ba*, TTCK có thể phát sinh các thông tin không đúng về hoạt động của DN hoặc một loại CK. Việc tung tin sai sự thật để gây thất thiệt cho các nhà đầu tư chân chính thường được gắn liền với các hành vi khác như đầu cơ, trục lợi, lũng đoạn thị trường...

Các ưu nhược điểm trên làm cho TTCK trở nên lĩnh vực nhạy cảm, sôi động tác động nhiều mặt tới TTCK nói riêng và xã hội nói chung, bởi vậy nhà nước cần phải quản lý.

## **1.2. QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

### **1.2.1. Sự cần thiết và vai trò QLNN đối với TTCK**

#### **1.2.1.1. Khái niệm QLNN đối với TTCK**

QLNN đối với TTCK là sự tác động có tổ chức, có định hướng của các cơ quan QLNN vào đối tượng quản lý bằng các phương thức quản lý khác nhau nhằm bảo đảm TTCK phát triển ổn định, bền vững, phục vụ mục tiêu nhất định của nền kinh tế quốc dân [94].

Từ quan niệm QLNN đối với TTCK như trên có thể rút ra nhận xét cơ bản sau:

- Chủ thể QLNN đối với TTCK là các cơ quan nhà nước: từ Quốc hội là cơ quan lập pháp thông qua và ban hành Luật tạo lập căn cứ pháp lý cho quản lý; Chính phủ là cơ quan hành pháp ban hành Nghị định, Quyết định cụ thể hóa các văn bản dưới luật và tổ chức các cơ quan chuyên môn để thực hiện chức năng quản lý. Ở Việt Nam, Bộ Tài chính, UBCKNN là cơ quan trực tiếp thay mặt Chính phủ thực hiện chức năng QLNN đối với TTCK. Bên cạnh đó Chính phủ đã giao cho các Bộ, ngành có liên quan như Bộ Kế hoạch và Đầu tư, NHNN... thực hiện những nhiệm vụ liên quan đến QLNN đối với TTCK.

- Đối tượng quản lý là các cá nhân, tổ chức, các chủ thể tham gia đầu tư, kinh doanh, liên quan đến TTCK và hoạt động của các cơ quan này.

- Mục tiêu của QLNN đối với TTCK là nhằm bảo đảm phát triển thị trường ổn định, vững chắc để góp phần hiệu quả vào phát triển kinh tế theo những mục tiêu nhất định.

- Các phương pháp QLNN đối với TTCK thường sử dụng là phương pháp kinh tế, phương pháp hành chính, phương pháp giáo dục thuyết phục và kết hợp giữa các phương pháp đó.

### ***1.2.1.2. Sự cần thiết QLNN đối với TTCK***

Sự cần thiết phải QLNN đối với TTCK xuất phát từ cơ sở lý luận và thực tiễn sau:

#### ***Về cơ sở lý luận:***

- QLNN đối với các hoạt động kinh tế tại bất kỳ quốc gia nào đều là cần thiết và tất yếu. Khi TTCK phát triển thành một lĩnh vực quan trọng của nền kinh tế, hoạt động của TTCK được Nhà nước thừa nhận và quản lý bằng pháp luật. [94]. QLNN đối với TTCK thể hiện tính tất yếu của hoạt động quản lý của nhà nước về kinh tế.

- Xuất phát từ đòi hỏi của sự phát triển KTTT [16]

Trong điều kiện KTTT, cần có những nguyên tắc bảo đảm sở hữu, tự do cạnh tranh, tự do kinh doanh. Nhà nước cần tạo điều kiện để mọi người đều có thể là chủ sở hữu thực sự đối với tài sản của mình. Quyền sở hữu hợp pháp và quyền thừa kế của cá nhân công dân được Nhà nước bảo hộ như việc bảo hộ quyền sở hữu hợp pháp của pháp nhân. Giải quyết vấn đề sở hữu là nền tảng, tiền đề cho việc giao dịch các loại CK và thu hút vốn cho nền kinh tế.

- Bảo vệ quyền lợi chính đáng, lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và để đảm bảo nguyên tắc công khai, minh bạch trong hoạt động kinh tế [ 88]

Nhà đầu tư dựa vào những thông tin có liên quan và tác động đến giá CK để ra quyết định mua bán CK. Nếu những thông tin này thiếu chính xác, không trung thực và nếu xảy ra các hành vi tiêu cực như thao túng, gian lận,...thì nhà đầu tư sẽ bị thua thiệt. Nhà ĐTCK chỉ yên tâm khi có một chủ thể trung lập, không vì mục tiêu lợi nhuận đứng ra quản lý, giám sát quá trình cung cấp thông tin và các hoạt động trên thị trường nhằm hạn chế tối đa các tiêu cực để bảo vệ quyền lợi và lợi ích hợp pháp của họ. Chủ thể đó chỉ có thể là Nhà nước.

- Dung hoà lợi ích của các thành viên tham gia thị trường, ngăn ngừa và hạn chế các hoạt động tiêu cực gây tác động xấu đến TTCK và nền kinh tế.

QLNN giúp đảm bảo sự công bằng, công khai, minh bạch và định hướng mục tiêu phục vụ công chúng, bảo vệ người đầu tư. Bản thân các nhà KDCK cũng thấy rằng cần phải có cơ quan quản lý và giám sát đối với các hoạt động của TTCK để thiết lập một hệ thống các quy tắc chung cho hoạt động của ngành CK.

CK là hàng hoá đặc biệt, chất lượng và giá trị thực của CK không biểu hiện ở bằng chứng pháp lý về nó, mà phụ thuộc vào thực trạng và triển vọng của tổ chức phát hành ra CK. Ngoài ra, giá cả của CK còn bị chi phối bởi nhiều yếu tố khác như tình hình cung cầu, tâm lý của người mua, người bán, lòng tin của công chúng đầu tư,... Sự tách rời giữa giá trị thực của CK với bằng chứng pháp lý về nó đã tạo nên tính phức tạp trong việc hình thành giá CK. Điều này đã trở thành cơ sở cho sự xuất hiện của các hành vi tiêu cực như đưa tin sai sự thật, đầu cơ, thao túng, mua bán nội gián,... để bóp méo giá cả, cung cầu trên thị trường nhằm trục lợi cá nhân, gây hỗn loạn thị trường. Khi áp dụng các thành tựu khoa học công nghệ tiên tiến, các kỹ thuật giao dịch trở nên phức tạp và trừu tượng thì các nhà đầu tư thông thường rất khó có thể phát hiện được các hành vi gian lận. Mặt khác, do lợi nhuận thu được từ ĐTCK thường khá hấp dẫn, nên khả năng nảy sinh các hành vi gian lận, độ tinh vi và nghiêm trọng của nó càng lớn. Hậu quả của các hành vi gian lận có thể làm cho các hoạt động trên thị trường bị hỗn loạn, mất ổn định, thậm chí thị trường bị đổ vỡ, gây tác động xấu đến cả nền kinh tế. Do đó, cần phải có sự quản lý của nhà nước để dung hoà lợi ích của các chủ thể tham gia, ngăn ngừa và hạn chế các hành vi tiêu cực gây tác động xấu đến sự ổn định và phát triển của TTCK.

- Ngăn chặn và kiểm soát rủi ro có thể gây sụp đổ thị trường [17, 21]

TTCK là một trong những lĩnh vực có nhiều rủi ro. Đối với những rủi ro đơn lẻ thì phạm vi ảnh hưởng của nó chỉ giới hạn ở những loại CK có liên quan nhưng đối với rủi ro hệ thống thì phạm vi ảnh hưởng của nó là toàn bộ thị trường. Khi rủi ro hệ thống xảy ra thì sự lan truyền tác động của nó có thể phá vỡ tính ổn định của thị trường và gây ra sự suy yếu, thậm chí sự sụp đổ của thị trường. Do đó, cần có sự ngăn chặn, kiểm soát và chế ngự các rủi ro nhằm đảm bảo sự ổn định và phát triển bền vững của TTCK.

- Đảm bảo an toàn trong điều kiện hội nhập KTQT

Việc mở cửa TTCK để hội nhập quốc tế đã cho phép các quốc gia thu hút được các nguồn lực bên ngoài để phát triển TTCK. Tuy nhiên, sự xuất hiện của các yếu tố quốc tế trên TTCK cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, đặc biệt là hiện tượng rút vốn ồ ạt, từ đó có thể tác động xấu đến nền kinh tế trong nước. Do đó, Nhà nước cần phải quản lý TTCK để tạo ra sự ổn định và phát triển lâu dài của TTCK, đồng thời góp

phần đạt được các mục tiêu đề ra trong hội nhập.

### ***Về cơ sở thực tiễn***

- Trong quá trình phát triển của kinh tế thế giới, TTCK đã được hình thành hàng trăm năm và ngày nay được coi là một thể chế kinh tế bậc cao của KTTT. Trong giai đoạn đầu của TTCK, các nhà nước tư bản không có bất kỳ một biện pháp nào để quản lý hoạt động của thị trường nên đã xảy ra tình trạng đầu cơ, lừa đảo trên thị trường làm thiệt hại cho các nhà đầu tư. Điển hình là sự sụp đổ của TTCK Mỹ năm 1929, kéo theo sự sụp đổ của nhiều TTCK khác, gây ra cuộc khủng hoảng kinh tế 1929-1933. Từ đó tất cả các nước đều nhận thức được sự cần thiết phải có sự quản lý của Nhà nước đối với hoạt động của TTCK, trong đó có việc thành lập cơ quan quản lý TTCK: ở Mỹ năm 1934; Nhật Bản năm 1947; ...

- Thực tế phát triển kinh tế và TTCK thế giới cho thấy bất kỳ sự buông lỏng QLNN đối với TTCK sẽ gây hậu quả khó lường.

Thiệt hại ước tính của khủng hoảng và suy thoái kinh tế toàn cầu 2008-2009 ước tính hơn 40.000 tỷ USD. Có tác giả đã kết tội cha đẻ các học thuyết “KTTT tự do” cổ điển và hiện đại chính là nguyên nhân sâu xa tiếp tay cho chính quyền Mỹ tin vào sức mạnh vốn có của thị trường tự do cùng sự tự tin quá thái vào hệ thống kiểm soát thị trường là thủ phạm chính gây ra khủng hoảng (đã được tác giả của giải thưởng Nobel về kinh tế năm 2009 Paul Krugman dự báo từ năm 1999). Có người còn đề xuất phải đem xét xử họ trước dư luận thế giới. Với độ nhạy cảm và ảnh hưởng nhiều mặt tới đời sống kinh tế xã hội của TTCK rất cần có sự quản lý của Nhà nước.

- Qua 10 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã đạt được những thành tích ấn tượng nhưng vẫn còn nhỏ bé, đang trong giai đoạn khởi đầu phát triển nhưng vẫn đầy bất ổn cần được quản lý để phát triển phục vụ cho nền kinh tế quốc dân [17, 22]

- Thực tế thời gian qua TTCK mặc dù đã được cảnh báo nhắc nhở nhưng vẫn xảy ra nhiều vi phạm cần có sự quản lý của cơ quan nhà nước để hạn chế vi phạm và TTCK phát triển lành mạnh hơn.

### **1.2.1.3. Vai trò QLNN đối với TTCK**

#### **Thứ nhất, tạo lập khuôn khổ pháp luật để quản lý và điều hành hoạt động của TTCK [94]**

Để quản lý TTCK, nhà nước phải thiết lập một hệ thống pháp luật quản lý hoạt động của TTCK, điều chỉnh mối quan hệ của các chủ thể trên thị trường. Xác lập khuôn khổ pháp luật đúng đắn cho thị trường luôn được xem như điều kiện tiên quyết nhất bảo đảm TTCK hoạt động hiệu quả. Vấn đề cơ bản của KTTT là sở hữu và lợi ích kinh tế. Chế độ sở hữu và lợi ích kinh tế luôn là mối quan tâm hàng đầu của các chủ thể trên TTCK. Hệ thống pháp luật phải bảo đảm quyền lợi chính đáng và hợp pháp của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, dung hòa lợi ích của các thành viên tham gia thị trường và ngăn ngừa những hiện tượng trục lợi làm tổn hại đến lợi ích của các nhà đầu tư dài hạn. Vai trò QLNN thể hiện thông qua hệ thống pháp luật trên TTCK thể hiện:

- Xác định vị trí pháp lý cho các cá nhân, tổ chức, DN tham gia TTCK. Sự ra đời, tồn tại, phát triển của các tổ chức trên phải được nhà nước cho phép, bảo vệ.

- Bằng hệ thống luật pháp, nhà nước ban hành những qui định để điều chỉnh hoạt động của từng loại chủ thể tham gia, qui định các loại hành vi được phép và không được phép thực hiện.

- Tổ chức các cơ quan thay mặt nhà nước thanh tra, giám sát hoạt động của các chủ thể trên TTCK.

- Làm rõ chức năng và quyền hạn của cơ quan lập pháp, hành pháp và tư pháp trong quá trình xây dựng, ban hành và thực thi pháp luật.

Để phát huy vai trò của khuôn khổ pháp luật trên TTCK đòi hỏi các cơ quan nhà nước phải ban hành hệ thống các qui phạm đúng đắn, phản ánh chính xác thực tiễn biến động trên thị trường và thực thi pháp luật nghiêm minh.

#### **Thứ hai, tạo lập môi trường thuận lợi cho các chủ thể hoạt động trên TTCK**

Môi trường kinh doanh là tổng thể các yếu tố bên trong và bên ngoài tác động trực tiếp và gián tiếp đến hoạt động của các chủ thể trên thị trường. Môi trường kinh doanh có thể chia thành 2 nhóm: nhóm các yếu tố vĩ mô và nhóm các yếu tố vi mô. Nhóm các yếu tố vĩ mô bao gồm: chính trị, luật pháp, kinh tế, văn

hóa xã hội, kỹ thuật và công nghệ. Nhóm các yếu tố vi mô bao gồm : khách hàng, nhà cung cấp, đối thủ cạnh tranh, các nhà trung gian có quyền lợi trong các đơn vị, tổ chức.

Trong nhóm các yếu tố vĩ mô, sự ổn định chính trị tác động tới tâm lý các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Một nhà nước mạnh thực thi hiệu quả các chính sách phát triển kinh tế xã hội, đáp ứng nguyện vọng chính đáng của nhân dân sẽ đem lại niềm tin vững chắc cho các quyết định đầu tư. Thực tế trong những năm qua Việt Nam luôn thu hút được lượng vốn lớn của các nhà ĐTNN bỏ vốn đầu tư lâu dài. Sự ổn định chính trị, mở rộng quan hệ đối ngoại với các nước trên thế giới đang là ưu thế góp phần tăng thêm đầu tư của nước ngoài với Việt Nam.

Sự ổn định kinh tế vĩ mô mà yếu tố hàng đầu là ổn định tiền tệ, tỷ giá hối đoái, ổn định lãi suất ngân hàng có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế, củng cố lòng tin của các chủ thể trên TTCK và là căn cứ quyết định để gia tăng ĐTCK.

### **Thứ ba, tổ chức quản lý và điều hành hoạt động của TTCK**

Để thị trường phát triển lành mạnh và ổn định, Nhà nước thiết lập mô hình quản lý và qui định cơ chế hoạt động của các chủ thể trên thị trường; phối hợp các yếu tố nhân lực, kỹ thuật, công nghệ để duy trì hoạt động và giám sát thị trường, bảo đảm hoạt động thường xuyên, ổn định và đạt hiệu quả cao.

### **Thứ tư, định hướng phát triển lâu dài của TTCK**

Để phát huy vai trò là kênh huy động vốn cho nền kinh tế, nhà nước cần phát triển TTCK một cách ổn định, vững chắc thông qua chiến lược, qui hoạch, kế hoạch phát triển cụ thể. Chiến lược được coi là định hướng phát triển dài hạn cùng với chính sách cơ bản và sử dụng nguồn lực nhằm thực hiện mục tiêu quan trọng đề ra cho TTCK. Trên cơ sở chiến lược được phê duyệt, cơ quan quản lý các cấp cụ thể hóa bằng qui hoạch, kế hoạch phát triển trong thời kỳ nhất định.

Kế hoạch là công cụ quan trọng, là hạt nhân của quá trình quản lý để giúp cơ quan điều hành TTCK. Ngoài ra kế hoạch còn cung cấp thông tin về nghiên cứu, dự báo thị trường làm cơ sở cho các quyết sách điều chỉnh. Trong thời gian hiện nay để nâng cao chất lượng công tác kế hoạch phải lấy thị trường làm cơ sở tính toán mọi chỉ tiêu, khi thị trường biến đổi thì kế hoạch cũng phải thay đổi cho phù hợp. Xu thế hoàn thiện là chuyển từ kế hoạch trực tiếp sang kế hoạch định hướng, gián tiếp.

Cùng với kế hoạch, các chính sách là công cụ chủ yếu để nhà nước quản lý TTCK. So với các công cụ khác, chính sách là bộ phận năng động cao, nhạy cảm với các biến cố của thị trường, góp phần giải quyết những bức xúc, những vấn đề mà thị trường đặt ra. Bởi vậy cần một hệ thống các chính sách đồng bộ, phù hợp với đòi hỏi của TTCK sẽ là cơ sở vững chắc bảo đảm vận hành thị trường năng động, hiệu quả. Kinh nghiệm cho thấy một chính sách sai lầm sẽ phải trả giá đắt đến sự phát triển thị trường và ảnh hưởng đến nhiều mặt của đời sống xã hội

### **Thứ năm, hỗ trợ phát triển TTCK**

Hỗ trợ phát triển thể hiện vai trò QLNN đối với TTCK, một lĩnh vực mới mẻ trong nền kinh tế nhất là trong giai đoạn trứng nước ban đầu. Nhà nước thực hiện giảm thuế, hỗ trợ vốn và kỹ thuật, đào tạo lực lượng lao động là những việc làm cần thiết để tạo cú hích ban đầu, tạo đà cho thị trường phát triển.

#### **1.2.2. Mục tiêu, nội dung và phương pháp QLNN đối với TTCK**

##### **1.2.2.1. Mục tiêu QLNN đối với TTCK**

Mục tiêu QLNN đối với TTCK là tạo ra một thị trường hoạt động ổn định, bảo đảm công khai minh bạch, phát triển bền vững, phát huy tốt nhất vai trò của nó đối với quá trình phát triển của nền kinh tế.

##### **Một là, mục tiêu phát triển thị trường**

Mục tiêu cuối cùng của QLNN nói chung và quản lý TTCK nói riêng là nhằm phát triển thị trường: cả thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, tăng khối lượng giao dịch và mức vốn hóa thị trường trở thành một trong những kênh quan trọng huy động vốn và nguồn lực của xã hội vào phát triển kinh tế của đất nước.

##### **Hai là, bảo vệ nhà đầu tư, ổn định thị trường và giảm thiểu rủi ro**

IOSCO khuyến nghị: mục tiêu cơ bản trong quản lý TTCK là: bảo vệ nhà đầu tư; đảm bảo thị trường công bằng, minh bạch và giảm thiểu rủi ro hệ thống; tăng cường ổn định thị trường trong nước; phối hợp, chia sẻ thông tin để ổn định thị trường khu vực, toàn cầu.

Bảo vệ nhà đầu tư; đảm bảo rằng thị trường công bằng, hiệu quả, minh bạch và giảm rủi ro hệ thống là ba mục tiêu cơ bản được IOSCO khuyến nghị cho mọi thị trường có tính tới yếu tố môi trường của từng quốc gia. Khi thực hiện các chính sách quản lý, các mục tiêu kể trên dường như lồng ghép vào nhau trên một số khía

cạnh. Nhiều quy định giúp đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả, minh bạch cũng giúp bảo vệ nhà đầu tư và giảm rủi ro hệ thống. Tương tự, nhiều biện pháp giảm rủi ro hệ thống cung cấp một cơ chế để bảo vệ nhà đầu tư. Ngoài ra, các vấn đề như tăng cường giám sát và thực thi pháp luật hiệu quả cũng như hợp tác chặt chẽ với các cơ quan quản lý khác cũng cần thiết cho việc thực hiện các mục tiêu này.

Mục tiêu hàng đầu trong quản lý TTCK là bảo vệ nhà đầu tư để tránh khỏi tác động tiêu cực của TTCK như các hành vi giao dịch không công bằng, đặc biệt là các hành vi lừa đảo và gian lận CK. Các hành vi thao túng thị trường, thao túng giá, giao dịch nội gián, thông tin sai lệch làm cho cung, cầu và giá CK bị bóp méo theo hướng chỉ có lợi cho một số lượng nhỏ nhà đầu tư. Lợi ích của đa số các nhà đầu tư còn lại bị xâm phạm do các hành vi giao dịch không công bằng. Bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư không chỉ là mục tiêu mà còn là nguyên tắc hoạt động của TTCK, thể hiện vai trò của QLNN. Mọi chính sách, quy định, cơ chế hoạt động đều phải thể hiện trách nhiệm bảo vệ nhà đầu tư và mang tính quyết định đến sự phát triển của TTCK.

QLNN đối với TTCK cần hướng tới việc quản lý rủi ro có hệ thống, tránh những tác động dây chuyền của đổ vỡ thị trường, giảm thiểu tổn thất cho nền kinh tế khi khủng hoảng xảy ra. Tăng cường ổn định thị trường trong nước và phối hợp, chia sẻ thông tin để ổn định thị trường khu vực và toàn cầu cũng là mục tiêu mà quản lý TTCK cần hướng tới.

### **Ba là, đảm bảo tính công bằng, hiệu quả và minh bạch**

Đảm bảo tính công bằng, hiệu quả và minh bạch của thị trường là mục tiêu cơ bản của quản lý TTCK. Mục tiêu này có quan hệ chặt chẽ với mục tiêu bảo vệ nhà đầu tư. Công bằng, hiệu quả và minh bạch gắn liền với việc đối xử công bằng đối với mọi nhà đầu tư, công bố thông tin đầy đủ và giá CK được xác lập trên cơ sở thông tin được công bố. Để đạt được mục tiêu này, cần phải đáp ứng được các yêu cầu sau đây:

- Đảm bảo tính công khai, trung thực và minh bạch của thị trường thông qua cung cấp thông tin. TTCK chỉ có thể hoạt động ổn định và phát triển lâu dài khi các thông tin cung cấp và các giao dịch trên thị trường đảm bảo được tính công khai, chính xác, trung thực và minh bạch, bởi lẽ điều này cho phép các nhà ĐTCK có



được các thông tin tin cậy và điều kiện cần thiết để xác định giá CK, đưa ra các quyết định mua bán CK. Việc đáp ứng các yêu cầu này còn có tác dụng ngăn chặn, hạn chế các hành vi tiêu cực như gian lận, lừa đảo, lũng đoạn thị trường, mua bán nội gián,... cũng gây tác động xấu đến sự ổn định và phát triển lành mạnh của thị trường.

- Đảm bảo tính công bằng và bình đẳng giữa các chủ thể trên thị trường. Tính mâu thuẫn về quyền lợi và sự cạnh tranh giữa các chủ thể trên TTCK có thể dẫn đến những hoạt động thiếu lành mạnh trên thị trường. Để góp phần tạo ra sự ổn định, hoạt động lành mạnh và phát triển bền vững thì phải đảm bảo tính công bằng và bình đẳng giữa các chủ thể tham gia trên TTCK. Điều này được biểu hiện qua việc Nhà nước đảm bảo cho các chủ thể tham gia TTCK được tự do tham gia và rút khỏi thị trường, bình đẳng trong việc cung cấp thông tin, bình đẳng giữa nhà đầu tư nhỏ với nhà đầu tư lớn, bình đẳng giữa DN nhỏ với DN lớn,... Sự bình đẳng này phải nằm trong khuôn khổ của pháp luật và hướng tới lợi ích chung của nền kinh tế.

- Đảm bảo tính hiệu quả của thị trường. Hiệu quả của TTCK thường được đánh giá qua chi phí, khả năng huy động và phân bổ các nguồn lực tài chính. TTCK được coi là có hiệu quả khi các giao dịch trên thị trường được thực hiện với chi phí thấp và thị trường phát huy tốt vai trò tập trung và phân bổ các nguồn lực tài chính trong nền kinh tế. Để đảm bảo tính hiệu quả của TTCK, một mặt phải cung cấp thông tin một cách chính xác, kịp thời, minh bạch và đầy đủ làm cơ sở tin cậy cho việc định giá CK, mặt khác, các quy luật của thị trường cần được tôn trọng, đồng thời sử dụng các công cụ và biện pháp quản lý để tác động, can thiệp nhằm tạo nên sự vận hành thông suốt, ổn định và phát triển lâu dài của thị trường. Tuy nhiên, những can thiệp và tác động của các biện pháp quản lý phải phù hợp để tạo nên kết quả mong muốn, tránh trường hợp can thiệp trái quy luật và can thiệp thô bạo bằng các biện pháp hành chính đưa đến những tác động và hiệu quả xấu.

#### ***1.2.2.2. Nội dung QLNN đối với TTCK [94, 35]***

Cho đến nay không ai phản đối phải QLNN đối với TTCK nhưng quản lý thế nào với nội dung ra sao và bằng phương thức gì thì chưa có ý kiến thống nhất. Sở dĩ có ý kiến khác nhau là do quan niệm, xuất phát điểm, cách xem xét, điều kiện môi trường và lịch sử các quốc gia khác nhau nên dẫn đến nhận thức, quan điểm và năng lực tổ chức thực hiện QLNN khác nhau. Có các quan điểm khác nhau sau đây:

- *Quan điểm thứ nhất* cho rằng QLNN đối với TTCK đòi hỏi Nhà nước phải quản lý thông qua hoạch định chiến lược, kế hoạch phát triển, tổ chức bộ máy quản lý, sử dụng các công cụ quản lý, thanh tra giám sát và điều hành thị trường phát triển theo mục tiêu nhất định. Mặt mạnh của quan điểm này là nhấn mạnh QLNN trước hết và chủ yếu là quản lý theo chức năng quản lý. Tuy nhiên nếu chỉ nhấn mạnh đến thực hiện tốt các chức năng quản lý thì đã bỏ qua tính đặc thù của TTCK là các nghiệp vụ KDCK- đối tượng quản lý quan trọng không thể bỏ qua.

- *Quan điểm thứ hai* cho rằng QLNN đối với TTCK trước hết phải là quản lý các hoạt động nghiệp vụ của thị trường, nghĩa là phải quản lý phát hành, niêm yết, GDCK, quản lý kinh doanh và dịch vụ CK của các CTCK, CTQLQ, quản lý lưu ký, đăng ký, thanh toán bù trừ... Mặt mạnh của quan điểm này là nhấn mạnh QLNN trước hết và chủ yếu là quản lý các hoạt động nghiệp vụ của thị trường. Tuy nhiên nếu chỉ nhấn mạnh tính đặc thù của TTCK là các hoạt động nghiệp vụ mà bỏ qua quản lý theo chức năng là tính phổ biến của QLNN cũng là thiếu sót.

- *Quan điểm thứ ba* cho rằng QLNN đối với TTCK đòi hỏi Nhà nước phải quản lý các yếu tố của thị trường nói chung và TTCK nói riêng. Đó là quản lý đề tăng cung, tăng cầu và quản lý sự cạnh tranh đảm bảo sự phát triển lành mạnh của TTCK. Ưu thế của quan điểm này là nhấn mạnh QLNN đối với TTCK suy cho đến cùng là quản lý các yếu tố của thị trường. Tuy nhiên nếu chỉ nhấn mạnh đến quản lý các yếu tố của thị trường mà không thấy tính phổ biến, tính đặc thù của QLNN đối với TTCK cũng là thiếu sót.

- *Quan điểm của tác giả*: QLNN đối với TTCK cần được xem xét, nhìn nhận toàn diện, hệ thống trên cả ba mặt: quản lý theo chức năng, theo hoạt động nghiệp vụ và quản lý theo các yếu tố của TTCK. Có thể hình dung QLNN đối với TTCK theo hình 1.1:

Theo hình 1.1, QLNN đối với TTCK được xem xét trên các giác độ sau:

**Giác độ thứ nhất, theo chức năng QLNN:** TTCK là một lĩnh vực hoạt động nhạy cảm trong nền kinh tế quốc dân đòi hỏi phải được quản lý theo chức năng, bao gồm:

- **Về hoạch định:**

+ Cơ quan QLNN xây dựng chiến lược phát triển TTCK để xác định hướng

phát triển phù hợp trước mắt cũng như lâu dài cho TTCK,

- + Tạo lập hành lang luật pháp, tạo môi trường thuận lợi cho TTCK phát triển
- + Đề ra chính sách cơ bản để hướng thị trường phát triển ổn định, bền vững

Hoạch định là chức năng quan trọng nhằm đảm bảo TTCK phát triển đúng định hướng, đạt được các mục tiêu nhất định và có ảnh hưởng quyết định đến sự phát triển thị trường

- **Về chức năng tổ chức:** Xây dựng cơ quan quản lý của nhà nước như UBCKNN, các cơ quan quản lý giám sát hoạt động của thị trường; đào tạo cán bộ cho hệ thống QLNN, qui định chức năng hoạt động cho các cơ quan này.

Đây là chức năng quan trọng thể hiện ở những qui định liên quan đến các tổ chức cá nhân tham gia thị trường buộc phải tuân theo những qui định, điều kiện cấp phép để được chấp thuận hoạt động trên thị trường.

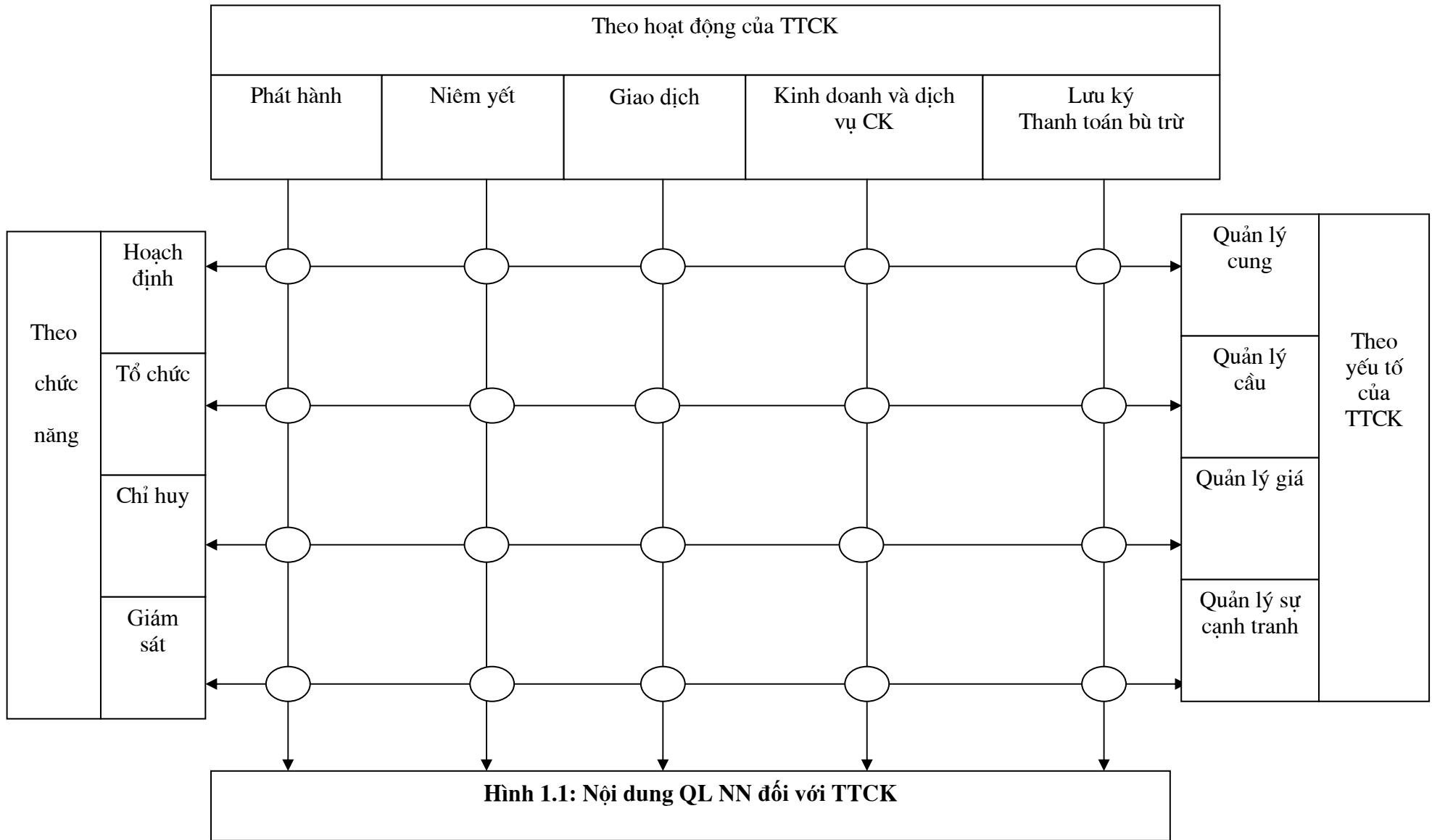
- **Về chức năng chỉ huy:** các cơ quan QLNN điều phối hoạt động và cân bằng lợi ích giữa các chủ thể; đôn đốc tình hình chấp hành qui định trong hoạt động của các đối tượng quản lý.

- **Về chức năng giám sát:** trên cơ sở các tiêu chuẩn, định mức, qui định đã ban hành, cơ quan QLNN giám sát hoạt động của tất cả đối tượng trên thị trường và cả hoạt động QLNN của các cơ quan chức năng nhằm đảm bảo TTCK được giám sát công khai và minh bạch. Trước hết là việc giám sát đối với tổ chức cá nhân tham gia các hoạt động chào bán CK ra công chúng, kinh doanh, dịch vụ CK...đảm bảo mọi thành viên vừa có quyền lợi, vừa có nghĩa vụ theo các qui định của pháp luật.

#### **Giác độ thứ hai, theo hoạt động nghiệp vụ của thị trường:**

- TTCK là thị trường tài chính bậc cao, có tính toàn cầu đòi hỏi phải quản lý các nghiệp vụ chuyên ngành theo những chuẩn mực chung của thế giới; bao gồm quản lý các hoạt động nghiệp vụ sau:

- QLNN đối với hoạt động phát hành, niêm yết và GDCK: Cơ quan QLNN qui định các điều kiện được phát hành như công bố công khai thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác về hoạt động kinh doanh của tổ chức phát hành để đảm bảo quyền lợi của các nhà đầu tư trong và ngoài nước.



- QLNN đối với hoạt động trung gian tài chính trên TTCK: việc mua bán CK phải thông qua các CTCK. Hoạt động của các tổ chức trung gian này ảnh hưởng đến sự công khai, minh bạch trên thị trường. Bởi vậy nhà nước qui định các tiêu chuẩn tối thiểu về vốn, về các chuẩn mực và đạo đức nghề nghiệp của cán bộ trong các tổ chức này để bảo đảm quyền lợi của các nhà đầu tư.

- QLNN đối với các quỹ ĐTCK và hoạt động của các tổ chức này: cơ quan QLNN qui định các chuẩn mực về cấp phép, hình thức pháp lý, cấu trúc của các quỹ đầu tư, các qui định về công bố thông tin để bảo vệ tài sản của khách hàng.

- QLNN đối với hoạt động GDCK: nhà nước qui định niêm yết phải được giao dịch qua các SGDCK theo phương thức khớp lệnh hoặc thỏa thuận; qui định cơ sở cho thực hiện giao dịch, công bố các chỉ số đánh giá thị trường làm căn cứ tính toán của các nhà đầu tư. Nhà nước công bố hoạt động giám sát GDCK của các SGDCK.

- QLNN đối với hoạt động lưu ký, đăng ký, giao dịch và thanh toán bù trừ CK: các cơ quan QLNN phải xây dựng và ban hành các cơ sở pháp lý cần thiết cho các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK như qui định qui trình thanh toán, qui định mô hình tổ chức và giám sát hoạt động của tổ chức này.

### **Giác độ thứ ba, quản lý theo các yếu tố của TTCK**

TTCK là thị trường có sự tham gia của đông đảo các nhà đầu tư, các tổ chức dịch vụ trong và ngoài nước, sự phát triển của thị trường phản ánh “sức khỏe” của nền kinh tế đòi hỏi phải quản lý theo các yếu tố của TTCK như : quản lý cung, cầu, giá cả và sự cạnh tranh trên thị trường nhằm bảo đảm sự phát triển ổn định, bền vững của thị trường.

- Quản lý cung trên thị trường nhằm mục đích tăng cung cho thị trường: nguồn cung chủ yếu từ TPCP và cổ phiếu chào bán ra thị trường của các DN CPH.

- Quản lý cầu trên thị trường nhằm mục đích kích cầu, khuyến khích đầu tư dài hạn và đầu tư của các nhà ĐTNN vào TTCK.

- Quản lý giá cả trên thị trường nhằm tạo sự ổn định cần thiết để mở rộng thị trường, thu hút đầu tư, hạn chế những giao dịch nội gián không phản ánh đúng giá cả thị trường.

- Quản lý sự cạnh tranh trên thị trường nhằm giám sát các hoạt động KDCK và dịch vụ CK, xử lý các vi phạm của các chủ thể hoạt động trên TTCK đi vào nề nếp.

Như vậy, thông qua các giác độ xem xét khác nhau về nội dung QLNN đối với TTCK chúng ta có thể rút ra nhận xét sau :

- *Trước hết, về nhận thức cần có cái nhìn toàn diện, hệ thống về các nội dung của QLNN đối với TTCK. Không nên hiểu rằng có 3 loại nội dung, có 3 cách hiểu khác nhau về QLNN mà chỉ có một cách hiểu thống nhất về QLNN nhưng được phân tích, xem xét theo 3 giác độ nghiên cứu để hiểu đầy đủ, toàn diện và đưa ra quyết sách đúng đắn về QLNN đối với TTCK.*

- *Thứ hai, QLNN đối với TTCK là quản lý mang tính đặc thù khác với các lĩnh vực khác*

+ Đặc thù về nội dung quản lý đối với TTCK bao gồm cả *quản lý hành chính* của Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCKNN và *giám sát tự quản*.

Chính phủ thống nhất QLNN đối với TTCK. Nhiệm vụ của Chính phủ là đưa ra đường lối, hoạch định các chính sách, định ra cách thức và nhịp độ phát triển thị trường; ban hành các qui định pháp luật để tạo điều kiện cho thị trường phát triển. Đến lượt mình, Bộ Tài chính, UBCKNN xây dựng và ban hành các văn bản pháp qui cụ thể, quản lý việc cấp phép cho các nhà môi giới, giao dịch và tư vấn CK trên thị trường. UBCKNN là cơ quan quản lý chuyên ngành chịu trách nhiệm về QLNN đối với CK & TTCK.

SGDCK và TTLKCK là nơi tổ chức các hoạt động mua bán CK niêm yết trên Sở và LKCK theo qui định. Thông qua hoạt động của mình, SGDCK và TTLKCK tiến hành quản lý các nghiệp vụ giao dịch và LKCK trên thị trường. Các công ty môi giới CK muốn trở thành thành viên của SGD phải đáp ứng các tiêu chuẩn qui định và được cấp phép hoạt động. Nhà đầu tư (cá nhân hay tổ chức) mua bán CK phải qua các thành viên của SGDCK.

Như vậy SGDCK là người trực tiếp điều hành và giám sát các hoạt động GDCK thông qua việc ban hành các qui định chuyên ngành và tổ chức điều hành theo qui chế các hoạt động GDCK; giám sát, theo dõi các giao dịch giữa các thành viên của Sở với khách hàng. Khi phát hiện các vi phạm, tiến hành xử lý và áp dụng các biện pháp cưỡng chế thích hợp. Nếu nghiêm trọng có thể báo cáo lên UBCKNN

+ Về phương pháp quản lý bao gồm cả *quản lý trực tiếp của cơ quan QLNN* và *phương pháp tự quản* của các SGDCK, các Hiệp hội ngành nghề, đồng thời có

sự phân cấp quyền hạn và nghĩa vụ giữa các cơ quan đó với nhau.

Quản lý đối với TTCK sử dụng cả 2 phương pháp: quản lý trực tiếp của các cơ quan QLNN và quản lý theo phương pháp tự quản của SGDCK và các thành viên của Sở hoặc của các Hiệp hội CK

Khác với phương pháp quản lý trực tiếp, trong phương pháp tự quản, quyền quản lý được giao cho những người tham gia thị trường, họ có thể cụ thể hóa các điều luật, thiết kế phương pháp giám sát và tổ chức thực hiện. Thông qua chức năng là người tổ chức thị trường, các SGDCK và các Hiệp hội CK ban hành các qui chế cụ thể phù hợp với qui định của nhà nước, giám sát và theo dõi các giao dịch; thu nhận các khiếu nại của khách hàng và điều tra các vi phạm thực hiện quyền xử phạt, cưỡng chế các vi phạm đồng thời đề xuất và gợi ý với cơ quan QLNN về vấn đề liên quan đến CK & TTCK.

Quản lý trực tiếp thuận lợi vì tác động trực tiếp của các cơ quan nhà nước nên có hiệu lực nhanh chóng, nếu hệ thống pháp lý đầy đủ, thực thi đúng đắn sẽ có tác dụng lớn. Tuy nhiên nếu can thiệp quá sâu sẽ gây cản trở, tốn kém về chi phí và kìm hãm sự phát triển của thị trường. Phương thức tự quản cho phép luật lệ bám sát thực tiễn, nhu cầu thực tế thị trường song dễ mang tính chất phường hội, bảo vệ lợi ích cho các thành viên của mình làm phương hại đến mục tiêu chung của TTCK. Nhiệm vụ của QLNN là tùy điều kiện, đặc điểm của thị trường để kết hợp hài hòa cả 2 phương pháp nhằm đạt hiệu quả cao.

+ Đặc thù về chức năng kiểm tra, kiểm soát và điều chỉnh thị trường trong lĩnh vực CK thể hiện ở công tác thanh tra, giám sát và điều hành thị trường.

Kinh nghiệm thực tế cho thấy TTCK là nơi tập trung nhiều đối tượng với mục đích khác nhau, là nơi tập trung nguồn vốn lớn nên có tác động đến môi trường đầu tư và để bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư chân chính cần phải tăng cường công tác thanh tra, giám sát.

Giám sát TTCK là giám sát chuyên ngành, giám sát trên cơ sở các tiêu chí, các chuẩn mực quốc tế, giám sát bằng hệ thống thiết bị chuyên dùng được áp dụng phù hợp với điều kiện Việt Nam. Đây cũng là khó khăn cần khắc phục để tăng cường có kết quả hoạt động giám sát, điều hành TTCK Việt Nam.

- Thứ ba, nhận rõ thế mạnh, điểm yếu của QLNN để xác định “liều lượng” can thiệp phù hợp vào TTCK.

Thế mạnh của QLNN:

+ Các quyết định quản lý của nhà nước bao giờ cũng có tính hiệu lực cao, vì nó dựa trên quyền lực của nhà nước và căn cứ vào các văn bản pháp luật mang tính bắt buộc đối với các chủ thể có liên quan trên TTCK nên có tác động tức thì đến sự phát triển của thị trường.

+ Chỉ có QLNN mới dung hoà được lợi ích của các chủ thể tham gia trên TTCK và hướng vào lợi ích chung của quốc gia. Điều này là do các cơ quan QLNN về TTCK là các chủ thể trung lập trên TTCK, không vì mục tiêu lợi nhuận, họ sẽ hành động theo pháp luật và hướng tới lợi ích tổng thể của toàn bộ TTCK và của cả nền kinh tế.

+ Nhờ có QLNN có thể dễ dàng ngăn chặn, phát hiện và xử lý các vi phạm trên TTCK thông qua hoạt động của hệ thống giám sát nhà nước đối với TTCK.

Bên cạnh các thế mạnh trên, trong những tình huống cụ thể, QLNN đối với TTCK có thể có *điểm yếu vốn có* như:

+ QLNN luôn tạo ra một số khuôn mẫu nhất định theo chủ quan của người quản lý trong khi đó thị trường luôn biến động, thay đổi. Bởi vậy các quy định trong văn bản pháp luật của Nhà nước không theo kịp những biến động trên TTCK làm giảm tính năng động và sáng tạo của thị trường, đặc biệt TTCK là lĩnh vực luôn phát sinh những vấn đề mới và phức tạp, trong khi việc ban hành các văn bản pháp luật không theo kịp những diễn biến của thị trường.

+ Nhược điểm cố hữu của QLNN là tính hành chính, nhất là đối với quốc gia thoát thai từ kinh tế tiểu nông đã ăn sâu vào tiềm thức của mỗi người, kể cả người quản lý và người bị quản lý. Những thủ tục hành chính rườm rà thường tạo ra sức ỳ và làm cản trở sự phát triển của TTCK.

*Thứ tư, cần vận dụng linh hoạt QLNN vào TTCK phù hợp theo từng giai đoạn cụ thể.* Có thể hình dung các giai đoạn phát triển hoàn thiện của QLNN như sau:

- Giai đoạn sơ khai ban đầu khi thị trường chưa hình thành, chưa tạo lập: QLNN phải hướng vào hình thành TTCK.

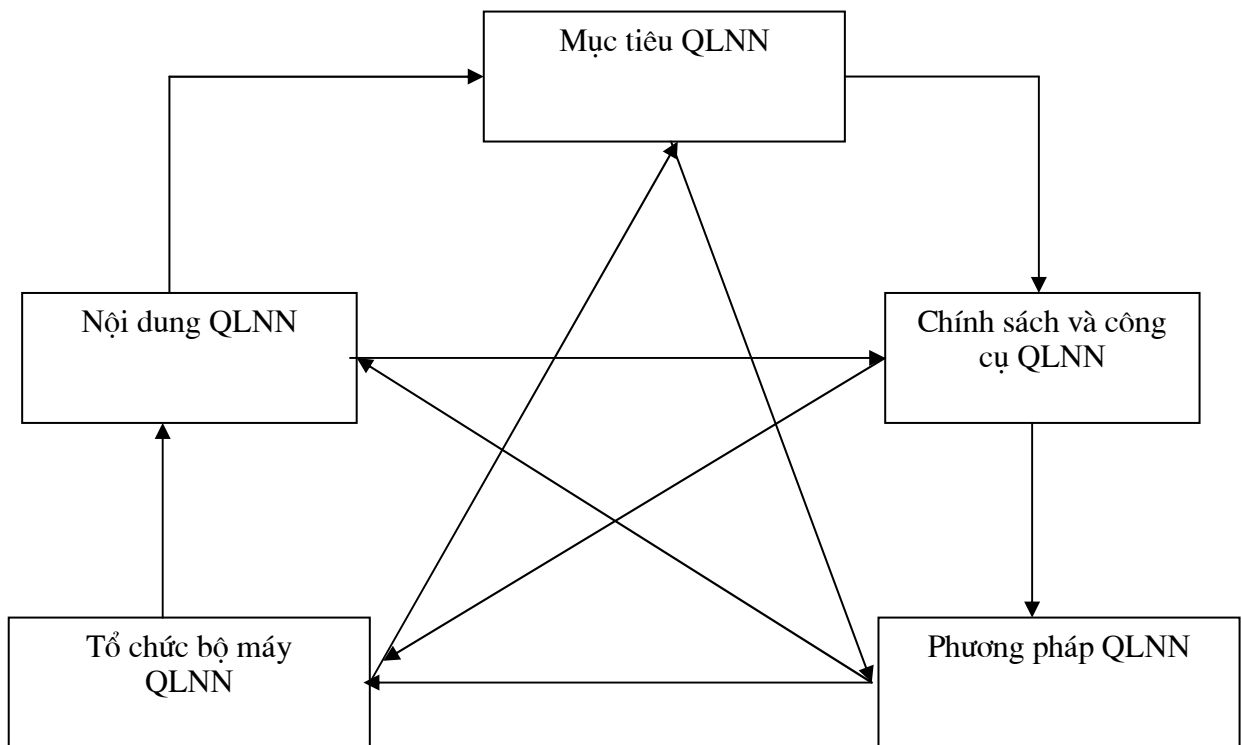


- Giai đoạn khởi đầu TTCK khi thị trường mới hình thành: QLNN cần làm mọi việc để đẩy nhanh sự hình thành và phát triển của thị trường mới ra đời.

- Giai đoạn TTCK đã định hình, phát triển cần có bàn tay giám sát, điều hành của Nhà nước để phát triển vững chắc, QLNN lúc này phải đi vào nề nếp.

- Giai đoạn TTCK phát triển cao, lôi cuốn hấp dẫn các nhà ĐTNN: QLNN cần hướng vào hội nhập kinh tế, hội nhập TTCK toàn cầu.

- Thứ năm, để xác định “liều lượng” QLNN phù hợp trong từng giai đoạn cụ thể cần nắm được những nội dung cơ bản, quan trọng (trụ cột) của QLNN đối với TTCK đó là: xác định mục tiêu quản lý, nội dung phải quản lý; chính sách và công cụ; tổ chức bộ máy quản lý và vận dụng phương pháp quản lý phù hợp. Có thể hình dung 5 trụ cột của QLNN đối với TTCK có mối liên hệ với nhau theo sơ đồ sau:



**Hình 1.2: 5 trụ cột của QLNN đối với TTCK**

Thứ sáu, với cách hiểu như trên, QLNN đối với TTCK thực sự là một khoa học, một nghệ thuật, một nghệ có tính chuyên nghiệp cao.

QLNN đối với TTCK là một khoa học liên ngành bởi nó cần nhiều thành tựu của nhiều bộ môn khoa học khác nhau như Kinh tế chính trị học, Triết học, Kinh tế học, Toán và Tin học và cả khoa học về Tâm lý. Tính khoa học của QLNN đòi hỏi các

nhà quản lý phải thông thạo, nắm vững các qui luật của khoa học tự nhiên, khoa học xã hội và qui luật của tư duy để có thể dự đoán và đo lường sự thay đổi của môi trường kinh doanh, chủ động sử dụng các phương tiện hiện đại trong công tác quản lý.

QLNN đối với TTCK là một nghệ thuật, tính nghệ thuật là quản trị cả hệ thống tổ chức thị trường với tâm lý, tình cảm khác nhau. Hoạt động QLNN có hệ thống lý thuyết đã hình thành ở các nước phát triển cao ai cũng biết nhưng ứng dụng vào hoàn cảnh cụ thể của từng quốc gia là việc làm không dễ dàng. Sự thành công trong quản lý không chỉ phụ thuộc vào tri thức, kinh nghiệm, tài năng và cả độ nhạy cảm trước diễn biến của thị trường.

QLNN đối với TTCK như đã trình bày ở trên còn là một nghề mang tính chuyên nghiệp cao, đòi hỏi người quản lý phải được đào tạo một cách bài bản, hiểu biết nhiều lĩnh vực khác nhau, phải thông minh sáng suốt và có tính quyết đoán để đưa ra quyết định đúng đắn.

*Thứ bảy*, nội dung QLNN đối với TTCK như đã kể trên đòi hỏi đội ngũ cán bộ quản lý phải có Tâm, có Tầm, có Tài, có Chí và có Dũng mới có thể hoàn thành được.

### ***1.2.2.3. Phương pháp QLNN đối với TTCK***

Phương pháp QLNN đối với TTCK là tổng thể những cách thức tác động có kế hoạch và có chủ đích của các cơ quan QLNN lên các đối tượng quản lý trên TTCK nhằm thực hiện những mục tiêu nhất định trong từng thời kỳ [94]

Khác với nội dung quản lý là cái ổn định thì các phương pháp quản lý là cái có thể lựa chọn và linh hoạt hơn cho từng thời kỳ, từng đối tượng cụ thể. Trong thực tế người ta có thể lựa chọn các phương pháp sau:

**Phương pháp hành chính:** là cách thức tác động trực tiếp của cơ quan QLNN thông qua quyết định có tính chất bắt buộc lên các chủ thể và các cơ quan có liên quan trên TTCK. Đặc điểm của phương pháp này là có tính quyền lực và bắt buộc, đòi hỏi các đối tượng phải nghiêm chỉnh chấp hành, nếu vi phạm sẽ bị xử lý kịp thời. Thực chất của phương pháp này là sử dụng quyền lực Nhà nước để tạo ra sự phục tùng thông qua tác động về mặt tổ chức và dùng các văn bản pháp luật, qui phạm để điều chỉnh các hành vi và hoạt động trên thị trường. Đây là phương pháp cần thiết trong QLNN.

Để phương pháp này có hiệu quả các cơ quan quản lý phải có mệnh lệnh dứt khoát, cụ thể, rõ ràng đối với từng chủ thể, từng loại hành vi; các quyết định hành chính phải có căn cứ khoa học, được luận chứng đầy đủ về mặt kinh tế; gắn chặt quyền hạn, trách nhiệm của các cấp ra quyết định.

Khác với lĩnh vực quản lý khác quản lý hành chính đối với TTCK thực hiện thông qua mệnh lệnh hành chính của Chính phủ, của Bộ Tài chính và của UBCKNN về các quyết định cấp phép niêm yết, cấp phép phát hành, qui định biên độ giao dịch, thời gian mở cửa đóng cửa... Ngoài ra còn có qui định quản lý hành chính cụ thể đối với các giao dịch tại các SGDCK mà các nhà đầu tư phải tuân thủ.

**Phương pháp kinh tế:** là phương pháp tác động gián tiếp của các cơ quan QLNN lên đối tượng quản lý dựa trên lợi ích kinh tế làm cho họ tự giác, chủ động thực hiện hoạt động trên thị trường mà không cần các biện pháp hành chính. Đặc điểm của phương pháp này không phải bằng cưỡng bức hành chính mà bằng lợi ích kinh tế để tạo nên động lực giúp thị trường phát triển. Thông qua kích thích kinh tế, những ưu đãi, khuyến khích để vừa đạt lợi ích quốc gia vừa lợi ích cá nhân và tập thể.

Để nâng cao tính minh bạch trên thị trường đòi hỏi phải qui định mức phạt đủ sức răn đe với các vi phạm mang tính đầu cơ, trục lợi, các giao dịch nội gián... và kịp thời phát hiện, xử phạt thích đáng những vi phạm này.

Đây là phương thức quản lý linh hoạt, mềm dẻo, mang lại sự tự giác cao và là phương thức tốt nhất để tạo ra hiệu quả kinh tế nhưng không có tính bắt buộc bởi vậy cần sử dụng kết hợp với các phương pháp khác.

**Phương pháp giáo dục, thuyết phục:** là cách thức tác động của các cơ quan nhà nước đến đối tượng quản lý thông qua nhận thức và tình cảm nhằm tăng tính tích cực, chủ động thực hiện hoạt động theo thông lệ thị trường.

Để thực hiện phương pháp này đối với TTCK nhà nước cần tổ chức hệ thống thông tin đa chiều, công khai cung cấp thông tin cho các chủ thể để mỗi người nhận thức được xu thế của thị trường mà đưa hoạt động vào nề nếp theo qui định.

TTCK là lĩnh vực hoạt động mới mẻ nên cần thông báo kịp thời chủ trương, chính sách của nhà nước và tình hình “sức khỏe” của các DN và các tổ chức trung gian để nhà đầu tư nắm bắt kịp thời cho những dự định đầu tư hiệu quả trên thị trường.

Mỗi phương pháp có ưu nhược điểm khác nhau bởi vậy cần sử dụng linh hoạt và kết hợp giữa các phương pháp.

### **1.2.3. Tiêu chí đánh giá QLNN đối với TTCK**

Để QLNN đối với TTCK đi vào nề nếp, ổn định và hiệu quả theo mục tiêu, yêu cầu đề ra cần có tiêu chí đánh giá. Để giúp các nước có thể nâng cao chất lượng công tác quản lý TTCK, IOSCO đã đúc rút và xây dựng bộ tiêu chí mang tính chuẩn mực quốc tế đánh giá hoạt động quản lý TTCK. Trên cơ sở tham khảo bộ tiêu chí của IOSCO và căn cứ vào điều kiện cụ thể của Việt Nam, chúng tôi thấy cần có hệ thống tiêu chí sau:

#### ***1.2.3.1. Tiêu chí đánh giá mục tiêu quản lý TTCK***

Mục tiêu trong quản lý TTCK cần được cơ quan quản lý xác định rõ ràng để định hướng cho việc xây dựng và thực thi các chính sách quản lý TTCK. Mục tiêu được xác định đúng đắn sẽ quyết định đến chính sách được xây dựng và thực hiện. Kinh nghiệm quản lý TTCK của một số nước cho thấy mục tiêu quản lý được xác định rất rõ ràng và được quy định bởi pháp luật về TTCK. Điều này giúp định hướng cho hoạch định chính sách trong quản lý thị trường luôn hướng tới mục tiêu đã định, việc phân định trách nhiệm giữa cơ quan quản lý, định chế thị trường nhờ đó cũng dễ dàng hơn. Trong hoạt động quản lý, cơ quan quản lý sẽ xây dựng, thực thi các chính sách quản lý bám sát theo mục tiêu đã lựa chọn. Để đánh giá mức độ phù hợp với mục tiêu của chính sách quản lý, các chỉ tiêu đánh giá hệ thống quản lý TTCK cần được xây dựng trên cơ sở những biểu hiện cụ thể của các mục tiêu quản lý đã được lựa chọn.

Có thể đo lường QLNN đối với TTCK thông qua đánh giá mức độ phát triển bền vững của TTCK trên 4 khía cạnh: qui mô, khả năng tiếp cận, tính hiệu quả và sự ổn định đối với thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu.

#### ***Đối với thị trường cổ phiếu:***

- Qui mô thị trường được tính toán và so sánh theo thời gian thông qua tiêu chí giá trị vốn hóa thị trường, giá trị vốn hóa thị trường trên GDP; khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch so với GDP.

- Khả năng tiếp cận thị trường được nhìn nhận cả từ người cần vốn và người có vốn thông qua tiêu chí: sự tập trung của thị trường xét về mức độ vốn hóa (chỉ

báo này được xác định dựa vào tỷ trọng của 10 CTNY lớn nhất trong tổng giá trị vốn hóa thị trường) và tỷ lệ cổ phiếu được nắm giữ riêng (đo bằng tỷ lệ phần trăm số cổ phiếu thuộc sở hữu của nhóm cổ đông đa số giành quyền kiểm soát).

- Tính hiệu quả bao gồm sự đồng bộ về giá, mức độ giao dịch dựa trên thông tin riêng (phi đại chúng) và chi phí giao dịch thực.

- Tính ổn định đo lường thông qua: độ biến động (độ lệch chuẩn) của mức sinh lời xét trong khoảng thời gian nhất định hoặc đơn giản hơn có thể nhìn vào sự tăng giảm của chỉ số thị trường để thấy sự biến động chung.

*Đối với thị trường trái phiếu:*

- Qui mô thị trường trái phiếu có thể được phân chia theo chủ thể hay phạm vi phát hành như thị trường trái phiếu công, thị trường trái phiếu khu vực tư nhân; thị trường trái phiếu trong nước và thị trường trái phiếu quốc tế. Thước đo chung cho các thị trường này là tỷ lệ giá trị trái phiếu trên GDP.

- Khả năng tiếp cận thị trường; sự tiếp cận thị trường trái phiếu nội địa chỉ hiệu quả khi chi phí vốn ở mức thấp và quá trình huy động vốn cho khu vực tư nhân dễ dàng thông qua tiêu chí: tỷ lệ trái phiếu nội địa trên tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành và tỷ lệ trái phiếu khu vực tư nhân trên tổng giá trị trái phiếu nội địa đang lưu hành.

- Tính hiệu quả đối với thị trường trái phiếu là tính thanh khoản thị trường thông qua 2 tiêu chí: chênh lệch giá chào bán- giá đặt mua và độ sâu của thị trường

- Tính ổn định được đo lường thông qua tiêu chí: độ biến động, thể hiện qua độ lệch chuẩn tính theo năm của mức sinh lời; độ méo của mức sinh lời; thời gian đáo hạn của trái phiếu.

Liên quan đến cấu trúc thị trường có thể thông qua tiêu chí: cơ cấu nhà đầu tư cá nhân/ nhà đầu tư tổ chức tính trong tổng số các nhà đầu tư tham gia thị trường; cơ cấu nhà đầu tư trong nước / nhà đầu tư nước ngoài và số lượng các tổ chức trung gian thị trường.

### ***1.2.3.2. Tiêu chí đánh giá tổ chức bộ máy quản lý TTCK***

Hoạt động của cơ quan quản lý TTCK phụ thuộc chủ yếu vào vị thế và thẩm quyền mà cơ quan đó có được. Các tiêu chí đánh giá một cơ quan quản lý TTCK hiệu quả bao gồm:

*Vị thế của cơ quan quản lý phải được rõ ràng.* Hoạt động của cơ quan quản lý chỉ có thể đạt hiệu quả cao nhất nếu cơ quan quản lý có vị thế độc lập nhất định. Tiêu chí đánh giá vị thế của cơ quan quản lý TTCK do đó bao gồm các tiêu chí để đánh giá mức độ độc lập của cơ quan quản lý, thể hiện ở các đặc điểm sau:

Trách nhiệm của cơ quan quản lý cần được xác định rõ ràng và được quy định khách quan.

Cơ quan quản lý cần có vị thế độc lập trong hoạt động và chịu trách nhiệm trong thực hiện chức năng và thẩm quyền của mình.

Cơ quan quản lý cần đạt được mức độ độc lập nhất định trong hoạt động. Độc lập có nghĩa là không chịu tác động về chính trị hoặc thương mại từ bên ngoài khi cơ quan quản lý thực hiện các chức năng và thẩm quyền của mình cũng như khi sử dụng các nguồn lực mà mình đã có. Tính độc lập của cơ quan quản lý càng được tăng cường nếu cơ quan quản lý có được nguồn tài chính ổn định. Có thể xảy ra trường hợp chính sách quản lý đòi hỏi phải được Chính phủ hoặc một Bộ phê chuẩn thì quy trình thực hiện phê chuẩn phải rõ ràng, minh bạch và không bao gồm các vấn đề quản lý kỹ thuật hàng ngày đối với thị trường.

Cơ quan quản lý TTCK cần có đầy đủ thẩm quyền, các nguồn lực cần thiết và năng lực để thực hiện các chức năng và thẩm quyền của mình.

Cơ quan quản lý cần áp dụng các quy trình quản lý thống nhất/nhất quán, rõ ràng.

Đội ngũ cán bộ và nhân viên của cơ quan quản lý TTCK phải đạt được các chuẩn mực nghề nghiệp cao nhất, bao gồm cả việc bảo mật.

Thực tế là, chỉ khi nào trách nhiệm được xác định đúng đắn, rõ ràng, có vị thế độc lập trong quản lý, có thẩm quyền đầy đủ, có quy trình quản lý minh bạch, nhất quán, có đủ năng lực và nguồn lực cần thiết để thực hiện các chức năng và thẩm quyền, có đội ngũ cán bộ và nhân viên đạt các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp thì hoạt động của cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK mới có thể đạt được chất lượng và hiệu quả tốt nhất.

### ***1.2.3.3. Tiêu chí đánh giá phương thức quản lý***

Việc xác định các tiêu chí đánh giá phương thức quản lý tập trung vào các công cụ mà cơ quan QLNN về TTCK sử dụng để thực hiện quản lý TTCK một cách

hiệu quả, đảm bảo đạt được mục tiêu quản lý. Các công cụ đó chính là các quyền cơ bản của một cơ quan quản lý TTCK, bao gồm: quyền cấp phép; quyền giám sát, thanh tra, điều tra; quyền thực thi pháp luật.

*Quyền cấp phép:* cơ quan quản lý TTCK có quyền quy định các tiêu chuẩn để cho phép các thành viên thị trường được tham gia hoạt động trên TTCK. Trên cơ sở các quy định về tiêu chuẩn gia nhập thị trường đó, cơ quan quản lý TTCK có quyền cấp phép, đình chỉ, huỷ bỏ giấy phép hoạt động của các thành viên trên TTCK.

*Quyền thực thi pháp luật:* cơ quan quản lý có đủ thẩm quyền cưỡng chế thi hành các quyết định xử phạt đối với các hành vi vi phạm pháp luật trên TTCK, bao gồm xử phạt hành chính, dân sự và hình sự.

Hệ thống quản lý cần đảm bảo sử dụng hữu hiệu và đáng tin cậy thẩm quyền thanh tra, điều tra, giám sát và thực thi pháp luật cũng như việc triển khai các chương trình tuân thủ một cách hữu hiệu.

Các quyền trên giúp cho cơ quan QLNN đầu ngành TTCK có những thẩm quyền cần thiết trong giám sát, thanh tra, điều tra và cưỡng chế thực thi pháp luật nhằm ngăn ngừa, phát hiện và xử lý kịp thời và đúng pháp luật các trường hợp vi phạm. Điều này còn giúp cho tính hiệu lực của việc thực thi pháp luật được đảm bảo tốt hơn.

Có được đầy đủ các quyền này thì cơ quan quản lý mới có đủ công cụ để quản lý TTCK.

#### ***1.2.3.4. Tiêu chí đánh giá nội dung quản lý TTCK***

Các tiêu chí đánh giá nội dung hoạt động quản lý TTCK xoay quanh các vấn đề cơ bản của quản lý TTCK: tổ chức phát hành và niêm yết CK, quỹ ĐTCK, các trung gian thị trường, thị trường thứ cấp.

##### ***Đối với tổ chức phát hành***

Tiêu chí đánh giá hoạt động quản lý phát hành và NYCK trên TTCK tập trung vào đánh giá chế độ công bố thông tin. Lý do là việc công bố thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác là yêu cầu quan trọng nhất đối với việc xác lập giá CK trên

một thị trường công bằng, minh bạch và hiệu quả. TTCK là thị trường của “thông tin” và thị trường của “niềm tin”. Thông tin đầy đủ giúp nhà đầu tư đánh giá được đúng đắn đối với khoản đầu tư được chào mời trên thị trường. Một cơ chế quản lý đảm bảo việc công bố thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác giúp duy trì và củng cố lòng tin của nhà đầu tư vào TTCK. Thông tin được công bố bao gồm các thông tin tài chính và phi tài chính, trong đó thông tin tài chính quan trọng nhất chính là báo cáo tài chính của tổ chức phát hành và niêm yết CK.

Những người nắm giữ CK của một công ty cần được đối xử công bằng và bình đẳng.

Các chuẩn mực kế toán và kiểm toán cần phải nghiêm ngặt và có chất lượng được chấp nhận quốc tế.

### ***Đối với quỹ ĐTCK***

Hệ thống quản lý TTCK cần quy định các chuẩn mực về cấp phép và quản lý các chủ thể thực hiện các hoạt động về quỹ đầu tư tập thể.

Hệ thống quản lý TTCK cần quy định hình thức pháp lý và cấu trúc của quỹ đầu tư tập thể, cũng như việc tách bạch và bảo vệ tài sản của khách hàng.

Hoạt động quản lý TTCK cần yêu cầu về công bố thông tin như quy định đối với tổ chức phát hành, cần thiết cho việc đánh giá tính phù hợp của quỹ đầu tư đối với người đầu tư và giá trị nắm giữ của người đầu tư trong quỹ.

Hoạt động quản lý TTCK cần phải đảm bảo một cơ sở đúng đắn, công khai về đánh giá và định giá đơn vị quỹ.

Tiêu chí đánh giá hoạt động quản lý các quỹ ĐTCK chủ yếu tập trung vào việc đánh giá việc quy định các điều kiện gia nhập thị trường và bảo vệ tài sản của nhà đầu tư vào quỹ. Điều kiện gia nhập thị trường đối với quỹ ĐTCK thường được quy định bao gồm: điều kiện về vốn, điều kiện về năng lực, điều kiện về con người và điều kiện về cơ sở vật chất. Công bố thông tin đầy đủ và tính toán đúng giá trị tài sản của quỹ giúp bảo vệ nhà đầu tư của quỹ, đồng thời đảm bảo duy trì mục tiêu đầu tư của quỹ.



### ***Đối với các trung gian thị trường***

Tiêu chí đánh giá hoạt động quản lý đối với các trung gian thị trường chủ yếu liên quan đến những điều kiện về gia nhập thị trường, bảo vệ tài sản của khách hàng và đạo đức kinh doanh. Các trung gian thị trường là đối tượng có ảnh hưởng lớn đến sự hoạt động của TTCK, để có thể đảm bảo sự kiểm soát chặt chẽ đối tượng này và hướng tới mục tiêu đảm bảo tính công khai, công bằng, minh bạch của TTCK, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của các nhà đầu tư, tiêu chí đánh giá việc quản lý các tổ chức trung gian trên TTCK:

Cần quy định các tiêu chuẩn tối thiểu đối với các tổ chức trung gian thị trường.

Cần có những quy định về mức vốn ban đầu, việc duy trì cũng như các quy định dự phòng khác đối với các tổ chức trung gian thị trường nhằm phản ánh các rủi ro trong hoạt động nghiệp vụ.

Các tổ chức trung gian thị trường cần phải tuân thủ các chuẩn mực về tổ chức nội bộ và đạo đức nghề nghiệp nhằm bảo vệ quyền lợi của khách hàng, đảm bảo quản lý hợp lý các rủi ro.

Cần có cơ chế xử lý trường hợp phá sản của tổ chức trung gian thị trường nhằm giảm thiểu thiệt hại cho người đầu tư và ngăn chặn rủi ro có hệ thống.

Các điều kiện về gia nhập thị trường thường được cơ quan quản lý yêu cầu tuân thủ có thể được quy định theo tiêu chuẩn định lượng (ví dụ như tiêu chuẩn về vốn tối thiểu, tiêu chuẩn về lịch sử-số năm kinh doanh có lãi) và tiêu chuẩn định tính (tiêu chuẩn về trình độ của giám đốc, người quản lý và người hành nghề). Tiêu chí về bảo vệ tài sản của khách hàng được thể hiện dưới hình thức quy định về việc quản lý hợp lý tài sản của khách hàng và duy trì biện pháp quản lý rủi ro hợp lý. Tiêu chí về đạo đức kinh doanh là một vấn đề rất quan trọng trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt trong lĩnh vực dịch vụ CK. Đạo đức kinh doanh thường được quy định bởi các quy tắc về đạo đức nghề nghiệp trong KDCK do Hiệp hội CK quy định chứ thường ít được đề cập chi tiết bởi pháp luật về TTCK.

### ***Đối với thị trường thứ cấp***

Để giúp cho cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK có thể quản lý và giám sát các giao dịch trên TTCK theo mục tiêu đề ra, đảm bảo tính công khai, công bằng, minh bạch trong giao dịch, đồng thời có thể ngăn chặn và xử lý kịp thời các giao dịch không công bằng trên TTCK, *tiêu chí đánh giá hoạt động quản lý đối với thị trường thứ cấp bao gồm:*

Việc thành lập các hệ thống giao dịch, bao gồm cả các SGDCK cần được sự cho phép và chịu sự giám sát của cơ quan quản lý TTCK.

Cần liên tục giám sát SGDCK và các hệ thống giao dịch nhằm đảm bảo độ tin cậy trong hoạt động giao dịch được duy trì thông qua các quy định công bằng và bình đẳng, tạo ra sự cân bằng về nhu cầu của các đối tượng khác nhau tham gia thị trường.

Cần thúc đẩy tính minh bạch của hoạt động giao dịch.

Các hoạt động quản lý TTCK cần được xây dựng để phát hiện và ngăn chặn sự thao túng và các hành vi giao dịch không công bằng khác.

Quản lý TTCK cần được đảm bảo sự thoả đáng đối với các giao dịch lớn, rủi ro mất khả năng thanh toán và rối loạn thị trường.

Hệ thống bù trừ và thanh toán các GDCK cần chịu sự giám sát pháp quy, cần được thiết kế nhằm đảm bảo tính công bằng, hữu hiệu, hiệu quả và giảm thiểu rủi ro có tính hệ thống.

Tiêu chí đánh giá hoạt động quản lý thị trường thứ cấp cho GDCK tập trung vào hoạt động giám sát giao dịch, công bố thông tin và quản lý rủi ro tại SGDCK và quản lý hệ thống thanh toán, bù trừ, LKCK. Quản lý SGDCK là một nội dung quan trọng nhất trong TTCK vì SGDCK là hình thức tổ chức thị trường GDCK tập trung, là “trái tim” của TTCK. Đặc trưng của quản lý SGDCK là thiết lập và duy trì hệ thống giám sát hoạt động giao dịch tại Sở. Ngoài ra, thông lệ đang được khuyến khích hiện nay trên thế giới là SGDCK vận hành như một tổ chức tự quản, UBCK đóng vai trò người giám sát và thực thi pháp luật.

**Bảng 1.1: Các tiêu chí đánh giá nội dung quản lý TTCK**

<i>Nội dung</i>	<i>Tiêu chí</i>
Tổ chức phát hành	<p>Tiêu chí về công bố thông tin kịp thời, đầy đủ, chính xác:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>. Tiêu chí về thời gian công bố thông tin</li> <li>. Tiêu chí về các loại thông tin cần công bố</li> <li>. Tiêu chí về các tiêu chuẩn kế toán và kiểm toán</li> </ul>
Tổ chức trung gian thị trường	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Tiêu chí về điều kiện gia nhập thị trường</li> <li>. Tiêu chí về công bố thông tin cho nhà đầu tư</li> <li>. Tiêu chí về bảo vệ tài sản của khách hàng</li> <li>. Tiêu chí về đạo đức kinh doanh</li> <li>. Tiêu chí về hạn chế tác hại do thất bại của trung gian thị trường đem lại</li> <li>. Tiêu chí về giám sát trung gian thị trường</li> </ul>
Quỹ ĐTCK	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Tiêu chí về điều kiện cấp phép thành lập quỹ ĐTCK</li> <li>. Tiêu chí về hình thức và cơ cấu hợp pháp của quỹ ĐTCK</li> <li>. Tiêu chí về công bố thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư</li> <li>. Tiêu chí về bảo vệ tài sản của khách hàng</li> <li>. Tiêu chí về định giá tài sản của quỹ</li> </ul>
Thị trường thứ cấp	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Tiêu chí về thiết lập SGDCK và hệ thống giao dịch</li> <li>. Tiêu chí về giám sát hoạt động tại SGDCK</li> <li>. Tiêu chí về các hành vi giao dịch bị cấm</li> <li>. Tiêu chí về công bố thông tin và quản lý rủi ro tại SGDCK</li> <li>. Tiêu chí về hệ thống thanh toán, bù trừ, LKCK</li> </ul>

*Nguồn: IOSCO*

### ***1.2.3.5. Tiêu chí điều hành và giám sát TTCK***

Tính phức tạp của các GDCK và sự tinh vi của các hành vi gian lận đòi hỏi UBCKNN phải có năng lực điều hành, giám sát và có thẩm quyền đầy đủ để thực hiện quyền quản lý của mình.

*Quyền giám sát, thanh tra, điều tra:* cơ quan quản lý TTCK cần có thẩm quyền đầy đủ trong việc thanh tra, điều tra và giám sát. Cơ quan quản lý TTCK có khả năng quy định chế độ báo cáo, thanh tra định kỳ và bất thường đối với các thành viên thị trường. Cơ quan quản lý có quyền tiến hành điều tra đối với các nghi vấn vi phạm pháp luật trên TTCK.

Thẩm quyền của UBCKNN trong việc cấp phép thành lập, vận hành và kiểm tra thị trường GDCK và thiết lập qui chế giao dịch giúp cho bảo đảm một thị trường hoạt động công bằng và có hiệu quả. Các cơ quan quản lý phải có công cụ để thanh tra, giám sát hoạt động của SGDCK để mọi nhà đầu tư được tiếp cận công bằng tới các phương tiện giao dịch và thông tin liên quan đến giá CK.

Hệ thống lưu ký, đăng ký, thanh toán, bù trừ CK là bộ phận không thể thiếu của TTCK. Cần có tiêu chí giám sát để bảo đảm hệ thống này được quản lý giám sát nhằm hướng tới mục tiêu duy trì thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch. Các qui định và qui trình điều hành hoạt động của hệ thống thanh toán, bù trừ cần qui định rõ ràng, công khai và minh bạch.

*Quyền giám sát và xử phạt các hành vi vi phạm:* cơ quan quản lý TTCK cần có thẩm quyền xử phạt các hành vi vi phạm pháp luật và các qui định về CK & TTCK, nhất là qui định công bố thông tin, các giao dịch nội gián và các hành vi trục lợi khác để bảo đảm tính công khai minh bạch trên thị trường.

Đồng thời phải có các qui định nhằm phát hiện và xử lý các hành vi thao túng và giao dịch không công bằng tại các SGDCK. Thông qua giám sát, thanh tra, chế độ báo cáo, các yêu cầu về vị thế giao dịch, yêu cầu tuân thủ các yêu cầu của các SGDCK, các hành vi giao dịch không công bằng có thể được phát hiện, phòng tránh và xử lý các vi phạm xảy ra.

### ***1.2.3.6. Tiêu chí đánh giá hoạt động hợp tác quốc tế***

Trong điều kiện hội nhập quốc tế cần có tiêu chí đánh giá hiệu quả của hoạt động đối ngoại của UBCKNN trong đó tập trung vào đánh giá hoạt động tạo dựng

và duy trì quan hệ song phương, đa phương giữa TTCK Việt Nam với các nước trên thế giới: tiến trình tham gia các tổ chức quốc tế như WTO, ASEAN, ASEAN +3, IOSCO... đồng thời đánh giá khả năng cạnh tranh của TTCK Việt Nam so với các TTCK khu vực và thế giới.

#### ***1.2.3.7. Tiêu chí đánh giá các hoạt động hỗ trợ khác***

Đây là nhóm các tiêu chí đánh giá các hoạt động cho công tác quản lý thị trường gồm: công tác nghiên cứu khoa học, tuyên truyền, phổ biến kiến thức; công tác cán bộ, cải cách hành chính; công tác tài chính và xây dựng cơ bản; công tác tin học thống kê; công tác thi đua, tuyên truyền.

#### **1.2.4. Nhân tố ảnh hưởng đến QLNN đối với TTCK**

##### ***1.2.4.1. Nhân tố chủ quan: nhân tố của TTCK Việt Nam, năng lực nhận thức và quản lý của hệ thống quản lý***

**Đặc điểm sự hình thành TTCK Việt Nam:** TTCK Việt Nam đã có thành tích bước đầu khá ấn tượng, song về cơ bản vẫn là thị trường nhỏ bé đang trong giai đoạn đầu của sự phát triển. Quy mô và trình độ phát triển của TTCK vừa là xuất phát điểm để xây dựng các chính sách QLNN, vừa ảnh hưởng đến mục tiêu và định hướng chiến lược phát triển TTCK của đất nước trong từng thời kỳ nhất định.

Tổ chức QLNN về TTCK vừa là nội dung, vừa là đối tượng của quản lý. Trong mỗi hệ thống quản lý, chủ thể quản lý sử dụng các công cụ và phương thức quản lý tác động lên đối tượng quản lý theo mục tiêu đề ra. Ngược lại, đối tượng và khách thể của quản lý cũng phản ứng trở lại đối với chủ thể quản lý. TTCK là đối tượng của QLNN, cho nên thực trạng phát triển TTCK có tác động đến việc ban hành và triển khai các chính sách quản lý, phát triển thị trường. Thực trạng TTCK vừa là cơ sở để Nhà nước ban hành các chính sách, biện pháp khắc phục những hạn chế của thị trường, vừa là căn cứ để Nhà nước đề ra các biện pháp thúc đẩy thị trường phát triển theo định hướng và mục tiêu đề ra.

##### **Năng lực nhận thức và quản lý của cơ quan QLNN đối với TTCK**

Sản phẩm của QLNN là các mô hình tổ chức quản lý, cơ chế chính sách và các qui định về hoạt động của thị trường. Các quyết định trên chịu ảnh hưởng bởi trình độ nhận thức về vai trò quản lý của nhà nước, về phương thức, cơ chế điều hành và cả cơ sở vật chất kỹ thuật phục vụ cho QLNN.

Trình độ nhận thức về CK của công chúng đầu tư, các thành viên thị trường: TTCK hình thành và phát triển được không thể thiếu yếu tố con người- quảng đại dân chúng. Nơi nào thu hút được nhiều nhà đầu tư thì nơi đó TTCK phát triển mạnh và ngược lại. Đồng thời, trình độ hiểu biết của những người tham gia vào việc kinh doanh, môi giới và điều hành TTCK có tác động không nhỏ trong việc nâng cao chất lượng của TTCK.

Trên cơ sở nhận thức, cơ quan nhà nước tổ chức thực hiện các hoạt động quản lý phát hành, niêm yết và giao dịch CK, quản lý các trung gian tài chính môi giới, quản lý các danh mục đầu tư, dịch vụ tư vấn, quản lý quỹ... Sự phối kết hợp giữa các Bộ, ngành trong QLNN đối với TTCK là nhân tố quan trọng quyết định sự phát triển của thị trường .

Trình độ cán bộ công chức quản lý, cơ sở vật chất trong quản lý ảnh hưởng tới chất lượng và hiệu quả QLNN đối với TTCK.

**Các yếu tố khác:** hoạt động QLNN đối với TTCK còn chịu tác động bởi các nhân tố khác như trình độ ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý, truyền thống và bản sắc văn hoá dân tộc, trình độ và kinh nghiệm của đội ngũ cán bộ quản lý trong ngành CK và các ngành có liên quan, lịch sử phát triển kinh tế và TTCK,... Trong đó, yếu tố lịch sử thường đặt ra những vấn đề về việc cải cách và hoàn thiện mô hình tổ chức QLNN đối với TTCK.

#### ***1.2.4.2. Các nhân tố khách quan***

##### ***a. Nhân tố kinh tế - xã hội và quản lý kinh tế***

Đó là ảnh hưởng của tổ chức quản lý nền kinh tế nói chung như: đường lối kinh tế, thể chế chính trị, cơ chế quản lý, môi trường kinh doanh, luật pháp, chính sách quản lý và sự phát triển kinh tế của đất nước.

**Thể chế chính trị:** thể chế chính trị và đường lối lãnh đạo của Đảng cầm quyền của một nước chi phối đến mục tiêu, phương hướng xây dựng và phát triển TTCK của nước đó. Bên cạnh đó, sự ổn định hay bất ổn về chính trị sẽ có ảnh hưởng tích cực hay tiêu cực đến quá trình phát triển của TTCK, từ đó tác động đến nội dung và biện pháp QLNN đối với thị trường này. Thể chế nhà nước ảnh hưởng đến mô hình QLNN đối với TTCK, cấu trúc và chức năng của hệ thống cơ quan QLNN về CK & TTCK được thiết lập theo mô hình nào và đặt ở vị trí nào ảnh

hưởng bởi mô hình hệ thống tổ chức thiết chế nhà nước. Môi trường chính trị ảnh hưởng đến TTCK không chỉ ở phạm vi lãnh thổ, quốc gia mà còn trên phạm vi khu vực và thế giới vì môi trường chính trị xã hội thể hiện sự bảo hộ của xã hội đó đối với quyền sở hữu tài sản và quyền hưởng lợi của nhà đầu tư. TTCK có độ nhạy cảm cao đối với bất kỳ sự biến đổi hay bất ổn nào về chính trị xã hội.

**Môi trường luật pháp:** Nhà nước quản lý TTCK thông qua luật pháp. Môi trường pháp lý phù hợp sẽ kích thích TTCK phát triển và ngược lại. Vì vậy, môi trường pháp lý là nhân tố có ảnh hưởng rõ ràng và trực tiếp nhất tới quá trình phát triển TTCK.

QLNN đối với TTCK bị chi phối và phụ thuộc rất lớn vào môi trường pháp lý, bởi lẽ chất lượng của công tác QLNN đối với nền kinh tế xã hội nói chung và đối với TTCK nói riêng phụ thuộc vào năng lực hoạt động của các cơ quan lập pháp, hành pháp và tư pháp. Bên cạnh đó, vấn đề này còn phụ thuộc vào tính chặt chẽ, đầy đủ và nhất quán của các quy định pháp luật cũng như ý thức chấp hành pháp luật của các chủ thể trong nền kinh tế.

**Cơ chế quản lý kinh tế:** cơ chế quản lý kinh tế là phương thức điều hành có kế hoạch nền kinh tế quốc dân dựa trên đòi hỏi của các qui luật kinh tế khách quan của sự phát triển xã hội. Cơ chế quản lý bao gồm: chính sách, phương pháp, hình thức, công cụ để điều tiết nền kinh tế thực hiện các yêu cầu của các qui luật khách quan. Trong đó hệ thống tổ chức và kế hoạch đóng vai trò quan trọng.

**Sự phát triển kinh tế của đất nước:** kinh tế phát triển, đời sống nhân dân được ổn định, người dân sẽ đầu tư sản xuất kinh doanh và đầu tư vào TTCK. Nhiều DN phát triển, kinh doanh có lợi nhuận nếu được CPH sẽ góp phần tăng cung trên thị trường. Nền KTTT là môi trường phát sinh, phát triển TTCK. Khi nền kinh tế phát triển mạnh, thể hiện ở sức mua của tiền tệ, mức độ lạm phát, lãi suất ngân hàng, quy mô vốn, năng lực của các tổ chức kinh tế ảnh hưởng rất lớn đến sự phát triển của TTCK. Sự suy thoái kinh tế toàn cầu, một mặt làm suy giảm đáng kể sức tiêu thụ các loại hàng hoá, nhưng mặt khác cũng tạo ra xu hướng sụt giảm mạnh giá các loại nguyên, nhiên, vật liệu nhập khẩu. Lãi suất cho vay của ngân hàng đang có xu hướng giảm dần và tỷ giá sẽ tiếp tục được duy trì ổn định trong thời gian tới. Khả năng hấp thụ được những cơ hội đó, cũng như sức chống chịu đối với hoàn cảnh bất lợi tùy

thuộc rất nhiều vào tính chất của từng ngành hàng và năng lực nội tại của từng DN. Khả năng chống chịu và phát triển bền vững của DN niêm yết sẽ chi phối và tạo ra bối cảnh cho diễn biến của TTCK Việt Nam trong thời gian tới bởi đây là một trong những chủ thể cung cấp hàng hoá lớn nhất cho TTCK

Sự đa dạng về hình thức tồn tại và tính phức tạp trong hoạt động của các thành phần kinh tế tham gia TTCK sẽ đặt ra yêu cầu đối với công tác QLNN là phải có các chính sách và biện pháp phù hợp để dung hoà lợi ích của các thành phần này và khai thác tối đa các thế mạnh của họ.

### ***b. Môi trường quốc tế***

Môi trường quốc tế bao gồm: sự phát triển của kinh tế thế giới, của các quốc gia lớn; khủng hoảng kinh tế; sự gia tăng ĐTNN. Xu thế hội nhập quốc tế hiện nay đang diễn ra khá mạnh mẽ trên các lĩnh vực của đời sống kinh tế xã hội trong đó có TTCK. Việc mở cửa TTCK để hội nhập quốc tế sẽ đem lại những lợi ích thiết thực cho một quốc gia, song cũng nảy sinh những rủi ro và thách thức không nhỏ. Điều này tác động đến các chính sách quản lý và phát triển TTCK của các nước. Chính sách QLNN không chỉ phải giải quyết các vấn đề nảy sinh do có sự xuất hiện của các yếu tố quốc tế trên TTCK, mà còn phải tìm ra hướng hội nhập sao cho vừa đảm bảo an toàn, vừa khai thác tốt nhất các lợi ích mà hội nhập đem lại.

Khả năng phục hồi của TTCK thế giới: hoạt động tín dụng bùng nổ trong một thời gian dài đã tạo ra các loại bong bóng tài sản khác nhau, đặc biệt là bất động sản. Sự đổ vỡ dây chuyền các loại bong bóng tài sản đã dẫn đến sự khô kiệt các nguồn tín dụng và hệ quả là xảy ra cuộc khủng hoảng tín dụng và tài chính toàn cầu, làm suy giảm niềm tin lẫn nhau trong cộng đồng đầu tư. Sự suy sụp niềm tin này đã làm cho tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng thương mại bị tắc nghẽn và hệ quả là sự đình trệ và suy thoái về kinh tế, rối loạn về mặt xã hội.

Cho đến nay, các nước với tiềm lực mạnh có khả năng tự cứu mình đã phối hợp để ra, thực hiện các kế hoạch giải cứu thị trường tài chính và thông qua Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) hỗ trợ các nước không có khả năng tự cứu được mình. Những biện pháp trên đã và đang tạo tính thanh khoản cho hệ thống ngân hàng thương mại (lãi suất LIBOR nhanh chóng hạ nhiệt) và quan trọng hơn, niềm tin của



cộng đồng đầu tư đã từng bước được phục hồi. Những kế hoạch kích thích kinh tế trong thời gian tới chắc chắn sẽ tiếp thêm sinh khí cho TTCK thế giới.

TTCK Việt Nam ra đời sau nên việc tìm hiểu kinh nghiệm quốc tế không chỉ giúp Việt Nam học tập áp dụng những kinh nghiệm tiên tiến, những chuẩn mực quốc tế trong QLNN mà còn tránh được những va vấp không đáng có của các quốc gia khác để áp dụng cho phù hợp với điều kiện cụ thể từng thời kỳ phát triển.

### **1.3. KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI VỀ QLNN ĐỐI VỚI TTCK VÀ BÀI HỌC RÚT RA CHO VIỆT NAM**

#### **1.3.1. Kinh nghiệm của một số nước trên thế giới về QLNN đối với TTCK**

Qua nghiên cứu sự hình thành phát triển và QLNN đối với TTCK của một số nước công nghiệp phát triển (như Nhật Bản, Mỹ, Cộng hòa Liên bang Đức) và một số nước đang phát triển có điều kiện tương đồng với Việt Nam (Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan), Luận án có thể rút ra kinh nghiệm trên các mặt sau:

##### ***1.3.1.1. Về tổ chức bộ máy quản lý QLNN***

*Một là, về tên gọi của cơ quan QLNN đứng đầu ngành*

Mặc dù tồn tại một số tên gọi khác nhau theo yếu tố lịch sử, cơ quan QLNN đối với TTCK ở các quốc gia có khác như Ủy ban giám quản CK (Trung Quốc), Ủy ban CK và giao dịch (Mỹ, Hàn Quốc,...), Ủy ban giám sát tài chính (Nhật Bản), ...Song tên gọi phổ biến của cơ quan này là Ủy ban CK và giao dịch hay Ủy ban CK (Securities Exchange Commission- SEC)

*Hai là, về chức năng, nhiệm vụ của cơ quan QLNN đứng đầu ngành*

Cho dù tổ chức theo mô hình nào thì chức năng, nhiệm vụ chủ yếu nhất của cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK là:

- Xây dựng khung pháp lý CK & TTCK thông qua việc chủ trì soạn thảo các văn bản pháp luật chuyên ngành CK & TTCK để trình Bộ chủ quản hoặc Chính phủ hoặc Quốc hội và ban hành các văn bản pháp luật chuyên ngành khác theo thẩm quyền được giao.

- Hoạch định các chính sách và chiến lược phát triển TTCK.

- Quản lý và giám sát các hoạt động TTCK: chức năng này được thực hiện chủ yếu thông qua việc cấp, gia hạn, đình chỉ, thu hồi các loại giấy phép, giấy chứng nhận liên quan đến các hoạt động về CK & TTCK; giám sát việc thi hành

pháp luật, điều tra xử phạt các vi phạm trong lĩnh vực CK & TTCK để đảm bảo sự công bằng, trung thực, minh bạch và hoạt động trôi chảy của thị trường.

Các chức năng này từng bước được hoàn thiện, bổ sung.

Ví dụ: trước đây, Nhật Bản không có cơ quan quản lý CK nhà nước độc lập mà chức năng này giao cho Bộ Tài chính (Vụ CK) thực hiện. Thực tiễn qua các thời kỳ phát triển của TTCK Nhật Bản cho thấy với một thị trường lớn như vậy sẽ gặp không ít khó khăn trong việc quản lý thị trường nếu như không có một cơ quan quản lý độc lập. Vì vậy, năm 1992, Nhật Bản đã thành lập Ủy ban giám sát CK (SESC) độc lập, nằm ngoài Bộ Tài chính. Đến 1998, Cục CK và Cục Ngân hàng của Bộ Tài chính được chuyển sang Cơ quan giám sát tài chính - một cơ quan đặc biệt cấp Bộ gắn liền với Văn phòng Thủ tướng. SESC được tách ra khỏi Bộ Tài chính để chuyển vào Cơ quan giám sát Tài chính. Vào tháng 1/2001, cơ quan này được đổi tên thành Cơ quan dịch vụ tài chính (FSA). FSA là cơ quan chịu trách nhiệm quản lý các thị trường tài chính trong đó có TTCK. Luật CK sửa đổi năm 2004 quy định rằng từ năm 2005, SESC có thêm 2 chức năng mới xử phạt hành chính bằng tiền đối với các giao dịch không công bằng cũng như đối với thông tin sai lệch trong báo cáo tài chính và thanh tra việc tuân thủ các chỉ tiêu tài chính của CTCK (chức năng này trước đây thuộc về Văn phòng thanh tra của FSA). SESC có quyền thanh tra việc tuân thủ pháp luật của các CTCK, giám sát thị trường, điều tra các vi phạm hình sự, gửi khiếu nại tới Văn phòng công tố, kiến nghị và đề xuất các chính sách với Thủ tướng, FSA và Bộ Tài chính.

*Ba là, các mô hình tổ chức cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK*

Mô hình tổ chức cơ quan QLNN đối với TTCK ở mỗi quốc gia được xây dựng trên cơ sở đặc điểm kinh tế, chính trị, xã hội, lịch sử và thể chế nhà nước của quốc gia đó. Tuy nhiên, có thể khái quát thành 3 dạng mô hình cơ bản:

- **Mô hình trực thuộc:** mô hình tổ chức cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK như là một Vụ, Cục trực thuộc một Bộ như trực thuộc Bộ Kinh tế - tài chính, Bộ kinh tế - thương mại, Bộ Tài chính, Ngân hàng trung ương. Trước đây, mô hình này tồn tại khá phổ biến ở giai đoạn đầu phát triển TTCK ở nhiều nước như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc,...nhưng hiện nay phần lớn các nước này đã không duy trì mô hình này nữa, mô hình này chỉ còn tồn tại ở rất ít nước như Indonesia,

Singapore. Mô hình này có *ưu điểm*: có thể tạo ra sự thống nhất và phối hợp dễ dàng giữa các bộ phận của Bộ chủ quản; có thể tận dụng được các bộ phận chức năng trong Bộ để hỗ trợ cho công tác quản lý thị trường; có thể tận dụng được quyền lực và sức mạnh của Bộ chủ quản để triển khai các chương trình thúc đẩy TTCK phát triển. Tuy nhiên, mô hình này có một số *nhược điểm*: khả năng phối hợp của UBCK với các Bộ khác bị hạn chế; quá trình soạn thảo, ban hành các văn bản pháp luật về CK & TTCK và việc ra các quyết định quản lý thị trường phải qua nhiều thủ tục, tầng nấc quản lý nên mất nhiều thời gian; tính độc lập trong quản lý và giám sát thị trường bị hạn chế do lệ thuộc khá nhiều vào Bộ chủ quản; tính năng động và hiệu quả trong quản lý và điều hành TTCK bị hạn chế.

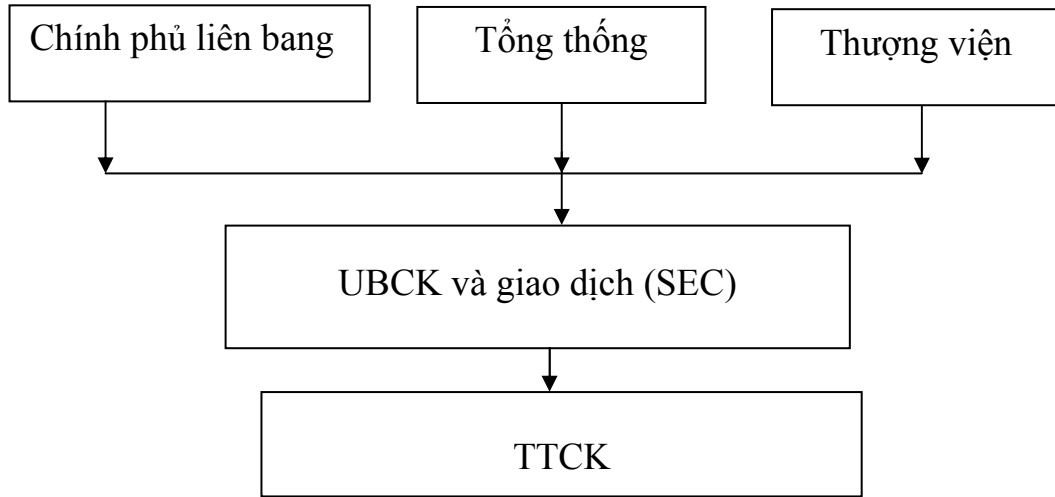
- **Mô hình độc lập tương đối**: mô hình cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK được tổ chức dưới dạng là một Hội đồng tương đối độc lập bao gồm các thành viên kiêm nhiệm đại diện cho các Bộ, ngành có liên quan như Bộ Tài chính, Bộ Tư pháp, Ngân hàng trung ương,...Hội đồng này có trách nhiệm báo cáo lên Bộ trưởng một Bộ, chẳng hạn như Bộ Kinh tế - tài chính hay Bộ Tài chính. Không giống như một đơn vị quản lý hành chính tuân thủ chế độ thủ trưởng, hoạt động của Hội đồng được thực hiện theo chế độ bỏ phiếu trong đó Chủ tịch Hội đồng chỉ đại diện cho một lá phiếu. Dưới Hội đồng có văn phòng UBCK chuyên trách để triển khai các quyết nghị của Hội đồng và điều hành công việc hàng ngày; chủ nhiệm văn phòng là thành viên của Hội đồng, chủ tịch Hội đồng có thể là Bộ trưởng Bộ Tài chính hoặc là một thành viên Chính phủ được sự phê chuẩn của Thủ tướng hoặc Tổng thống. Mô hình này tồn tại tương đối phổ biến như ở Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan,...Mô hình này đem lại các ưu điểm cho UBCK: nhận được sự phối hợp và hỗ trợ tương đối thuận lợi của các Bộ, ngành có liên quan vì có các quan chức đại diện cho các Bộ, ngành có liên quan tham gia Hội đồng CK; các quyết định về chính sách vĩ mô đối với TTCK được đưa ra mang tính khách quan vì có sự tham gia đóng góp ý kiến của nhiều Bộ, ngành; Văn phòng điều hành chuyên trách có khả năng giám sát, điều hành thị trường một cách thường xuyên và chuyên nghiệp; tính độc lập và chủ động trong quản lý, giám sát thị trường cao hơn mô hình trực thuộc. Tuy nhiên, mô hình này cũng có một số hạn chế: hoạt động của Hội đồng CK không thường xuyên, mối liên kết giữa các thành viên dưới hình thức Hội đồng thường

không chặt chẽ do nhiều thành viên của Hội đồng hiện giữ các chức vụ quan trọng ở các Bộ, ngành khác, việc ra các quyết định quản lý thường chậm do Văn phòng UBCK phải báo cáo và thông qua Hội đồng; nếu không được trả thù lao hoặc trả không thoả đáng thì các thành viên Hội đồng thiếu động lực để dành tâm huyết cho công việc kiêm nhiệm này; tính năng động và hiệu quả quản lý TTCK đã được cải thiện so với mô hình trực thuộc song vẫn còn hạn chế.

- **Mô hình độc lập hoàn toàn:** Mô hình cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK là một cơ quan trực thuộc Chính phủ được tổ chức dưới dạng một Hội đồng tương tự như mô hình độc lập kể trên nhưng hoàn toàn độc lập với các cơ quan khác thuộc Chính phủ: đây là mô hình theo đó UBCK được điều hành bởi một Hội đồng chịu trách nhiệm báo cáo trực tiếp lên Thủ tướng hoặc Tổng thống và Quốc hội, hoàn toàn độc lập trong chỉ đạo và điều hành thị trường. Các thành viên trong Hội đồng do Thủ tướng hay Tổng thống bổ nhiệm trên cơ sở sự chấp thuận của Quốc hội qua hình thức bỏ phiếu tín nhiệm và những người này chịu trách nhiệm điều hành UBCK theo nhiệm kỳ nhất định. Đây là mô hình có số lượng tương đối phổ biến (Đức, Pháp, Trung Quốc, Ba Lan, Mỹ,...) nhưng lại có trình độ tổ chức và khả năng hoạt động hoàn thiện hơn cả, bởi lẽ nó có nhiều ưu điểm: thẩm quyền và trách nhiệm quản lý trong ngành được tập trung đầy đủ, không bị chia sẻ với các Bộ, ngành khác; thẩm quyền được đề cao hơn so với các mô hình khác, cơ quan quản lý đầu ngành TTCK được trực tiếp báo cáo và chịu trách nhiệm trước Thủ tướng hoặc Tổng thống và Quốc hội nên hiệu lực quản lý trong phạm vi toàn bộ nền kinh tế cao hơn; có thể chủ động hơn trong việc ban hành các văn bản pháp luật chuyên ngành và đưa ra các quyết định quản lý, giám sát thị trường; tính độc lập và năng động trong các hoạt động được đề cao. Tuy nhiên, mô hình này có nhược điểm là nếu cơ quan này không đủ mạnh thì sẽ không phát huy được sự phối hợp hiệu quả với các Bộ, ngành để quản lý và phát triển TTCK, mặt khác tổ chức bộ máy của Ủy ban sẽ phức tạp và cồng kềnh hơn.

Trong các mô hình tổ chức cơ quan quản lý TTCK, mô hình của Mỹ được coi là hiện đại và hoàn hảo nhất hiện nay, với quy mô và trình độ phát triển của nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng được xếp hàng đầu thế giới, mô hình tổ chức cơ quan quản lý đầu ngành TTCK ở Mỹ thể hiện sự chuyên môn hoá và tính độc lập rất cao.

Bên cạnh UBCK và giao dịch, còn có Ủy ban Hợp đồng tương lai. Tương tự như Cục dự trữ Liên Bang và Ngân hàng trung ương, UBCK có tính độc lập tương đối với Chính phủ để phát huy sự năng động và bảo vệ lợi ích của công chúng đầu tư.



**Hình 1.3: Mô hình QLNN đối với TTCK Hoa Kỳ**

*Nguồn: Vụ hợp tác quốc tế, UBCKNN*

*Bốn là, đặc thù về cơ chế hoạt động*

UBCK ở hầu hết các nước đều được tổ chức dưới dạng hội đồng. Mặc dù hình thức tồn tại là một cơ quan QLNN chuyên ngành, song hoạt động của cơ quan này lại mang tính công chúng khá rõ nét thể hiện qua cơ chế hoạt động của Hội đồng CK. Dù là mô hình trực thuộc hay mô hình độc lập thì đều có sự tham gia của một số quan chức là đại diện cho các Bộ, ngành liên quan cũng như sự tham gia của một số chuyên gia vào UBCK (Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia,...), Ủy ban này hoạt động theo cơ chế Hội đồng. Do vậy, việc ban hành các chính sách, biện pháp vĩ mô để quản lý và phát triển TTCK không phải do Thủ trưởng cơ quan này toàn quyền quyết định mà phải thông qua cơ chế họp, lấy ý kiến đóng góp và biểu quyết của các thành viên Hội đồng. TTCK là một lĩnh vực phức tạp, có liên quan đến lợi ích của nhiều ngành, nhiều lĩnh vực và công chúng đầu tư. Do đó, hoạt động của cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK phải đảm bảo tính công chúng để dung hoà và bảo vệ lợi ích của mọi chủ thể tham gia và liên quan đến TTCK.

*Năm là, về tổ chức và quản lý các tổ chức trung gian*

Các tổ chức trung gian có một vai trò rất quan trọng trong KDCK, gồm: trung gian cho bên bán CK, trước hết là CTCK, trung gian cho bên mua CK là các quỹ đầu tư, trung gian cho cả bên mua và bên bán là các công ty môi giới và tư vấn. Hoạt động trung gian và môi giới trong TTCK trở thành một nguyên tắc của thị trường. Hoạt động qua trung gian rất phức tạp nhưng không thể loại bỏ và giảm bớt. Không phải bất cứ tổ chức nào hay bất cứ ai cũng được làm trung gian môi giới mà phải có đủ điều kiện và chịu sự quản lý chặt chẽ của Nhà nước, có sự giám sát của pháp luật. Các tổ chức trung gian là các CTCK, các công ty môi giới CK. Ví dụ: ở Nhật Bản khi các CTCP phát hành cổ phiếu, ngoài các quy định về niêm yết phải có CTCK đứng ra bảo lãnh. Ở Mỹ, các nhà trung gian môi giới muốn trở thành thành viên của SGDCK phải nộp đơn xin phép và phải qua kỳ sát hạch về phẩm chất và chuyên môn.

Luật của các nước rất khác nhau, có nước cho phép các tổ chức, cá nhân có đủ điều kiện được KDCK. Có nước chỉ cho phép một số tổ chức nhất định (CTCK) được KDCK. Đối với các ngân hàng thương mại cũng tương tự như vậy, luật của Mỹ lúc đầu cấm các ngân hàng thương mại tham gia TTCK vì sợ các ngân hàng đi chệch khỏi chức năng của mình. Nhưng luật của Đức lại cho phép các ngân hàng thực hiện các nghiệp vụ này, vì họ cho rằng đa dạng hoá các nghiệp vụ ngân hàng là rất cần thiết và có ích. Xu hướng chung hiện nay là cho phép các ngân hàng thương mại KDCK, nhưng phải tách riêng nghiệp vụ này ra khỏi các nghiệp vụ ngân hàng bằng cách thành lập các CTCK trực thuộc.

Đối với Việt Nam, các tổ chức trung gian môi giới CK có vai trò rất quan trọng trong lĩnh vực mới mẻ này. Qua kinh nghiệm của các nước cho thấy, Nhà nước cần có quy chế chặt chẽ, lựa chọn kỹ càng các công ty đăng ký làm môi giới trung gian CK thì mới thúc đẩy TTCK hoạt động có hiệu quả.

***1.3.1.2. Về xây dựng và hoàn thiện khuôn khổ luật pháp***

***Xây dựng và ban hành Luật CK***

Chính phủ của các nước đều chú trọng việc xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý về TTCK bởi lẽ đây là một trong những điều kiện quan trọng và không thể thiếu được để phát triển TTCK. Thực tế cho thấy, sau khi khung pháp lý về CK &

TTCK được xây dựng khá đầy đủ với sự ra đời của luật CK thì TTCK của các nước mới có thể thực sự hoàn thiện và phát triển (Trung Quốc, Thái Lan, Hàn Quốc, Mỹ,...). Hầu hết các nước đều xây dựng luật CK sau khi TTCK tập trung đã được hình thành và vận hành một khoảng thời gian nhất định, do vậy, các quy định trong luật CK khá gắn gũi, gắn kết với thực tế hoạt động của TTCK và có tính ổn định khá cao.

Đến năm 1948, Nhật Bản đã ban hành Bộ luật CK dựa trên cơ sở Luật CK Mỹ (1933) và Luật GDCK Mỹ (1934). Ngoài ra, Nhật Bản cũng đã ban hành các luật có liên quan khác như: Luật CTCK nước ngoài (1971), Luật ĐTCK tín thác (1954), Luật kế toán công cộng (1947) quy định chuẩn mực kế toán và kiểm toán chung, Luật liên quan đến nghiệp vụ lưu ký và ghi sổ chứng chỉ cổ phiếu, Luật quản lý hoạt động tư vấn ĐTCK (1986).

Hệ thống luật về CK và các luật liên quan của Nhật Bản khá hoàn chỉnh, tạo nên môi trường pháp lý thuận tiện cho QLNN đối với TTCK Nhật Bản. Luật CK và GDCK Nhật Bản thường xuyên được sửa đổi, bổ sung nhằm thích hợp với sự phát triển của TTCK theo từng giai đoạn lịch sử khác nhau.

***Quy định pháp lý đối với cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK:***

Ở hầu hết các quốc gia, cơ quan quản lý đầu ngành TTCK đều được thành lập theo các điều khoản của một hay một số đạo luật về CK hay đạo luật liên quan đến CK. Chẳng hạn, luật CK của các nước Hàn Quốc, Trung Quốc, Nhật Bản, Mỹ, Thái Lan, Ba Lan,...đều có nội dung quy định về cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK, trong đó các vấn đề về mô hình tổ chức, chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và các vấn đề liên quan khác của cơ quan này đều được quy định cụ thể và rõ ràng trong luật.

Kinh nghiệm của nhiều nước châu Á cho thấy, việc *tạo môi trường pháp lý* đầy đủ và phù hợp là yếu tố rất quan trọng làm cho TTCK có thể duy trì và phát triển. Nói chung, luật pháp ở các nước này được ban hành từng bước phù hợp với giai đoạn phát triển của TTCK. Ở Hàn Quốc, luật pháp đã thúc đẩy thị trường vốn, trong đó chú ý đến chính sách khuyến khích của Nhà nước đối với các CTNY trên TTCK. Với quan điểm điều hành TTCK rất linh hoạt, Nhà nước Hàn Quốc đã có những thay đổi phù hợp với thực tế để điều chỉnh trong khuôn khổ pháp lý, nhằm

giải quyết được yêu cầu của TTCK, đồng thời tránh được xu hướng cứng nhắc, bị động... Nhờ vai trò điều hành bằng luật pháp của Hàn Quốc khá hiệu quả, nên TTCK Hàn Quốc đã có sự phát triển liên tục. Ở Trung Quốc, từ năm 1990, Chính phủ đã soạn thảo luật và thành lập cơ quan Nhà nước về quản lý TTCK. Ngoài ra, Nhà nước Trung Quốc còn đề ra nhiều chính sách khác nhau, tác động trực tiếp đến TTCK như chính sách tín dụng ưu đãi, tư nhân hóa DN, khuyến khích ĐTNN...

### ***1.3.1.3. Về chính sách và công cụ quản lý TTCK***

#### ***Việc Nhà nước nắm giữ cổ phần của các DN niêm yết***

Việc Chính phủ nắm giữ cổ phần của các CTNY sẽ vừa làm cho các nhà đầu tư cá nhân không có quyền hành lớn trong quản lý và điều hành các CTNY, vừa tạo ra cơ sở cho sự can thiệp của các cơ quan QLNN đối với các công ty này. Sự can thiệp của các cơ quan nhà nước vào các hoạt động kinh tế và quản trị của các CTNY làm cho nhiều hoạt động của TTCK thiếu lành mạnh và không tuân theo các quy luật của thị trường (điển hình là trường hợp Trung Quốc). Hầu hết Chính phủ của các nước phát triển như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc đều rất hạn chế tham gia vào các hoạt động kinh tế và quản lý của các CTNY dưới hình thức nắm giữ cổ phần chi phối nhằm tạo ra TTCK hoạt động công bằng, minh bạch và lành mạnh.

#### ***Về việc mở cửa thị trường và thu hút ĐTNN***

Mặc dù việc mở cửa TTCK và thu hút ĐTNN để phát triển thị trường và hội nhập quốc tế là một tất yếu khách quan, song mỗi quốc gia đều có con đường, cách thức và lộ trình mở cửa khác nhau. Tùy thuộc vào đặc điểm kinh tế, xã hội, yêu cầu hội nhập và tình hình TTCK ở mỗi nước mà Chính phủ nước đó có thể đưa ra lộ trình và chính sách mở cửa thích hợp. Tiến trình mở cửa TTCK phổ biến ở các nước (Hàn Quốc, Thái Lan, Trung Quốc,...): ban đầu Chính phủ sử dụng những ràng buộc, hạn chế để kiểm soát các nhà ĐTNN nhằm bảo hộ đầu tư trong nước và đảm bảo an toàn cho thị trường, sau đó từng bước nới lỏng những ràng buộc, cuối cùng sẽ gỡ bỏ hoàn toàn những rào cản để thực hiện tự do hoá đầu tư quốc tế.

Kinh nghiệm của Trung Quốc cho thấy việc phát hành 2 loại cổ phiếu dành cho 2 nhóm nhà đầu tư và tổ chức thành 2 khu vực giao dịch riêng biệt (cổ phiếu A là cổ phiếu của các công ty Trung Quốc chỉ dành cho các nhà đầu tư Trung Quốc và được mua bán bằng đồng nhân dân tệ; cổ phiếu B là cổ phiếu của các công ty Trung



Quốc phát hành cho các nhà ĐTNN, được mua bằng đồng USD ở SGDCK Thượng Hải và bằng đô la Hồng Kông ở SGDCK Thẩm Quyển) đã giúp cho chính phủ Trung Quốc vừa có thể kiểm soát chặt chẽ các dòng đầu tư trong nước cũng như dòng ĐTNN vào TTCK, vừa là “bức tường” bảo hộ đầu tư trong nước. Bên cạnh đó, tính an toàn trong hội nhập rất cao và chính nhờ điều này mà TTCK Trung Quốc không bị chao đảo bởi cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ khu vực châu Á năm 1997. Tuy nhiên, cách làm này lại nảy sinh một số trở ngại như làm cho TTCK Trung Quốc thiếu tính thống nhất do tồn tại 2 nhóm đầu tư giao dịch theo 2 khu vực khác nhau, làm phức tạp hoá các hệ thống niêm yết, giao dịch, công bố thông tin, LKCK và thanh toán bù trừ, thiếu sự luân chuyển linh hoạt giữa các đầu tư trong nước và ĐTNN. Chính vì điều này, từ tháng 11/2002, Chính phủ Trung Quốc đã cho phép nhà ĐTNN được tham gia đầu tư vào thị trường cổ phiếu A.

Việc tổ chức bảng GDCK dành riêng cho các nhà ĐTNN đã được một số quốc gia áp dụng như Trung Quốc (thị trường cổ phiếu B) và Thái Lan đã giúp các quốc gia này thực hiện mục tiêu khuyến khích thu hút ĐTNN vào TTCK và nâng cao khả năng thanh khoản của các CK mà nhà ĐTNN sở hữu. Tuy nhiên, điều này cũng đặt ra yêu cầu cần có những công cụ hữu hiệu để kiểm soát các dòng ĐTNN vào và ra khỏi thị trường này. Các công cụ thường được sử dụng để kiểm soát ĐTNN trên TTCK là những quy định về mở tài khoản, đăng ký mã giao dịch, quy định về ngoại hối, tỷ lệ sở hữu CK trong một tổ chức phát hành.

Ở Nhật cho đến năm 1972 mới cho phép các CTCK nước ngoài tham gia TTCK. Hàn Quốc, Thái Lan, Indonesia mới chỉ cho phép các nhà ĐTNN tham gia vào TTCK trong những năm gần đây và khống chế ở tỷ lệ nhất định. Ví dụ: Indonesia cho phép người nước ngoài được đầu tư tối đa 49% số cổ phiếu được niêm yết của một công ty và các công ty nước ngoài chỉ được phép liên doanh với các CTCK nội địa với tỷ lệ góp vốn là 85%.

### ***Về tổ chức và quản lý hoạt động hệ thống ngân hàng***

Nghiên cứu TTCK của các nước trên thế giới cho chúng ta thấy, ở thị trường sơ cấp, ngân hàng thương mại trực tiếp PHCK như là một DN. Các ngân hàng thương mại lớn còn tư vấn cho chính phủ về các điều kiện phát hành và tham gia đấu thầu TPCP. Ở thị trường thứ cấp, ngân hàng thương mại tham gia mua bán CK. Các ngân

hàng thương mại còn thực hiện các nghiệp vụ trung gian như môi giới, tư vấn đầu tư, quản trị và thanh toán về CK. Ngoài ra, còn có vai trò ổn định TTCK bằng việc trợ giúp các DN trong lúc khó khăn, kiểm tra các hoạt động của công ty. Sự cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng đã thúc đẩy TTCK phát triển. Tuy nhiên, mỗi nước cũng có quy định khác nhau về hoạt động của hệ thống ngân hàng, ví dụ: Luật của Mỹ quy định các ngân hàng thương mại không được làm môi giới hay KDCK trực tiếp mà chỉ được KDCK gián tiếp như các nhà đầu tư thông thường. Còn ở Đức, luật của Đức lại cho phép ngân hàng là những tổ chức đóng vai trò chủ yếu trong các hoạt động KDCK. Thực tiễn cho thấy, do theo mô hình đa năng nên các nghiệp vụ về CK của Đức không sâu và kỹ năng KDCK không mạnh bằng TTCK Mỹ.

#### ***1.3.1.4. Về giám sát và điều hành TTCK***

##### ***Vấn đề giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm của cơ quan QLNN về TTCK***

Phần lớn luật pháp của các nước đều đề cao thẩm quyền của cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK trong việc giám sát, thanh tra và xử lý các vi phạm trên TTCK. Luật CK của nhiều nước (Mỹ, Nhật Bản, Trung Quốc, Thái Lan,...) cho phép UBCK có thẩm quyền đầy đủ trong giám sát, thanh tra, điều tra, tổ tụng hình sự và cưỡng chế thực thi pháp luật.

Kinh nghiệm tổ chức cơ quan giám quản CK của Trung Quốc là Ủy ban giám quản CK thực hiện chức năng quản lý trực tiếp các hoạt động của TTCK và báo cáo Hội đồng CK nhà nước.

Ủy ban giám quản CK Trung Quốc (CRSC) do chính phủ thành lập nhưng không nằm trong nội các chính phủ mà là đơn vị sự nghiệp giống như Ủy ban Giám sát ngân hàng và bảo hiểm. Căn cứ hoạt động của CRSC dựa trên các quy định của Luật CK và Nghị định của chính phủ về cơ cấu tổ chức và hoạt động của CRSC. CRSC hiện đang quản lý 2 SGDCK, 4 SGD hợp đồng tương lai, SD & C (Công ty bù trừ và lưu giữ CK Trung Quốc), Hiệp hội KDCK và các Văn phòng đại diện tại các địa phương.

Về kinh phí hoạt động, hàng năm, CRSC sẽ phải lập định mức thu chi, dự toán kinh phí và gửi Bộ Tài chính. Trước đây, CRSC là đơn vị ngoài dự toán được thu phí trực tiếp từ thị trường, nguồn thu này được nộp lên Kho bạc để Kho bạc chuyển về cho CRSC. Tuy nhiên, từ 1-1- 2006, Luật công chức công vụ có hiệu lực,

CRSC không được trực tiếp nhận phí giám sát từ thị trường, phạm vi tự chủ tài chính của CRSC bị thu hẹp và kinh phí hoạt động của CRSC do Ngân sách nhà nước cấp. Tuy nhiên, CRSC vẫn có nguồn kinh phí đặc biệt dành riêng cho hoạt động thanh tra, giám sát và tuyển dụng nhân tài.

CRSC có văn phòng đại diện tại 36 tỉnh, thành, 9 đặc khu, tại 2 SGDCK có 2 văn phòng đại diện chuyên giám sát hoạt động của 2 sở. Nhân viên của văn phòng đại diện là người của CRSC thực hiện chức năng giám sát các tổ chức tham gia thị trường tại địa phương. Các văn phòng đại diện được CRSC uỷ quyền xử lý các vụ việc nhỏ theo sự phân cấp và được toàn quyền quyết định xử lý vụ việc trong thẩm quyền của mình mà không cần báo cáo trước CRSC. Các nhân viên văn phòng đại diện có thể thanh tra để xử lý công việc, về mặt hành chính chịu sự quản lý của Trưởng Văn phòng đại diện, về mặt chuyên môn chịu sự quản lý của Vụ thanh tra của CRSC.

Việc thiết lập cơ quan quản lý TTCK với cơ cấu hai bộ phận nêu trên đã tạo ra sự QLNN khá vững chắc về các mặt hoạt động của TTCK. Điều này cũng chứng tỏ chính phủ Trung Quốc đánh giá rất cao vai trò của TTCK trong nền KTTT, đồng thời chú trọng công tác quản lý TTCK, trong đó rất coi trọng chủ thể QLNN, đó là cơ quan quản lý.

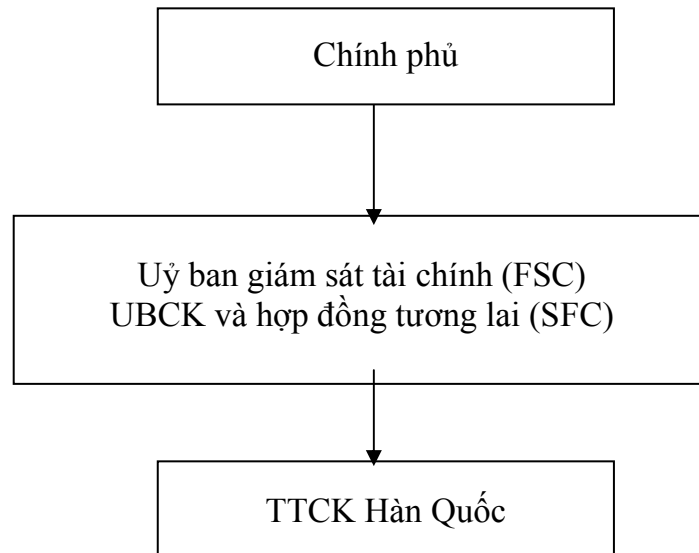
Ngoài Ngân hàng nhân dân Trung Quốc còn có sự phối hợp của Hội đồng nhà nước trong lĩnh vực CPH các DN và PHCK và Bộ Tài chính trong việc đánh giá DN.

#### ***Xu hướng hình thành Ủy ban giám sát tài chính***

Giữa các loại hình thị trường tài chính có mối liên hệ khá chặt chẽ và tác động qua lại lẫn nhau, cho nên đã có những quốc gia đi theo xu hướng hình thành Ủy ban giám sát tài chính (Nhật Bản, Hàn Quốc, Anh, Indonesia...) để không chỉ quản lý và giám sát các hoạt động của TTCK mà còn quản lý và giám sát các hoạt động của các tổ chức tài chính và các loại thị trường tài chính khác.

Kinh nghiệm của Hàn Quốc về xu hướng hình thành Ủy ban giám sát tài chính: Trước sự tác động của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực châu Á năm 1997 và sự yếu kém của hệ thống tài chính, chính phủ Hàn Quốc triển khai kế hoạch cải tổ hệ thống tài chính, trong đó có việc hợp nhất 4 cơ quan gồm Văn

phòng giám sát Ngân hàng (OBS), Ban giám sát CK (SSB), Ban giám sát Bảo hiểm (ISB) và cơ quan giám sát phi Ngân hàng (NSA) để thành lập một cơ quan giám sát duy nhất. Triển khai kế hoạch cải tổ này, hàng loạt các luật sửa đổi và ban hành mới được thông qua như Luật thành lập các tổ chức giám sát tài chính ban hành vào tháng 12/1997, Luật về đổi mới cơ cấu công nghiệp tài chính được chỉnh sửa và thông qua vào tháng 12/1998,... Theo Luật thành lập các tổ chức giám sát tài chính, Ủy ban giám sát tài chính (FSC) được thành lập vào ngày 1-4- 1998. UBCK và hợp đồng tương lai (SFC) cũng được ra đời theo Luật này và trực thuộc FSC. Ngày 1/7/1999, chính phủ Hàn Quốc đã quyết định hợp nhất OBS, SSB, IBS và NSA thành một cơ quan giám sát duy nhất gọi là Cục giám sát Tài chính (FSS). Vì vậy, mô hình tổ chức quản lý TTCK Hàn Quốc có sự thay đổi.



**Hình 1.4: Mô hình QLNN đối với TTCK Hàn Quốc**

*Nguồn: Vụ hợp tác quốc tế, UBCKNN*

FSC là cơ quan luật pháp độc lập trực thuộc Văn phòng Tổng thống. Khả năng độc lập của cơ quan này còn được bảo vệ bởi quy định không có bất cứ chuyên viên nào của FSC được chấp nhận nắm giữ vai trò chính trị hoặc vương bận với hoạt động thương mại trong thời kỳ nắm giữ chức vụ trong FSC. Cơ cấu tổ chức nhân sự của FSC bao gồm 9 thành viên, trong đó: Chủ tịch FSC được bổ nhiệm bởi Tổng thống theo đề nghị của Hội đồng nội các, Chủ tịch FSC đồng thời phải kiêm nhiệm Cục trưởng Cục giám sát Tài chính (FSS). Phó Chủ tịch FSC được bổ nhiệm

bởi Tổng thống theo đề nghị của Bộ trưởng Bộ kinh tế và Tài chính, phó chủ tịch FSC phải kiêm nhiệm Chủ tịch UBCK và hợp đồng tương lai. Các Ủy viên thường trực do Tổng thống bổ nhiệm theo đề nghị của Chủ tịch FSC. Các Ủy viên còn lại cũng do Tổng thống bổ nhiệm trong đó có một thứ trưởng Bộ kinh tế và Tài chính, một phó Thống đốc Ngân hàng Trung ương và Chủ tịch công ty bảo hiểm tiền gửi.

FSC có nhiệm vụ giải quyết các vấn đề chính sách liên quan đến thanh tra và giám sát các tổ chức tài chính, TTCK và thị trường các hợp đồng tương lai. FSC có trách nhiệm xây dựng các chính sách tài chính và thực thi các chức năng giám sát, trong đó bao gồm cả việc uỷ quyền giám sát cho FSS. FSS đóng vai trò như là một cơ quan hành pháp của FSC, cơ quan này thực thi việc điều tra, thanh tra, giám sát tất cả các tổ chức tài chính và hoà giải các tranh chấp giữa các tổ chức tài chính với các nhà đầu tư. FSS có các khoản phí thu được từ các tổ chức tài chính và các thành viên thị trường và có khả năng tự trang trải các chi phí hoạt động. SFC có nhiệm vụ quản lý và giám sát các TTCK và hợp đồng tương lai. SFC có quyền thanh tra các hành vi giao dịch không công bằng như giao dịch nội gián, thao túng TTCK và hợp đồng tương lai, tìm kiếm các nhân chứng để buộc tội. Ngoài ra, SFC có trách nhiệm thiết lập các chuẩn mực kế toán và kiểm toán. Cơ cấu tổ chức của SFC bao gồm 5 thành viên được bổ nhiệm bởi Tổng thống với nhiệm kỳ 3 năm, trong đó Phó chủ tịch FSC kiêm nhiệm chức vụ Chủ tịch SFC, các uỷ viên còn lại được bổ nhiệm theo đề nghị của Chủ tịch SFC.

### ***Quản lý và công khai hoá thông tin trên TTCK***

Việc công khai hoá thông tin có tầm quan trọng rất lớn đối với các đối tượng thu hút đầu tư hoặc KDCK, bao gồm việc thông báo định kỳ kết quả kinh doanh, lỗ lãi, các khoản nợ phải thu, nợ phải trả, tổng kết tài sản,... của các công ty PHCK tại một địa điểm niêm yết. Các công ty KDCK cũng phải công khai các báo cáo tương tự. Nhiều nước ngăn cản một số đối tượng lợi dụng quyền lực, khả năng tiếp cận các nguồn thông tin nội bộ để thực hiện mua bán nội gián nhằm mục đích trục lợi, hoặc thông báo những thông tin sai lệch gây hiểu lầm cho nhà đầu tư.

Một trong những vấn đề rất quan trọng trong hoạt động của TTCK là thông tin kinh tế. Các thông tin cần phải đáp ứng ba yêu cầu: công khai, chính xác, kịp thời. Chính phủ phải có chiến lược về thông tin, có cơ sở vật chất và đội ngũ cán bộ

thích hợp, xây dựng hệ thống thông tin thị trường phù hợp bằng các phương tiện báo chí, bản tin điện tử, mạng thông tin thị trường trong và ngoài nước. Thành lập các tổ điều tra, thu thập thông tin, thành lập các công ty xếp hạng tín dụng chuyên môn để tạo lòng tin, định hướng đầu tư cho công chúng. Xây dựng hệ thống chỉ số và phân loại CK ngay từ đầu. Thống nhất việc in ấn các giấy tờ cần thiết vào một đầu mối. Sát nhập dịch vụ thông tin tư vấn và sản xuất tin học để giúp cho việc tinh chế tin và tư vấn có chất lượng.

### ***Về tổ chức và quản lý hoạt động của hệ thống kiểm toán***

Kinh nghiệm của các nước cho thấy, kiểm toán là một công việc rất cần thiết cho hoạt động của TTCK, công tác kiểm toán đóng một vai trò hết sức quan trọng, nó phản ánh trung thực tình trạng của các DN cũng như CK của họ phát hành ra thị trường. Các DN muốn PHCK và đưa CK ra bán trên thị trường phải công khai các báo cáo cân đối tài chính, kết quả kinh doanh và các tài liệu khác có liên quan đến việc PHCK. Các báo cáo đó chỉ có giá trị khi đã có sự kiểm soát và xác nhận của cơ quan kiểm toán. Căn cứ vào các báo cáo của các DN sau khi đã được cơ quan kiểm toán xác nhận, Hội đồng CK quốc gia quyết định CK của DN nào sẽ được đưa ra phát hành, mua bán tại TTCK và đó sẽ là tài liệu chính thức cho các cơ quan quản lý điều hành, môi giới CK công bố công khai cho dân chúng và công bố công khai tại TTCK.

Kinh nghiệm của Trung Quốc cho thấy rằng do áp dụng chế độ báo cáo tài chính theo nguyên tắc kế toán Trung Quốc có nhiều điểm khác so với chuẩn mực quốc tế nên ảnh hưởng rất lớn đến việc báo cáo lỗ lãi và giá trị tài sản ròng của hầu hết các công ty, thường số liệu chênh lệch 20% giữa hai hệ thống kế toán.

Đối với Việt Nam, thành lập các công ty kiểm toán, đưa công tác kiểm toán gắn liền với các DN, để có thông tin chính xác, trung thực về các DN PHCK ngay từ đầu phải áp dụng thống nhất chế độ kế toán chuẩn mực quốc tế.

### **1.3.2. Bài học về QLNN đối với TTCK rút ra cho Việt Nam**

Từ những kết quả nghiên cứu TTCK của các nước cho thấy hầu hết ở các quốc gia và đặc biệt là ở các nước mới nổi ở khu vực Đông Nam Á đều ghi nhận vai trò quản lý đáng kể của hoạt động QLNN đối với TTCK. Bất kỳ một TTCK nào cũng có những vấn đề về QLNN cần được chú trọng và giải quyết, cho dù đó là một

thị trường đã phát triển lâu năm hay một thị trường mới nổi, nếu không thị trường sẽ bị buông lỏng tạo kẽ hở cho những hoạt động có tính rủi ro lớn. Những vấn đề như cơ quan quản lý, hệ thống pháp luật, biện pháp quản lý,... là những vấn đề luôn luôn cần sự xem xét và điều chỉnh để có thể duy trì và phát triển TTCK. Riêng đối với những TTCK mới hình thành và đi vào hoạt động thì càng không thể thiếu vắng vai trò quản lý thống nhất của nhà nước. Điều này còn đặc biệt cần thiết hơn đối với những thị trường thiếu hành lang pháp lý chặt chẽ.

### **Một là, về tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK**

Tổ chức cơ quan QLNN đối với TTCK ở mỗi quốc gia được xây dựng trên cơ sở đặc điểm kinh tế, chính trị, xã hội của đất nước; lịch sử hình thành, phát triển của TTCK và thể chế nhà nước của quốc gia đó.

Do quá trình hình thành và phát triển TTCK ở Việt Nam là tất yếu và lâu dài. Tuy nhiên, tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK của nước ta mới ra đời còn rất non trẻ, những kinh nghiệm trong xây dựng và hoàn thiện tổ chức quản lý nói chung và bộ máy quản lý QLNN đối với TTCK nói riêng còn rất thiếu. Đây là vấn đề hết sức mới mẻ và phức tạp, chưa có tiền lệ đòi hỏi phải tìm tòi sáng tạo, không rập khuôn máy móc các mô hình của các nước phát triển, nơi mà tổ chức quản lý đã có sự phát triển lâu đời.

Trong mỗi mô hình, cơ quan quản lý đầu ngành CK & TTCK có mức độ độc lập khác nhau, song tất cả đều chú trọng tính độc lập về chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn để quản lý và giám sát TTCK. Điều này thường được quy định cụ thể và rõ ràng trong các Luật chuyên ngành CK. Ở nhiều nước (Mỹ, Nhật Bản, Malaysia,...) tính độc lập của cơ quan quản lý đầu ngành TTCK còn được thể hiện ở sự độc lập về mặt tài chính, toàn bộ các vấn đề về thu, chi của cơ quan này do họ tự quyết trong khuôn khổ pháp luật quy định.

Xu hướng vận động và phát triển của các mô hình tổ chức cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK ở các nước: mỗi mô hình đều có những ưu điểm và hạn chế nhất định, trong từng giai đoạn phát phát triển, tùy theo điều kiện kinh tế, xã hội, lịch sử và thực trạng phát triển của TTCK để lựa chọn mô hình nào cho phù hợp. Tuy vậy, bước đi phổ biến ở nhiều nước (Trung Quốc, Thái Lan, Nhật Bản,...) cho thấy ban đầu các nước này thường chọn lựa mô hình trực thuộc, khi TTCK phát

triển đến một trình độ nhất định thì chuyển sang mô hình độc lập, sau cùng sẽ tiến tới mô hình độc lập hoàn toàn.

Từ bài học kinh nghiệm trong việc thành lập cơ quan QLNN đối với TTCK ở Việt Nam và việc phải có một cơ quan QLNN về TTCK là rất cần thiết trong giai đoạn hiện nay. Chính vì vậy mà Chính phủ đã thành lập UBCKNN. Khi mới ra đời, UBCKNN là cơ quan quản lý độc lập, trực thuộc Chính phủ. Tuy nhiên đến ngày 19-2-2004, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ - CP về việc chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính. Việc đưa UBCKNN vào trực thuộc và trở thành một bộ phận của Bộ Tài chính trong tình hình hiện nay ở Việt Nam có những ưu điểm là thống nhất đầu mối quản lý, giảm nhẹ bộ máy quản lý hành chính, thuận tiện trong việc điều hành các hoạt động tài chính có liên quan đến TTCK, giải quyết tốt hơn mối quan hệ giữa các đơn vị có liên quan trong Bộ Tài chính cũng như mối quan hệ giữa UBCKNN với các cơ quan ngoài Bộ. Tuy nhiên, cũng có những hạn chế, gây ra sự chông chéo giữa các đơn vị trong Bộ Tài chính cùng tham gia quản lý TTCK, dễ dẫn đến sự trì trệ trong công tác quản lý và điều hành. Phạm vi hoạt động và quyền hạn của UBCKNN bị thu hẹp lại. Các hoạt động của TTCK sẽ phải chịu nhiều khâu trung gian trong hoạt động quản lý.

Theo Quyết định 112/2009/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, UBCKNN là cơ quan trực tiếp quản lý và giám sát hoạt động CK & TTCK. Điều này cho thấy Nhà nước đã từng bước hoàn thiện QLNN cho phù hợp với tình hình.

#### *Về hình thức sở hữu SGDCK*

Mô hình sở hữu SGDCK ban đầu phổ biến ở các nước có TTCK ra đời chậm hơn (Trung Quốc, Thái Lan, Ba Lan,...) là tổ chức kinh tế thuộc sở hữu nhà nước hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận. Tuy nhiên, hình thức sở hữu này chỉ mang tính chất tạm thời bởi lẽ hoạt động của SGDCK thiếu tính năng động và không hiệu quả. Sau khi TTCK đã hoạt động tương đối ổn định, SGDCK thường được chuyển đổi sang mô hình sở hữu thành viên, hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận. Khi TTCK phát triển đến một mức độ nhất định, chính phủ các nước này chuyển đổi mô hình sở hữu thành viên sang mô hình SGDCK là công ty bởi lẽ hình thức này tỏ ra khá năng động và hiệu quả hơn cả.



Học tập có chọn lọc kinh nghiệm của các nước, 2 SGDCK ở nước ta đang có lộ trình thay đổi phù hợp.

### **Hai là, về khung pháp lý điều chỉnh TTCK**

Khác với điều kiện của các nước khung pháp lý ra đời thường hình thành song song với TTCK và là đòi hỏi tự nhiên của thị trường. Ở Việt Nam khuôn khổ luật pháp thường hình thành trước do yêu cầu quản lý vì vậy thường phải điều chỉnh. Là nước đi sau Việt Nam đã chủ động học hỏi kinh nghiệm ban hành luật pháp của các quốc gia đi đầu trong lĩnh vực này như Luật CK của ta trên cơ sở tham khảo học hỏi và kế thừa Luật CK Hoa Kỳ đồng thời chú ý đến điều kiện áp dụng ở nước ta. Nhận thức rõ điều này Chính phủ đã giao cho UBCKNN thu thập ý kiến để từng bước điều chỉnh cho phù hợp với thực tiễn nước ta.

Mặt khác khi điều chỉnh Luật CK các cơ quan QLNN phải nhanh chóng soạn thảo các văn bản dưới luật để nhanh chóng đưa luật vào thực tiễn. Ngoài ra cần chú trọng các hoạt động để bảo đảm tính nghiêm minh của luật pháp trên thị trường.

### **Ba là, về chính sách và công cụ quản lý đối với TTCK**

Tuỳ thuộc vào đặc điểm kinh tế, xã hội, yêu cầu hội nhập và tình hình TTCK ở mỗi nước mà Chính phủ có thể đưa ra lộ trình và chính sách mở cửa thích hợp. Tiến trình mở cửa TTCK phổ biến ở các nước (Hàn Quốc, Thái Lan, Trung Quốc,...): ban đầu Chính phủ sử dụng những ràng buộc, hạn chế để kiểm soát các nhà ĐTNN nhằm bảo hộ đầu tư trong nước và đảm bảo an toàn cho thị trường, sau đó từng bước nới lỏng những ràng buộc, cuối cùng sẽ gỡ bỏ hoàn toàn những rào cản để thực hiện tự do hoá đầu tư quốc tế.

Nhận rõ vai trò của chính sách công cụ trong QLNN đối với TTCK, nhà nước đã ban hành và sử dụng các công cụ khác nhau trong quản lý:

Chính sách mở cửa TTCK thu hút ĐTNN: Việt Nam là nước mới chuyển đổi cơ chế quản lý nền KTTT, đang rất thiếu vốn, bên cạnh việc huy động vốn thông qua khuyến khích đầu tư trực tiếp nước ngoài và nguồn vốn hỗ trợ phát triển cũng cần có chính sách huy động vốn nước ngoài thông qua hình thức đầu tư vào CK, nhưng bước đầu không nên áp dụng rộng rãi để tránh các rủi ro (chẳng hạn: khi thị trường có dấu hiệu không tốt, người ĐTNN rút hết vốn về bằng cách bán CK một cách ồ ạt, khi đó TTCK ở trong tình trạng khủng hoảng). Do đó, chỉ cho phép người

nước ngoài trong thời gian đầu thành lập TTCK, mua một tỷ lệ nhất định khoảng 30% số cổ phiếu được niêm yết của một công ty. Còn đối với CTCK nước ngoài, để tránh tình trạng họ chi phối và lũng đoạn TTCK nội địa, chỉ cho phép họ liên doanh với một CTCK Việt Nam với tỷ lệ góp vốn hạn chế khoảng 30%

Cùng với chính sách mở cửa thị trường, để phát triển TTCK nhà nước cần có sự thay đổi chính sách kinh tế vĩ mô để chuyển đổi và tái cơ cấu lại nền kinh tế, hoàn thiện các chính sách tài chính nhất là các công cụ cảnh báo an toàn tài chính của các cơ quan trung gian, các DN tham gia thị trường và vai trò của ngân hàng trong phát triển TTCK.

Việt Nam đã cho phép ngân hàng thương mại thực hiện chức năng KDCK để thúc đẩy sự phát triển của TTCK, nhưng phải tuân thủ nguyên tắc: các ngân hàng thương mại thành lập các công ty KDCK trực thuộc để tách các hoạt động kinh doanh của ngân hàng ra khỏi hoạt động KDCK, nghiêm cấm các ngân hàng thương mại dùng tiền gửi của khách hàng để KDCK. Trong 10 đến 15 năm đầu của TTCK, hoạt động của các ngân hàng thương mại sẽ là nòng cốt.

#### **Bốn là, về giám sát và điều hành hoạt động của TTCK**

Kinh nghiệm về bộ máy giám sát và tính độc lập của hệ thống này là bài học quý báu đối với Việt Nam. Các cơ quan QLNN cần được giao đầy đủ quyền hạn và trách nhiệm để có thể thực hiện tốt vai trò và chức năng của mình. Tính đặc thù của giám sát TTCK một thể chế tài chính bậc cao, một lĩnh vực diễn ra nhanh chóng và linh hoạt xu hướng chung các quốc gia đều sử dụng các chuẩn mực quốc tế và các phương tiện và thiết bị hiện đại để theo dõi, phát hiện kịp thời. TTCK Việt Nam cũng không nằm ngoài qui luật đó.

Để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, cần có qui định về chế độ cung cấp thông tin cập nhật, kịp thời, chính xác và trách nhiệm pháp lý của người cung cấp thông tin cho thị trường.

#### **Về hệ thống kế toán và chế độ thanh toán**

Kinh nghiệm của các nước cho thấy, để thu hút được ngày càng nhiều vốn đầu tư, DN ngày càng có nhiều cổ đông, thì cần thiết phải có một chế độ tài chính kế toán rõ ràng; và để có thể kiểm soát được tình hình tài chính của các công ty được thuận lợi và chặt chẽ, thì hệ thống kế toán phải thống nhất theo quy định

chung của Nhà nước. Nhất là trong điều kiện hội nhập với nền KTQT thì hệ thống kế toán phải phù hợp với hệ thống kế toán thông dụng trên thế giới. Mặt khác, cần khuyến khích việc thanh toán không dùng tiền mặt và có các quy định chặt chẽ về chế độ thanh toán; các hình thức thanh toán phải thông qua hệ thống ngân hàng, kho bạc. Đây cũng là điều kiện thuận lợi để kiểm soát hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của DN. Việc áp dụng các tiêu chuẩn kế toán rất cần thiết để xây dựng những báo cáo tài chính có khả năng so sánh được với nhau. Ngoài ra, các báo cáo tài chính của các công ty đăng ký phải trình bày một cách trung thực và ngay thẳng về các hoạt động và hiện trạng tài chính của công ty.

### **Năm là, về hệ thống giao dịch và qui trình nghiệp vụ CK**

Đây là nội dung quan trọng với TTCK của bất cứ quốc gia nào. Trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm của các nước chúng ta lựa chọn hệ thống giao dịch của TTCK Thái Lan và qui trình nghiệp vụ CK của Hàn Quốc là 2 quốc gia có điều kiện tương đồng như Việt Nam. Qua thực tiễn áp dụng cho thấy là phù hợp và từng bước hoàn thiện để tạo điều kiện phát triển TTCK hơn nữa.

## **TÓM TẮT CHƯƠNG 1**

TTCK có vai trò quan trọng trong huy động các nguồn lực để phát triển đất nước, song cũng là lĩnh vực chứa đựng nhiều rủi ro, bất ổn, ảnh hưởng đến các mặt của đời sống xã hội cần được quản lý. QLNN đối với TTCK là tất yếu khách quan mà bất kỳ quốc gia nào cũng cần thực hiện; nhưng QLNN bao gồm những nội dung nào, phương pháp ra sao còn nhiều ý kiến khác nhau. Xuất phát từ vai trò, nội dung của QLNN đối với nền kinh tế nói chung, luận án đã đưa ra cách nhìn tổng hợp, toàn diện với các góc độ nghiên cứu khác nhau để tạo lập cách nhìn mới về QLNN đối với TTCK thông qua phân tích mục tiêu, nội dung, phương pháp, các chủ thể và khách thể của QLNN nhằm bảo đảm vai trò quản lý của Nhà nước để thúc đẩy TTCK phát triển ổn định, vững chắc. Với việc nghiên cứu kinh nghiệm QLNN đối với TTCK của một số nước trên thế giới có điều kiện tương đồng như Việt Nam, luận án rút ra các bài học kinh nghiệm để có thể vận dụng đúng đắn và sáng tạo vào hoàn cảnh cụ thể của nước ta. Đây có thể coi là cơ sở lý luận của đề tài tạo điều kiện xem xét vấn đề thực tiễn và đưa ra giải pháp phù hợp để góp phần hoàn thiện QLNN đối với TTCK Việt Nam trong thời gian tới .

## **CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **2.1. KHÁI QUÁT SỰ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN CỦA TTCK VIỆT NAM**

#### **2.1.1. Tiến trình hình thành TTCK ở Việt Nam**

Một trong những bước đi đầu tiên có ý nghĩa khởi đầu cho việc xây dựng TTCK ở Việt Nam là việc thành lập Ban Nghiên cứu xây dựng và phát triển thị trường vốn thuộc NHNN theo Quyết định số 207/QĐ-TCCB ngày 6-11-1993 của Thống đốc NHNN, với nhiệm vụ nghiên cứu, xây dựng đề án và chuẩn bị các điều kiện để thành lập TTCK theo bước đi thích hợp. Theo sự uỷ quyền của Chính phủ, NHNN đã phối hợp với Bộ Tài chính tổ chức nghiên cứu về các lĩnh vực liên quan đến hoạt động của TTCK, đề xuất với Chính phủ về mô hình TTCK Việt Nam, đào tạo kiến thức cơ bản về CK & TTCK cho một bộ phận nhân lực quản lý và vận hành thị trường trong tương lai; nghiên cứu, khảo sát thực tế một số TTCK trong khu vực và trên thế giới... Tuy nhiên, với tư cách là một tổ chức thuộc NHNN nên phạm vi nghiên cứu, xây dựng đề án và mô hình TTCK khó phát triển trong khi TTCK là một lĩnh vực cần có sự phối hợp, liên kết của nhiều ngành, nhiều tổ chức.

Vì vậy, tháng 9-1994, Chính phủ quyết định thành lập Ban soạn thảo Pháp lệnh về CK & TTCK do một Thứ trưởng Bộ Tài chính làm Trưởng Ban, với các thành viên là Phó Thống đốc NHNN, Thứ trưởng Bộ Tư pháp. Trên cơ sở Đề án của Ban soạn thảo kết hợp với đề án của NHNN và ý kiến của các Bộ, ngành liên quan ngày 29-6-1995, Thủ tướng Chính phủ đã có Quyết định số 361/QĐ-TTg thành lập Ban Chuẩn bị tổ chức TTCK giúp Thủ tướng Chính phủ chỉ đạo chuẩn bị các điều kiện cần thiết cho việc xây dựng TTCK ở Việt Nam. Đây là bước đi có ý nghĩa rất quan trọng nhằm thúc đẩy quá trình hình thành TTCK, làm tiền đề cho sự ra đời cơ quan QLNN với chức năng hoàn chỉnh và đầy đủ hơn.

UBCKNN được thành lập ngày 28-11-1996 theo Nghị định số 75/CP của Chính phủ, là cơ quan thuộc Chính phủ thực hiện chức năng tổ chức và QLNN về CK & TTCK. Việc thành lập cơ quan quản lý TTCK trước khi thị trường ra đời là bước đi phù hợp với chủ trương xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam, có ý nghĩa quyết định cho sự ra đời của TTCK sau đó hơn 3 năm.

Qua hơn 5 năm hoạt động, UBCKNN đã thực thi chức năng, nhiệm vụ đạt được nhiều kết quả, thể hiện vai trò là người tổ chức và vận hành TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, để triển khai có hiệu quả hơn nhiệm vụ điều phối hoạt động của các Bộ ngành chức năng trong việc thúc đẩy TTCK phát triển, ngày 19- 2- 2004 Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính.

Ngày 10-7-1998 Thủ tướng Chính phủ đã ký ban hành Nghị định 48/1998/NĐ-CP về CK & TTCK cùng với Quyết định thành lập hai TTGDCK tại Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh.

Ngày 20-7- 2000, TTGDCK Tp. Hồ Chí Minh đã chính thức khai trương đi vào vận hành, và thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28-7- 2000 với 02 loại cổ phiếu niêm yết.

Sau 7 năm với sự tăng trưởng của thị trường và hội nhập với TTCK thế giới, TTGDCK Tp. Hồ Chí Minh đã chính thức được Chính phủ ký Quyết định số: 599/QĐ-TTg ngày 11-5- 2007 chuyển đổi thành SGDCK Tp. Hồ Chí Minh. Ngày 8-8- 2007, SGDCK Tp. Hồ Chí Minh đã chính thức được khai trương.

Ngày 5-8- 2003, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến 2010. Theo đó, xây dựng thị trường giao dịch cổ phiếu của các DN vừa và nhỏ tại Hà Nội, chuẩn bị điều kiện để sau 2010 chuyển thành thị trường GDCK phi tập trung (OTC).

Tháng 6- 2004, Bộ tài chính ra Thông báo số 136/TB/BTC nêu kết luận của lãnh đạo Bộ về mô hình tổ chức và xây dựng thị trường GDCK Việt Nam. Trong đó, định hướng xây dựng TTGDCK Hà Nội thành một thị trường giao dịch phi tập trung (OTC) đơn giản, gọn nhẹ, theo đó, TTGDCK Hà Nội sẽ phát triển theo hai giai đoạn:

Giai đoạn đầu, từ 2005 đến 2007: thực hiện đấu giá cổ phiếu DN nhà nước CPH và đấu thầu TPCP, đồng thời tổ chức GDCK chưa niêm yết theo cơ chế ĐKGD.

Giai đoạn sau 2007: phát triển TTGDCK Hà Nội thành thị trường phi tập trung phù hợp với quy mô phát triển của TTCK Việt Nam. Mô hình hoạt động của TTGDCK Hà Nội đã từng bước được cụ thể hoá. Năm 2004, Bộ Tài chính đã ra

Quyết định số 244/2004/QĐ-BTC ban hành Quy chế tạm thời tổ chức GDCK tại TTGDCK Hà Nội. Như vậy, có thể nói cơ sở pháp lý ban đầu cho hoạt động của TTGDCK Hà Nội đã được thiết lập. Ngày 8-3- 2005 TTGDCK Hà Nội chính thức khai trương hoạt động, đánh dấu một bước phát triển mới của TTCK Việt Nam. Ngày 14-7- 2005 TTGDCK Hà Nội khai trương sàn GDCK thứ cấp. Ngày 29-05-2009, theo Quyết định 1354/QĐ-BTC về việc ban hành Điều lệ Tổ chức và Hoạt động của SGDCK Hà Nội. Như vậy TTCK Việt Nam đã có 2 SGDCK ở hai đầu đất nước là Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh.

## **2.1.2. Thực trạng phát triển TTCK Việt Nam**

### **2.1.2.1. Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu**

Thị trường trái phiếu ở Việt Nam bao gồm TPCP, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu DN (bao gồm cả trái phiếu ngân hàng thương mại), chứng chỉ tiền gửi và các CK nợ có giá trị khác.

Không giống như thị trường cổ phiếu là nơi góp mặt của rất nhiều đối tượng nhà đầu tư, thị trường trái phiếu là sân chơi thường chỉ dành cho những định chế tài chính lớn như các ngân hàng thương mại trong nước, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, công ty tài chính, CK, bảo hiểm; các quỹ chuyên đầu tư vào trái phiếu...

Hiện tại, lực lượng chủ yếu tham gia thị trường là hệ thống ngân hàng thương mại trong nước và các nhà ĐTNN thông qua các tổ chức tài chính toàn cầu.

Theo thông tin từ VAFI (Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam), sự tham gia của các CTCK và quỹ đầu tư trong nước vào thị trường trái phiếu vẫn còn ở mức khá thấp so với quy mô của thị trường. Tuy nhiên cũng có vài CTCK đã thành công trong mảng kinh doanh trái phiếu và có tính chuyên nghiệp cao.

Phía nhà ĐTNN, những tập đoàn ngân hàng toàn cầu như Citigroup, Deutsche Bank, HSBC... là những tổ chức rất mạnh về kinh doanh trái phiếu, họ góp phần lớn vào việc thu hút các nguồn vốn ĐTNN, cũng như tạo lập tính thanh khoản cho thị trường. Nếu kinh tế vĩ mô của chúng ta ổn định cộng với chính sách tỷ giá hợp lý thì việc thu hút nguồn vốn nước ngoài từ các định chế này là rất lớn.

Nguồn tiền chủ yếu để đầu tư trái phiếu từ các nhà ĐTNN là từ các tổ chức chuyên kinh doanh trái phiếu. Đối với các ngân hàng đầu tư hay ngân hàng thương mại nước ngoài, theo thông lệ bộ phận kinh doanh trái phiếu là riêng biệt.

Còn các quỹ nước ngoài chuyên đầu tư cổ phiếu như Dragon Capital, VinaCapital, Vietnam Holding... chỉ dành một phần tiền của quỹ để đầu tư vào trái phiếu. Mục đích tham gia thị trường trái phiếu thường chỉ là để phân tán bớt rủi ro, hoặc là đầu tư ngắn hạn khi nhận thấy xu hướng lãi suất trái phiếu sẽ tăng trong ngắn hạn....

Bên cạnh đó, các quỹ hưu trí nước ngoài, các quỹ tài chính của các trường học, tổ chức tôn giáo, các tổ chức từ thiện... cũng tham gia vào thị trường trái phiếu Việt Nam. Những tổ chức này có thể có mã số giao dịch riêng hoặc đầu tư uỷ thác qua các định chế tài chính lớn. Tuy nhiên thông thường khi những tổ chức này muốn mua bán trái phiếu thì cần thông qua các định chế tài chính lớn....

### ***Trái phiếu chính phủ***

TPCP ở Việt Nam là các CK nợ dài hạn với kì hạn là 7, 10, hay 15 năm. Có gần 400 loại TPCP khác nhau hiện đang được mua bán. Khoảng 60.000 tỉ đồng TPCP được Kho bạc Nhà nước và Ngân hàng phát triển Việt Nam phát hành hàng năm chủ yếu thông qua các kênh bảo lãnh và đấu giá.

Trong thời kỳ kháng chiến, vào những năm 1946, 1948, 1950, Chính phủ đã phát hành nhiều đợt công trái để phục vụ cho công cuộc kháng chiến. Từ năm 1983, để bù đắp chi tiêu ngân sách, Chính phủ đã phát hành các loại công trái có thời hạn dài (5 năm, 10 năm). Khối lượng các loại công trái phát hành trong thời kỳ này khá nhỏ, lãi suất thấp, mang tính chất bắt buộc, có ghi tên và không cho phép mua bán nên việc mua trái phiếu là một nghĩa vụ đối với người dân.

Với Nghị định 72-CP ngày 26-7-1994 về quy chế phát hành TPCP và Nghị định 120-CP ngày 17-9-1994 của Thủ tướng chính phủ về quy chế phát hành TPCP và cổ phiếu DN nhà nước; thị trường TPCP đã xuất hiện trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình. Trái phiếu kho bạc nhà nước có thời hạn 1 năm trở lên, huy động vốn để bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước, đáp ứng nhu cầu chi đầu tư phát triển

trong kế hoạch ngân sách nhà nước đã được phê duyệt. Trái phiếu công trình được phát hành để huy động vốn xây dựng các công trình do Chính phủ duyệt, bao gồm 2 loại: trái phiếu công trình huy động vốn cho các công trình trung ương do Bộ Tài chính đảm bảo thanh toán và trái phiếu công trình huy động vốn cho các công trình địa phương do Ủy ban Nhân dân tỉnh, thành phố đảm bảo thanh toán. Với Nghị định 01/2000/NĐ-CP về quy chế phát hành TPCP, TPCP có hai kênh phân phối mới là phát hành theo phương thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu qua TTGDCK.

*Trong giai đoạn 2000-2002*, TPCP là hàng hóa niêm yết chủ đạo trên SGDCK Tp.HCM, tuy nhiên số lượng không nhiều (40 mã). Đồng thời, SGDCK áp dụng biên độ dao động để quản lý. Trong giai đoạn này, hoạt động giao dịch TPCP diễn ra rất thưa thớt. Do qui mô thị trường nhỏ, biến động giá bị hạn chế trong biên độ dao động giá đã không mang lại kết quả giao dịch như mong muốn, giá trị giao dịch bình quân trong giai đoạn này rất thấp, với khoảng 2% giá trị TPCP được niêm yết.

*Trong giai đoạn 2003- tháng 6/2008*, số lượng TPCP được niêm yết tăng gấp đôi giai đoạn 2000- 2002 với 100 trái phiếu niêm yết. Nhiều qui định mới được áp dụng nhằm thúc đẩy giao dịch trái phiếu nói chung và giao dịch TPCP nói riêng, như: không giới hạn tỷ lệ nắm giữ đối với trái phiếu của các tổ chức, cá nhân; bỏ biên độ dao động giá.. Đồng thời, các CTCK cũng tích cực thực hiện các nghiệp vụ repo (giao dịch mua bán lại). Hoạt động giao dịch vì thế đã tăng mạnh cả về giá trị và khối lượng TPCP. Giá trị giao dịch khớp lệnh trái phiếu trong năm 2003 đạt gần gấp đôi và giá trị giao dịch thỏa thuận tăng 21 lần so với năm 2002. Tuy nhiên, lượng trái phiếu được giao dịch qua phương thức khớp lệnh ngày càng ít hơn so với phương thức giao dịch thỏa thuận. Từ năm 2005 trở đi, SGDCK Tp Hồ Chí Minh chính thức chuyển sang phương thức giao dịch thỏa thuận.

Theo Vụ Ngân hàng và Tài chính, Bộ Tài chính; tính đến cuối năm 2006, trong 3 loại trái phiếu đã được phát hành và mua bán tại Việt Nam, bao gồm TPCP, trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu DN, thì khối lượng TPCP chiếm ưu thế trên thị trường với 81% thị phần, trong khi đó trái phiếu địa phương là 10%, và trái phiếu DN 9%. Vào cuối năm 2006, có khoảng 375 loại TPCP và các DN được niêm



yết trên TTCK, với tổng mệnh giá khoảng 5 tỉ USD.

*Giai đoạn từ tháng 6/2008 đến nay:* kể từ ngày 2/6/2008 toàn bộ TPCP niêm yết trên TTCK có thời gian đảo hạn từ 6 tháng trở lên được tập trung giao dịch tại SGDCK Hà Nội, thị trường trái phiếu chuyên biệt đi vào hoạt động. Đã có 275 loại TPCP niêm yết trên SGDCK Tp.Hồ Chí Minh với tổng giá trị niêm yết theo mệnh giá là 43.300 tỷ đồng đã được chuyên niêm yết và giao dịch tập trung tại SGDCK Hà Nội, đưa tổng số TPCP niêm yết tại HNX là 479 mã với giá trị 142.665 tỷ đồng theo mệnh giá trong đó có 228 mã trái phiếu do Kho Bạc Nhà nước phát hành và 244 mã TP do Ngân hàng Phát triển Việt Nam phát hành. Tuy nhiên do các yếu tố vĩ mô không ổn định làm thị trường TPCP có chiều hướng không tốt. Từ tháng 9/2008 trở đi, chính sách cắt giảm lãi suất cơ bản liên tục đã có tác động tích cực đến nhu cầu đầu tư trái phiếu của các tổ chức tín dụng trong nước và làm giá trái phiếu tăng nhanh trở lại. Tuy nhiên, xu hướng bán rong trái phiếu của các nhà ĐTNN vẫn tiếp tục tăng. Trong tháng 10/2008, riêng tại HNX, nhà ĐTNN thực hiện bán rong một lượng trái phiếu trị giá gần 13.900 tỷ đồng (mua vào 11.100 tỷ đồng và bán ra gần 25.000 tỷ đồng).

Các giao dịch TPCP chiếm tỷ lệ chủ yếu của toàn thị trường. Các số liệu thống kê của VSE (TTGDCK) vào tháng 1- 2007 cho nghiệp vụ này chiếm khoảng 78% giá trị toàn thị trường trong khi tổng giá trị vốn hoá cổ phiếu chỉ chiếm khoảng 19%. Kế hoạch phát hành tín phiếu kho bạc cùng với TPCP trong năm 2007 là 60.000 tỉ đồng, trong đó TPCP chiếm 55% (Vụ Kế hoạch, Kho bạc Nhà nước).

Theo thống kê của SGDCK Hà Nội, năm 2007 huy động được 15.839 tỷ đồng/ khối lượng gọi thầu 23.400 tỷ đồng, tỷ lệ thành công là 67,69%. Năm 2008 huy động 6.060 tỷ đồng/26.600 tỷ đồng khối lượng gọi thầu, tỷ lệ thành công 22,78%. Năm 2009 huy động 2.578,5 tỷ đồng/61.700 tỷ đồng khối lượng gọi thầu, tỷ lệ thành công 4,18%. Trong năm 2010, tổng mức huy động vốn trên TTCK thông qua phát hành cổ phiếu, đấu giá CPH và đấu thầu TPCP đạt 109 nghìn tỷ đồng (tăng gấp 3 lần so với năm 2009). Hiện nay TPCP chủ yếu được phát hành thông qua bảo lãnh, hay đấu thầu qua các TTGDCK và Trung tâm giao dịch của NHNN.

Trái phiếu chính quyền địa phương được chính quyền địa phương phát hành. Các tỉnh thành được phép phát hành đến 30% tổng nhu cầu chi tiêu và phải được chính phủ cho phép phát hành trái phiếu. Số trái phiếu này được phát hành thông qua các kênh đấu giá, bảo lãnh và đại lý phát hành. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này rất thấp.

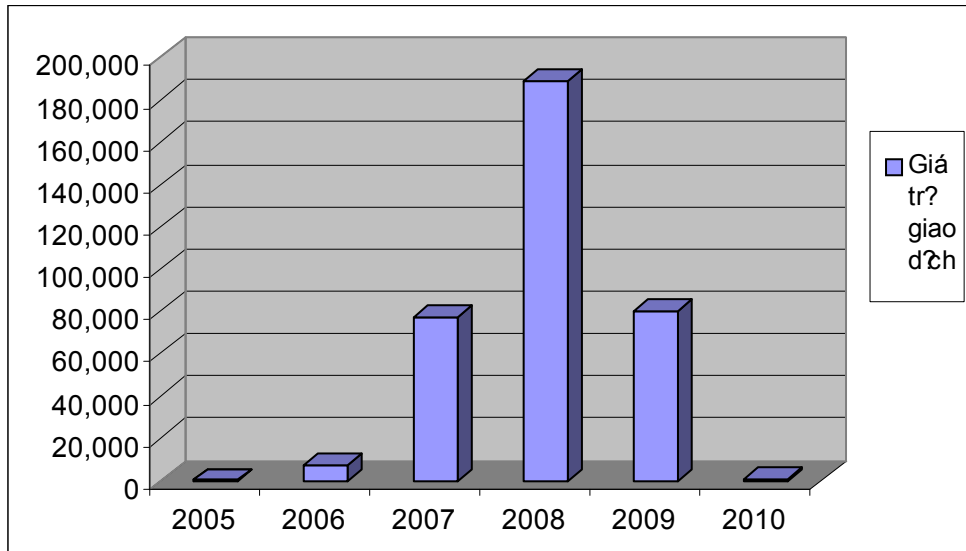
### ***Trái phiếu doanh nghiệp***

Các DN phát hành bao gồm các DN nhà nước đang thực hiện CPH, hay các tổng công ty, tập đoàn kinh tế lớn. Số trái phiếu này được phát hành thông qua kênh đấu giá, bảo lãnh và môi giới. Theo Nghị định số 120/CP ngày 17-9-1994 (về phát hành cổ phiếu, trái phiếu DN nhà nước) của Chính phủ, trái phiếu công ty được pháp luật Việt Nam thừa nhận.

Đây là một kênh huy động vốn cho DN vì có thể chủ động về lãi suất và kỳ hạn trái phiếu. Ngoài kênh huy động vốn, đây còn là kênh đầu tư cho các nguồn tiền nhàn rỗi trong dân chúng. Nếu như vay vốn ngân hàng hay tín dụng nhà nước, DN hoàn toàn bị động bởi còn phải chờ để xét duyệt, cộng với thời gian vay không dài và các tổ chức tín dụng cũng bị hạn chế lượng được cho vay vào một DN. Với kênh huy động vốn bằng trái phiếu, DN không sợ bị chia sẻ quyền điều hành DN hay bị thao túng bởi các cổ đông bên ngoài như phát hành cổ phiếu. DN cũng không phải chia sẻ lợi nhuận cho các cổ động bằng cổ tức cao khi DN kinh doanh quá tốt mà lợi tức bị chia sẻ chỉ trong phạm vi lãi suất được định khi phát hành. Trái phiếu DN luôn được xem là một kênh huy động vốn hữu hiệu mà trên thế giới rất được ưa dùng. Kênh huy động vốn bằng trái phiếu là một điểm tựa hay một lợi thế lớn cho các DN trong nước đủ sức cạnh tranh với các DN nước ngoài khi chúng ta đã chính thức gia nhập WTO.

Năm 2006, được đánh giá là một dấu mốc mới cho thị trường trái phiếu DN khi Nghị định 52/CP về phát hành trái phiếu DN được ban hành. Nghị định 52 cho phép DN phát hành trái phiếu theo hình thức riêng lẻ nhằm thực hiện các dự án đầu tư, cơ cấu lại các khoản vay trung và dài hạn, tăng quy mô hoạt động của DN. Chủ thể phát hành trái phiếu DN được mở rộng hơn sang công ty trách nhiệm hữu hạn, CTCP và DN có vốn ĐTNN. Bên cạnh đó, điều kiện để phát hành cũng rất cởi mở: thời gian hoạt động tối thiểu một năm, năm liền trước năm phát hành phải kinh

doanh có lãi và báo cáo tài chính phải được kiểm toán. Năm 2006, hàng loạt DN phát hành trái phiếu với quy mô lớn. Tổng giá trị phát hành năm 2006 lên đến 7.000 tỷ đồng. Trong đó, riêng EVN phát hành 5.000 tỷ đồng; Vinashin 800 tỷ đồng và Sông Đà 300 tỷ đồng.



**Hình 2.1: Giá trị giao dịch trái phiếu niêm yết trên SGDCK Hà Nội năm 2005-2010.** Đơn vị tính: tỷ đồng

*Nguồn: hnx.vn*

### 2.1.2.2. Thị trường cổ phiếu niêm yết

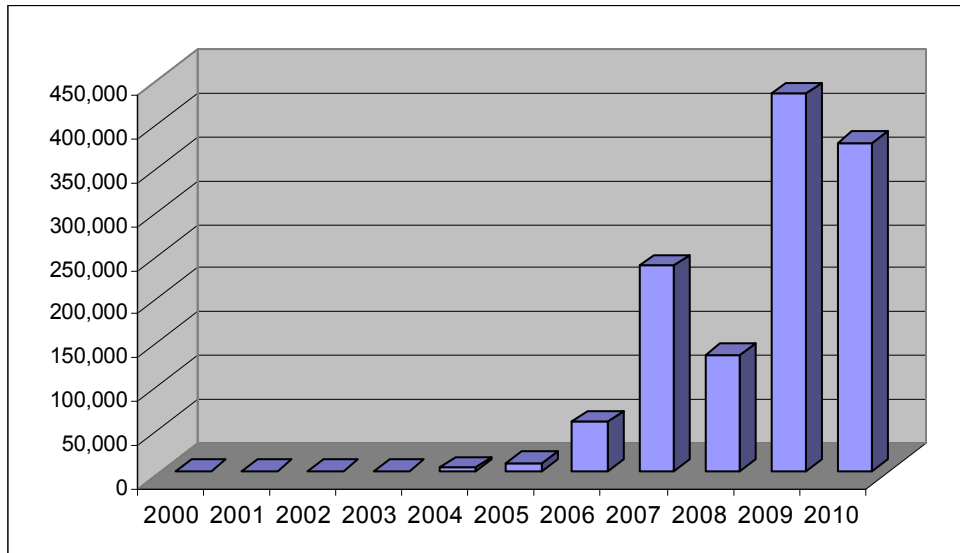
Phiên giao dịch đầu tiên của thị trường cổ phiếu ngày 28-7- 2000, chỉ có hai loại cổ phiếu được niêm yết là SAM (của CTCP Cáp và vật liệu viễn thông) và REE (của CTCP Cơ điện lạnh) với sự mất cân đối nghiêm trọng giữa cầu và cung (tổng khối lượng đặt mua là 335.500 cổ phiếu, khối lượng chào bán chỉ là 4.200 cổ phiếu), tổng giá trị giao dịch phiên này là 70,4 triệu đồng.

Trong giai đoạn từ 2000-2005, TTGDCK Tp. Hồ Chí Minh là thị trường giao dịch thứ cấp, chính thức và có sự quản lý, duy nhất của Việt Nam. Nhìn chung, trong giai đoạn này, giao dịch cổ phiếu còn rất khiêm tốn. Giá trị giao dịch bình quân ngày trong một năm tính tại thời điểm tháng 5 năm 2005 là 3.913 triệu VND (0,248 triệu đô la Mỹ) đối với cổ phiếu. Cuối năm 2005, sau khi TTGDCK Hà Nội đi vào hoạt động, tổng số lượng các CTNY trên cả hai thị trường là 44 công ty với tổng giá trị niêm yết là 4,94 nghìn tỷ đồng.

Kể từ năm 2006 trở lại đây, TTCK Việt Nam chứng kiến sự đổi thay đáng ngạc nhiên. Thị trường đã có sự phát triển mạnh mẽ và liên tục. Cho tới thời điểm tháng 12/2009, đã có tổng cộng 480 DN niêm yết cổ phiếu trên cả hai SGDCK và 4 chứng chỉ quỹ, tổng giá trị niêm yết cổ phiếu đạt 85,09 nghìn tỷ đồng, gấp 17 lần so với cuối năm 2005, chiếm 40% GDP năm 2008.

TTCK đã có sự tăng trưởng không chỉ về quy mô niêm yết mà kể cả tính thanh khoản của thị trường. Nếu như năm 2005, bình quân có 667.600 cổ phiếu được giao dịch một phiên, thì năm 2006, con số này tăng lên 2,6 triệu đơn vị (tăng 3,93 lần) và tăng lên 9,79 triệu và 18,07 triệu trong hai năm sau đó. Riêng 5 tháng đầu năm 2009, khối lượng cổ phiếu giao dịch được duy trì ở mức cao, 37.15 triệu đơn vị/phiên. Tốc độ luân chuyển thị trường trong giai đoạn này liên tục tăng từ 0.43 lần năm 2006 lên 0.64, 0.68 lần trong 2 năm sau đó.

Sau hai năm gần như đứng đầu thế giới về tốc độ tăng trưởng, kết thúc năm 2008, chỉ số VN- Index và HNX- Index cùng giảm gần 70% so với đầu năm, một mức sụt giảm chưa từng có trong lịch sử hơn 8 năm hoạt động, thuộc nhóm chỉ số giảm mạnh nhất trên thế giới. Có khá nhiều nguyên nhân dẫn tới sự tuột dốc của thị trường nhưng nguyên nhân quan trọng nhất là sự tăng trưởng nóng của các cổ phiếu trong hai năm trước đó, ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới 2008 và lượng cung lớn hàng hoá cho thị trường với chất lượng chưa được kiểm soát chặt chẽ. Thị trường đã dần hồi phục kể từ cuối tháng 2/2009 với giá trị giao dịch bình quân phiên hiện đang được duy trì ở mức cao nhất từ trước tới nay. Tổng giá trị vốn hóa thị trường tính đến ngày 15/9/2009 đạt 606 ngàn tỷ VND (HOSE: 487.606.000.000 VND, HNX: 118.077.326.034 VND), chiếm khoảng 42% GDP năm 2008.



**Hình 2.2: Giá trị GDCK (cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, trái phiếu) niêm yết trên SGDCK Tp Hồ Chí Minh năm 2000-2010.** Đơn vị tính: tỷ đồng

*Nguồn: hsx.vn*

Tính trong cả năm 2009, giá trị giao dịch toàn thị trường trên HOSE là 423.299 tỷ đồng với 10.432 triệu cổ phiếu được chuyển giao, tính trung bình một cổ phần được giao dịch ở mức giá 40.577 đồng, trong khi năm 2008 mức giá này là 41.823 đồng. Tương tự trên sàn Hà Nội tổng giá trị giao dịch là 197.524 tỷ với 5.765 triệu đơn vị được chuyển giao tương đương với mức giá trung bình 34.263 đồng so với năm 2008 là 37.310 đồng.

Với giá trị giao dịch đạt 423.299 tỷ đồng trong 251 phiên giao dịch trong năm 2009, tính trung bình giao dịch mỗi phiên tại sàn HOSE đạt 1.686 tỷ đồng, trong khi con số này cả năm 2008 là 502 tỷ đồng.

Tại sàn HNX giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên là 787 tỷ đồng trong khi năm 2008 là 230 tỷ đồng.

**Bảng 2. 1: Thống kê thị trường 2006-2010**

	2006	2007	2008	2009	2010 *
<b>HOSE</b>					
Tổng khối lượng giao dịch (cổ phiếu)	547,746,220	1,836,320,594	3,153,555,778	11,277,489,471	11,666,679,269
Tổng giá trị giao dịch (tỷ VND)	33,771	195,194	127,553	422,461	375,436

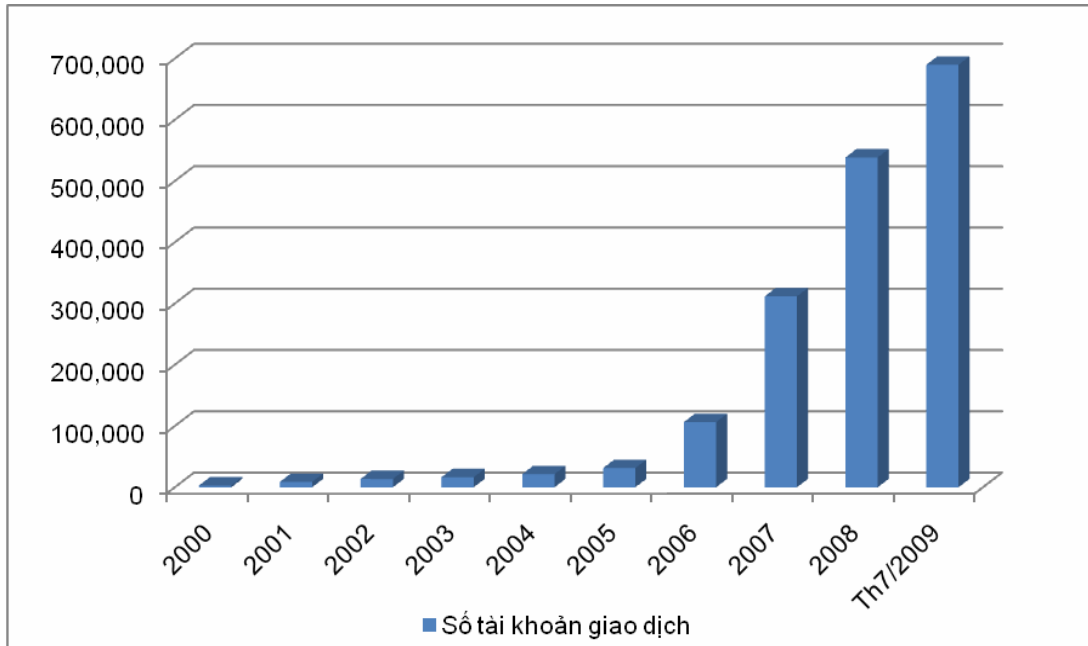
VNIndex	633	927	314	495	479
Số lượng DN NY	86	123	155	203	280
Tổng vốn hóa (tỷ VND)	157.967	364.425	169.346	494.072	582,523
<b>HNX</b>					
Tổng khối lượng giao dịch (cổ phiếu)	31,021,750	354,000,255	1,500,927,170	5,509,202,867	8,585,875,704
Tổng giá trị giao dịch (tỷ VND)	1,070	32,192	55,510	222,380	236,932
HNXIndex	243	324	105	168	113
Số lượng DNNY	101	128	184	259	342
Tổng vốn hóa (tỷ VND)	73.189	129.000	50.428	125.450	143,578

*Nguồn: StoxPlus*  
\* Dữ liệu thống kê đến hết 29/12/2010

### **2.1.3. Nhận xét về sự phát triển TTCK Việt Nam trong thời gian qua**

#### **2.1.3.1. Những thành tựu đạt được**

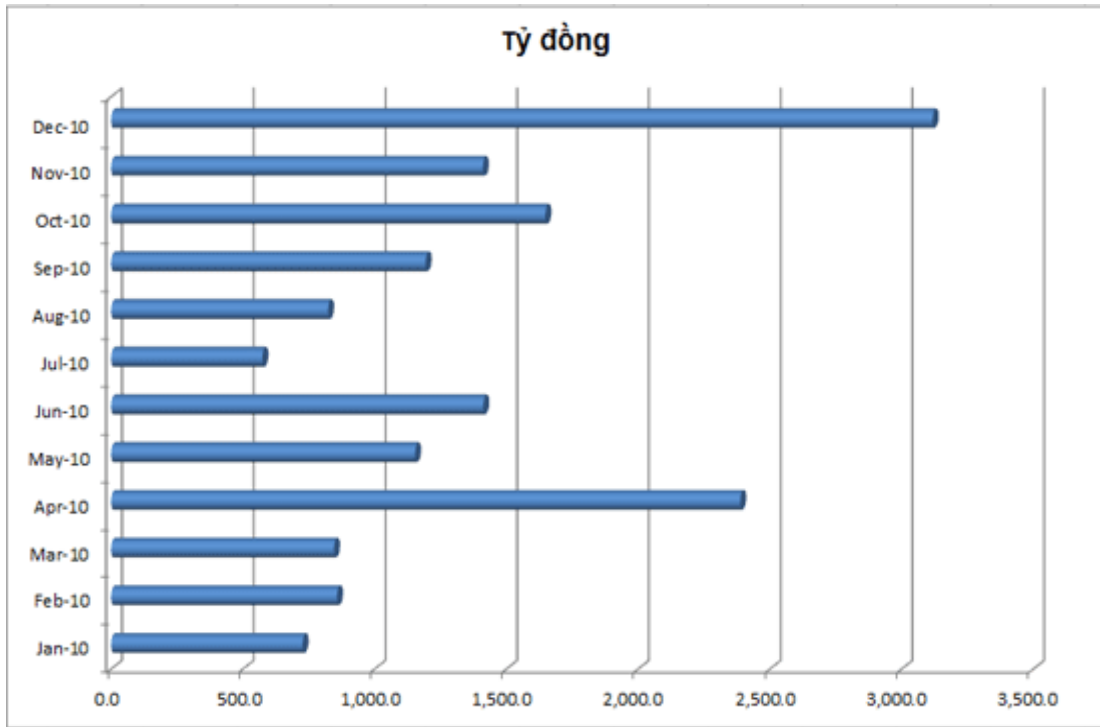
*Thứ nhất*, đẩy mạnh việc thu hút vốn đầu tư và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong nền kinh tế quốc dân. Với tổng vốn hoá thị trường chiếm 43% GDP năm 2007, TTCK Việt Nam trở thành một kênh dẫn vốn quan trọng, góp phần giảm tải cho thị trường tiền tệ đang vận hành hết công suất và tiến đến trở thành công cụ huy động vốn chủ yếu cho nền kinh tế quốc dân.



**Hình 2.3: Số tài khoản giao dịch**

*Nguồn: UBCKNN, Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2010.*

Đến hết năm 2009, có trên 800.000 tài khoản giao dịch; tính đến 30/11/2010 tổng cộng có hơn 1 triệu tài khoản (tăng 24% so với năm 2009), trong đó nhà đầu tư có tổ chức là hơn 4 nghìn tài khoản và nhà đầu tư cá nhân là 996 nghìn tài khoản.



**Hình 2.4: Quy mô mua ròng của vốn ngoại trên hai sàn chứng khoán năm 2010 (không tính trái phiếu). Nguồn: UBCKNN**

*Thứ hai*, làm gia tăng tiềm lực và uy tín của các CTNY. Sau thời gian niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTCK, các CTNY đều có kết quả kinh doanh khả quan, các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng khá.

*Thứ ba*, góp phần tạo sự thành công của chương trình CPH DN nhà nước kết nối với niêm yết và đăng ký giao dịch. Sự góp mặt trên sàn giao dịch của hàng loạt công ty có quy mô lớn, thương hiệu mạnh trong các lĩnh vực kinh doanh bất động sản, khai thác khoáng sản, dầu khí... và các đợt IPO của các công ty bảo hiểm, ngân hàng đã chứng tỏ sự thu hút của TTCK càng tăng.

*Thứ tư*, tạo điều kiện nâng cao trình độ quản lý, điều hành hoạt động nghiệp vụ chuyên môn trong lĩnh vực CK. Việc cải tiến phương pháp trong thực hành nghiệp vụ chuyên môn đã có tác động mạnh mẽ và trực tiếp tới việc nâng cao chất lượng phục vụ toàn thị trường.



*Thứ năm*, góp phần đa dạng hoá các định chế tài chính trung gian. Hệ thống các tổ chức tài chính trung gian đã hình thành và hoạt động ngày càng chuyên nghiệp, hiệu quả.

Tính từ thời điểm cuối năm 2005 đến 30/4/2009, có thể thấy rõ những thay đổi như sau: số CTCK là 105 công ty, tăng gấp 7,5 lần; quy mô vốn tăng khoảng 3 lần và hầu hết đã triển khai hoạt động (97 công ty). Trong năm 2010, UBCKNN đã cấp giấy phép cho thành lập 42 chi nhánh cho 32 CTCK, 41 phòng giao dịch cho 21 CTCK.

Trong giai đoạn đầu phát triển của TTCK từ năm 2000 đến năm 2005 mới chỉ có 6 CTQLQ. Tuy nhiên, số lượng các CTQLQ mới được thành lập tăng nhanh kể từ năm 2006 trở lại đây. Cho tới 30/4/2009, đã có 47 công ty được cấp phép hoạt động. Trong năm 2010, UBCKNN đã cấp giấy phép thành lập cho 01 CTQLQ, 02 văn phòng đại diện và 03 quỹ đầu tư mới với tổng vốn huy động là 800 tỷ đồng.

*Thứ sáu*, thúc đẩy việc xây dựng, củng cố và hoàn thiện khung pháp lý liên quan đến lĩnh vực CK. Hệ thống văn bản pháp luật về CK & TTCK mà nổi trội nhất là sự ra đời của Luật CK đã đáp ứng được phần nào nhu cầu của thị trường nhằm đảm bảo thị trường hoạt động có quản lý, an toàn và hiệu quả.

*Thứ bảy*, đẩy mạnh việc phổ biến kiến thức về CK & TTCK trong công chúng. Công tác đào tạo và tuyên truyền đã luôn được chú trọng và đóng góp đáng kể trong việc cung cấp kiến thức cơ bản cũng như hiểu biết pháp luật về CK&TTCK cho công chúng.

*Thứ tám*, từng bước thúc đẩy tiến trình hội nhập quốc tế. TTCK đã bắt đầu tạo lòng tin và động lực thu hút sự quan tâm lớn hơn của các nhà đầu tư trực tiếp cũng như các doanh nhân nước ngoài tại Việt Nam.

Như vậy, có thể thấy quy mô của TTCK Việt Nam còn chưa được như kỳ vọng nhưng đã hình thành đầy đủ các yếu tố của một TTCK và đã vận hành theo đúng quy luật của TTCK hướng dần tới các chuẩn mực của quốc tế và đang trên đường hội nhập với các TTCK khu vực.

### **2.1.3.2. Những hạn chế**

Bên cạnh những thành tựu đạt được, TTCK Việt Nam trong thời gian qua vẫn còn những mặt hạn chế biểu hiện như sau

*Thứ nhất*, các cơ quan quản lý CK chưa đánh giá đúng mức khả năng của nhà đầu tư trong việc xây dựng và phát triển TTCK.

*Thứ hai*, môi trường pháp lý và cơ chế quản lý thị trường còn thiếu sự nhất quán và đồng bộ. Đôi lúc, chính sự can thiệp quá mức bằng các biện pháp hành chính đã dẫn đến sự mất cân đối cung cầu và làm ảnh hưởng đến niềm tin của các nhà đầu tư.

*Thứ ba*, CTNY trên TTCK còn ít về số lượng, nhỏ bé về quy mô; hàng hoá giao dịch trên TTCK có chất lượng chưa cao, chủng loại còn khá đơn điệu, còn thiếu các sản phẩm phái sinh.

*Thứ tư*, tổ chức hoạt động của SGDCK Tp Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội còn nhiều hạn chế. Hệ thống công nghệ thông tin không đáp ứng được quy mô của thị trường dẫn đến tình trạng quá tải trong giao dịch.

*Thứ năm*, quy mô của các tổ chức tài chính trung gian cũng còn nhỏ, chưa tương xứng với tiềm năng, chất lượng hoạt động còn chưa cao; hệ thống các tổ chức trung gian và hỗ trợ thị trường còn hạn chế về năng lực tài chính, quản trị công ty và chất lượng dịch vụ.

*Thứ sáu*, còn thiếu khả năng tiếp cận với TTCK thế giới trong xu thế hội nhập. Môi trường pháp lý chưa phù hợp với các chuẩn mực quốc tế. Tính minh bạch, công khai của thị trường, công tác quản trị công ty, kiểm toán DN theo thông lệ quốc tế cũng chưa được chuẩn hoá.

## **2.2. PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG QLNN ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM**

Như đã chỉ ra ở phần 1.2.2.2, nội dung QLNN rộng lớn, phức tạp và có nhiều cách tiếp cận khác nhau để phân tích. Trên cơ sở nhận thức về các nội dung cơ bản khi đề cập đến QLNN đối với TTCK và thích hợp với đối tượng, phạm vi nghiên cứu của một luận án chuyên ngành ***Kinh tế chính trị*** là hướng vào phân tích *những vấn đề chung, cơ bản nhất của QLNN* đối với TTCK theo chức năng có kết hợp với QLNN theo các yếu tố của thị trường và quản lý theo hoạt động của thị trường ở mức độ nhất định để làm rõ nội dung QLNN một cách toàn diện, hệ thống nhằm rút ra tính qui luật chung của quá trình làm cơ sở để xem xét các vấn đề nghiệp vụ cụ thể. Tác giả luận án tập trung phân tích các vấn đề sau:

- Xác định mục tiêu, xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển TTCK

- Tạo lập môi trường pháp lý cho các chủ thể hoạt động trên TTCK
- Tổ chức bộ máy quản lý các hoạt động của các chủ thể trên thị trường
- Ban hành các chính sách và công cụ quản lý
- Thực hiện thanh tra, giám sát hoạt động và điều hành TTCK

Từng vấn đề sẽ được khái quát tình hình thực hiện của cơ quan QLNN trong thời gian qua.

### **2.2.1. Tình hình xác định mục tiêu, xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển TTCK**

Cũng giống như quản lý các lĩnh vực khác, QLNN đối với TTCK phải bắt đầu từ việc xác định mục tiêu và chỉ ra phương hướng phát triển. Đây là khâu khởi điểm quan trọng nhất của QLNN, quyết định tính phù hợp, đúng đắn của các hoạt động tiếp sau.

Theo chức năng thì Chính phủ, Bộ Tài chính, UBCKNN là các cơ quan có nhiệm vụ soạn thảo các văn bản xác định mục tiêu, phương hướng và đề ra chiến lược, kế hoạch phát triển dài hạn, trung hạn TTCK.

Chi tính từ năm 2000 đến nay đã có các văn bản sau:

- Quyết định 163/2003/QĐ-TTg, ngày 5-3-2003 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010.
- Nghị định 144/2003/CP, ngày 28-11-2003 của Chính phủ về CK & TTCK.
- Quyết định 37/2005/QĐ- UBCK của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Chương trình hành động của UBCKNN để phát triển TTCK năm 2005.
- Quyết định 898/2006/QĐ-BTC ngày 20-2-2006 của Bộ Tài chính ban hành Kế hoạch phát triển TTCK Việt Nam 2006- 2010.
- Quyết định 128/2007/QĐ- TTg, ngày 2-8-2007 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Đề án Phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020.

Trong các văn bản trên, Chính phủ, Bộ Tài chính xác định mục tiêu, quan điểm, nguyên tắc và định hướng phát triển TTCK. Trên cơ sở đó, Bộ Tài chính, UBCKNN vạch ra kế hoạch phát triển dài hạn và các chương trình hành động hàng năm.

Ngay từ năm 2003, Thủ tướng Chính phủ đã xác định mục tiêu phát triển TTCK: “Phát triển TTCK cả về quy mô và chất lượng hoạt động nhằm tạo ra kênh

huy động vốn trung và dài hạn cho đầu tư phát triển, góp phần phát triển thị trường tài chính Việt Nam; duy trì trật tự, an toàn, mở rộng phạm vi, tăng cường hiệu quả quản lý, giám sát thị trường nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Mở rộng qui mô của TTCK tập trung, phấn đấu đưa tổng giá trị thị trường đến năm 2005 đạt mức từ 2-3 % GDP và đến năm 2010 đạt 10-15 % GDP”. Năm 2006, trong Quyết định 898/2006/QĐ-BTC ban hành Kế hoạch phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2006- 2010 tổng giá trị thị trường được điều chỉnh lên 10-15% GDP. Đến năm 2007, trong Quyết định 128/2007/QĐ-TTg ngày 2-8-2007, khi phê duyệt Đề án Phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến 2020, mục tiêu này được điều chỉnh đến năm 2010 đạt giá trị vốn hóa TTCK 50 % GDP.

Về phương hướng phát triển TTCK, Quyết định 163/2003/QĐ-TTg xác định:

“ (1). Mở rộng qui mô của TTCK tập trung, phấn đấu đưa tổng giá trị thị trường đến năm 2005 đạt mức 2- 3% GDP và đến năm 2010 đạt mức 10- 15% GDP.

a) Tập trung phát triển thị trường trái phiếu, trước hết là TPCP để huy động vốn cho ngân sách Nhà nước và cho đầu tư phát triển.

b) Tăng số lượng các loại cổ phiếu niêm yết trên TTCK tập trung nhằm tăng qui mô về vốn cho các DN và nâng cao hiệu quả sản xuất, kinh doanh của các CTNY.

(2). Xây dựng và phát triển các TTGDCK, SGDCCK, TTLKCK nhằm cung cấp các dịch vụ giao dịch, đăng ký, lưu ký và thanh toán CK theo hướng hiện đại hoá.

a) Xây dựng TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh thành SGDCCK với hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát và công bố thông tin thị trường tự động hoá hoàn toàn.

b) Xây dựng thị trường giao dịch cổ phiếu của các DN vừa và nhỏ tại Hà Nội; chuẩn bị điều kiện để sau năm 2010 chuyển thành thị trường GDCK phi tập trung (OTC).

c) Thành lập Trung tâm Lưu ký độc lập cung cấp các dịch vụ đăng ký chứng khoán, lưu ký và thanh toán cho hoạt động GDCK của SGDCCK và TTGDCK; mở rộng phạm vi lưu ký các loại CK chưa niêm yết.

(3). Phát triển các định chế tài chính trung gian cho TTCK Việt Nam.

a) Tăng quy mô và phạm vi hoạt động nghiệp vụ kinh doanh, dịch vụ của các CTCK. Phát triển các CTCK theo hai loại hình: CTCK đa nghiệp vụ và CTCK chuyên doanh, nhằm tăng chất lượng cung cấp dịch vụ và khả năng chuyên môn hoá hoạt động nghiệp vụ.

b) Khuyến khích và tạo điều kiện để các tổ chức thuộc mọi thành phần kinh tế có đủ điều kiện thành lập các CTCK, khuyến khích các CTCK thành lập các chi nhánh, phòng giao dịch, đại lý nhận lệnh ở các tỉnh, thành phố lớn, các khu vực đông dân cư trong cả nước.

c) Phát triển các CTQLQ ĐTCK cả về quy mô và chất lượng hoạt động. Đa dạng hoá các loại hình sở hữu đối với CTQLQ đầu tư. Khuyến khích các CTCK thực hiện nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư.

d) Thành lập một số công ty định mức tín nhiệm để đánh giá, xếp loại rủi ro các loại CK niêm yết và định mức tín nhiệm của các DN Việt Nam.

#### (4). Phát triển các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân

a) Thiết lập hệ thống các nhà đầu tư có tổ chức bao gồm các ngân hàng thương mại, các CTCK, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm, các quỹ bảo hiểm, quỹ đầu tư..., tạo điều kiện cho các tổ chức này tham gia thị trường với vai trò là các nhà ĐTCK chuyên nghiệp và thực hiện chức năng của nhà tạo lập thị trường.

b) Mở rộng và phát triển các loại hình quỹ ĐTCK; tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nhỏ, các nhà đầu tư cá nhân tham gia vào TTCK thông qua góp vốn vào các quỹ đầu tư“

Căn cứ phương hướng trên, Bộ Tài chính ban hành Quyết định 898/2006/QĐ-BTC ban hành Kế hoạch phát triển TTCK giai đoạn 2006-2010 gồm các nội dung:

- Phát triển hàng hóa cho TTCK
- Phát triển TTGDCK
- Phát triển tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK
- Phát triển tổ chức phù trợ
- Phát triển nhà đầu tư
- Phát triển cơ sở hạ tầng
- Hội nhập quốc tế về TTCK
- QLNN về TTCK

Dựa trên cơ sở kế hoạch phát triển dài hạn, hàng năm UBCKNN xây dựng Chương trình hành động của UBCKNN. Ví dụ năm 2005, UBCKNN ban hành Quyết định 37/2005/QĐ- UBCKNN ban hành chương trình hành động năm 2005 bao gồm 11 nội dung hướng vào các hoạt động: hoàn thiện khung pháp lý; rà soát và điều chỉnh chế độ chính sách; tăng hàng hóa có chất lượng cho thị trường; phát triển các định chế trung gian; phát triển các TTGDCK; tăng cường quản lý giám sát thị trường; đẩy mạnh hợp tác quốc tế; hoàn thiện tổ chức bộ máy quản lý; đẩy mạnh hiện đại hóa công nghệ thông tin; tuyên truyền phổ cập kiến thức và tiết kiệm chi phí trong hoạt động.

### **2.2.2. Tạo lập môi trường pháp lý cho các chủ thể hoạt động trên TTCK**

#### ***Giai đoạn 2000-2006***

Tính đến 30/12/2005 có **70** văn bản pháp luật về CK & TTCK (trong đó có Nghị định, Quyết định, Thông tư). Trong hệ thống các văn bản pháp lý đó, văn bản có hiệu lực pháp lý cao nhất là Nghị định 48/1998/NĐ-CP ban hành ngày 11/7/1998; đã giúp cho việc ra đời và vận hành TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh giữa năm 2000 thực hiện an toàn; nhưng ngay tại thời điểm đó cũng đã bộc lộ nhiều hạn chế do Nghị định được xây dựng khi chưa có thực tiễn quản lý. Trên cơ sở các kinh nghiệm đúc rút từ thực tiễn quản lý thị trường, Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ được xây dựng và ban hành (thay thế cho Nghị định 48/1998/NĐ-CP) cùng các văn bản hướng dẫn thi hành tương đối đồng bộ và đầy đủ về phát hành, niêm yết, giao dịch, công bố thông tin,...

Nhìn chung, hệ thống pháp luật về CK trong giai đoạn này đã góp phần tích cực hình thành và phát triển TTCK Việt Nam, phù hợp với trình độ của thị trường trong thời điểm sơ khai; tuy nhiên, đã bộc lộ những bất cập, xung đột giữa các văn bản pháp luật liên quan đến TTCK (do lĩnh vực CK & TTCK còn chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp luật khác, mà vị thế pháp lý của NĐ 144/2003/NĐ-CP thấp hơn các Luật liên quan và môi trường pháp lý lúc đó còn chưa đầy đủ).

#### ***Giai đoạn 2006 - đến nay***

Luật CK- khuôn khổ pháp lý cần thiết và cao nhất cho TTCK được Quốc hội chính thức thông qua vào ngày 12/7/2006 và có hiệu lực thi hành vào đầu năm 2007. Luật CK là cơ sở để Chính phủ, Bộ Tài chính xây dựng hệ thống các văn bản

hướng dẫn thi hành, tạo ra khuôn khổ pháp lý cao và thống nhất đối với các hoạt động của TTCK, bao gồm:

+ Các Nghị định (Nghị định 14/2007/NĐ-CP ngày 19/1/2007 quy định chi tiết một số điều của Luật CK và Nghị định 36/2007 ngày 8/3/2007 về xử phạt vi phạm hành chính; Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 14; Nghị định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK thay thế Nghị định 36; Nghị định chào bán cổ phiếu riêng lẻ);

+ 06 Quyết định của Thủ tướng Chính phủ

+07 Thông tư và 18 Quyết định của Bộ Tài chính, 08 Quyết định của UBCKNN hướng dẫn các hoạt động nghiệp vụ trong lĩnh vực CK&TTCK.

Việc ban hành Luật CK và các văn bản hướng dẫn là nhân tố quan trọng góp phần đạt được những kết quả của TTCK Việt Nam thời gian qua. Bên cạnh đó, công tác xây dựng và thực thi pháp luật về CK cũng đã bộc lộ một số bất cập, hạn chế. Để khắc phục những bất cập, hạn chế đó; Luật CK hiện hành cần được sửa đổi kịp thời. Thực hiện Nghị quyết số 11/2007/QH 11 ngày 21/11/2007 của Quốc hội về Chương trình xây dựng Luật, Pháp lệnh của Quốc hội nhiệm kỳ khóa XII (2007-2011), Luật CK sẽ được Quốc hội xem xét tại kỳ họp thứ 9 và thông qua tại kỳ họp thứ 10 của Quốc hội khóa XII.

### ***Đặc điểm của khung pháp lý điều chỉnh TTCK Việt Nam***

*Một là*, Luật CK là luật chuyên ngành có phạm vi rộng lớn

Trong quá trình hoạt động, các chủ thể trên TTCK phải tuân thủ nhiều văn bản qui phạm khác nhau, có thể phân chia thành 2 nhóm văn bản qui phạm:

- Nhóm các văn bản qui phạm pháp luật nói chung như Luật Tổ chức Nhà nước, Luật Xử phạt vi phạm hành chính, Luật Khiếu nại tố cáo... không chỉ liên quan đến luật kinh tế mà còn Luật Dân sự, Luật Thanh tra, Luật chống tham nhũng...; không chỉ liên quan đến pháp luật trong nước mà còn liên quan đến các cam kết với nước ngoài.

- Nhóm các văn bản qui phạm pháp luật chuyên ngành CK & TTCK: thuộc nhóm này có các Quyết định của Chính phủ, Bộ tài chính và các văn bản hướng dẫn của UBCKNN. So với nhóm trên, nhóm luật chuyên ngành thường xuyên thay đổi cho phù hợp với tình hình của TTCK. Đây không chỉ là khó khăn với người QLNN,

người thực hiện mà cả những người nghiên cứu về lĩnh vực này- phải cố gắng thu thập và mất thời gian tiếp cận mới có thể cập nhật được.

*Hai là*, các qui phạm pháp luật CK là luật áp dụng

Áp dụng luật CK & TTCK là hoạt động thực hiện luật của các cơ quan QLNN, các chủ thể hoạt động trên thị trường và các cơ quan có liên quan. Thực hiện pháp luật CK & TTCK là bắt buộc với các chủ thể trên thị trường tham gia kinh doanh và ĐTCK; thực hiện bằng biện pháp thanh tra, giám sát, xử phạt các hành vi vi phạm. Tuy nhiên việc thực thi pháp luật hiện nay chủ yếu dựa trên nhận thức và ý thức tuân thủ pháp luật của cơ quan, DN, chế tài xử phạt được áp dụng.

*Ba là*, các văn bản pháp luật chuyên ngành CK&TTCK ban đầu được xây dựng trong điều kiện Việt Nam chưa có TTCK chính thức. Nhà nước đã chủ động xúc tiến các điều kiện, cơ sở để thành lập và vận hành TTCK, cho nên việc xây dựng các cơ sở pháp lý ban đầu về CK&TTCK được nhà nước triển khai trước khi TTCK tập trung được chính thức thành lập. Đây là điều rất khác biệt so với nhiều nước trên thế giới. Ở nhiều nước trên thế giới, TTCK tập trung được hình thành một cách tự phát và hoạt động chủ yếu dựa vào tổ chức tự quản, sau một thời gian nhất định, vấn đề QLNN đối với thị trường này mới được đặt ra, pháp luật về CK mới dần dần được xây dựng và hoàn thiện, khi đó, các cơ sở pháp lý thường bám sát thực tiễn hoạt động của TTCK. Ở Việt Nam, việc xây dựng khung pháp lý CK&TTCK trong điều kiện chưa có thực tiễn là một trong những cố gắng của QLNN, đồng thời cũng là nguyên nhân dẫn đến những hạn chế của khung pháp lý này.

*Bốn là*, Luật CK & TTCK nói riêng và luật pháp Việt Nam nói chung đang trên đường hoàn thiện, tiến tới chuẩn mực chung của thế giới

Khi đã hội nhập vào sân chơi chung, hệ thống pháp luật Việt Nam bắt buộc phải hài hòa với các chuẩn mực chung; mặt khác, luật chuyên ngành thường ra đời sau, trên cơ sở hệ thống luật nói chung nên phải thay đổi. Các chủ thể trên thị trường phải tập thói quen sống chung với sự thay đổi này để tự thích nghi.

### **2.2.3. Tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK**



Ngày 28-11- 1996, Chính phủ đã ban hành nghị định số 75/CP về việc thành lập UBCKNN. Song song với việc hoàn thiện về tổ chức và nhân sự, UBCKNN đã nhanh chóng triển khai thực hiện các nhiệm vụ mà Chính phủ giao cho. Một trong những nhiệm vụ quan trọng là việc soạn thảo các văn bản pháp luật về CK & TTCK để trình các cấp có thẩm quyền xem xét quyết định, đồng thời tổ chức hướng dẫn thực hiện các văn bản đó.

Qua gần 2 năm nghiên cứu, UBCKNN đã đề xuất mô hình tổ chức TTCK Việt Nam ban đầu và những lộ trình hoàn thiện, phát triển. Mô hình tổ chức ban đầu của TTCK Việt Nam được đề xuất là các TTGDCK, sau một lộ trình nhất định, khi hội tụ đủ các điều kiện cần thiết thì sẽ nâng cấp các TTGDCK thành các SGDCK như mô hình tổ chức TTCK thường thấy ở các nước.

Mô hình ban đầu về tổ chức bộ máy quản lý và tổ chức TTCK Việt Nam là cơ quan quản lý độc lập đặt dưới sự chỉ đạo trực tiếp của Chính phủ. Trong cơ cấu lãnh đạo của UBCKNN có tồn tại Hội đồng CK, bao gồm các uỷ viên kiêm nhiệm là các Thứ trưởng Bộ Tài Chính, Bộ Tư Pháp, Bộ kế hoạch và Đầu tư, Phó Thống đốc NHNN. Mục đích chính của mô hình tổ chức UBCKNN có các uỷ viên kiêm nhiệm là tạo ra sự phối hợp chặt chẽ và hiệu quả giữa các cơ quan của Chính phủ trong QLNN đối với TTCK. Trong mô hình trên, UBCKNN có chức năng QLNN về CK & TTCK, có nhiệm vụ chủ yếu là: quản lý và giám sát hoạt động của TTGDCK; cấp phép và giám sát quá trình PHCK ra công chứng của các tổ chức PHCK; cấp phép và giám sát quá trình tham gia niêm yết của các tổ chức NYCK; cấp phép thành lập và giám sát hoạt động của các tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK và thực hiện các nhiệm vụ khác theo quy định của Chính phủ.

Nhược điểm lớn nhất của mô hình ban đầu là chưa tạo được sự phối hợp hiệu quả giữa UBCKNN với các Bộ, ngành có liên quan. Lúc này, quy mô TTCK còn quá nhỏ bé, hoạt động khá sơ khai, cho nên một trong những nhiệm vụ quan trọng của cơ quan quản lý là phải tiếp tục tạo dựng, phát triển TTCK. Tuy nhiên, việc phát triển TTCK phụ thuộc vào nhiều yếu tố, trong đó phải kể đến sự thành công của các chương trình CPH DN nhà nước và DN có vốn ĐTNN. Với cơ chế quản lý

hiện tại, các chương trình trên không thuộc phạm vi quản lý của UBCKNN. Để khắc phục các nhược điểm mô hình ban đầu về quản lý và tổ chức TTCK Việt Nam, đồng thời để thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển, mô hình tổ chức bộ máy quản lý và tổ chức TTCK Việt Nam đã có sự thay đổi, ngày 19-02- 2004, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP về việc chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính.



**Hình 2.5: Cơ cấu tổ chức bộ máy của UBCKNN Việt Nam**

*Nguồn: UBCKNN*

#### 2.2.4. Thực trạng ban hành các chính sách và công cụ quản lý TTCK

Chính sách và công cụ là phương tiện chủ yếu của Nhà nước sử dụng để quản lý CK & TTCK. Chính sách dưới dạng chung nhất là tập hợp các giải pháp để thực hiện các mục tiêu nhất định, còn công cụ là những phương tiện dùng để thực hiện, nhằm đạt mục tiêu đề ra. Trong hệ thống các phương tiện, chính sách là bộ phận năng động nhất nhằm giải quyết những vấn đề bức xúc của thực tiễn đặt ra.

Có nhiều cách phân loại các chính sách, công cụ trong lĩnh vực kinh tế nói chung và trong lĩnh vực CK & TTCK nói riêng. Liên quan đến QLNN đối với TTCK, có các chính sách và công cụ sau:

*Một là, các chính sách vĩ mô ảnh hưởng đến TTCK:*

- Chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát sẽ tác động đến cả cung và cầu của TTCK.
- Chính sách sử dụng đòn bẩy tài chính như giảm, miễn thuế chuyển nhượng, thuế thu nhập cá nhân, thuế thu nhập DN.
- Các chính sách hỗ trợ của Nhà nước đối với các DN, ngân hàng và các tổ chức tín dụng.
- Chính sách ổn định tiền tệ, lãi suất ngân hàng...
- Chính sách quản lý vàng, ngoại tệ, bất động sản liên quan đến TTCK
- Chính sách đào tạo nhằm nâng cao nhận thức về CK & TTCK

*Hai là, chính sách phát triển TTCK nhằm tăng cung, kích cầu cho thị trường:*

- Chính sách CPH các DN nhà nước, đẩy nhanh tiến độ CPH nhằm tăng cung cho TTCK.
- Cấp phép cho các DN niêm yết, phát hành cổ phiếu, tăng vốn điều lệ, phát hành cổ phiếu thưởng.
- Cho phép các ngân hàng cho vay ĐTK, chính sách nới lỏng tiền tệ.
- Tăng cường cơ sở vật chất kỹ thuật của các CTCK, SGDC...
- Chính sách phát triển TTCK của nhà nước

Nhà nước có chính sách khuyến khích, tạo điều kiện thuận lợi để tổ chức, cá nhân thuộc các thành phần kinh tế, các tầng lớp nhân dân tham gia đầu tư và hoạt động trên TTCK nhằm huy động các nguồn vốn trung hạn và dài hạn cho đầu tư phát triển.

Nhà nước có chính sách quản lý, giám sát bảo đảm TTCK hoạt động công bằng, công khai, minh bạch, an toàn và hiệu quả.

Nhà nước có chính sách đầu tư hiện đại hoá cơ sở hạ tầng cho hoạt động của TTCK, phát triển nguồn nhân lực cho ngành CK, tuyên truyền, phổ biến kiến thức về CK & TTCK.

*Ba là, chính sách ổn định TTCK*

- Chính sách thắt chặt tiền tệ, kiểm chế lạm phát
- Thay đổi tỷ lệ quy định về dư nợ cho vay CK
- Tăng cường thanh tra các chủ thể hoạt động trên TTCK
- Chính sách đăng ký, lưu ký tập trung của công ty tài chính
- Chính sách quy định chào bán CK ra công chúng
- Chính sách quản lý thị trường tập trung và phí tập trung

*Bốn là, chính sách giải cứu TTCK*

- Cho phép SCIC được mua một số cổ phiếu nhất định.
- Hỗ trợ các ngân hàng nâng cao tính thanh khoản, tính cạnh tranh
- Cho vay và mua lại CK bất động sản
- Cắt giảm lãi suất cơ bản
- Thành lập quỹ bình ổn TTCK với sự tham gia của nhà nước và các tổ chức tài chính trong và ngoài nước.

*Năm là, chính sách công bố thông tin để tăng độ tin cậy, tính công khai, minh bạch của TTCK nhằm bảo vệ các nhà đầu tư trong và ngoài nước:*

- Công bố thông tin về kinh tế vĩ mô để các nhà đầu tư có căn cứ dự báo triển vọng thị trường.
- Công bố thông tin về giao dịch của các nhà đầu tư trong và ngoài nước
- Công bố thông tin về DN, về giao dịch nội bộ của cha mẹ, vợ con của Tổng giám đốc và những người trong Hội đồng quản trị.

*Sáu là, chính sách đối với nhà ĐTNN:*

- Quy định tỷ lệ góp vốn đầu tư trong các DN Việt Nam
- Cho phép thành lập CTQLQ của nước ngoài tại Việt Nam
- Quản lý các dòng vốn ĐTNN
- Cho phép liên doanh nước ngoài được niêm yết trên SGDCK

*Bảy là, các chính sách qui định hoạt động CK như PHCK ra công chúng, niêm yết và ĐKGD, GDCK, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK.*

*Tám là, các công cụ chung của QLNN thường được sử dụng liên quan đến TTCK: kế hoạch; pháp luật; tài chính- ngân hàng như: qui định lãi suất trần, lãi suất sàn; biên độ giao dịch trên thị trường với các SGDCK...*

*Chín là, các công cụ riêng: trên TTCK trong mỗi hoạt động đối với từng đối tượng lại có công cụ riêng để quản lý từng nghiệp vụ. Ví dụ: khi các GDCK trên thị trường giao dịch tập trung có những biến động bất thường, để vận hành, quản lý TTCK có hiệu quả và bảo vệ lợi ích của các nhà đầu, các SGDCK thường sử dụng các công cụ như: dấu hiệu cảnh báo CK, đưa CK vào diện kiểm soát và dấu hiệu ngừng giao dịch.*

*Dấu hiệu cảnh báo CK (DS): là việc thông báo nhắc nhở cho nhà đầu tư biết giá của CK đó có biến động bất thường nhưng không có lý do hợp lý để giải thích cho sự biến động trên.*

Khi CK có dấu hiệu cảnh báo, nhà đầu tư phải cân nhắc, thận trọng trong việc mua, bán CK đó và việc mua, bán được thực hiện theo các nguyên tắc sau:

Việc mua CK đó phải được thanh toán bằng tiền mặt (một số nước việc thanh toán có thể thực hiện bằng séc, chuyển khoản hoặc tài khoản margin).

Người bán CK phải chuyển giao ngay CK ngay trong ngày hoặc sau ngày giao dịch (T+1).

Thành viên phải ghi rõ tên, số tài khoản của khách hàng trong việc mua, bán và phải báo cáo kết quả giao dịch đó của khách hàng cho SGDCK biết.

Thành viên không được mua, bán CK đó cho chính mình trừ trường hợp sửa lỗi và phải gửi văn bản sửa lỗi và các giấy tờ liên quan đến việc sửa lỗi đó cho SGDCK.

Ngoài ra, khi TCNY bị lên dấu hiệu cảnh báo phải báo cáo các số liệu hoặc giải thích rõ những nguyên nhân có thể tác động đến giao dịch bất thường đó trước khi bắt đầu phiên giao dịch tiếp theo.

*Dấu hiệu ngừng giao dịch (H và SP):*

Dấu hiệu H: đây là dấu hiệu tạm thời ngừng giao dịch đối với một loại CK, thời hạn ngừng không quá một phiên giao dịch.

Các CK vi phạm vào những nguyên tắc sau sẽ bị SGDCK lên dấu hiệu H:

Khi có những thông tin, tin đồn liên quan đến TCNY. Thông tin đó có thể gây tác động đến quyền lợi các nhà đầu tư hoặc tác động đến quyết định đầu tư hoặc thay đổi giá CK mà SGDCK chưa nhận được báo cáo từ công ty. TCNY phải giải thích hoặc xác nhận thông tin, tin đồn đó.

Khi CK của TCNY bị nghi ngờ có giao dịch nội gián hoặc có một nhóm nhà đầu tư biết trước thông tin quan trọng của TCNY và dùng thông tin đó để giao dịch. TCNY phải giải thích hoặc xác nhận thông tin đó.

Khi TCNY đề nghị SGDCK tạm thời ngừng giao dịch CK của TCNY do TCNY đang trong quá trình chờ công bố thông tin.

Khi có những biến động bất thường có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến giao dịch của CK đó.

Dấu hiệu SP: là dấu hiệu tạm thời đình chỉ GDCK của TCNY, thời hạn đình chỉ trên một phiên giao dịch.

Các CK vi phạm vào những nguyên tắc sau sẽ bị SGDCK lên dấu hiệu SP:

Khi xảy ra trường hợp giống như từ 1-3 của việc lên dấu hiệu H nhưng TCNY không thể giải thích và công bố thông tin tức thời.

Khi TCNY không tuân thủ theo các quy chế, quy định mà UBCK và SGDCK đã ban hành.

Khi CK của TCNY đang trong quá trình xem xét hủy niêm yết hoặc đang trong quá trình điều chỉnh để thoát khỏi diện hủy niêm yết.

Khi có những biến động bất thường có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến giao dịch của CK đó.

*Dấu hiệu kiểm soát (C):* là dấu hiệu do SGDCK quy định để xác định lại giá tham chiếu CK của TCNY. Việc GDCK này được thực hiện riêng tại một bảng khác và với thời gian ngắn hơn phiên giao dịch chính.

Các CK vi phạm vào những nguyên tắc sau sẽ bị SGDCK lên dấu hiệu C:

Khi hoạt động kinh doanh chính của TCNY bị đình chỉ từ 3 tháng đến dưới 1 năm.

Khi tài khoản giao dịch của TCNY tại ngân hàng bị phong tỏa.

Khi TCNY không tuân thủ theo các quy chế, quy định mà UBCK và SGDCK đã ban hành.

Khi TCNY không nộp báo cáo hoặc vi phạm quy định công bố thông tin.

Khi CK của TCNY trong quá trình xem xét hủy niêm yết.

Khi có những biến động bất thường có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến giao dịch của CK đó.

*Mười là, các chính sách và công cụ khác:* các chỉ tiêu an toàn tài chính đối với các tổ chức trung gian trên TTCK.

Trên đây, là một số nội dung cơ bản để giới thiệu về các công cụ để quản lý và vận hành TTCK. Tùy thuộc vào trình độ phát triển kinh tế và đặc điểm của từng nước các nguyên tắc trên có thể thay đổi cho phù hợp để việc quản lý và vận hành thị trường tốt hơn.

### **2.2.5. Tình hình thực hiện giám sát và điều hành hoạt động trên TTCK**

Giám sát và điều hành hoạt động trên TTCK là tổng thể hoạt động của cơ quan QLNN nhằm phát hiện kịp thời những sai sót, ách tắc, đổ vỡ, những khó khăn vướng mắc để bảo đảm hoạt động của TTCK theo đúng mục tiêu và kế hoạch đề ra một cách hiệu quả.

*Nội dung* của giám sát và điều hành hoạt động của TTCK gồm:

- Giám sát việc phát triển TTCK theo định hướng, mục tiêu đề ra
- Giám sát việc thực hiện các chủ trương, chính sách, công cụ và pháp luật của các chủ thể trên TTCK.
- Điều hành hoạt động TTCK theo định hướng, mục tiêu đã định.

*Hình thức* thanh tra, giám sát trên TTCK gồm:

- Giám sát trực tiếp là hoạt động của các cơ quan quyền lực nhà nước như Chính phủ, Bộ Tài chính, UBCKNN.
- Giám sát gián tiếp là hoạt động của SGDCK và TTLKCK đối với các tổ chức, DN trên thị trường.
- Kiểm tra là hoạt động của cơ quan nhà nước cấp trên với cấp dưới nhằm xem xét, đánh giá mọi hoạt động bao gồm kiểm tra của cơ quan có thẩm quyền chung, kiểm tra chức năng và kiểm tra nội bộ.
- Thanh tra là hoạt động của các tổ chức thuộc Thanh tra Chính Phủ, Thanh tra Nhà nước, thanh tra nội bộ để xem xét việc thực hiện chính sách, pháp luật và nhiệm vụ kế hoạch nhằm kiến nghị với cấp có thẩm quyền giải quyết các vấn đề,



các khiếu nại, tố cáo.

- Kiểm toán nhà nước là hoạt động kiểm tra nhằm xác định tính đúng đắn, hợp pháp của các tài liệu, số liệu kế toán, báo cáo quyết toán của các cơ quan nhà nước, các đơn vị sự nghiệp, đơn vị kinh tế và các đoàn thể, các tổ chức có sử dụng ngân sách nhà nước.

Ngày 29-6- 2006, Quốc hội đã thông qua Luật CK số 70/QH 11 áp dụng từ 1-1- 2007 bao gồm 11 chương, 136 điều qui định toàn diện các hoạt động trên TTCK ; trong đó có chương 9 Thanh tra và xử lý vi phạm. Đây là văn bản pháp lý cao nhất để thực hiện thanh tra giám sát hoạt động trên TTCK.

Thanh tra UBCKNN phối hợp với Bộ Công an cùng xây dựng Thông tư liên tịch số 46/2009/TTLT-BTC-BCA về hướng dẫn phối hợp xử lý vi phạm pháp luật trong lĩnh vực CK&TTCK (được ban hành ngày 11/3/2009).

*Về công tác giám sát của UBCKNN đối với hoạt động của SGDCK, TTLKCK:* theo khoản 1, điều 8 Luật CK và khoản 5, khoản 6 điều 2 Quyết định 63/2007/QĐ-TTg ngày 10/5/2007 (quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN) của Thủ tướng Chính phủ quy định trách nhiệm của UBCKNN: UBCKNN không còn là đơn vị “cấp trên” đối với SGDCK, TTLKCK như trước đây mà đóng vai trò một cơ quan quản lý đối với hoạt động trong lĩnh vực CK của SGDCK, TTLKCK. Ngày 23/7/2009, Bộ trưởng Bộ Tài chính ký ban hành Thông tư số 151/2009/TT-BTC hướng dẫn công tác giám sát của UBCKNN đối với hoạt động trong lĩnh vực CK của SGDCK, TTLKCK để cụ thể hóa các nội dung giám sát của UBCKNN đối với các DN “đặc biệt” này.

Trong giai đoạn đầu tập trung vào công tác xây dựng và phát triển TTCK, về *hoạt động giám sát GDCK* có 02 văn bản chủ yếu là Thông tư 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn về công bố thông tin trên TTCK, quy định các nghĩa vụ công bố thông tin của thành viên thị trường khi tham gia nắm giữ và GDCK; Nghị định 36/2007/NĐ-CP ngày 8/3/2007 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK. Sau giai đoạn này, ngày 31/12/2008, Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định số 127/QĐ-BTC về việc ban hành Quy chế Giám sát GDCK trên TTCK để tạo khung pháp lý cho hoạt động giám sát của UBCKNN đối với GDCK. Theo văn bản này, hệ thống giám sát GDCK được tổ

chức thành 2 cấp: SGDCK giám sát hoạt động GDCK tại SGDCK và UBCKNN giám sát hoạt động giao dịch, cung cấp các dịch vụ GDCK trên toàn bộ thị trường, bao gồm hoạt động của các SGDCK, TTLKCK, CTNY, CTCK, CTQLQ ĐTCK, quỹ ĐTCK, công ty ĐTCK, người hành nghề, nhà đầu tư và các tổ chức liên quan khác.

Trên cơ sở chức năng và nhiệm vụ qui định, Bộ Tài chính UBCKNN, các SGDCK đã thực hiện thanh tra, giám sát TTCK từ đầu vào đến đầu ra các hoạt động giao dịch, kinh doanh CK trên thị trường.

- Bộ trưởng Bộ Tài chính đã ban hành hệ thống chỉ tiêu giám sát tài chính đối với CTCK và CTQLQ gồm ba nhóm chỉ tiêu (đánh giá hoạt động chung như nguồn vốn, tỉ lệ gia tăng thu nhập, khả năng cạnh tranh; đánh giá về lợi nhuận; đánh giá về khả năng thanh toán). Hệ thống này gồm mười chỉ tiêu giám sát CTCK và sáu chỉ tiêu giám sát CTQLQ. Đây là công cụ để UBCKNN theo dõi, thanh tra, giám sát tình hình hoạt động kinh doanh và chấp hành pháp luật về CK của các CTCK và CTQLQ. Thông qua đó cũng hoạch định được các chính sách nhằm phát triển TTCK, phát hiện sớm và dự báo được các sai sót có thể nảy sinh.

- Bộ Tài chính chỉ đạo tăng cường giám sát hoạt động của các CTNY, CTCK, CTQLQ, giám sát hoạt động giao dịch thực hiện tại các SGDCK; đặc biệt quan tâm giám sát quỹ đầu tư, các quỹ này cần phải thực hiện đăng kí công bố thông tin theo qui định của Luật CK

- UBCKNN thực hiện công tác thanh tra định kỳ và bất thường đối với các SGDCK, TTLKCK. Bên cạnh đó còn tăng cường kết hợp giám sát giữa các đơn vị thuộc UBCKNN; các SGDCK, TTLKCK cũng như tăng cường phân cấp, uỷ quyền công tác giám sát, thanh tra thành viên trên thị trường.

- Từ bài học của khủng hoảng tài chính châu Á, Chính phủ cho rằng cần quản lý dòng vốn từ nước ngoài vào Việt Nam. Nhiều nhà kinh tế đã đưa ra bài học trái ngược nhưng lại hoàn toàn chính xác: mở cửa thị trường vốn đôi lúc sẽ gây ra tác hại trái ngược, và Chính phủ có thể sử dụng việc kiểm soát vốn như những công cụ điều tiết để phát triển đất nước và duy trì sự ổn định. Đại diện tiêu biểu của quan điểm này chính là nhà kinh tế học từng đoạt giải Nobel Joseph Stiglitz, cựu Chủ tịch Hội đồng Tư vấn kinh tế dưới thời Tổng thống Bill Clinton, ông cũng là giám đốc Ngân hàng Thế giới (WB) trong thời gian xảy ra khủng hoảng. Trong bài trả lời

phông vấn của báo chí mới đây, khi được hỏi về những nguy cơ rủi ro tại TTCK châu Á, Stiglitz nói rằng kiểm soát vốn đang hiện đang phổ biến tại những thị trường mới nổi, và trong nhiều trường hợp thì nó lại là một điều tốt: “Cả Trung Quốc và Ấn Độ đều không cho phép vốn chảy ra ngoài mà hoàn toàn không có sự can thiệp của chính phủ. Ảnh hưởng của việc này sẽ ngăn mọi người đổ tiền vào rồi lại rút ra trong một sớm một chiều. Những biện pháp như vậy nhằm hạn chế đầu tư ngắn hạn và rút vốn khỏi Việt Nam. Việc này sẽ giúp ổn định lại dòng vốn”.

- Hai SGDCK Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội đã triển khai một hệ thống giao dịch, giám sát mới nhằm giám sát chặt chẽ hơn nữa những thông tin bất thường, giao dịch không hợp pháp trên thị trường. Phát hành cổ phiếu ra công chúng không báo cáo; giao dịch cổ đông nội bộ không công bố thông tin; giao dịch nội gián..., là những vi phạm điển hình trên TTCK được phát hiện thời gian qua. Hệ thống giám sát còn thủ công, chế tài xử phạt còn nhẹ khiến cho vi phạm vẫn còn ”đất sống”

Theo đại diện SGDCK Hà Nội (HNX), tính đến tháng 12/2009, HNX phát hiện hơn 17.000 trường hợp đặt lệnh cùng mua, cùng bán một mã CK trong phiên giao dịch, trong đó đã yêu cầu 70 CTCK giải trình và báo cáo UBCKNN với hơn 330 trường hợp lệnh mua bán cùng phiên đã khớp. HNX cũng theo dõi 484 lượt giao dịch của 280 cổ đông lớn và phát hiện 38 trường hợp vi phạm về công bố thông tin; hơn 155 trường hợp vi phạm về công bố thông tin khi giao dịch của cổ đông nội bộ...Tất cả trường hợp vi phạm đều được báo cáo UBCKNN.

Để nâng cao hiệu quả quản lý, HNX đang triển khai nâng cấp phần mềm giám sát nhằm tạo lập cơ sở dữ liệu một cách thống nhất và tập trung, khắc phục tình trạng bất cập do thiếu cơ sở dữ liệu như hiện nay. Bằng việc triển khai phần mềm giúp chuẩn hóa thông tin đầu vào (các báo cáo tài chính; công bố thông tin định kỳ, bất thường, theo yêu cầu), nhằm giảm thời gian xử lý báo cáo và từ đó giảm thời gian công bố thông tin. Phần mềm này đã được triển khai đến hơn 130 CTNY trong năm 2009. Mục tiêu của HoSE là 100% CTNY ứng dụng phần mềm này trong năm 2010 và tiến tới áp dụng cho cả CTCK thành viên. Việc thống kê số liệu, tình hình vi phạm cũng như xây dựng các cảnh báo cũng vì thế sẽ dễ dàng hơn. Với việc triển khai này, các giao dịch không hợp pháp sẽ được phát hiện đầy đủ.

- TTLKCK bắt đầu theo dõi tài khoản phụ cũng sẽ giúp phát hiện vi phạm trong giao dịch. Năm 2010, cơ quan này tăng cường hơn nữa công tác quản lý, giám sát hoạt động thị trường, bằng việc đẩy mạnh thực hiện công tác giám sát, thanh tra, xử lý một số thành viên thị trường và cá nhân vi phạm. UBCKNN thực hiện công tác thanh tra định kỳ và bất thường đối với các SGDCK, TTLKCK. Bên cạnh đó còn tăng cường kết hợp giám sát giữa các đơn vị thuộc UBCKNN, các SGDCK, TTLKCK cũng như tăng cường phân cấp, ủy quyền công tác giám sát, thanh tra thành viên đối với các thành viên thị trường.

### **2.3. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG QLNN ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM**

#### **2.3.1. Các thành tựu đạt được**

##### ***2.3.1.1. Thành tựu trong xác định mục tiêu, xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển TTCK***

*Một là*, nhận thức được tầm quan trọng của xác định mục tiêu, xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển nên Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCKNN đã thực hiện đầy đủ các nội dung của công tác hoạch định, tạo cơ sở để thực hiện các khâu công tác tiếp theo đối với TTCK

*Hai là*, nội dung mục tiêu và kế hoạch phát triển TTCK thực sự là kim chỉ nam cho hoạt động QLNN và phát triển TTCK. Ngay từ đầu các cơ quan quản lý đã xác định chính xác mục tiêu QLNN là nhằm phát triển TTCK cả về qui mô và chất lượng phù hợp với điều kiện thực tế của Việt Nam, trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho phát triển kinh tế của đất nước, duy trì trật tự, an toàn, tăng cường quản lý giám sát thị trường, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của nhà đầu tư.

Mười năm không phải là thời gian dài, từ những phiên giao dịch đầu tiên chỉ có 2 mã cổ phiếu đến khi kinh tế thế giới suy thoái, kinh tế trong nước chưa phục hồi, theo UBCK, giá trị giao dịch bình quân năm 2009 đạt 3.000 tỷ đồng/phiên, tăng gấp hơn 7 lần so với quý I/2009, gấp gần 4 lần so với mức bình quân năm 2008. Đặc biệt trong tháng 10 và 11 năm 2009, giá trị giao dịch đạt trung bình 4.000 tỷ đồng/phiên, trong đó riêng tháng 10 đạt trung bình 6.000 tỷ đồng/phiên. Giá trị vốn hóa có thời gian đạt 55 % GDP, vượt hơn chỉ tiêu đặt ra cho năm 2010. Thành tựu của TTCK Việt Nam có được là nhờ có định hướng mục tiêu đúng đắn ngay từ đầu và kiên định trong khó khăn nên tiết kiệm được thời gian và nguồn lực của đất nước.

Các mục tiêu, kế hoạch được cụ thể hóa theo thời gian và có sự thay đổi cho phù hợp với sự biến động của thị trường từ năm 2003, năm 2005 và 2007. Đến Quyết định 128/ 2007/QĐ-TTg, Chính phủ đã có cách nhìn toàn diện hơn: đặt sự phát triển của TTCK trong sự phát triển đồng bộ với thị trường tiền tệ, đây là sự nhận thức tiên bộ đáng trân trọng, đánh giá sự trưởng thành trong QLNN đối với TTCK.

*Ba là*, UBCKNN đã cụ thể hóa mục tiêu phương hướng của Chính phủ và Bộ Tài chính bằng đề án Chương trình hành động của UBCKNN trong năm 2005. Đây là một nỗ lực của cơ quan QLNN nhằm thực hiện tốt chức năng hoạch định, chỉ tiếc rằng hoạt động này không được thực hiện một cách thường xuyên trong các năm tiếp theo.

### ***2.3.1.2. Ưu điểm của khung pháp lý điều chỉnh TTCK Việt nam***

*Thứ nhất*, CK & TTCK là lĩnh vực mới nhưng đã hình thành hệ thống văn bản pháp qui đầy đủ bao quát toàn diện các mặt hoạt động trên thị trường, cụ thể bao gồm:

- Luật CK số 70/2006/QH 11 và các Nghị định hướng dẫn thi hành Luật CK
- Các văn bản về chiến lược và kế hoạch phát triển TTCK như Quyết định 163/2003/QĐ-TTg (Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010); Nghị định 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ (về CK&TTCK); Quyết định 37/2005/QĐ-UBCKNN (về việc ban hành Chương trình hành động của UBCKNN để phát triển TTCK năm 2005); Quyết định 898/2006/QĐ- BTC (ban hành Kế hoạch phát triển TTCK Việt Nam 2006-2010); Quyết định 128/2007/QĐ-TTg (về việc phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020)

- Qui định về tổ chức bộ máy TTCK như: Quyết định 112/ 2009/QĐ- TTg (Quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính); Quyết định 171/2008/QĐ- TTg (về việc thành lập TTLKCK Việt Nam); Quyết định 1354/ 2009/QĐ- BTC (về việc ban hành Điều lệ Tổ chức và Hoạt động của SGDCK Hà Nội)...

- Các văn bản về thanh tra, giám sát như Quyết định 49/2008/QĐ- BTC (về việc sửa đổi, bổ sung Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/01/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của các Ban, Văn phòng, Cơ quan đại diện và Thanh tra UBCKNN); Quyết định 02/2008/QĐ-

BTC, Quyết định 96/2005/QĐ- BTC (quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Thanh tra UBCKNN)...

- Các qui định về xử phạt hành chính gồm các Thông tư 46/2009/TTLT- BTC- BCA (Thông tư liên tịch hướng dẫn phối hợp xử lý vi phạm pháp luật trong lĩnh vực CK&TTCK); Thông tư 97/2007/TT-BTC (hướng dẫn về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK); Thông tư 130/2004/TT-BTC (hướng dẫn thi hành một số điều của Nghị định số 161/2004/NĐ-CP ngày 07/9/2004 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK); Nghị định 161/2004/NĐ-CP (về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK)...

- Các qui định về CPH, về sự tham gia của bên nước ngoài đầu tư trên TTCK

- Các qui định về CTCK, công ty đại chúng ; về công bố thông tin, về đăng ký, lưu ký và thanh toán...

Luật CK cùng các văn bản hướng dẫn ra đời khẳng định hệ thống văn bản pháp luật Việt Nam nói chung và pháp luật CK nói riêng đã trưởng thành, tiến bộ; đã tạo lập được khuôn khổ pháp lý cao nhất, đồng bộ và thống nhất cho hoạt động của TTCK, về cơ bản đã loại bỏ những mâu thuẫn, xung đột với các văn bản pháp luật khác có liên quan; tạo môi trường pháp luật rõ ràng, minh bạch cho hoạt động kinh doanh và ĐTCK; tạo ra môi trường đầu tư ngày càng thông thoáng cho tổ chức, cá nhân thuộc các thành phần kinh tế tham gia đầu tư và hoạt động trên TTCK, bảo đảm quyền tự chủ của các nhà đầu tư trên TTCK.

*Thứ hai*, các văn bản pháp luật chuyên ngành CK&TTCK đã được Nhà nước ban hành, chỉnh sửa và hoàn thiện theo hướng tương đối bám sát với tình hình thực tiễn hoạt động TTCK.

Luật CK đã tạo cơ sở pháp lý căn bản để tái cấu trúc lại TTCK thông qua việc tách SGDCK, TTLKCK thành các pháp nhân độc lập hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc CTCP. Quy định này làm tăng tính chủ động trong hoạt động của các SGDCK, TTLKCK, tạo vai trò độc lập với cơ quan QLNN trong việc tổ chức, quản lý, điều hành hoạt động GDCK tại các SGDCK. Vận hành TTCK đăng ký GDCK chưa niêm yết- thị trường Upcom (dành cho cổ phiếu công ty đại chúng chưa niêm yết, ngày 24- 6- 2009), hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt (đã chuyển 275 loại TPCP có thời gian đáo hạn từ 6 tháng trở lên từ HOSE sang giao

dịch tại HNX kể từ ngày 2-6- 2008). Luật CK cũng đã tạo cơ sở pháp lý cho việc phát triển hệ thống các tổ chức trung gian hoạt động trên TTCK (CTCK, CTQLQ, quỹ ĐTCK, ngân hàng giám sát...), tạo thuận lợi cho các hoạt động kinh doanh, giao dịch CK; đặc biệt, các thủ tục cấp phép thành lập và hoạt động CTCK, CTQLQ được rút gọn hơn so với trước đây.

Hệ thống pháp luật CK cũng đã cung cấp các cơ sở pháp lý để bảo vệ lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các DN, nâng cao tính minh bạch, tuân thủ việc kiểm toán và bước đầu tuân thủ các thông lệ quốc tế về quản trị công ty. Bên cạnh đó, hệ thống pháp luật về CK&TTCK đã tạo ra hành lang pháp lý cần thiết để Nhà nước thực hiện các chức năng và nhiệm vụ quản lý, giám sát TTCK.

*Thứ ba*, nhìn chung hệ thống văn bản phù hợp với luật pháp, thông lệ quốc tế, tạo nền móng cho TTCK Việt Nam có khả năng hội nhập với các thị trường vốn khu vực và quốc tế theo lộ trình hội nhập của Việt Nam tại các Hiệp định, cam kết với cộng đồng quốc tế; quy định hiện tại không có sự phân biệt, đối xử giữa nhà đầu tư trong nước hay nước ngoài tham gia đầu tư trên TTCK Việt Nam.

*Thứ tư*, tăng cường tính công khai minh bạch của các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động thị trường, đặc biệt là các công ty đại chúng; nâng cao khả năng quản lý, giám sát thị trường của cơ quan QLNN về CK & TTCK, tạo cơ sở pháp lý để tăng cường công tác QLNN nhằm bảo đảm lợi ích của nhà đầu tư trong, ngoài nước, các tổ chức tham gia thị trường.

*Thứ năm*, ngày 6-8- 2009 cùng với các ngành khác, Bộ Tài chính đã công bố 67 thủ tục hành chính trong lĩnh vực CK trong đó có 53 thủ tục thuộc UBCKNN như đăng ký chào bán cổ phiếu ra công chúng, trái phiếu các loại, phát hành cổ phiếu trả cổ tức, trả thưởng; đề nghị chia tách, nhập, chuyển đổi CTCK; đề nghị giải thể, chuyển địa điểm CTCK; đăng ký thành lập đại diện, chi nhánh, văn phòng đại diện tại nước ngoài... và 14 thủ tục tại các sở giao dịch, trung tâm lưu ký, thanh toán CK. Các thủ tục này tạo điều kiện công khai minh bạch trong QLNN đối với TTCK. Trong năm 2010, theo ý kiến của Thủ tướng, các Bộ, các ngành sẽ phải giảm bớt từ 10- 30 % số lượng các thủ tục đã công bố nhằm tạo bước đột phá trong cải cách hành chính trong lĩnh vực CK. Các thủ tục này tạo cơ sở pháp lý trong việc xây

dựng hệ thống các tổ chức trung gian hoạt động trên TTCK và các nhà đầu tư chuyên nghiệp bao gồm các CTCK, CTQLQ, ngân hàng giám sát, quỹ ĐTCK... tạo thuận lợi cho các hoạt động kinh doanh, cung cấp dịch vụ CK; từng bước nâng cao chất lượng hoạt động của các tổ chức này. Đặc biệt, thủ tục hành chính trong việc cấp phép hoạt động KDCK được đơn giản, rút gọn hơn so với các quy định trước đây.

Có thể thấy, trong QLNN đối với TTCK hoạt động tạo lập môi trường luật pháp tuy còn thiếu sót nhưng là hoạt động có nhiều cố gắng nỗ lực nhất. Với khoảng thời gian ngắn các nhà lập pháp đã hoàn thành khối lượng công việc khổng lồ tạo ra khuôn khổ luật pháp cho các hoạt động của các chủ thể trên thị trường. Việc chủ động xây dựng khung pháp lý trước khi thành lập TTCK tập trung đi vào hoạt động vừa là đặc điểm của môi trường luật pháp của TTCK Việt Nam đồng thời phản ánh khó khăn và nỗ lực của Quốc hội, của các chuyên gia lập pháp, của các nhà quản lý, vừa đảm bảo an toàn trong quá trình vận hành TTCK tập trung, vừa bảo vệ quyền lợi của các chủ thể tham gia và tạo dựng niềm tin cho công chúng đầu tư.

Sau khi TTCK đi vào hoạt động tạo lập môi trường luật pháp lại tiếp tục bổ sung, khắc phục các nhược điểm và từng bước hoàn thiện khung pháp lý theo hướng bán sát với tình hình và đòi hỏi của thực tiễn hoạt động TTCK, từng bước đáp ứng tốt hơn các yêu cầu công khai, công bằng, minh bạch và đảm bảo sự vận hành thông suốt của thị trường. Có thể thấy rằng việc xây dựng và hoàn thiện các chính sách pháp luật về CK&TTCK trong thời gian qua đã góp phần quan trọng để tạo dựng thị trường, đảm bảo cho các hoạt động của TTCK tập trung đi vào trật tự, nề nếp, đồng thời cung cấp những căn cứ pháp lý cần thiết cho QLNN có cơ sở quản lý, giám sát TTCK hướng theo thông lệ và chuẩn mực quốc tế.

### ***2.3.1.3. Ưu điểm của tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK Việt Nam***

*Thứ nhất*, chính phủ Việt Nam đã chủ động xúc tiến và chuẩn bị các điều kiện cần thiết để thành lập cơ quan QLNN đầu ngành CK & TTCK, song song với công việc này là những chuẩn bị về cơ sở pháp lý, cơ sở vật chất và các điều kiện cần thiết khác để chủ động thành lập TTCK tập trung.

Điều này cũng khẳng định rằng, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện vai trò tạo dựng TTCK. Nói cách khác TTCK tập trung và cơ quan QLNN ở Việt Nam được hình thành từ “ý tưởng” của Nhà nước chứ không hẳn là từ nhu cầu nội tại của nền



kinh tế. Điều này đã đưa đến những thuận lợi là Chính phủ có thể tham khảo, học hỏi các mô hình sẵn có trên thế giới về tổ chức cơ quan quản lý và tổ chức TTCK tập trung, đồng thời việc quản lý ngay từ đầu sẽ đảm bảo sự an toàn và tránh đổ vỡ của thị trường.

Khác với các nước khác, TTCK và cơ quan QLNN hình thành tự phát, do nhu cầu nội tại của TTCK: Hoa Kỳ năm 1934 mới có UBCK & giao dịch Hoa Kỳ; Nhật bản năm 1992 mới thành lập Ủy ban giám sát CK (SESG); Thái Lan năm 1992 Thành lập Ủy ban GDCK; ở Trung Quốc, cơ quan QLNN được thành lập năm 1992 gồm 2 cơ quan: Ủy ban Chính sách CK Trung Quốc và Ủy ban Giám quản CK Trung Quốc; Cộng hòa liên bang Đức năm 1995 mới thành lập Cục kiểm soát CK liên bang.

*Thứ hai*, là quốc gia trong thời gian ngắn đã trải qua cả hai mô hình tổ chức quản lý, chúng ta có kinh nghiệm điều hành tốt với mô hình hiện nay.

Sản phẩm của QLNN trước hết là tổ chức bộ máy quản lý. Tương tự như khuôn khổ luật pháp, tổ chức bộ máy QLNN ra đời trước TTCK, mô hình tổ chức bộ máy quản lý và mô hình tổ chức thị trường là sản phẩm chủ quan của nhà quản lý, đi trước thực tiễn sẽ dẫn đến sự không tương thích của mô hình với đòi hỏi của thực tiễn. Sau khi thị trường đi vào hoạt động một thời gian, Nhà nước có sự thay đổi cho phù hợp với thực tế của Việt Nam.

Việc chuyển UBCK vào Bộ Tài chính (NĐ 66/2004/NĐ-CP ngày 19/2/2004) đã tạo ra một sự thay đổi căn bản trong QLNN đối với TTCK. Theo mô hình này, Chính phủ uỷ quyền cho Bộ Tài chính thực hiện chức năng QLNN đối với UBCKNN, UBCKNN là tổ chức trực thuộc Bộ Tài chính, chịu trách nhiệm trước Bộ trưởng Bộ Tài chính, thực hiện chức năng QLNN về CK&TTCK; trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động CK&TTCK, quản lý các hoạt động dịch vụ công thuộc lĩnh vực CK&TTCK theo quy định của pháp luật. Việc chuyển từ mô hình độc lập đặt dưới sự chỉ đạo trực tiếp của Chính phủ sang mô hình phụ thuộc đặt dưới sự chỉ đạo trực tiếp của Bộ trưởng Bộ Tài chính đã khắc phục được những tồn tại của mô hình cũ. Mô hình mới đã xoá bỏ tình trạng tồn tại nhiều mối QLNN đối với TTCK, các chức năng QLNN đối với TTCK được tập trung vào một đầu mối là Bộ tài chính. Là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính, chịu sự chỉ đạo trực tiếp của Bộ trưởng Bộ Tài

chính, UBCKNN không còn thẩm quyền ký các văn bản pháp quy về CK&TTCK. Tuy nhiên, UBCKNN vẫn là cơ quan nhà nước có chức năng QLNN về CK&TTCK, có thẩm quyền ký ban hành các văn bản về quy trình nghiệp vụ, kỹ thuật về TTCK, cấp giấy phép niêm yết, cấp phép hành nghề CK. Sự thay đổi này đã tạo điều kiện thống nhất trong ban hành các chính sách đối với lĩnh vực CK&TTCK.

Sự khai trương hoạt động của SGDCK và việc thành lập TTLKCK cũng làm thay đổi mô hình tổ chức QLNN đối với TTCK Việt Nam.

Các SGDCK từ những đơn vị sự nghiệp có thu chuyển thành công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên thuộc sở hữu nhà nước, trực thuộc UBCKNN, có chức năng tổ chức, quản lý, điều hành và giám sát hoạt động GDCK tại SGDCK và thực hiện một số dịch vụ công thuộc lĩnh vực CK&TTCK theo quy định của pháp luật.

Trong mô hình tổ chức này, nhiệm vụ chủ yếu của SGDCK Tp Hồ Chí Minh là tổ chức, quản lý và giám sát các hoạt động giao dịch, công bố thông tin đối với các CK niêm yết tại Sở. Ngoài ra, SGDCK Tp Hồ Chí Minh còn có nhiệm vụ tổ chức đấu giá cổ phần của các DN. SGDCK Hà Nội có nhiệm vụ chủ yếu là tổ chức, quản lý và giám sát các hoạt động giao dịch, công bố thông tin đối với các CK ĐKGD tại Sở. Ngoài ra SGDCK Hà Nội còn có nhiệm vụ tổ chức đấu giá cổ phần của các DN, đấu thầu trái phiếu và các tài sản tài chính.

Sự khai trương hoạt động của SGDCK Hà Nội đã bổ sung một sân chơi cần thiết cho các nhà đầu tư và DN chưa niêm yết. Với các tiêu chuẩn ĐKGD thấp hơn so với các tiêu chuẩn niêm yết trên SGDCK Tp Hồ Chí Minh, với các phương thức giao dịch thoả thuận và báo giá khá linh hoạt, các tổ chức chưa NYCK có thể tìm đến sân chơi này để mở rộng khả năng huy động vốn và nâng cao tính thanh khoản của CK.

TTLKCK được thành lập là một bước đi cần thiết và tất yếu trong quá trình phát triển TTCK, bởi lẽ khi quy mô TTCK đã được mở rộng cùng với việc có thêm một SGDCK thứ hai (SGDCK Hà Nội) chính thức đi vào hoạt động thì việc thành lập TTLKCK vừa đảm bảo sự lưu ký tập trung và tính chuyên nghiệp của hoạt động này, vừa tuân thủ thông lệ quốc tế. Đây là mô hình LKCK độc lập, do vậy nó có đầy

đủ các chức năng của một hệ thống LKCK, từ việc đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán các giao dịch cho đến việc cung cấp các thông tin có liên quan.

TTLKCK từ một đơn vị sự nghiệp có thu thành công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên thuộc sở hữu nhà nước trực thuộc UBCKNN, có chức năng tổ chức, quản lý điều hành các hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán CK và cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cho GDCK.

Với cách tổ chức QLNN đó, khi mà thị trường chưa phát triển là phù hợp, khi TTCK phát triển cần có sửa đổi bổ sung cần thiết về hoạt động của các công ty này.

*Thứ ba*, với sự chỉ đạo của Bộ Tài chính sẽ tạo ra sự phối hợp hiệu quả giữa UBCKNN với các Vụ, Tổng cục và Cục trực thuộc Bộ Tài chính.

Các chính sách và biện pháp cụ thể để quản lý và phát triển TTCK do UBCKNN soạn thảo và các chính sách tài chính có liên quan do các bộ phận khác thuộc Bộ Tài chính soạn thảo sẽ được ban hành một cách đồng bộ, thống nhất. Từ đó, tránh được tình trạng không ăn khớp giữa các chính sách, gây khó khăn và trở ngại trong quá trình quản lý và phát triển TTCK. Việc quản lý và phát triển TTCK là một trong những nhiệm vụ trọng tâm của Bộ Tài chính. Do đó, Bộ Tài chính sẽ sử dụng sức mạnh tổng hợp của mình để quản lý thống nhất và thúc đẩy TTCK phát triển. Đây chính là một trong những thế mạnh cơ bản nhất của mô hình này. Điều này hoàn toàn phù hợp với qui luật chung của các quốc gia trên thế giới chỉ khi TTCK phát triển đến mức độ cao mới đủ điều kiện chuyển cơ quan QLNN trở lại mô hình độc lập như ở các nước phát triển.

#### ***2.3.1.4. Mặt tiến bộ, tích cực của chính sách và công cụ QLNN đối với TTCK***

*Thứ nhất*, các cơ quan Nhà nước đã nỗ lực ban hành một số lượng lớn các chính sách vĩ mô nói chung và chính sách thuộc lĩnh vực CK & TTCK nói riêng đáp ứng các yêu cầu của đổi mới kinh tế, phát triển TTCK Việt Nam với tốc độ nhanh trong thời gian qua.

Trước yêu cầu đổi mới kinh tế, phát triển đồng bộ các loại thị trường các cơ quan nhà nước đã cố gắng ban hành các chính sách và công cụ nhằm tạo lập thể chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Đó là khối lượng công việc khổng lồ phải hoàn thành để đáp ứng yêu cầu QLNN. Nhìn chung các chính sách công cụ đã ban hành có chất lượng tốt hơn thời kỳ trước đây. Chính nhờ hệ thống chính sách và công

cụ này đất nước ta đã vượt qua khó khăn thách thức để phát triển kinh tế và TTCK vào loại nhanh trong khu vực và quốc tế. Đây là thành tựu đáng ghi nhận về QLNN.

*Thứ hai*, hệ thống chính sách, công cụ có những bước đột phá tạo điều kiện phát triển TTCK với tốc độ nhanh góp phần huy động vốn cho nền kinh tế quốc dân

Dù bị ảnh hưởng của khủng hoảng và suy thoái kinh tế, năm 2009, với giá trị giao dịch đạt 423.299 tỷ đồng trong 251 phiên giao dịch trong năm qua, tính trung bình giao dịch mỗi phiên tại sàn HOSE đạt 1.686 tỷ đồng, trong khi con số này cả năm 2008 là 502 tỷ đồng. Tại sàn HNX giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên là 787 tỷ đồng trong khi năm 2008 là 230 tỷ đồng. Mức vốn hóa toàn thị trường tính đến cuối tháng 12 là 620 nghìn tỷ đồng, tương đương gần 38% GDP năm 2009. So với thời điểm cuối năm 2008 (225 nghìn tỷ đồng) mức vốn hóa đã tăng gấp gần 3 lần. Số lượng CTNY tăng hơn 30% (453 công ty) và số lượng tài khoản tăng hơn 50% so với năm 2008 (đạt 793 nghìn tài khoản). Tính đến tháng 12/2009, giá trị danh mục của nhà ĐTNN trên TTCK đạt khoảng 6,6 tỷ USD, tăng gần 1,5 tỷ USD so với đầu năm 2009. Tính đến nay, đã có 959 công ty đại chúng (không tính 457 CTNY) đăng ký với UBCK. Thời điểm cuối tháng 10 năm 2009, VN-Index tăng nhanh đạt đỉnh ngày 23-10, mức 633,2 điểm, sau đó cũng giảm nhanh về dưới 500 điểm, và 444,16 điểm (ngày 11-12-2009). Tính thanh khoản, giá trị giao dịch từ tám đến chín nghìn tỷ đồng/ phiên (lúc cao) giảm còn hơn một nghìn tỷ đồng/phiên (lúc thấp). Biểu hiện bất thường tăng nhanh, giảm sâu của VN-Index chỉ được nhận thấy rõ, bộc lộ thực chất nguyên nhân trong tháng 10 và 11, khi có sự điều chỉnh của chính sách tiền tệ.

Thành tích trên minh chứng một điều trong khó khăn chỉ cần chính sách đúng TTCK vẫn khởi sắc.

*Thứ ba*, hệ thống chính sách, công cụ đã thực sự xóa bỏ tư duy quan liêu bao cấp đối với TTCK, tạo bước đột phá trong phát triển thị trường; tạo sự liên thông giữa TTCK trong nước với TTCK trong khu vực và tiến tới hội nhập vào thị trường toàn cầu.

Các chính sách tiền tệ, lãi suất được điều chỉnh linh hoạt phù hợp với diễn biến thị trường cùng với hệ thống luật pháp tạo nên hệ thống văn bản pháp qui tạo ra khuôn khổ thúc đẩy sản xuất kinh doanh, ĐTCK. Hệ thống này quan trọng hơn đã

coi trọng qui luật kinh tế khách quan của nền KTTT theo định hướng xã hội chủ nghĩa và ngày càng hài hòa với các qui định và chuẩn mực quốc tế.

Qui định tăng tỷ lệ đầu tư của các DN nước ngoài từ 30% lên 49 % đã khuyến khích ĐTNN nói chung và ĐTCK nói riêng.

Năm 2009, mức độ liên thông của TTCK Việt Nam với thị trường khu vực và thế giới rất lớn, trình độ của cả nhà đầu tư và các thành viên thị trường khác được nâng lên rất nhiều. Các đợt phát hành ra thị trường thế giới đều thành công. Trong lịch sử phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam cho thấy, đây là kênh huy động hiệu quả và rất thành công. Đợt phát hành đầu tiên năm 2005 tại New York đã thành công rất mỹ mãn khi các nhà đầu tư quốc tế đặt mua với số tiền lên tới 4,5 tỷ USD, cao gấp 6 lần trị giá chào là 750 triệu USD với lãi suất 7,125%/năm. Đợt thứ 2 vào năm 2007, Việt Nam phát hành 1 tỷ USD TPCP ra thị trường quốc tế với kỳ hạn mở rộng 10-30 năm cũng rất thành công. Là một nền kinh tế mới phát triển nên Việt Nam có mức tăng trưởng kinh tế mạnh, luôn ở mức trên dưới 10%. Mức tăng trưởng này lớn gấp nhiều lần so với nhiều cường quốc kinh tế. Bên cạnh đó mức lãi suất khá hấp dẫn ở con số trên dưới 7% khiến trái phiếu quốc tế do Việt Nam phát hành luôn là mối quan tâm đầu tư của nhiều tổ chức quốc tế. Cũng như đợt phát hành vào năm 2007 (thu hút vốn đầu tư cho các dự án Thủy điện Xê Ca Mản 3 và nhà máy thủy điện Hòa Na, mua tàu vận tải và nhà máy lọc dầu Dung Quất). Việc phát hành trái phiếu lần này tuân theo Nghị quyết 7/2007/NQ-CP ngày 1-6- 2007 và Nghị quyết 54/2007/NQ-CP của Chính phủ, lãi suất được ấn định là không quá 7%/năm với thời hạn 10 năm. Thành công của TTCK thời gian qua có dấu ấn của các chính sách, công cụ được ban hành, góp phần tạo dựng môi trường hoạt động và phát triển TTCK.

### ***2.3.1.5. Thành tựu giám sát và điều hành hoạt động trên TTCK***

*Thứ nhất*, nhận thức được vai trò vị trí của giám sát, điều hành hoạt động trên TTCK, Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCKNN đã quan tâm đến công việc này.

Ngày 20-3- 2007, Văn phòng Chính phủ đã có Công văn số 51/TB-VPCP thông báo những chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng về những biện pháp quản lý, phát triển TTCK. Thủ tướng yêu cầu Bộ Tài chính, UBCKNN: tăng cường sử dụng các biện pháp kinh tế để điều chỉnh thị trường, đảm bảo có hiệu

quả nhằm thúc đẩy thị trường, không để đổ vỡ. Việc áp dụng các biện pháp hành chính để can thiệp thị trường cần được xây dựng thành quy phạm pháp luật, công bố công khai cho các nhà đầu tư biết và chỉ áp dụng trong trường hợp thực sự cần thiết nhằm bảo vệ an ninh tài chính quốc gia.

Thủ tướng yêu cầu Bộ Tài chính, UBCKNN tăng cường công tác thanh tra, kiểm tra và xử lý vi phạm trên TTCK.

Cũng theo chỉ đạo của Thủ tướng, cần phải tăng cường tính công khai, minh bạch trên TTCK, ngăn chặn có hiệu quả các hiện tượng lừa đảo, đầu cơ và các biểu hiện tiêu cực trong việc phát hành cổ phiếu của các DN, đối với DN niêm yết chính thức phải là những DN làm ăn có hiệu quả, tài chính lành mạnh, được kiểm toán và có quản trị công ty tốt.

NHNN được Thủ tướng giao nhiệm vụ kiểm soát cho được các hoạt động của các ngân hàng thương mại có ảnh hưởng đến TTCK.

Bộ Tài chính được giao chủ trì phối hợp với NHNN Việt Nam và các cơ quan liên quan xây dựng trình cấp có thẩm quyền các biện pháp kiểm soát TTCK trong tình hình đặc biệt, khi có các biến động lớn; trình Chính phủ đề án thành lập Ủy ban giám sát tài chính quốc gia trong tháng 4.2007 (ngày 3/3/2008, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 34/2008/QĐ-TTg về việc thành lập Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia; Ủy ban có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia, giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường này trên cả 3 lĩnh vực ngân hàng, CK, bảo hiểm).

Ngày 10/5/2007, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 63/2007/QĐ-TTg quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN, trong đó bổ sung thêm một đơn vị thực hiện chức năng giám sát trên TTCK là Ban Giám sát. Tháng 2/2008, Ban Giám sát chính thức được thành lập và hoạt động (theo Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008 của Bộ Tài chính), đánh dấu một sự kiện mới trong hệ thống quản lý giám sát của TTCK Việt Nam. Hiện nay, tại UBCKNN, Vụ giám sát là đơn vị chịu trách nhiệm chính về giám sát giao dịch và giám sát tuân thủ, việc tổ chức được thực hiện theo Quyết định số 389/QĐ-BTC ngày 23/02/2010).

Thực hiện công tác giám sát TTCK, UBCKNN đã cho ban hành các văn bản, quy định hướng dẫn việc thực hiện giám sát giao dịch:

- Quy chế giám sát giao dịch trên TTCK (ban hành kèm theo Quyết định số 127/2008/QĐ-BTC ngày 31/12/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính)

- Thông tư số 151/2009/TT-BTC hướng dẫn công tác giám sát của UBCKNN đối với hoạt động trong lĩnh vực CK của SGDCK và TTLKCK.

- Quyết định số 531/ QĐ-UBCK ngày 21/8/2009 ban hành Quy định hướng dẫn về giám sát GDCK cho các SGDCK, TTLKCK, quy định rõ trách nhiệm của các đơn vị, tổ chức liên quan trong thực hiện giám sát giao dịch, trách nhiệm phối hợp giữa các đơn vị của UBCKNN để thực hiện giám sát đúng quy định của pháp luật.

- Quy trình số 184/QT-GS ngày 31/7/2008 về việc thực hiện giám sát GDCK.

- Quy trình số 278/QT-GS ngày 02/7/2009 về lưu giữ, khai thác dữ liệu GDCK và giám sát GDCK.

*Thứ hai*, thiết lập cơ chế giám sát TTCK bài bản, chuyên nghiệp theo thông lệ quốc tế. Hoạt động thanh tra, giám sát của UBCKNN tập trung vào các mảng chủ yếu sau: (i) Giám sát tuân thủ các tổ chức trung gian thị trường; (ii) Giám sát tuân thủ các tổ chức phát hành, TCNY; (iii) Giám sát tuân thủ các SGDCK, TTLKCK; (iv) Giám sát giao dịch trên TTCK nhằm phát hiện các hành vi lạm dụng thị trường; (v) Thanh tra thực hiện chức năng cưỡng chế thực thi.

- *Đối với hoạt động giám sát tuân thủ các tổ chức trung gian thị trường*

- + Hoạt động giám sát các tổ chức trung gian thị trường dựa trên chế độ báo cáo (giám sát từ xa)

- + Các hoạt động giám sát hàng ngày, định kỳ và kiểm tra tại chỗ.

- + Đưa ra các chuẩn mực giám sát để áp dụng từ sau năm 2010

- *Đối với việc giám sát tuân thủ các SGDCK, TTLKCK*

Giám sát tuân thủ trong hoạt động công bố thông tin của các tổ chức phát hành; giám sát giao dịch trên TTCK.

UBCKNN thực hiện công tác giám sát tuân thủ đối với SGDCK, TTLKCK qua hai phương thức: giám sát từ xa và kiểm tra tại chỗ. Việc giám sát từ xa được thực hiện qua báo cáo định kỳ hoặc bất thường từ SGDCK, TTLKCK, báo cáo từ các CTCK; báo cáo của các công ty đại chúng; báo cáo, phản ánh của các tổ chức,

cá nhân tham gia giao dịch trên thị trường và các nguồn tin trên các phương tiện thông tin đại chúng, kể cả tin đồn. Việc kiểm tra tại chỗ đối với SGĐCK, TTLKCK được thực hiện theo chế độ định kỳ theo kế hoạch kiểm tra đã được duyệt hàng năm của UBCKNN hoặc bất thường khi có vụ việc phát sinh.

*Thứ ba, đối với hoạt động thanh tra xử lý vi phạm*

Từ năm 2006 đến tháng 6/2009, căn cứ vào kết quả thanh tra, kiểm tra trực tiếp và kết quả giám sát, UBCKNN đã xử phạt hơn 200 trường hợp vi phạm pháp luật về CK & TTCK với tổng số tiền phạt nộp vào ngân sách nhà nước là gần 7 tỷ đồng.

**Bảng 2.2: Thống kê số liệu về các trường hợp vi phạm đã bị xử phạt năm 2009-2010**

Hành vi vi phạm	Số trường hợp vi phạm bị xử lý năm 2009	Số trường hợp vi phạm bị xử lý năm 2010*
Vi phạm các quy định về công ty đại chúng, chào bán CK ra công chúng; về chế độ báo cáo và công bố thông tin của công ty đại chúng, CTNY	130	94
Vi phạm các quy định về GDCK như giả tạo, thao túng thị trường, thực hiện GDCK mà không báo cáo của các cổ đông nội bộ CTNY	29	57
Vi phạm các quy định về hoạt động KDCK của các CTCK; về chế độ báo cáo và công bố thông tin CTCK	11	24
Tổng số	170	175

*(Năm 2010: số liệu tính đến 31/10/2010)*

*Nguồn: Thanh tra, UBCKNN*

Điểm nổi bật của công tác thanh tra, cưỡng chế thực thi trong thời gian qua là đã ngăn chặn được về cơ bản các hành vi vi phạm trên thị trường, đặc biệt là các vi phạm trong hoạt động chào bán CK ra công chúng. Qua tổng hợp, thống kê các



trường hợp vi phạm cho thấy các vi phạm về CK & TTCK chủ yếu tập trung vào hoạt động chào bán CK ra công chúng.

*Thứ tư*, đã có sự phối hợp cùng các Bộ, Ngành thực hiện điều hành TTCK

Việc điều hành tương đối linh hoạt, bảo đảm TTCK vận hành an toàn, đáp ứng nhu cầu của TTCK, nhu cầu tái cơ cấu hệ thống các DN nhà nước và nhu cầu về nguồn lực cho phát triển của nền kinh tế:

TTCK hoạt động an toàn, không để xảy ra những đổ vỡ, xáo trộn lớn ảnh hưởng đến sự phát triển kinh tế - xã hội của đất nước trong bối cảnh tình hình kinh tế thế giới đã có nhiều diễn biến xấu, đặc biệt trong hai cuộc khủng hoảng tài chính: khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008.

Sự phát triển của TTCK Việt Nam so với quốc tế thì được coi là phát triển nhanh, mạnh mẽ và an toàn. Quy mô của TTCK tập trung được mở rộng, tổng giá trị thị trường tới 38% GDP năm 2009, vượt gấp 3 lần so với mục tiêu đề ra (10%-15% GDP) tại Chiến lược phát triển thị trường tới năm 2010 do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Số lượng các CTNY tăng từ 02 công ty lên 412 công ty trong vòng 09 năm hoạt động.

Đã có 105 CTCK với cơ cấu sở hữu đa dạng, bao gồm các cổ đông, thành viên góp vốn là các tổ chức cá nhân thuộc mọi thành phần kinh tế, kể cả các tổ chức nước ngoài, được cấp phép và hoạt động. Trong vòng 9 năm, số lượng nhà đầu tư tham gia TTCK tăng mạnh từ gần 3000 tài khoản (cuối năm 2000) lên tới gần 780.000 (cuối tháng 12 năm 2009), tăng 260 lần. Với 46 CTQLQ với cơ cấu sở hữu đa dạng, bao gồm các cổ đông, thành viên góp vốn là các tổ chức cá nhân thuộc mọi thành phần kinh tế, kể cả các tổ chức nước ngoài, được thành lập và hoạt động, đặt nền móng cho sự phát triển hệ thống các nhà đầu tư chuyên nghiệp, dẫn dắt thị trường, bảo đảm thị trường phát triển bền vững và an toàn.

Công tác giám sát và điều hành TTCK bước đầu đã có tiến bộ, bảo đảm TTCK Việt Nam phát triển và dần trở thành kênh huy động vốn cho phát triển kinh tế; từng bước đưa TTCK trở thành một kênh dẫn vốn trung và dài hạn, đóng góp tích cực cho sự nghiệp công nghiệp hóa - hiện đại hóa đất nước, TTCK trở thành kênh huy động vốn mới cho nền kinh tế.

Bộ Tài chính đang phối hợp với các ngành ban hành các văn bản hướng dẫn về Luật CK, văn bản liên quan đến quản lý nguồn tiền, hoạt động cho vay lãi, cho vay để ĐTCK, hoạt động cầm cố... Bộ cũng chủ trương tất cả những hoạt động của ngân hàng liên quan đến TTCK đều phải có quy định và quản lý chặt chẽ.

Bộ Tài chính cùng với các ngân hàng giám sát việc mở tài khoản, quản lý nguồn tiền, đảm bảo hoạt động trung chuyển tiền tệ được công khai, minh bạch; tăng cường công tác thông tin để các nhà đầu tư biết được thông tin trên TTCK một cách đầy đủ, công bằng; chỉ đạo UBCK có những đánh giá, phân tích tình hình hoạt động tài chính, sản xuất kinh doanh của các CTNY, đánh giá tình hình giao dịch trên TTCK để có thể khuyến cáo các nhà đầu tư...

Chính phủ cũng chỉ đạo Bộ Tài chính, UBCKNN và NHNN phối hợp trong quản lý, giám sát và điều hành các hoạt động trên TTCK.

Về cơ bản các nội dung QLNN đối với TTCK đã được thực hiện tốt bảo đảm sự phát triển ổn định của TTCK nói riêng và cả nền kinh tế nói chung theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với TTCK Việt Nam không lớn, một phần do chưa có sự liên thông với thị trường nước ngoài và các quỹ ĐTCK nước ngoài tại Việt Nam không phụ thuộc nhiều vào các tổ chức tài chính quốc tế chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng song ở mức độ nhất định có thể khẳng định QLNN đã tiếp thu được bài học kinh nghiệm từ các nước để có định hướng phù hợp.

Ngoài ra, cơ quan QLNN đã triển khai các hoạt động hỗ trợ như công tác đào tạo, thông tin tuyên truyền về CK&TTCK, Hợp tác quốc tế đạt được nhiều thành tích đáng kể.

Các hoạt động hỗ trợ cho quản lý và phát triển TTCK cũng được các cơ quan QLNN chú trọng triển khai và đã đem lại những kết quả nhất định. UBCKNN đã từng bước mở rộng công tác quan hệ đối ngoại, hợp tác quốc tế để có được sự trợ giúp quốc tế hữu ích trong quản lý và phát triển TTCK. Đến nay, UBCKNN đã nhận được sự hợp tác giúp đỡ của UBCK từ nhiều quốc gia như Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan, Nhật Bản... TTCK Việt Nam đã tham gia một số dự án trợ giúp của quốc tế như dự án hỗ trợ kỹ thuật của WB, ADB... UBCKNN cũng đã từng bước chú trọng việc cải tiến công tác quản lý và giám sát TTCK thông qua các chương

trình, đề án phát triển công nghệ tin học trong quản lý, giám sát, thống kê, công bố thông tin TTCK. Công tác đào tạo, thông tin tuyên truyền về CK&TTCK cũng được bộ phận chức năng của UBCKNN chú trọng triển khai.

Như vậy, với thời gian hình thành, phát triển chưa dài TTCK và QLNN đã có tiến bộ vượt bậc về xác định mục tiêu, tạo lập hành lang pháp lý, tổ chức bộ máy, phương thức quản lý đi vào nề nếp theo các chuẩn mực của TTCK để từng bước hội nhập vào thị trường quốc tế.

### **2.3.2. Các hạn chế cần khắc phục**

#### ***2.3.2.1. Nhược điểm trong xác định mục tiêu, xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển TTCK***

*Thứ nhất*, hoạt động hoạch định chưa theo kịp sự phát triển của TTCK, thể hiện mục tiêu giá trị vốn hóa thị trường luôn phải thay đổi theo các quyết định để thích hợp với thị trường biến động nhanh. Đây là khó khăn ban đầu của QLNN khi chưa có tiền lệ và kinh nghiệm thực tiễn.

*Thứ hai*, hoạch định là phác thảo tương lai và định hướng hoạt động trên thị trường thông thường phải được phác thảo khi bắt đầu kỳ kế hoạch hoặc đầu giai đoạn phát triển để phát huy tác dụng dẫn dắt nhưng lại được ban hành chậm. Sau gần 3 năm TTCK đi vào hoạt động mới có Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ban hành Chiến lược phát triển TTCK đến 2010. Ngày 2-8-2007, tức là sau 7 năm hoạt động mới có Quyết định 128/2007/QĐ-TTg phê duyệt Đề án Phát triển thị trường vốn đến năm 2010 và tầm nhìn đến 2020. Nguyên nhân cơ bản là thiếu thông tin và những dự báo để làm cơ sở cho hoạch định.

*Thứ ba*, không phải văn bản kế hoạch nào cũng được kèm theo các chính sách và các giải pháp để thực hiện.

#### ***2.3.2.2. Hạn chế của khung pháp lý điều chỉnh TTCK Việt nam***

*Một là*, phạm vi điều chỉnh của Luật CK còn hẹp, chưa phù hợp với thông lệ quốc tế và không còn phù hợp với thực tế.

Vì là lĩnh vực hoạt động mới xuất hiện nên nhiều văn bản pháp luật chung có liên quan đến CK & TTCK như Bộ Luật dân sự, Bộ Luật hình sự, Luật ĐTN, Luật DN (1999), Luật các tổ chức tín dụng,... được ban hành trước khi TTCK tập trung được thành lập và hoạt động. Do đó, nhiều vấn đề có liên quan đến lĩnh vực CK

nằm trong phạm vi điều chỉnh của các văn bản này hoặc chưa được đề cập đến hoặc có đề cập nhưng chưa đầy đủ và thiếu rõ ràng. Điều này sẽ tạo ra khoảng trống pháp lý gây khó khăn cho QLNN đối với TTCK.

Các văn bản pháp luật chuyên ngành CK&TTCK đã có quy định về xử lý hình sự đối với các vi phạm cấu thành tội phạm trong lĩnh vực CK&TTCK. Trong khi đó, Bộ luật hình sự chưa có các quy định cụ thể về tội phạm và các chế tài hình sự thích đáng đối với các tội này trong lĩnh vực CK&TTCK. Mặc dù đã có những tội danh mà các hành vi của tội này được thực hiện một cách tương tự trong lĩnh vực CK như tội đầu cơ, tội kinh doanh trái phép, tội lừa dối khách hàng, tội báo cáo sai trong quản lý kinh tế, song trong lĩnh vực CK còn có những tội danh mang tính đặc thù và gây nguy hiểm cho xã hội mà Bộ luật hình sự chưa có quy định cụ thể như tội mua bán nội gián, tội lũng đoạn thị trường, tội vi phạm các quy định về mua bán CK, tội giả mạo CK,... dẫn tới bỏ lọt tội phạm nguy hiểm gây nên bức xúc cho cá nhân, tổ chức làm ăn chân chính bị tổn thất, không bảo đảm quyền lợi của các nhà đầu tư.

Luật CK hiện hành mới chỉ bao hàm những nội dung cơ bản nhất, phù hợp với một thể chế thị trường mới hoạt động với các công cụ CK, các hoạt động giao dịch cũng như hệ thống quản lý còn đơn giản. Tuy nhiên, khi TTCK ngày càng phát triển, các công cụ phức hợp, hình thức giao dịch phức tạp có xu hướng phát triển, đòi hỏi quy định pháp luật cũng cần phải được điều chỉnh tương ứng.

*Hai là, khuôn khổ pháp lý còn nhiều khiếm khuyết, tạo những ” lỗ thủng” cần được khắc phục. Thị trường sôi động luôn đòi hỏi khung pháp lý mới.*

Các văn bản pháp lý liên quan đến lĩnh vực CK&TTCK còn thiếu về số lượng, hạn chế về chất lượng, khung pháp lý chưa thực sự đủ mạnh để quản lý và phát triển TTCK.

Các chuyên gia kinh tế nhận định, để phát triển lực lượng nhà đầu tư tổ chức, cần triển khai đồng bộ nhiều nhóm giải pháp, bao gồm cải cách thủ tục hành chính (liên quan đến việc thành lập và hoạt động các tổ chức ĐTCK), loại bỏ những bất bình đẳng đang tồn tại hiện nay (đối với các tổ chức đầu tư tài chính)...

- Về chứng chỉ hành nghề KDCK, rất nhiều ý kiến phản nản hiện có nhiều loại chứng chỉ hành nghề liên quan đến việc thành lập và hoạt động của CTQLQ, CTCK...Nhìn chung, các loại chứng chỉ hành nghề này ít tác động tích cực đến việc

quản lý CTCK, CTQLQ mà lại là rào cản khiến thủ tục cấp chứng chỉ nhiều kê, phức tạp...

- Thủ tục thành lập CTQLQ cũng đang được xem là phức tạp và khó khăn nhất thế giới. Thủ tục thành lập quỹ ĐTCK lại càng khó khăn và phức tạp hơn. Thậm chí, nhiều trường hợp xin được giấy phép thành lập quỹ thì DN đã mất cơ hội huy động vốn hoặc làm cho các nhà đầu tư nản lòng. Riêng với quỹ công chúng, cần cắt giảm 80% thủ tục hành chính...

Nhiều rào cản và bất bình đẳng khác cũng đang "ghìm chân" các tổ chức đầu tư tài chính, nhất là cơ chế thuế thu nhập DN trong đầu tư cổ phiếu và trái phiếu. Do các nhà đầu tư thành lập quỹ ĐTCK hoặc công ty chuyên ĐTCK phải chịu thuế cao hơn rất nhiều so với cá nhân và tổ chức nước ngoài nên họ chỉ muốn đầu tư theo hình thức cá nhân để không bị thu thuế cao, dẫn đến hạn chế sự ra đời của nhà đầu tư là tổ chức vào KDCK.

Quy chế giao dịch hiện nay chưa cho phép nhà đầu tư bán CK trước khi về tài khoản, chưa được vừa mua vừa bán một loại CK trong phiên. Nếu nút thắt này được tháo gỡ thì nhà đầu tư sẽ có cơ hội bán CK nhanh hơn, tính thanh khoản thị trường được ước tính sẽ tăng lên đáng kể. Điều này rất có ý nghĩa không chỉ với nhà đầu tư khi tận dụng cơ hội đầu tư, giảm được rủi ro; thị trường cũng có khả năng sôi động hơn.

*Ba là*, hệ thống quy định pháp lý chưa linh hoạt, hạn chế khả năng phản ứng nhanh trước biến động thị trường của cơ quan QLNN.

Đây là đặc thù của Luật chuyên ngành, nhìn chung các Luật chuyên ngành chỉ đưa ra những quy định chung, còn các nội dung hướng dẫn thực hiện thì giao cho các cơ quan QLNN. Điều này đặc biệt đúng và cần thiết đối với các quy định trong lĩnh vực chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm.

Bởi vậy cơ quan QLNN thường xuyên phải có những điều chỉnh chính sách và cơ chế quản lý hợp lý, phù hợp với những biến động liên tục trên thị trường, nhằm đảm bảo an toàn cho hệ thống tài chính quốc gia cũng như quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

*Bốn là*, việc ban hành các quy định pháp lý nhìn chung đều có độ trễ so với mục tiêu đề ra, đồng thời nhiều quy định tại Luật CK chưa được hướng dẫn thực hiện.

Trong quy trình xây dựng các văn bản pháp lý có khâu lấy ý kiến các thành viên tham gia thị trường, ý kiến của các đơn vị, bộ ban hành hữu quan. Việc lấy ý kiến để xây dựng văn bản pháp lý trên cơ sở đòi hỏi sự đồng thuận cao, đặc biệt đối với các nội dung chuyên ngành hẹp (các quy định trong lĩnh vực chứng khoán đều là các quy định chuyên ngành, đòi hỏi sự am hiểu về thị trường, kinh nghiệm và trình độ chuyên môn sâu) mất rất nhiều thời gian. Điều này ảnh hưởng rất nhiều tới tiến độ ban hành các quy định pháp lý điều hành thị trường. Ví dụ như mục tiêu đề ra trong Quyết định 163/2003/QĐ-TTg là xây dựng Luật CK trình Quốc hội thông qua vào năm 2005, thực tế Luật Chứng khoán được Quốc hội chính thức thông qua vào ngày 12/7/2005; chậm mất hơn 01 năm. Sự chậm trễ trong việc ban hành Luật Chứng khoán cũng làm chậm trễ tiến độ ban hành các văn bản hướng dẫn về sau.

Ngoài ra, nhiều sản phẩm, hoạt động CK đã được đề cập tại Luật CK nhưng chưa được hướng dẫn thực hiện, như: nhóm các sản phẩm của TTCK phái sinh (quyền chọn, hợp đồng tương lai); nhóm các nghiệp vụ CK (giao dịch ký quỹ cho vay mua CK, bán khống và các dịch vụ tài chính khác); các quy định hướng dẫn về tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu; văn bản hướng dẫn DN Việt Nam chào bán và niêm yết CK ra nước ngoài.

*Năm là*, do khởi đầu chúng ta xây dựng khung pháp lý chủ yếu để tạo hành lang pháp lý cho TTCK tập trung được thành lập và vận hành cho nên phạm vi điều chỉnh của các văn bản pháp lý chuyên ngành CK&TTCK khá hoàn chỉnh. Ngược lại khung pháp lý điều chỉnh các hoạt động của thị trường tự do còn bỏ ngỏ ít được quan tâm xây dựng. Do đó, UBCKNN chưa thể triển khai chức năng quản lý của mình đối với bộ phận thị trường này. Tình trạng này dẫn tới quyền lợi của các nhà đầu tư tại thị trường không tập trung không được bảo vệ.

### ***2.3.2.3. Hạn chế của tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK Việt Nam***

*Một là*, tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK ở Việt Nam là sản phẩm chủ quan của các nhà quản lý, không phải từ nhu cầu phát triển của TTCK.

Điều này đặt ra khó khăn và thách thức cho cơ quan QLNN là mô hình tổ chức bộ máy quản lý và mô hình tổ chức thị trường đi trước thực tiễn sẽ có thể dẫn đến sự không tương thích của mô hình quản lý với đòi hỏi của thực tiễn. Các bất

cập vì thế dễ nảy sinh, TTCK tập trung có thể vận hành không theo quy luật thông thường như các TTCK tập trung trên thế giới ra đời theo con đường tự phát.

*Hai là*, việc chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính đã làm giảm tính độc lập và làm hạn chế quyền hành của UBCKNN trong thực hiện chức năng QLNN đối với TTCK, làm giảm tính chủ động của UBCKNN và gia tăng tính phức tạp về thủ tục hành chính trong quá trình ban hành các chính sách, chế độ quản lý và phát triển TTCK. Không còn thẩm quyền ký ban hành các văn bản pháp quy về CK&TTCK, UBCKNN vẫn phải chịu trách nhiệm soạn thảo các văn bản này để trình Bộ trưởng Bộ Tài chính. Điều này sẽ dẫn đến một số trở ngại như làm chậm quá trình ban hành các văn bản pháp quy vì phải qua nhiều tầng nấc quản lý, làm giảm tính hiệu lực và hiệu quả của quá trình ban hành các văn bản này, đồng thời làm giảm tính chủ động, tính linh hoạt và nhanh nhạy của UBCKNN trong việc ra các quyết định quản lý thị trường.

*Ba là*, khi không còn là cơ quan cấp bộ, UBCKNN là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính nên địa vị pháp lý của nó trong hệ thống cơ quan công quyền của Nhà nước bị giảm đi, từ đó sẽ làm giảm tính chủ động và hiệu quả của quá trình phối hợp giữa UBCKNN với các Bộ, ngành có liên quan trong quá trình quản lý và phát triển TTCK. Tính độc lập và thẩm quyền của UBCKNN trong toàn ngành bị ảnh hưởng nên quy trình quản lý TTCK trở nên phức tạp hơn.

*Bốn là*, mô hình sở hữu và tổ chức hoạt động của TTCK tập trung dưới hình thức là các SGDCK là công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên, thuộc sở hữu nhà nước, tồn tại và hoạt động theo cơ chế quản lý tài chính đối với các công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên có một số lợi thế nhất định về mặt tài chính và QLNN, song đây là mô hình dạng đóng một hình thức sở hữu, không thông thoáng và chưa cho phép tiếp cận với mô hình tổ chức quản trị công ty hiện đại theo thông lệ trên thế giới. Trong xu hướng chủ yếu hiện nay trên thế giới là các SGDCK chuyển sang mô hình sở hữu là CTCP hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận thì mô hình kế toán trên không đảm bảo tính linh hoạt, hiệu quả và khó có khả năng cạnh tranh với các TTCK khác trong khu vực. Bên cạnh đó các SGDCK là các đơn vị có chức

năng cơ bản là tổ chức thị trường lại phải kiêm nhiệm thêm chức năng và nhiệm vụ giám sát nhà nước đối với các hoạt động của TTCK.

Hiện nay trên thế giới, mô hình tổ chức SGDCK có thể giải quyết tối ưu các mối quan hệ sở hữu- QLNN- quản trị công ty và đem lại hiệu quả cao là CTCP. Do đó, việc phát triển mô hình sở hữu, tổ chức và hoạt động của SGDCK ở nước ta có thể theo trình tự ban đầu là đơn vị sự nghiệp, tiến tới là mô hình sở hữu thành viên và cuối cùng sẽ là sở hữu cổ phần.

#### **2.3.2.4. Mặt hạn chế của chính sách và công cụ QLNN đối với TTCK**

*Một là*, hệ thống chính sách, công cụ còn thiếu, chưa nhất quán và chậm được triển khai.

Sự thiếu hụt chính sách và công cụ là ở các văn bản dưới luật hoặc văn bản hướng dẫn thi hành. Sự không nhất quán thể hiện ở ngay trong một văn bản và giữa các văn bản khác nhau. Sự hoạt động trên TTCK cần những qui phạm điều chỉnh kịp thời để tạo ra hành lang pháp lý làm cơ sở cho hoạt động kinh doanh và ĐTKK nhưng các văn bản lại chưa có ngay. Điều này đôi khi mang lại tổn thất cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Thời gian qua, tình trạng bất ổn của thị trường chủ yếu do các nhà đầu tư trong nước gây ra có sự hỗ trợ tài chính của ngân hàng, tổ chức tín dụng, CTCK bằng việc sử dụng công cụ hỗ trợ sai quy định, vi phạm pháp luật. Quản lý vĩ mô chưa tính hết, điều hành chưa kịp thời, chưa hợp lý về tính liên thông của các thị trường (đặc biệt là thị trường tiền tệ, CK, bất động sản, ngoại hối, chưa kể cần phải chú ý thị trường bảo hiểm) gây ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế và xã hội.

*Hai là*, các chính sách, công cụ thiếu sự ổn định cần thiết, phải sửa đổi, bổ sung liên tục, hiệu lực thi hành luôn phải điều chỉnh.

Do các chính sách ban hành chưa tính đầy đủ, toàn diện các mặt nhất là những tác động dây chuyền, những mặt tiêu cực chưa có phương án điều chỉnh thích hợp nên phải sửa đổi, bổ sung.

Chính sách cho SCIC mua cổ phiếu không đem lại hiệu quả tốt cho TTCK mà lại tạo điều kiện cho những người có kinh nghiệm phô bày khả năng nhanh nhạy của họ khi thị trường thay đổi. Trong khi đó, SCIC mất rất nhiều tiền trong “phi vụ” này, “phi vụ” mà họ không hăm hở chút nào.



Quản lý TTCK hay nền kinh tế nói chung không phải là chỉ bằng vài biện pháp nặng tay (Quyết định rút tiền trên thị trường quá bất ngờ và lượng tiền rút quá lớn) mà phải bằng khả năng suy đoán nhanh nhạy đòi hỏi nhiều kinh nghiệm...

Các nhà quản lý Việt Nam hầu như chỉ quan tâm đến vấn đề quan trọng nhất để phát triển TTCK: nguồn vốn trong dân hiện nay như thế nào, tỷ lệ những người quan tâm đến CK bao nhiêu; những người có trình độ thế nào, lứa tuổi nào thì quan tâm đến CK, quan tâm đến bất động sản, số còn lại thì gửi ngân hàng và kinh doanh khác.

*Ba là*, có tình trạng các chính sách, công cụ ban hành phân biệt đối xử giữa các loại hình DN, giữa các nhà đầu tư lớn và nhỏ.

Ví dụ: hành vi sử dụng các công cụ hỗ trợ tài chính cho nhà đầu tư của ngân hàng, tổ chức tín dụng, CTCK vượt quá quy định, trái quy định của pháp luật đã làm thị trường phát triển méo mó, sai lệch, có phần ảo, chỉ mang lại lợi nhuận kèch xù cho nhà đầu tư lớn chi phối thị trường, tạo nguồn thu cho ngân hàng, tổ chức tín dụng, CTCK, làm thiệt hại cho nhà đầu tư yếu thế, nhỏ bé, nhưng cũng gây ra mạo hiểm, rủi ro cho hệ thống tiền tệ, tín dụng. Hiện tượng tranh thủ vốn vay ngân hàng tạm thời nhàn rỗi của DN đưa vào KDCK cũng làm tăng vốn đầy chỉ số thị trường lên cao với cầu ảo, sử dụng vốn sai mục đích, thường dẫn đến thua lỗ mất vốn, không loại trừ có cả nguồn vốn, kích thích kinh tế trong thời gian qua.

*Bốn là*, một số chính sách không có tính khả thi, chậm đi vào cuộc sống và khả năng thực thi chính sách còn hạn chế.

Có ý kiến cho rằng TTCK giảm là do quan điểm CPH DN nhà nước trong đấu giá cổ phiếu lần đầu không nhất quán: cần thu nhiều tiền về hay là để phục vụ việc tái cơ cấu hệ thống DN nhà nước. Theo Ủy ban Kinh tế, TTCK trong năm 2007 và những tháng đầu 2008 bộc lộ những hạn chế trên nhiều mặt. Nguyên nhân là do hệ thống văn bản pháp lý, mặc dù đã có hướng dẫn xử lý nhưng vẫn còn có quy định chưa điều chỉnh như cầm cố CK, tài khoản ủy thác đầu tư; do tính công khai minh bạch thể hiện ở chỗ việc công bố thông tin còn chậm, chất lượng, nội dung chưa đáp ứng được yêu cầu của thị trường.

*Thứ năm*, tính minh bạch của thị trường còn kém.

Các nhà đầu tư rất ấn tượng với những tỉ lệ tăng trưởng kinh tế cao, nhưng lại tỏ ra nghi ngờ các nhân tố điều chỉnh không minh bạch và tình trạng tham nhũng trong chính phủ. Khi đã mất niềm tin vào thị trường tiền tệ và CK của những quốc gia này, nhà đầu tư sẽ ồ ạt rút tiền ra.

Nguyên tắc cơ bản phải được xác lập là: người tổ chức ra thị trường phải ban hành chính sách tốt cho thị trường “chạy” trơn tru. Họ cũng chịu trách nhiệm kiểm tra lại các thông tin do DN công bố để đảm bảo tính xác thực, loại trừ các thông tin không chính xác. Minh bạch kém cũng nghĩa là thông tin chính thống lép vế trước các thông tin không chính thống hành lang, tin đồn, tin nội gián.

### ***2.3.2.5. Hạn chế của giám sát và điều hành hoạt động trên TTCK***

*Một là*, tuy có nhiều cố gắng song nhìn chung chức năng giám sát và điều hành về cơ bản chưa đáp ứng yêu cầu của QLNN đối với TTCK, còn để thị trường biến động mạnh gây lo ngại cho các nhà đầu tư.

Trong thời gian qua, TTCK đã có bước phát triển nhanh; tuy nhiên, hoạt động của thị trường cho thấy vẫn chưa thực sự ổn định, nhiều DN không thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ của mình đối với nhà đầu tư, đặc biệt là vấn đề công bố thông tin. Mặt khác, thị trường GDCK phi tập trung hình thành tự phát, sôi động, nhưng tiềm ẩn nhiều rủi ro cho nhà đầu tư. Điều này có thể gây thiệt hại đến quyền lợi của nhà đầu tư, gây ảnh hưởng xấu đến môi trường đầu tư. Từ tình hình trên đây các cơ quan chức năng phải có biện pháp cấp bách để quản lý thị trường nhằm ngăn ngừa nguy cơ lừa đảo, đổ vỡ và ảnh hưởng đến thị trường nói chung, gây mất lòng tin của các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài.

TTCK là nơi thực hiện vai trò huy động vốn trung hạn, dài hạn cho Chính phủ, DN để đầu tư phát triển. Tuy nhiên, thời gian qua, diễn biến của thị trường này có biểu hiện không bình thường do hoạt động đầu cơ, trái pháp luật gây nhiễu loạn, ảnh hưởng lớn việc quản lý, điều hành chính sách tài chính, tiền tệ.

Ngoài những yếu tố khách quan tác động làm tăng, giảm VN-Index, thì nguyên nhân chủ quan do tổ chức, cá nhân cố tình vi phạm quy định có tính đầu cơ, lũng đoạn, trục lợi đã gây ra tình trạng bất ổn của thị trường để thu lợi lớn. Một số ngân hàng, tổ chức tín dụng, CTCK, lợi dụng tâm lý phấn khích, đua theo của nhà đầu tư đã tăng cung tiền cho vay vượt nhiều lần giá trị danh mục, ứng trước tiền bán CK

cho nhà đầu tư tạo ra lượng vốn ảo trên thị trường. Nhờ đó, nhà đầu tư đẩy mạnh mua vào CK lúc giá cao, hy vọng thị trường còn tiếp tục tăng điểm, làm cho VN-Index tăng nhanh. Tuy nhiên, lực đẩy cũng chỉ đưa đến một điểm cao nhất định, thời hạn và điều kiện vay vốn, ứng tiền đã hết, sức ép giải chấp hoàn vốn đè nặng lên nhà đầu tư trong lúc thị trường đang đi xuống, buộc phải tranh nhau bán CK để cắt lỗ, giảm lỗ, hệ quả là VN-Index giảm rất nhanh. Điều đáng nói là với vấn đề tin đồn không được kiểm soát, ngăn chặn, giải thích, định hướng kịp thời cũng ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động quản lý TTCK. Một số CTCK thực hiện nghiệp vụ cho phép nhà đầu tư bán CK trong thời gian ngắn hơn quy định kể từ khi khớp lệnh mua, đã gây nên tình trạng bất bình đẳng, tâm lý hoang mang, chạy theo, dẫn đến tình hình bất ổn của thị trường.

*Hai là*, công tác giám sát tuân thủ pháp luật trên TTCK, cường chế thực thi còn nhiều bất cập.

Một hạn chế mà chúng ta có thể nhận thấy rất rõ trong giai đoạn vừa qua là tình trạng tuân thủ pháp luật của các công ty đại chúng, đặc biệt là các công ty đại chúng chưa niềm yết, còn chưa nghiêm.

Số lượng quá lớn các CTCK được cấp phép, một mặt đã có những ưu điểm nhất định khi góp phần mở rộng TTCK, đưa TTCK gần hơn tới công chúng đầu tư, mặt khác các tổ chức này, vì lợi nhuận, đã không thực hiện nghiêm chỉnh các quy định pháp luật, tạo ra sự mất bình đẳng trên TTCK, đã gây ra một số bức xúc trong xã hội, trong khi công tác giám sát hoạt động các tổ chức KDCK còn nhiều bất cập.

*Ba là*, công tác thanh tra và xử lý vi phạm

Vi phạm pháp luật CK tràn lan, phổ biến là về phát hành và công bố thông tin. Theo công bố của UBCKNN nếu vi phạm CK là 100% thì có tới 75,8 % là về phát hành và công bố thông tin. Thông tin được công bố hiện nay được đánh giá là quá chậm. Theo thông tư hướng dẫn ban hành thời hạn công bố thông tin của Đại hội cổ đông là 24 giờ từ khi xảy ra, công ty đại chúng cũng phải công bố sau 24 giờ từ khi nhận được yêu cầu, công bố thông tin định kỳ là 10 ngày nhưng có DN sau gần 2 tuần từ khi họp Đại hội cổ đông mới công bố.

Nếu có công bố thông tin cũng rất sơ sài: trên sàn Hà Nội có 95,8 % CTNY đã có website của mình nhưng thông tin rất sơ sài. Trên sàn Tp HCM, có 176/177 công

ty có website nhưng có tới 31 công ty chưa cập nhật đầy đủ thông tin. Một số website không truy cập được.

Hoạt động thanh tra, giám sát TTCK còn bất cập, chế tài xử phạt nhẹ, hiện tượng vi phạm không giảm gây mất lòng tin vào thị trường. Nghị định 36/2007/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK được xây dựng theo khung trần xử phạt vi phạm hành chính tại Pháp lệnh Xử lý vi phạm hành chính, tối đa đối với lĩnh vực CK là 70 triệu đồng. Theo số liệu thống kê của UBCKNN, nếu như năm 2007 số vụ việc vi phạm trong lĩnh vực CK&TTCK chỉ dừng ở con số 82 vụ, năm 2008 là 135 vụ thì trong năm 2009 số vụ vi phạm đã tăng lên 170 vụ. Có thể thấy, cùng với sự phát triển của thị trường, những hành vi vi phạm vẫn không ngừng tăng lên.

Thẩm quyền của các đơn vị thực hiện chức năng thanh tra, giám sát và xử lý vi phạm pháp luật đặc thù trong lĩnh vực CK (giao dịch nội gián và thao túng thị trường) còn hạn chế, chưa được quyền điều tra trong lĩnh vực CK. Ở nhiều nước có TTCK phát triển, UBCK có thể được điều tra, ghi âm, phong toả tài khoản và thực hiện nhiều biện pháp khác. Mức xử phạt của họ cũng rất nặng. Tuy nhiên, ngay cả những nước này, điều tra 50 vụ cũng chỉ xử lý được 1 - 2 vụ. Trong khi tại Việt Nam, UBCKNN chưa có các thẩm quyền trên, chưa kể mức phạt còn thấp, khung pháp lý chưa đầy đủ. UBCKNN đã phát hiện nhiều vụ việc, song việc điều tra, xử phạt hành vi vi phạm này rất khó.

Hoạt động giám sát TTCK của cơ quan quản lý, tổ chức thị trường còn mang nặng tính thủ công (thậm chí tại UBCKNN còn chưa có hệ thống kết nối trực tiếp với các SGDCK để phục vụ công tác nghiên cứu, giám sát giao dịch) nên hiệu quả giám sát còn hạn chế. Nhằm hỗ trợ cho cán bộ thực hiện công tác giám sát, UBCKNN đang sử dụng vốn dự án do nước ngoài tài trợ để đầu tư một hệ thống giám sát hiện đại. Tuy nhiên, từ khâu khởi động đến thiết kế phần mềm, chạy thử hệ thống đòi hỏi khá nhiều thời gian và thủ tục nên trong từ một đến hai năm tới chưa thể có ngay một hệ thống giám sát đáp ứng yêu cầu của công tác giám sát giao dịch. Trước mắt, UBCKNN đang nhờ chuyên gia xây dựng một phần mềm giám sát tạm thời để hỗ trợ một phần công tác giám sát giao dịch (tuy nhiên, đến thời điểm này, phần mềm tạm thời chưa được hoàn tất và đưa vào triển khai).

Kinh nghiệm và kỹ năng của cán bộ giám sát còn thiếu mặc dù được chú trọng đào tạo và nâng cao nghiệp vụ và kỹ năng, bởi vì kinh nghiệm phát hiện, xử lý sai phạm không thể có được trong ngày một ngày hai. Đây là vấn đề khá hóc búa của công tác giám sát giao dịch cần phải được khắc phục.

*Bốn là*, chưa có hệ thống kiểm soát rủi ro cho thị trường vốn Việt Nam

Theo quy định của Luật CK, tất cả các CTCK, các CTNY CK trên thị trường đều phải công khai minh bạch thông tin, phải được kiểm toán nghiêm túc, đồng thời phải tăng cường kiểm soát việc bán khống trên thị trường. Hiện nay, việc bán cổ phần khống, bán quyền mua cổ phần, bán năm công tác... khá phổ biến trên thị trường tự do, những hoạt động này là không hợp pháp. Tuy nhiên, người dân do thói quen, do tâm lý bầy đàn, do ham lời nên họ vẫn mua bán như thế trên thị trường tự do, các cơ quan quản lý rất khó kiểm soát.

Đối với các CTCP thì nghị quyết của đại hội cổ đông là quan trọng nhất. Trong nghị quyết của đại hội cổ đông sẽ có quy định về giá cổ phiếu được phát hành nhưng phải cùng một mệnh giá. Trường hợp một vài công ty có một số cổ đông chiếm cổ phần ưu thế giành quyền mua giá thấp hơn so với các cổ đông phổ thông là không phù hợp với quy định của Luật DN. Nếu có hiện tượng trên, trước hết các cổ đông trong DN cũng phải có ý kiến, và thông qua hội nghị cổ đông của DN để kiến nghị không cho phép bán với giá chênh lệch như thế.

Một khía cạnh khác, nếu việc mua bán cổ phiếu có mức giá khác nhau được thực hiện trên TTCK thì lúc này giá cả là do thị trường điều chỉnh. Điều này không liên quan gì đến việc quy định giá của công ty.

*Năm là*, chưa có hoạt động chống rửa tiền một cách mạnh mẽ

Hiện nay ở Việt Nam việc thanh toán không dùng tiền mặt chưa phổ biến, cho nên hoạt động rửa tiền cũng rất khó kiểm soát. SGDCK đang phối hợp với NHNN, UBCKNN tăng cường các biện pháp quản lý và cố gắng đưa ra những giải pháp để hạn chế bớt hoạt động rửa tiền thông qua TTCK.

Để thực hiện việc hạn chế rửa tiền qua TTCK, trước hết cần phải tăng cường việc thanh toán không dùng tiền mặt. Đó là biện pháp được áp dụng chủ yếu ở các nước khác trên thế giới. Thứ hai là phải tăng cường việc kê khai tài sản, minh bạch tài sản, minh bạch thông tin. Nếu thực hiện tốt được các nội dung này thì chúng ta

có thể chống được hoạt động rửa tiền không chỉ trên TTCK. Tuy nhiên, để thực hiện được điều này còn khá xa bởi chúng ta đang trong quá trình chuyển đổi. Hiện các nước tiên tiến trên thế giới cũng có hoạt động rửa tiền chứ không riêng gì Việt Nam, kể cả những nước đã áp dụng các biện pháp quản lý tối tân nhất. Tuy nhiên, các cơ quan QLNN phải tăng cường các biện pháp giám sát để hạn chế tối đa hoạt động rửa tiền.

Đối chiếu với 7 nhóm tiêu chí đánh giá QLNN đối với TTCK thì nhược điểm chủ yếu nằm ở khâu nội dung quản lý phát hành, kiểm tra giám sát giao dịch KDCK, điều hành thị trường còn khoảng cách khá xa so với yêu cầu phát triển TTCK lành mạnh, để góp phần tạo kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế

Các hạn chế trong công tác QLNN đối với TTCK Việt Nam trong thời gian qua đã đề cập ở trên được bắt nguồn từ cả những nguyên nhân khách quan và nguyên nhân chủ quan cơ bản sau đây.

### **2.3.3. Nguyên nhân của những tồn tại**

#### **2.3.3.1. Các nguyên nhân chủ quan**

*Thứ nhất*, do ảnh hưởng của cơ chế quản lý nền kinh tế quốc dân chi phối

Thoát thai từ cơ chế quản lý tập trung quan liêu bao cấp, lại quản lý một lĩnh vực mới chưa có tiền lệ nên không tránh khỏi những sai lầm. Với suy nghĩ chủ quan của nhà quản lý chúng ta xây dựng bộ máy quản lý, tạo lập môi trường dựa trên nhận thức và cả những quán tính cơ chế cũ để lại; điều hành dựa trên hiểu biết chủ quan. Điều này phải được nhận thức để tự giác phấn đấu nâng cao nhận thức, kỹ năng của cán bộ công chức đáp ứng yêu cầu của tình hình mới.

*Thứ hai*, hoạt động giám sát, quản lý vĩ mô đối với TTCK đòi hỏi sự phối hợp cộng tác giữa các Bộ, các ngành nhưng còn bất cập.

Cơ chế phối kết hợp trong quản lý, giám sát giữa các cơ quan quản lý còn chưa được khai thông, chưa được thực hiện hiệu quả. TTCK dần trở thành một cấu thành của thị trường tài chính, bên cạnh thị trường như tiền tệ. Ngoài ra, sự liên thông giữa các thị trường mới hình thành nhưng phát triển quá nhanh, chưa được quản lý và giám sát kịp thời như thị trường vàng, thị trường bất động sản trong giai đoạn 2006-2009 vừa qua, đã cho thấy hoạt động QLNN phải nâng lên một tầm cao mới.

Hoạt động quản lý TTCK liên quan đến chế độ chính sách của nhiều ngành, nhiều lĩnh vực có sự liên thông nhau: vấn đề tiền tệ, tài chính ngân hàng, đầu tư, bất động sản... Quản lý TTCK bị chia xẻ: UBCKNN là chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư quản lý các DN có vốn ĐTNN; NHNN quản lý các tổ chức tín dụng; Bộ Tài chính quản lý trái phiếu, cổ phiếu. Ở Việt Nam hoạt động QLNN đối với từng ngành trở thành cát cứ riêng theo từng lĩnh vực thiếu sự điều hành tập trung thống nhất của nhà nước. Đặc điểm này ảnh hưởng rất nhiều đến tổ chức điều hành các cấp của nhà nước nói chung và UBCKNN nói riêng.

Trong công tác chỉ đạo phối hợp giữa các Bộ, ngành liên quan với Bộ Tài chính và UBCKNN trong xây dựng và ban hành các cơ sở pháp lý đối với các hoạt động của TTCK chưa thực sự chặt chẽ và hiệu quả, chưa thực sự thu hút được sự quan tâm và tham gia đóng góp ý kiến của đông đảo công chúng, dẫn đến tình trạng các cơ sở pháp lý và chính sách quản lý phát triển TTCK được ban hành chưa đầy đủ, đồng bộ chặt chẽ và mang tính thực tiễn.

Liên quan đến năng lực giám sát vĩ mô, TTCK càng phát triển thì vừa qua càng xuất hiện nhiều vi phạm mà nổi bật là các vi phạm công bố thông tin trong khi chế tài xử phạt quá yếu. Điều này một phần do chất lượng và số lượng cán bộ của UBCKNN yếu và thiếu. Cơ chế vận hành của UBCKNN trước đây vẫn mang tính chất của một cơ quan hành chính. Do đó, sự phản ứng đối với thị trường có tính biến động cao như TTCK còn nhiều hạn chế và cản trở và có những xử phạt chưa cao, xuất phát từ cơ chế, chế tài xử phạt vướng qui định của Pháp lệnh về xử phạt nên mức tối đa cũng chỉ 70 triệu đồng. UBCK cũng mới tập trung được vào những vụ việc lớn để có tính chất răn đe cao. Từ đó ảnh hưởng đến tổ chức thực hiện giám sát thanh tra các hoạt động nghiệp vụ.

*Thứ ba*, các nhược điểm kể trên đều có nguyên nhân sâu xa là do cơ chế QLNN đối với TTCK chưa thay đổi kịp với tình hình biến động của thị trường.

Thẩm quyền của UBCKNN trong việc cưỡng chế thực thi các quy định pháp lý còn bị hạn chế, tính độc lập chưa cao trong khi năng lực, trình độ quản lý của một

bộ phận cán bộ của UBCKNN chưa thực sự được nâng cấp, tương ứng với tốc độ tăng về quy mô, tính phức tạp, số lượng các chủ thể tham gia TTCK.

Thị trường đang mong chờ việc rút ngắn thời gian giao dịch từ T+4 xuống T+1, chứ không chỉ là T+2, và hơn thế nữa là cho phép mua bán cùng loại CK trong ngày. UBCK cũng muốn ban hành quy chế rút ngắn thời gian giao dịch nhưng Bộ Tài chính mới là người ra quyết định rồi sau đó TTLKCK lại phải lên tiếng là đã sẵn sàng hay chưa. Bởi vậy sự chậm chễ sẽ là đương nhiên.

Mặt khác để phát triển TTCK các cơ quan QLNN có lẽ muốn nương tay với các DN, các chính sách quản lý của Nhà nước còn thả lỏng đối với các tổ chức PHCK chưa niêm yết và chưa có ĐKGD. Các TCNY và các tổ chức ĐKGD phải thực hiện các nghĩa vụ kiểm toán, công bố thông tin khá chặt chẽ, trong khi đó, các tổ chức chưa niêm yết, chưa ĐKGD lại không phải thực hiện nghĩa vụ kiểm toán. Việc không bắt buộc thực hiện kiểm toán vừa không tạo ra áp lực về việc thực hiện nghĩa vụ này, vừa là “chỗ dựa” cho sự tồn tại các hoạt động thiếu minh bạch và gian lận của các tổ chức kinh tế. Không tham gia niêm yết và không ĐKGD, lãnh đạo của những DN này vừa không phải chịu áp lực về nghĩa vụ kiểm toán và công bố thông tin vừa không phải chịu áp lực của thị trường, đồng thời không bị phơi bày những “khuyết tật” về thực trạng hoạt động. Nhưng ủ bệnh lâu ngày nếu bị phơi bày sẽ gây hậu quả lớn hơn.

*Thứ tư*, cơ sở hạ tầng kỹ thuật và hạ tầng xã hội còn nhỏ bé khiêm tốn so với yêu cầu hoàn thiện QLNN đối với TTCK

Cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin còn yếu kém kết hợp với hệ thống các chỉ tiêu giám sát còn chưa được hoàn thiện, chưa theo kịp với sự phát triển của thị trường. Hệ thống công nghệ thông tin, đặc biệt phân hệ giám sát thị trường còn thiếu nhiều chức năng, ảnh hưởng đến khả năng quản lý, giám sát thị trường theo chuẩn mực quốc tế.

Về hạ tầng xã hội, nhận thức của công chúng nói chung và các nhà đầu tư nói riêng còn bất cập, nhiều nhà đầu tư theo phong trào, theo đám đông không tìm hiểu



kỹ các qui định, chính sách, chế độ của nhà nước dẫn tới vi phạm trong đăng ký, giao dịch, chào bán... vô tình tiếp tay cho các hoạt động đầu cơ trục lợi trên thị trường.

Hạ tầng công nghệ của các Sở giao dịch, các thành viên vẫn còn nhiều điều bất cập. Hoạt động KDCK diễn ra sôi động đòi hỏi QLNN phải tự động hóa hoạt động và tự động hóa thanh tra mới có thể thanh tra, giám sát tình hình. Nếu QLNN bằng phương tiện thủ công sẽ không đáp ứng được yêu cầu.

*Thứ năm*, trình độ cán bộ QLNN đối với TTCK còn bất cập so với đòi hỏi của thị trường.

Con người là yếu tố quan trọng, quyết định đến chất lượng và hiệu quả QLNN. Đòi hỏi cán bộ quản lý TTCK phải được đào tạo bài bản để có nhận thức về yêu cầu, chuyên môn nghiệp vụ, để hiểu biết và dự báo được diễn biến của thị trường, nhìn rõ về bản chất các hoạt động nghiệp vụ, tiên lượng những vi phạm có thể xảy ra để cảnh báo, điều chỉnh kịp thời.

### **2.3.3.2. Các nguyên nhân khách quan**

*Thứ nhất*, quy mô của nền kinh tế nhỏ bé, trình độ phát triển kinh tế còn thấp.

Quy mô và trình độ phát triển thấp không chỉ ảnh hưởng đến sự phát triển các mặt hoạt động của nền kinh tế trong đó có TTCK, mà nó còn ảnh hưởng đến phương pháp quản lý của Nhà nước đối với các chủ thể và các hoạt động của nền kinh tế. Khi trình độ phát triển kinh tế còn thấp kém thì các chính sách và biện pháp quản lý của Nhà nước thường nặng về mệnh lệnh hành chính và đó là một trong những nguyên nhân ảnh hưởng sự phát triển của các yếu tố kinh tế, ảnh hưởng đến QLNN đối với TTCK.

*Thứ hai*, xuất phát điểm của TTCK nước ta rất thấp trong khi đó TTCK là một lĩnh vực có sự biến đổi nhanh chóng.

TTCK Việt Nam chỉ mới bắt đầu hình thành, tuy nhiên đã phát triển quá nhanh, vượt qua mọi dự đoán cũng như các mục tiêu đặt ra trước đó, điều này đặt các cơ quan QLNN ở vào thế bị động, nhất là khi chưa có nhiều kinh nghiệm quản lý TTCK.

Trong điều kiện xuất phát điểm của TTCK rất thấp thì các cơ sở pháp lý, các chính sách và biện pháp quản lý, phát triển TTCK của Nhà nước chưa thể hoàn chỉnh. Mặt khác, TTCK là một lĩnh vực rất phức tạp, nhạy cảm và có sự biến đổi nhanh chóng, thường nảy sinh những vấn đề mới mà chính sách của Nhà nước chưa thể bao quát hết vì chưa có tiền lệ, dẫn đến sự lạc hậu nhanh chóng của chính sách công cụ quản lý so với thực tiễn phát triển của TTCK.

*Thứ ba*, Việt Nam đang trên đường hội nhập mạnh mẽ với khu vực và thế giới. Hội nhập KTQT cũng đã tạo ra nhiều thách thức cho các cơ quan QLNN.

Việt Nam giờ đây là thành viên chính thức của WTO, hoà chung vào xu thế của thế giới, chúng ta đang phải thực hiện các cam kết khi gia nhập WTO và hội nhập vào KTQT khá sâu rộng. Quá trình hội nhập này đã tác động và làm cho các lĩnh vực của đời sống kinh tế - xã hội thay đổi nhanh chóng, đồng thời làm nảy sinh nhiều vấn đề mới, đặc biệt là có sự xuất hiện của các yếu tố quốc tế. Lĩnh vực CK&TTCK cũng không nằm ngoài xu thế hội nhập này. Trong điều kiện như thế, các chính sách và biện pháp quản lý của nhà nước nói chung và TTCK nói riêng chưa theo kịp sự biến đổi của kinh tế - xã hội nên đã nảy sinh những hạn chế, bất cập nhất định cản trở sự phát triển của thị trường.

## **TÓM TẮT CHƯƠNG 2**

Dựa trên cơ sở nhận thức những nội dung cơ bản và vai trò QLNN đối với TTCK, chương 2 của luận án đã trình bày khái quát về tình hình phát triển TTCK Việt Nam trong thời gian gần đây và đi sâu phân tích QLNN về các mặt: xác định mục tiêu quản lý; tạo lập môi trường luật pháp; tổ chức bộ máy quản lý; ban hành các chính sách, công cụ quản lý, thực hiện giám sát và điều hành TTCK. Thông qua nghiên cứu toàn diện QLNN trong thời gian qua của Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCKNN, Luận án đã rút ra năm thành tựu và sáu nhược điểm của cơ quan quản lý đồng thời cũng chỉ ra nguyên nhân chủ quan và khách quan của những tồn tại nói trên. Đây là những ưu nhược điểm được rút ra từ nhận thức lý luận và khảo sát thực

tiền QLNN trong thời gian qua tạo nên cơ sở khoa học cho việc tìm kiếm các giải pháp nhằm khắc phục những yếu kém sẽ được trình bày ở chương tiếp theo.

## **CHƯƠNG 3: QUAN ĐIỂM VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **3.1. TÁC ĐỘNG CỦA HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ ĐẾN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI TTCK**

#### **3.1.1. Nội dung cam kết của Việt Nam khi tham gia WTO về TTCK**

Tham gia WTO là sự kiện hoàn tất quá trình hội nhập KTQT, bởi vậy nội dung cam kết gia nhập WTO bao hàm đầy đủ nhất của quá trình hội nhập. Nội dung cam kết về CK & TTCK nằm trong phần mở cửa thị trường dịch vụ. Biểu cam kết dịch vụ gồm 3 phần: cam kết chung, cam kết cụ thể và danh mục các biện pháp miễn trừ đối xử tối huệ quốc (MFN)

*Thứ nhất, phần cam kết chung* bao gồm tất cả các nội dung cam kết được áp dụng cho *tất cả các dịch vụ đưa vào Biểu cam kết dịch vụ*. Về cấu trúc Biểu cam kết dịch vụ gồm bốn cột: mô tả phân ngành, cột hạn chế tiếp cận thị trường, cột hạn chế đối xử quốc gia và cột cam kết bổ sung.

Việt Nam đã đưa vào Biểu cam kết chung các nội dung sau:

- Nhìn chung các DN dịch vụ nước ngoài được phép thiết lập hiện diện thương mại (phương thức 3) dưới hình thức Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC), liên doanh 100% vốn nước ngoài. Các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài được phép lập văn phòng đại diện tại Việt Nam nhưng không được phép tham gia kinh doanh sinh lời. Công ty nước ngoài không được phép hiện diện tại Việt Nam dưới hình thức chi nhánh trừ những ngành được phép. Đồng thời bảo lưu các ưu đãi trước khi gia nhập WTO. Tổ chức cá nhân nước ngoài được góp vốn dưới hình thức cổ phần không vượt quá 30 %. Một năm sau hạn chế sẽ được bãi bỏ ( trừ ngân hàng thương mại và những ngành không cam kết).

- Cho phép các nhà quản lý điều hành, chuyên gia nước ngoài của DN đã hiện diện thương mại được nhập cảnh và lưu trú trong thời gian đầu là 3 năm và có thể được gia hạn. Tối thiểu 20 % giám đốc điều hành các chuyên gia phải là người Việt Nam.

**Bảng 3.1: Cam kết cụ thể trong lĩnh vực CK**

Phương thức cung cấp: (1) Cung cấp qua biên giới (2) Tiêu dùng ở nước ngoài (3) Hiện diện thương mại (4) Hiện diện thể nhân			
Ngành và phân ngành	Hạn chế về tiếp cận thị trường	Hạn chế đối xử quốc gia	Cam kết bổ sung
<p><b>C.Chứng khoán</b></p> <p>(f) Giao dịch cho tài khoản của mình hoặc cho tài khoản của khách hàng tại SGDCK hay các thị trường khác những sản phẩm sau:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Các công cụ phái sinh, bao gồm cả hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền lựa chọn</li> <li>- Các CK có thể chuyển nhượng</li> <li>- Các công cụ có thể chuyển nhượng khác và các tài sản tài chính, ngoại trừ vàng khối</li> </ul> <p>(g) Tham gia vào các đợt phát hành mọi loại CK, bao gồm cả bảo lãnh phát hành và làm đại lý bán (chào bán ra công chúng hoặc chào bán riêng), cung cấp các dịch vụ liên quan đến các đợt phát hành đó.</p> <p>(i) Quản lý tài sản như quản lý danh mục đầu tư, mọi hình thức quản lý đầu tư tập thể, quản lý quỹ hưu trí, các dịch vụ lưu ký và tín thác</p> <p>(j) Các dịch vụ thanh toán và thanh toán bù trừ CK, các công cụ phái sinh và các sản phẩm liên quan đến CK khác</p> <p>(k) Cung cấp và chuyển thông tin tài chính, các phần mềm liên quan của các nhà cung cấp dịch vụ CK</p> <p>(l) Tư vấn trung gian và các dịch vụ phụ trợ liên quan đến CK, ngoại trừ các hoạt động tại tiểu mục (f), bao gồm tư vấn và nghiên cứu đầu tư, danh mục đầu tư, tư vấn về thu tóm công ty, lập chiến lược và cơ cấu lại công ty (đối với dịch vụ khác tại tiểu mục(l), tham chiếu tiểu mục(l) trong phần cam kết về dịch vụ ngân hàng)</p>	<p>(1) Chưa cam kết, ngoại trừ các dịch vụ (k) và C (1)</p> <p>(2) Không hạn chế</p> <p>(3) Ngay khi gia nhập, các nhà cung cấp dịch vụ CK nước ngoài được lập văn phòng đại diện và công ty liên doanh với đối tác VN trong đó tỷ lệ vốn góp của phía nước ngoài không vượt quá 49 %.</p> <p>Sau 5 năm kể từ ngày gia nhập, cho phép thành lập DN CK 100 % vốn nước ngoài.</p> <p>Đối với các dịch vụ từ C(i) tới C(l), sau 5 năm kể từ ngày gia nhập, cho phép các nhà cung cấp dịch vụ CK nước ngoài thành lập chi nhánh</p> <p>(4) Chưa cam kết, trừ các cam kết nền chung</p>	<p>(1) Chưa cam kết</p> <p>(2) Không hạn chế</p> <p>(3) Không hạn chế</p> <p>(4) Chưa cam kết trừ cam kết chung</p>	

*Nguồn: Các văn kiện gia nhập WTO của Việt Nam- Ủy ban quốc gia về hợp tác*

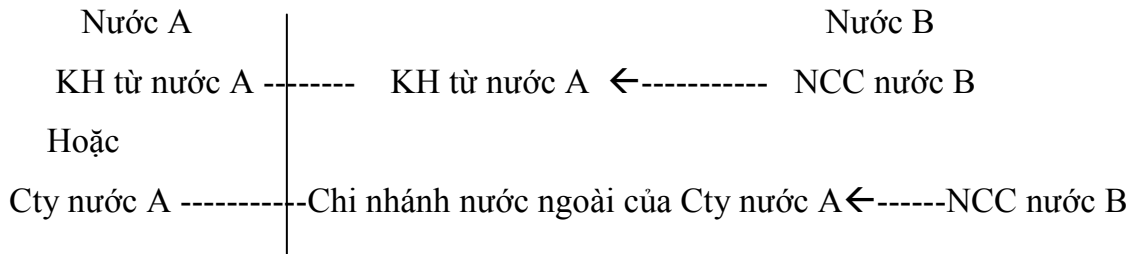
*KTQT, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia, trang 848.*

**Thứ hai, về phương thức cung cấp dịch vụ:** theo GATS qui định bốn phương thức cung cấp dịch vụ liên quan đến CK & TTCK sau:

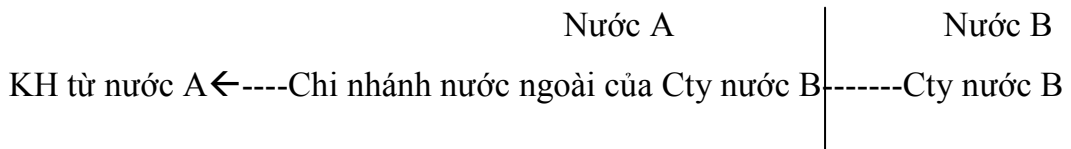
- *Phương thức 1:* Cung cấp qua biên giới là phương thức theo đó dịch vụ được cung cấp từ lãnh thổ của một Thành viên này sang lãnh thổ của một Thành viên khác



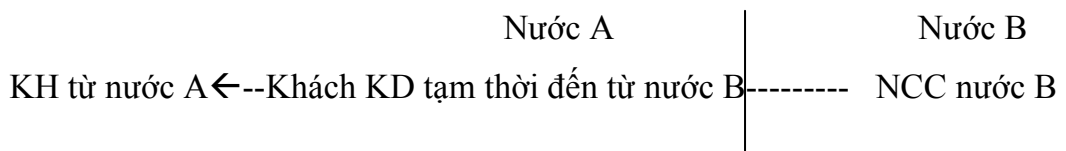
- *Phương thức 2:* Tiêu dùng ngoài lãnh thổ: theo đó người tiêu dùng của một Thành viên di chuyển sang lãnh thổ của một Thành viên khác để tiêu dùng dịch vụ



- *Phương thức 3:* Hiện diện thương mại: người tiêu dùng của một Thành viên di chuyển sang lãnh thổ của một Thành viên khác để tiêu dùng dịch vụ:



- *Phương thức 4:* Hiện diện thể nhân: theo đó thể nhân cung cấp dịch vụ của một Thành viên di chuyển sang lãnh thổ của một Thành viên khác để cung cấp dịch vụ:



Nội dung Biểu cam kết và phương thức cung cấp dịch vụ CK trên đây ảnh hưởng tới các cơ quan QLNN và các chủ thể hoạt động trên TTCK được phân tích cụ thể dưới đây

### **3.1.2. Tác động của hội nhập KTQT tới cơ quan QLNN đối với TTCK**

#### ***Một là, phải thực hiện các cam kết và nghĩa vụ trong hội nhập***

Là thành viên của WTO, Chính phủ và các cơ quan QLNN phải có nghĩa vụ tuân thủ và thực hiện các cam kết mà Việt Nam đã tham gia ký kết. Trên cơ sở quyết định của Quốc hội phê chuẩn tham gia các tổ chức quốc tế, Chính phủ phân công các Bộ ngành ở trung ương chuẩn bị ban hành các quyết định, nghị định, thông tư hướng dẫn cho các DN thuộc các thành phần kinh tế khác nhau thực hiện. Là nước đi sau chúng ta có thể học hỏi được kinh nghiệm của các nước đi trước nhưng thách thức là xuất phát điểm của ta còn thấp mà vẫn phải tuân thủ các cam kết và nghĩa vụ khi tham gia.

Theo cam kết đến năm 2012, việc khống chế tỷ lệ sở hữu vốn với nhà ĐTNN trong các CTCK, CTQLQ sẽ được gỡ bỏ. Bên cạnh đó, việc kiểm soát luồng vốn từ nước ngoài vào Việt Nam, nguồn vốn trong nước ra, cũng như các định chế tài chính trung gian hoạt động trên lãnh thổ Việt Nam đối với TTCK và ngân hàng cũng sẽ dần được gỡ bỏ. Đây sẽ áp lực cạnh tranh rất lớn khi gia nhập WTO đặc biệt là vào năm 2012.

Việt Nam sẽ phải mở rộng thông thương TTCK, trước hết là trong khối ASEAN. Hiến chương ASEAN cam kết 2015 ASEAN sẽ giống như thị trường châu Âu (EU), tức là dòng vốn ra vào các nước ASEAN là hoàn toàn tự do.

Trong lĩnh vực CK & TTCK có qui định tỷ lệ tham gia góp vốn của các nhà ĐTNN vào TTCK. Căn cứ vào cam kết, Nhà nước phải xây dựng lộ trình phù hợp với tình hình của đất nước, lường trước những khó khăn vướng mắc trong triển khai thực hiện để chủ động tháo gỡ. Đây là việc làm khó khăn vì các thành viên thị trường đôi khi cho rằng hội nhập là việc của các cơ quan nhà nước không liên quan tới họ. Khi các chính sách, chế độ ban hành và bắt đầu đi vào thực hiện các đơn vị cơ sở mới kêu. Đây là thách thức lớn nhất với cơ quan quản lý vì có rất nhiều nội dung liên quan cần thực hiện đôi khi cơ quan quản lý cũng không lường hết được các vướng mắc sẽ nảy sinh khi thực hiện. Mặt khác cam kết chỉ có một nhưng lại có sự hiểu khác nhau ở cả cơ quan quản lý và các đơn vị trên thị trường.

#### ***Hai là, phải bảo đảm minh bạch hóa chính sách của Chính phủ và cơ quan quản lý***

Công khai và minh bạch là nguyên tắc đầu tiên của WTO, đòi hỏi các cơ quan

QLNN phải minh bạch hóa và công bố chính sách cho các chủ thể hoạt động trên TTCK biết để họ chủ động đầu tư kinh doanh theo của nhu cầu thị trường. Để thực hiện điều này Nhà nước phải nội luật hóa các cam kết trong khuôn khổ luật pháp theo các thông lệ và chuẩn mực quốc tế. Đây là thách thức rất lớn đối với cơ quan QLNN các cấp phải chuyển hướng lãnh đạo kinh tế từ phương thức trực tiếp sang gián tiếp, điều hành TTCK không phải trực tiếp bằng mệnh lệnh hoặc cho phép như trước khi gia nhập WTO mà phải điều hành bằng phương thức gián tiếp thông qua các chiến lược phát triển dài hạn và ngắn hạn, thông qua luật pháp, chính sách, các qui định, các chuẩn mực.

Đặc biệt, việc đầu tư theo đám đông đã gây khó khăn trong việc hoạch định chính sách và điều tiết thị trường của cơ quan quản lý và trở thành mảnh đất màu mỡ cho các hành vi làm giá, giao dịch nội gián, tung tin đồn thất thiệt... để trục lợi. Tâm lý mua bán theo đám đông lại trở nên nặng nề hơn khi nền kinh tế bị lạm phát. Mỗi khi các thông tin về việc tăng giá xăng dầu, NHNN tăng lãi suất cơ bản hoặc chỉ số giá tiêu dùng được công bố đều nhận được phản ứng tức thời từ TTCK.

Muốn vậy tri thức của người làm QLNN phải cao hơn doanh nhân và các nhà đầu tư để định hướng dẫn dắt họ trong hoạt động trên thị trường.

***Ba là, phải cải tiến thủ tục hành chính trong QLNN để tạo mọi thuận lợi cho hoạt động đầu tư và KDCK***

Sản phẩm QLNN bao giờ cũng là các chính sách chế độ đi kèm với trình tự thực hiện các chính sách đó còn được gọi là thủ tục hành chính. Từ việc cho phép DN niêm yết, phát hành cổ phiếu, chuẩn bị các thủ tục thực hiện các giao dịch trên thị trường. Việc đăng ký, cấp phép được bán cổ phiếu, thành lập các cơ quan trung gian như CTCK, quỹ ĐTCK, thành lập các SGDCK... cần bảo đảm tuân thủ qui định của nhà nước bảo đảm quyền lợi của các nhà đầu tư lại phải thông thoáng, nhanh gọn để các nhà đầu tư, các đơn vị dịch vụ không cảm thấy bị "hành là chính".

Hệ thống cấp phép và điều kiện kinh doanh của Việt Nam còn yếu và thiếu số liệu về cấp phép và các yêu cầu đôi khi không rõ ràng. Không chỉ với các chủ thể là người Việt Nam mà cả các công ty nước ngoài, các điều kiện các yêu cầu cần rõ ràng minh bạch, người nộp đơn có quyền khiếu nại nếu bị từ chối. Các cơ quan QLNN phải bảo đảm rằng các thủ tục này không trở thành rào cản đối với hoạt động



trên thị trường. Trong thời gian qua, các cơ quan quản lý đã công bố Bộ thủ tục hành chính trong tất cả các lĩnh vực, năm 2010 theo chỉ đạo của Thủ tướng số lượng các thủ tục đã công bố phải giảm từ 10- 30 %. Đây là thách thức với các cơ quan QLNN nhưng đem lại lợi ích cho các chủ thể hoạt động trên thị trường.

***Bốn là, đảm bảo phối hợp hoạt động giữa các cấp, các cơ quan QLNN đối với TTCK***

Trở thành thành viên của WTO đòi hỏi các Bộ, các ngành, các cấp phải phối hợp trong nội bộ giữa cơ quan quản lý: Chính phủ và Bộ Tài chính tham gia vào quá trình soạn thảo văn bản tạo khuôn khổ luật pháp, thực hiện điều tiết, phối hợp các hoạt động trên thị trường. Bộ Tài chính là cơ quan quản lý chịu trách nhiệm trước Chính phủ về mọi hoạt động của các chủ thể trên TTCK. Ngoài ra các Bộ, các ngành trong thẩm quyền của mình có trách nhiệm thực hiện phần việc có liên quan như ngân hàng, bất động sản, cơ quan thuế, tài chính, thanh tra...phải có nghĩa vụ phối hợp thực hiện một cách hiệu quả các hoạt động QLNN.

***Năm là, cung cấp thông tin cho thị trường, thực hiện tuyên truyền nhận thức và đào tạo cho các chủ thể trên TTCK***

Thông qua tác động đến kinh tế vĩ mô, cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính đã gián tiếp tác động đến TTCK do người đầu tư có xu hướng lựa chọn kênh đầu tư khác an toàn hơn CK khi kinh tế vĩ mô bất ổn, sản xuất của DN gặp khó khăn. Hiện tại, giá trị tài sản và giá cổ phiếu trên thế giới giảm đi nhanh chóng cũng làm cho tính hấp dẫn của CK Việt Nam giảm đi, biểu hiện ở hệ số P/E của Việt Nam không còn hấp dẫn nữa. Hoạt động cải cách DN CPH; bán, cho thuê DN gặp khó khăn, tiến trình sắp xếp khu vực DN khó hoàn thành theo tiến độ. Thêm vào đó, các tổ chức tài chính quốc tế sẽ phải co cụm, điều chỉnh danh mục đầu tư, hạn chế đầu tư để kiểm soát rủi ro, đặc biệt các tổ chức có vấn đề khó khăn về tài chính sẽ phải bán ra để củng cố lại. Tất cả những thông tin về thị trường trong nước và quốc tế cần cung cấp cho các thành viên thị trường.

Sự thay đổi cơ bản trong QLNN đối với TTCK là cung cấp thông tin về thị trường, giá cả để các chủ thể tự định hướng đầu tư. Thông tin đầy đủ, cập nhật chính xác có vai trò dẫn dắt thị trường. Tính minh bạch trong hoạt động CK đòi hỏi phải sớm qui định nghĩa vụ cung cấp thông tin thường xuyên ở cả cơ quan quản lý

và người bị quản lý. Khó khăn ở chỗ phải thay đổi tư duy, nhận thức về trách nhiệm cung cấp thông tin. Thói quen tùy tiện trong quản lý đã ăn sâu vào nếp nghĩ của các DN để che dấu thông tin, bung bít thực trạng hoạt động kinh doanh, không loại trừ cố ý trục lợi từ việc không cung cấp thông tin hoặc cung cấp không chính xác, không kịp thời theo qui định.

Muốn thay đổi nhận thức, cơ quan quản lý cần tuyên truyền vận động thành viên thị trường đồng thời qui định chế độ và trách nhiệm cung cấp thông tin, kịp thời phát hiện những trường hợp vi phạm và xử lý thích đáng nhằm ngăn ngừa vi phạm tương tự. Muốn quản lý được những vi phạm gây tổn hại đến thị trường trong QLNN cần có một ” bàn tay sắt”.

### ***Sáu là, tham gia các cuộc đàm phán về thương mại dịch vụ của WTO***

Là một thành viên của WTO, Việt Nam có quyền tham gia vào tất cả các cuộc đàm phán thương mại dịch vụ của WTO, kể cả vòng đàm phán Đôha. Trong đó các thành viên đàm phán về mở cửa thị trường và áp dụng các biện pháp tự vệ. Chúng ta phải tuân thủ cam kết nhưng có quyền đòi hỏi các đối tác cũng phải mở cửa thị trường cho Việt Nam. Hơn nữa có thể căn cứ vào tuyên bố của Hội nghị Bộ trưởng WTO tại Hồng Kông, tuyên bố này thừa nhận các thành viên mới gia nhập WTO cần được hưởng linh hoạt trong vòng đàm phán Đôha.

### ***Bảy là, tăng cường chức năng QLNN trên TTCK***

Trong bối cảnh hội nhập cạnh tranh ác liệt, các chủ thể đầu tư kinh doanh trong nước thường đòi hỏi cơ quan quản lý phải điều chỉnh chức năng QLNN đối với thị trường trong điều kiện mới. Nhất là đối với lĩnh vực đầu tư, KDCK, nếu cơ quan quản lý không đưa ra các qui định về đăng ký niêm yết, chào bán CK, giao dịch, thanh toán, các qui định về vốn, khả năng tài chính với các đơn vị cung cấp dịch vụ để bảo vệ các nhà đầu tư. Quản lý rủi ro là yêu cầu nổi trội trên thị trường, QLNN phải bảo đảm công khai minh bạch và an toàn cho các nhà đầu tư dài hạn, các nhà ĐTNN muốn đầu tư làm ăn lâu dài trên thị trường Việt Nam.

### **3.1.3. Tác động của hội nhập KTQT đối với DN cung cấp dịch vụ và KDCK**

Dường như cộng đồng DN Việt nam nói chung và các DN dịch vụ, KDCK trên thị trường chưa nhận thức đầy đủ về cơ hội và thách thức khi gia nhập WTO. Chính

đối tượng này mới là người chịu ảnh hưởng mạnh mẽ nhất của hội nhập KTQT. Hội nhập KTQT mang lại thời cơ và vận hội mới cùng những thách thức to lớn trên các mặt sau đây:

***Thứ nhất, môi trường kinh doanh dịch vụ thuận lợi hơn***

Khi gia nhập WTO, môi trường luật pháp đã được củng cố và rõ ràng hơn tạo điều kiện thuận lợi cho DN có thể xây dựng được chiến lược và kế hoạch kinh doanh.

Môi trường chính trị ổn định và có nhiều chuyển biến tích cực tạo điều kiện cho thu hút đầu tư, mở rộng giao lưu quốc tế, có điều kiện nâng cao năng lực cạnh tranh của DN trên thị trường.

Năm năm tới, các nhà ĐTNN được phép thành lập DN CK 100% vốn và cung cấp nhiều loại hình dịch vụ bao gồm những loại hình mới mẻ đối với các CTCK nội địa như dịch vụ quản lý tài sản, quản lý danh mục đầu tư, quản lý quỹ hưu trí, các dịch vụ lưu ký và tín thác, dịch vụ tư vấn, trung gian và các dịch vụ phụ trợ liên quan đến CK, bao gồm tư vấn và nghiên cứu đầu tư, danh mục đầu tư, tư vấn về mua lại công ty...Điều này sẽ đặt các CTCK nội địa trước những cạnh tranh lớn hơn tuy nhiên có điều kiện học hỏi, hoàn thiện chính mình để đứng vững trên sân nhà

Các DN cung cấp dịch vụ và KDCK cũng đối mặt với những thách thức to lớn như công nghệ và phương thức kinh doanh, phương thức phục vụ còn lạc hậu, hoạt động kế toán kiểm toán của DN chưa theo chuẩn mực quốc tế, kinh nghiệm còn non kém so với đối thủ từ các quốc gia tiên tiến, cung cấp thông tin về hoạt động kinh doanh của DN chưa kịp thời, đầy đủ sẽ khó thu hút và chiếm được cảm tình của khách hàng.

***Thứ hai, có điều kiện liên doanh liên kết với các DN nước ngoài***

Việc trở thành thành viên WTO sẽ có tác động rất tích cực đến TTCK Việt Nam. Việc tham gia WTO chắc chắn sẽ góp phần gia tăng mạnh lượng vốn đầu tư gián tiếp của nước ngoài vào thị trường qua quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam cũng như các tổ chức ĐTNN sẽ vào Việt Nam.

Ngoài những tổ chức đầu tư lớn của thế giới đã mở tài khoản và đầu tư tại Việt Nam như UBS, Merrill Lynch, JP Morgan Chase, UBCKNN đang xúc tiến làm thủ tục cho nhiều tổ chức đầu tư lớn khác của khu vực và trên thế giới đầu tư vào Việt Nam.

Hội nhập KTQT mở ra cơ hội to lớn trong tìm kiếm đối tác, liên doanh liên kết với các DN của các quốc gia tiên tiến để tìm kiếm nguồn lực từ nước ngoài về huy động vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh, tìm thị trường tiêu thụ, tiếp thu công nghệ và các thiết bị hiện đại để đưa ra thị trường sản phẩm đáp ứng yêu cầu thị trường. Thông qua hợp tác liên doanh liên kết nhiều DN còn tận dụng uy tín, thương hiệu của đối tác để tạo thêm thế mạnh cho mình, học hỏi được kinh nghiệm quản lý DN trong điều kiện hội nhập.

Hợp tác kinh doanh, nhượng quyền thương mại là con đường ngắn nhất để phát triển kinh doanh và là con đường được nhiều DN Việt Nam lựa chọn để bước ra thị trường thế giới.

***Thứ ba, tạo điều kiện để các DN nâng cao nhận thức, đổi mới tổ chức, giảm chi phí kinh doanh và được sử dụng các dịch vụ tiện ích hơn***

Luật CK và các văn bản hướng dẫn ra đời đã tạo ra khung pháp lý khá hoàn chỉnh và đồng bộ cho các chủ thể tham gia vào thị trường. Ngay khi gia nhập WTO, theo Biểu cam kết về dịch vụ thì các nhà cung cấp dịch vụ CK nước ngoài được thành lập văn phòng đại diện và công ty liên doanh với đối tác Việt Nam, trong đó tỷ lệ vốn góp của phía nước ngoài không vượt quá 49%, vì vậy đã có rất nhiều văn phòng đại diện của các CTCK, ngân hàng đầu tư, CTQLQ nước ngoài đã có mặt tại Việt Nam để nghiên cứu thị trường và thiết lập các mối quan hệ, sẵn sàng nhập cuộc ngay khi rào cản được xoá bỏ.

Những tổ chức đầu tư hàng đầu thế giới sẽ có mặt tại Việt Nam. Số lượng CTCK sẽ tăng nhanh, tuy nhiên trong vòng 5-7 năm tới sẽ có hiện tượng tách nhóm. Một số công ty lớn, có chiến lược đúng và hoạt động hiệu quả sẽ bứt hẳn khỏi các CTCK khác, một số CTCK hoạt động không hiệu quả có khả năng phải sáp nhập thậm chí phải giải thể.

Điểm yếu kém nổi bật của các DN Việt Nam là chậm nhận thức sự thay đổi của môi trường kinh doanh mới, điều này ảnh hưởng tiêu cực đến năng lực cạnh tranh. Khi trở thành thành viên của WTO, môi trường kinh doanh đã thay đổi, các DN phải tìm hiểu các qui tắc, thông lệ của thị trường để chủ động thay đổi. Qua hội nhập tự các DN nhận thấy nhu cầu cần nâng cao nhận thức về môi trường kinh doanh, đào tạo cán bộ quản lý bài bản để hoạt động theo thông lệ và qui tắc của thị trường.

Để hạn chế tác động từ bên ngoài, các DN cần theo dõi sát sao diễn biến thị trường; đặc biệt chú trọng và tăng cường công tác dự báo. Cần xây dựng nhiều “kịch bản” và cách ứng xử phù hợp, để khi xảy ra trường hợp nào thì ứng phó được ngay.

Sự gia tăng nhanh chóng các đơn vị và tổ chức kinh doanh làm cho các dịch vụ được cung cấp với giá cả thấp hơn, bởi vậy chi phí của DN có thể tiết kiệm hơn, các dịch vụ giao thông vận tải và liên lạc trở nên có chất lượng cao hơn với giá cả cạnh tranh hơn, cơ sở vật chất hạ tầng của xã hội được hoàn thiện hơn, tất cả đều do hội nhập mang lại.

***Thứ tư, quan hệ giữa cơ quan QLNN với các chủ thể trên thị trường được cải thiện***

Mối quan hệ giữa người quản lý và bị quản lý cũng thay đổi cả từ hai phía. Các cơ quan QLNN ngày càng nhận rõ trách nhiệm của mình trong quan hệ với DN. Điều này bắt nguồn từ nguyên tắc công khai minh bạch, mọi chế độ chính sách được ban hành công khai, có bộ thủ tục hành chính qui định rõ trình tự các công việc cả 2 phía phải làm, các cơ quan QLNN đang tiến tới thực hiện Chính phủ điện tử, trở thành đơn vị cung cấp các dịch vụ hành chính công .

Về phía DN trên cơ sở nhận thức rõ qui định của chế độ chính sách đã ban hành để tuân thủ. Từ nhận thức các qui định là ép buộc đến nhận thức là qui định tất yếu của QLNN để tự giác chấp hành. Từ quan hệ người quản lý và bị quản lý đến quan hệ cộng tác giúp đỡ lẫn nhau là cả quãng đường dài đòi hỏi cố gắng cả từ hai phía.

**3.2. MỤC TIÊU VÀ QUAN ĐIỂM HOÀN THIỆN QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**3.2.1. Mục tiêu và phương hướng phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2015 và tầm nhìn đến 2020**

***3.2.1.1 Mục tiêu phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2015 và tầm nhìn đến 2020***

Trên cơ sở những kết quả đạt được của TTCK Việt Nam trong những năm qua và căn cứ mục tiêu phát triển kinh tế xã hội, mục tiêu phát triển ngành tài chính giai đoạn 2006- 2010; Chính phủ đã phê duyệt *Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010* tại Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ngày 5-8- 2003 và Quyết định 898/2007/QĐ-BTC ngày 20-2- 2006. Trước quy mô tăng trưởng mạnh của TTCK

trong những năm gần đây, đến năm 2007, Thủ tướng Chính phủ đã ra Quyết định 128/2007/QĐ-TTg ngày 2-8- 2007 phê duyệt *Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến 2020*.

Các văn bản này đã xác định mục tiêu chung cho TTCK: “trong đó TTCK đóng vai trò chủ đạo; từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế; đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế”

Đề án cũng đưa ra mục tiêu cụ thể: “Phần đầu đến năm 2010 giá trị vốn hoá TTCK đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP”.

Năm 2010, UBCKNN đã lập dự thảo chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2010- 2020 trong đó đề ra 5 mục tiêu cụ thể là:

- Tăng quy mô, củng cố tính thanh khoản cho TTCK, phần đầu đưa tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt từ 80% đến 110% GDP vào năm 2020.
- Tăng tính hiệu quả cho thị trường trên cơ sở tái cấu trúc TTCK, hiện đại hóa cơ sở hạ tầng
- Nâng cao sức cạnh tranh của các định chế trung gian thị trường, các tổ chức phụ trợ thị trường
- Tăng cường năng lực quản lý, giám sát và cưỡng chế thực thi của cơ quan QLNN trong lĩnh vực CK.
- Hội nhập quốc tế chủ động, có lộ trình và phù hợp với trình độ phát triển của thị trường.

Căn cứ vào mục tiêu phát triển kinh tế xã hội trong thời gian tới, để nâng cao mức huy động các nguồn vốn phục vụ phát triển kinh tế, chúng tôi cho rằng mục tiêu mức vốn hóa thị trường cổ phiếu vào năm 2020 là hợp lý (có thể đạt mức 80-110 % GDP). Sở dĩ như vậy bởi nếu nhìn lại năm 2007, trước khủng hoảng và suy thoái kinh tế, mức vốn hóa TTCK Việt Nam đã đạt khoảng 45% GDP, nếu tính cả trái phiếu thì tương đương hơn 50% GDP. Mức vốn hóa toàn thị trường tính đến cuối năm 2009 là 620.000 tỷ đồng, tương đương 38% GDP, tăng gấp gần 3 lần so với năm 2008.

Theo chúng tôi, bên cạnh mục tiêu phát triển TTCK về *số lượng* nên nhấn mạnh hơn nữa mục tiêu về *chất lượng* để hội nhập vào TTCK khu vực và quốc tế; phấn đấu nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập để đến năm 2020, TTCK Việt Nam phát triển tương đương với thị trường các nước trong khu vực.

### ***3.2.1.2. Phương hướng phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2015 và tầm nhìn đến 2020***

Để đạt được các mục tiêu trên, trong những năm tới cần phát triển TTCK theo những định hướng sau:

*Thứ nhất*, phát triển TTCK phải dựa trên cơ sở các tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế tốt nhất, phù hợp với điều kiện thực tế và định hướng phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, tích cực hội nhập với thị trường tài chính khu vực và quốc tế.

Phát triển TTCK về qui mô, đa dạng hóa các nguồn hàng để TTCK trở thành kênh huy động vốn quan trọng nhằm đáp ứng yêu cầu về vốn cho xây dựng và phát triển. Để tăng qui mô thị trường cần đưa ra thị trường nguồn hàng phong phú và chất lượng đáp ứng nhu cầu thị trường, bao gồm các loại TPCP, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu DN trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyển đổi của DN, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia; cần đẩy nhanh tốc độ CPH các DN nhà nước nhằm tăng cung cho TTCK.

Phát triển các tổ chức ĐTCK chuyên nghiệp, khuyến khích các tổ chức này thành lập các CTQLQ và quỹ ĐTCK.

*Thứ hai*, phát triển TTCK thông qua phát triển và giám sát các trung gian thị trường, các dịch vụ CK như: xây dựng và phát triển CTCK, CTQLQ; triển khai việc quản lý tiền GDCK của nhà đầu tư tại ngân hàng thương mại; tăng cường quản lý, giám sát các định chế trung gian, các văn phòng đại diện tổ chức nước ngoài tại Việt Nam theo hướng hiện đại hóa nhằm cung cấp các dịch vụ giao dịch, đăng ký, lưu ký và thanh toán; xây dựng và phát triển thị trường giao dịch của các DN vừa và nhỏ tại SGDCK Hà Nội, từng bước đưa TTCK phi tập trung vào quản lý.

*Thứ ba*, hoàn thiện khung pháp lý và thể chế chính sách để hỗ trợ TTCK. UBCKNN đang tổng kết đánh giá ba năm triển khai Luật CK trên cơ sở sẽ xem xét những gì phù hợp, chưa phù hợp sẽ sửa đổi bổ sung theo hướng thông thoáng hơn cho thị trường; trình Chính phủ ban hành Nghị định về phát hành riêng lẻ và trình

Thủ tướng Chính phủ ban hành chỉ thị về quản lý TTCK tự do; xây dựng khung pháp lý hoạt động của thị trường của các công ty đại chúng chưa niêm yết; quy chế tổ chức hoạt động của quỹ đầu tư dạng mở; quy chế tổ chức và hoạt động của công ty ĐTCK phát hành riêng lẻ. Đồng thời cũng nghiên cứu đưa vào áp dụng các quy định về chào mua công khai, giao dịch ký quỹ, repo, mở nhiều tài khoản GDCK, mua bán CK trong cùng một phiên giao dịch.

*Thứ tư*, hoàn thiện hệ thống tổ chức thị trường. Hoàn thiện và nâng cao chất lượng hoạt động của SGDCK Tp Hồ Chí Minh, Hà Nội và TTLKCK sang mô hình DN theo Luật CK; nâng cấp hệ thống để thực hiện việc giao dịch, giám sát và công bố thông tin thị trường tự động hóa hoàn toàn.

*Thứ năm*, minh bạch hóa thị trường, tăng cường quản lý giám sát TTCK, đặc biệt là kiện toàn hoạt động của tổ chức giám sát, xây dựng quy chế và các tiêu chí giám sát trên TTCK, xây dựng quy trình thanh tra và xử lý vi phạm về công bố thông tin và các vi phạm qui định QLNN về CK & TTCK.

*Thứ sáu*, tăng cường các hoạt động hỗ trợ: đào tạo cán bộ, đẩy mạnh công tác thông tin, tuyên truyền về CK & TTCK cho công chúng hiểu biết về vai trò, lợi ích, rủi ro của các hình thức đầu tư qua quỹ ĐTCK; tăng cường cơ sở vật chất kỹ thuật cho hoạt động kinh doanh và quản lý TTCK.

*Thứ bảy*, đẩy mạnh hợp tác quốc tế trong lĩnh vực CK và QLNN về TTCK

Hài hòa các tiêu chuẩn phát hành, niêm yết, công bố thông tin trên TTCK; kết nối giao dịch, niêm yết chéo giữa các SGDCK trong khối ASEAN, tiến tới hình thành thị trường thứ cấp chung cho giao dịch trái phiếu các nước ASEAN; thực hiện cam kết mở cửa thị trường dịch vụ theo lộ trình đã cam kết tại các hiệp định song phương và đa phương; thực hiện quyền và nghĩa vụ thành viên của IOSCO, ký kết các văn bản ghi nhớ về hợp tác song phương với các UBCK trong khu vực và ký kết Biên bản ghi nhớ đa phương với các thành viên của IOSCO.

### **3.2.2. Quan điểm hoàn thiện QLNN đối với TTCK Việt Nam**

Tại Quyết định 163/2003/QĐ -TTg của Chính phủ ngày 5-8- 2003 về Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2010 có nêu 4 quan điểm phát triển TTCK:

(1). Phát triển TTCK phù hợp với điều kiện thực tế và định hướng phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, với các tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế, từng bước hội



nhập với thị trường tài chính khu vực và thế giới.

(2). Xây dựng TTCK thống nhất trong cả nước, hoạt động an toàn, hiệu quả góp phần huy động vốn cho đầu tư phát triển và thúc đẩy tiến trình CPH các DN nhà nước.

(3). Nhà nước thực hiện quản lý bằng pháp luật, tạo điều kiện để TTCK hoạt động và phát triển; bảo đảm quyền, lợi ích hợp pháp và có chính sách khuyến khích các chủ thể tham gia TTCK.

(4). Bảo đảm tính thống nhất của thị trường tài chính trong phạm vi quốc gia, gắn việc phát triển TTCK với việc phát triển thị trường vốn, thị trường tiền tệ, thị trường bảo hiểm.

Trong Quyết định 128/TTg ngày 2-8- 2007 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án Phát triển thị trường vốn đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 có nêu 3 quan điểm và nguyên tắc phát triển thị trường vốn nói chung, trong đó có TTCK:

(1). Hình thành và phát triển đồng bộ cơ cấu của thị trường vốn, trong đó TTCK có vai trò quan trọng, bảo đảm huy động và phân bổ có hiệu quả nguồn vốn đầu tư cho tăng trưởng kinh tế; phối hợp chặt chẽ với thị trường tiền tệ trong việc kiểm chế lạm phát, ổn định tiền tệ; hội nhập thành công với thị trường vốn quốc tế.

(2). Xây dựng và phát triển thị trường vốn có cấu trúc hợp lý, đảm bảo thị trường hoạt động minh bạch, nâng cao năng lực cạnh tranh cho các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động trên thị trường.

(3). Tổ chức vận hành thị trường vốn hoạt động an toàn, hiệu quả và lành mạnh; đảm bảo an ninh tài chính quốc gia.

Các quan điểm định hướng trên đây về *phát triển TTCK* là gợi ý để tác giả luận án đưa ra quan điểm *hoàn thiện QLNN đối với TTCK* Việt Nam trong thời gian tới. Theo tôi hoàn thiện QLNN đối với TTCK cần tuân thủ các quan điểm sau :

***Một là, quan điểm toàn diện, đồng bộ***

Cơ sở của quan điểm này xuất phát từ nhận thức về nội dung QLNN đối với TTCK đã chỉ ra ở chương 1, cần có cách nhìn tổng thể hệ thống, vì đây là lĩnh vực liên quan đến nhiều ngành, nhiều lĩnh vực khác nhau của đời sống xã hội. Quan điểm này yêu cầu hoàn thiện QLNN phải toàn diện trên tất cả các khâu của quá trình quản lý: hoạch định, tổ chức bộ máy, thiết lập khuôn khổ luật pháp, chính

sách, công cụ quản lý và quan trọng nhất là thanh tra, giám sát và điều hành hoạt động trên thị trường.

Phải hoàn thiện đồng bộ tất cả các hoạt động trên thị trường bao gồm từ khâu phát hành, niêm yết và ĐKGD, hoàn thiện các giao dịch trên thị trường tập trung đến công bố thông tin, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK.

Để nâng cao chất lượng quản lý phải sử dụng đồng bộ các công cụ, các phương pháp quản lý: hành chính, kinh tế, thuyết phục, giáo dục; nâng cao nhận thức và ý thức trách nhiệm của các chủ thể trên thị trường.

Phải kết hợp sự hợp tác của các ngành, các lĩnh vực hoạt động nhất là lĩnh vực liên quan với nhau như: CK, vàng, bất động sản, tiền tệ mà các nhà đầu tư trong và ngoài nước có thể chuyển hóa linh hoạt từ lĩnh vực này sang lĩnh vực khác.

Các quan niệm cho rằng chỉ cần tăng cường QLNN ở một khâu, một vài hoạt động quản lý nào đó là đi ngược lại quan điểm toàn diện và đồng bộ chắc chắn sẽ không có kết quả tốt.

***Hai là, quan điểm tập trung vào những khâu then chốt, quan trọng***

QLNN đối với TTCK nói riêng và đối với kinh tế nói chung là sự kết hợp hài hòa giữa sức mạnh của nhà nước với ưu thế của cơ chế thị trường bởi vậy phải nắm bắt các qui luật của tự nhiên, xã hội và tư duy để hoạt động không trái các qui luật kinh tế khách quan và không làm mất vẻ đẹp của cơ chế thị trường. Nói cách khác là cần xác định « liều lượng » can thiệp của Nhà nước đối với thị trường. Bởi vậy cần xác định các khâu then chốt, những hoạt động quan trọng cần can thiệp, còn lại nên để tự thị trường điều chỉnh.

Trong quản lý TTCK, các khâu được cho là quan trọng chính là 5 trụ cột của QLNN đã nêu ở phần lý luận: xác định mục tiêu và chiến lược phát triển ; thiết lập khuôn khổ pháp lý để thị trường hoạt động; ban hành chính sách, công cụ quản lý; tổ chức bộ máy quản lý và thanh tra giám sát hoạt động trên thị trường để điều chỉnh thị trường theo đúng mục tiêu đã định.

Quan điểm này không mâu thuẫn với quan điểm toàn diện hệ thống ở trên bởi lẽ quan điểm toàn diện chỉ cho nhà quản lý phải làm tất cả những gì mà hoạt động quản lý yêu cầu để đi đến mục tiêu còn quan điểm quản lý có trọng tâm, trọng điểm chỉ nhắc nhở nhà quản lý phải tập trung làm tốt những khâu quan trọng nhất để từ

đó phát huy tác dụng của quản lý đối với các khâu còn lại. Hơn nữa nhà quản lý còn phải xác định liều lượng tác động phù hợp qua từng giai đoạn phát triển để vừa phát huy vai trò định hướng của nhà nước với sự tự điều chỉnh của thị trường- một yêu cầu khó khăn với nhà quản lý trong điều kiện hội nhập mở cửa.

***Ba là, quan điểm hội nhập KTQT***

Việt Nam đã hành viên chính thức của WTO, tham gia Diễn đàn Á – Âu, tham gia APEC, thực hiện các cam kết song phương và đa phương đã ký kết. Nói cách khác hội nhập KTQT là xu thế khách quan không thể đảo ngược. Khi đã tham gia vào các tổ chức quốc tế, chúng ta không thể không tuân thủ luật chơi đã đặt ra, định kỳ 6 năm một lần Việt Nam phải báo cáo lên WTO để họ xem xét và phải thay đổi nếu không tuân thủ các cam kết đã đặt ra.

Thực hiện cam kết đòi hỏi chúng ta phải chủ động trong hội nhập. Liên quan đến lĩnh vực CK là việc quyết định tỷ lệ tham gia của các nhà ĐTNN vào Việt Nam. Chúng ta chủ động điều chỉnh tỷ lệ tham gia của các nhà ĐTNN từ 30% lên 49 % cho phù hợp với cam kết với các tổ chức quốc tế. Mặt khác chúng ta phải khống chế kiểm soát được luồng tiền đầu tư vào Việt Nam nói chung và vào TTCK nói riêng. Phải chủ động vạch ra lộ trình phù hợp để bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ bé trong nước từ nay đến năm 2012 khi mà mọi hạn chế sẽ phải dỡ bỏ. Phải có hành lang pháp lý cho các nhà đầu tư Việt Nam đầu tư ra nước ngoài.

***Bốn là, quan điểm phát triển và hiệu quả***

Mục đích của QLNN là phát triển TTCK, phát triển là tiêu chuẩn đánh giá cao nhất của QLNN. Phải bảo đảm mục tiêu phát triển TTCK lành mạnh, bền vững và hiệu quả làm thước đo, bảo đảm TTCK Việt Nam trở thành kênh thu hút vốn chủ đạo để phát triển kinh tế. Việc áp dụng mô hình quản lý, cơ chế hoạt động của các SGDCK, TTLKCK như thế nào là do sự phát triển và hiệu quả của TTCK quyết định chứ không phải từ nhận thức chủ quan của bất kỳ cá nhân nào.

Việc áp dụng các mô hình tổ chức quản lý, duy trì cơ chế hoạt động của các chủ thể trên thị trường mà cản trở sự phát triển của thị trường, gây lãng phí tiền bạc và công sức của xã hội đều đi ngược với quan điểm này và cần phải phế bỏ. Sớm muộn thị trường sẽ tự tìm ra lối đi hợp lý cho mình.

### **3.3. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN QLNN ĐỐI VỚI TTCK VIỆT NAM**

#### **3.3.1. Hoàn thiện nhiệm vụ, mục tiêu QLNN đối với TTCK**

##### ***3.3.1.1 Cơ sở và vai trò, tác dụng của xác định nhiệm vụ, mục tiêu QLNN đối với TTCK***

Trong thời đại hội nhập KTQT, việc xây dựng chiến lược phát triển kinh tế xã hội nói chung và chiến lược phát triển TTCK nói riêng càng trở nên cần thiết. Trong nội dung chiến lược bắt buộc phải xác định nhiệm vụ, mục tiêu quản lý, đó là bản “tuyên ngôn” có giá trị lâu dài của cơ quan quản lý. Trên cơ sở dự đoán viễn cảnh phát triển kinh tế xã hội của đất nước nói chung và của TTCK nói riêng, cơ quan quản lý xác định mục tiêu, định hướng phát triển và các chính sách cơ bản cùng các nguồn lực chủ yếu để đạt mục tiêu đề ra. Đây là hoạt động mở đầu quan trọng làm cơ sở để thực hiện các công việc tiếp theo.

Nhiệm vụ, mục tiêu quản lý TTCK là cơ sở để lựa chọn các chính sách quản lý cụ thể, để định hướng hoạt động quản lý của các cấp bậc quản lý khác nhau và là tiêu thức để đánh giá năng lực, sự cố gắng trong hoạt động cụ thể; nhiệm vụ mục tiêu chiến lược là cơ sở để thống nhất nhận thức và hành động của từng cá nhân, tập thể. Có chiến lược QLNN đối với TTCK dài hạn sẽ có tác dụng sau:

- Môi trường hoạt động kinh doanh và bối cảnh quốc tế đầy biến động, nếu có chiến lược và mục tiêu dài hạn sẽ giúp cơ quan quản lý chủ động thay đổi thích ứng với thời cuộc, thấy rõ mục đích và hướng đi nhờ vậy sẽ đạt đến thành công với chi phí và thời gian tiết kiệm nhất. Bài học của suy thoái khủng hoảng vừa qua là minh chứng rõ nét nhất, nếu chúng ta nhạy bén thay đổi chính sách vĩ mô sẽ đạt đến thành công lớn hơn.

- Trong bối cảnh môi trường thay đổi, có mục tiêu chiến lược đúng đắn sẽ giúp cơ quan quản lý chủ động tận dụng mọi thời cơ cấu lại nền kinh tế và từng lĩnh vực để loại trừ nguy cơ và sẽ bắt nhịp nhanh hơn. Kinh nghiệm cho thấy sau suy thoái, khủng hoảng thị trường sẽ xuất hiện sản phẩm mới hơn có sức cạnh tranh cao hơn. Điều này chỉ có thể có khi có định hướng dài hạn.

- Xác định được mục tiêu nhiệm vụ chính xác sẽ giúp cơ quan QLNN cân đối được các quyết định quản lý thích hợp với điều kiện của môi trường và hoàn cảnh cụ thể.

- Nâng cao năng lực cạnh tranh của ngành, lĩnh vực và của DN, tổ chức để chiến thắng đối thủ cạnh tranh từ nước ngoài xâm nhập vào thị trường.

Để đảm bảo đồng bộ, nhịp nhàng ăn khớp trong QLNN đối với TTCK chúng tôi thấy cần tiến hành với nội dung, trình tự sau

### ***3.3.1.2 Nội dung của xác định nhiệm vụ mục tiêu QLNN đối với TTCK***

Theo chúng tôi, xác định nhiệm vụ mục tiêu QLNN đối với TTCK là trách nhiệm của cơ quan QLNN cấp cao gồm Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCKNN:

- Chính phủ, trong từng giai đoạn cụ thể, trên cơ sở chiến lược phát triển kinh tế xã hội nói chung, xây dựng chiến lược phát triển thị trường tiền tệ, TTCK, thị trường bất động sản trong giai đoạn 10- 15 năm... để bảo đảm tính thống nhất, đồng bộ, tập trung của chiến lược phát triển kinh tế. Chỉ có Chính phủ mới đủ thông tin và quyền lực để xây dựng được chiến lược này. Đây là điều mà Việt Nam chưa làm được từ trước đến nay, bởi vậy sẽ khó thống nhất trong xây dựng và thực hiện chiến lược của từng ngành, từng lĩnh vực cụ thể, dẫn đến chòng chẹo hoặc bỏ sót trong chỉ đạo điều hành và thực hiện.

Cái khó hiện nay không phải là lực lượng cán bộ mà là cơ chế tổ chức quản lý, phối hợp thực thi. Tư duy theo nhiệm kỳ cũng là cản trở đáng kể nếu không nói là chủ yếu trong xây dựng và thực hiện chiến lược như vậy, ngoài ra các căn cứ làm cơ sở để xây dựng chiến lược là dự đoán sự phát triển kinh tế xã hội vốn không phải là thế mạnh của các cơ quan QLNN hiện nay.

- Trên cơ sở tầm nhìn chiến lược dài hạn, Bộ Tài chính chỉ đạo xây dựng chiến lược của các lĩnh vực do Bộ phụ trách (tài chính, CK, hải quan) và cùng với Ngân hàng xây dựng chiến lược tiền tệ...

Nếu chiến lược của Chính phủ chỉ bao quát những nét chung, chủ yếu đối với nền kinh tế quốc dân thì chiến lược của các Bộ, các ngành phải cụ thể về định hướng phát triển trong khoảng thời gian từ 5- 10 năm; xác định nhiệm vụ, mục tiêu cụ thể và đề ra những chính sách cơ bản để chỉ đạo thực hiện.

- UBCKNN căn cứ vào mục tiêu, nhiệm vụ của Chính phủ, Bộ giao để xây dựng chương trình hành động với thời gian 5 năm và cụ thể từng năm để làm căn cứ cho cơ quan quản lý cấp dưới và các đơn vị cơ sở xây dựng chiến lược và kế hoạch của mình.

### **3.3.2. Hoàn thiện môi trường luật pháp QLNN đối với TTCK**

#### ***3.3.2.1. Sự cần thiết phải điều chỉnh pháp luật CK***

Kinh nghiệm để hoàn thiện QLNN đối với TTCK cần chú trọng việc xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý về TTCK bởi lẽ đây là một trong những điều kiện quan trọng và không thể thiếu được để phát triển TTCK.

Luật CK của Việt Nam được ban hành tại kỳ họp Quốc hội khóa 11 ngày 29-6-2006 và có hiệu lực thi hành từ 1-1-2007. Thực tế cho thấy, sau khi khung pháp lý về CK & TTCK được xây dựng khá đầy đủ với sự ra đời của luật CK đã tạo điều kiện cho sự phát triển của TTCK.

Tuy nhiên, qua quá trình triển khai thực hiện pháp luật về CK, không ít các vấn đề vướng mắc, phát sinh trong thực tế chưa được Luật CK điều chỉnh, ảnh hưởng tới quyền, lợi ích của các chủ thể tham gia hoạt động CK&TTCK và khó khăn cho việc quản lý, giám sát của cơ quan nhà nước có thẩm quyền; bên cạnh đó, một số quy định của Luật CK không phù hợp với thực tế, khó cho việc hướng dẫn và đưa đến việc văn bản hướng dẫn luật mở rộng phạm vi điều chỉnh so với Luật hoặc mâu thuẫn với quy định của Luật.

Để khắc phục những hạn chế và bất cập của Luật CK hiện hành, tạo cơ sở cho TTCK phát triển thuận lợi, bền vững và trở thành kênh huy động vốn chủ yếu cho nền kinh tế quốc dân, đồng thời tăng cường vai trò QLNN đối với TTCK, bảo đảm lợi ích chính đáng của nhà đầu tư, cần thiết phải điều chỉnh sửa đổi, bổ sung Luật CK nói riêng và pháp luật CK nói chung.

#### ***3.3.2.2. Quan điểm và nguyên tắc điều chỉnh pháp luật CK***

- Tiếp tục thể chế hóa đường lối phát triển thị trường vốn, TTCK của Đảng và Nhà nước nhằm tạo kênh huy động vốn chủ yếu cho sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước.

- Chỉ điều chỉnh các nội dung chưa phù hợp và bổ sung những nội dung mới xuất hiện trên thị trường cho phù hợp với điều kiện cụ thể của Việt Nam để bảo đảm pháp luật CK vừa có tính ổn định vừa có tính kế thừa và phù hợp với thực tế TTCK đang diễn ra.

- Các nội dung sửa đổi phải bảo đảm tính nhất quán, tính đồng bộ, tạo sự thống nhất về khuôn khổ pháp lý nói chung cho thị trường; không gây mâu thuẫn, chồng

chéo với các văn bản pháp luật khác.

- Bảo đảm tính công khai, minh bạch với mọi đối tượng, mọi chủ thể trên thị trường, góp phần thúc đẩy TTCK phát triển.

- Trong quá trình hội nhập KTQT, việc sửa đổi, bổ sung Luật CK nói riêng và văn bản pháp qui CK nói chung phải phù hợp các cam kết của Việt Nam và hài hòa với luật pháp, thông lệ quốc tế.

### **3.3.2.3. Nội dung điều chỉnh Luật CK**

#### **a. Điều chỉnh đối tượng và phạm vi tác động**

Phạm vi và đối tượng điều chỉnh của Luật CK hiện hành chưa bao quát hết đối tượng và phạm vi cần điều chỉnh bởi vậy cần mở rộng theo hướng mở rộng phạm vi điều chỉnh và đối tượng điều chỉnh của Luật theo thông lệ quốc tế, bao gồm mở rộng khái niệm CK; bổ sung hệ các quy định nhằm quản lý TTCK tự do phát sinh từ các hoạt động phát hành riêng lẻ mà thực chất là phát hành ra công chúng; bổ sung các quy định quản lý các hoạt động của tổ chức KDCK; bổ sung các quy định về chào bán CK ở nước ngoài; hoàn thiện chế độ công bố thông tin, bổ sung các thông tin về chế độ đãi ngộ, lương thưởng đối với các chức danh quản lý tại các tổ chức phát hành, các thông tin về tình hình đầu tư tài chính, rủi ro và các sản phẩm trong danh mục đầu tư tài chính của các tổ chức phát hành, hoạt động của các công ty con, công ty liên doanh, liên kết của các tổ chức phát hành....

*Thứ nhất*, điều 1, về phạm vi điều chỉnh: Luật qui định về hoạt động chào bán CK ra công chúng nên bỏ từ “công chúng” bởi nếu để như cũ nghĩa là chỉ mới qui định hoạt động chào bán CK ra công chúng mà chưa qui định việc chào bán cổ phần riêng lẻ. Trong Luật DN năm 2005 cũng chưa qui định cụ thể hướng dẫn hoạt động chào bán cổ phần riêng lẻ mà giao cho Chính phủ hướng dẫn chi tiết: “Chính phủ qui định hướng dẫn việc chào bán cổ phần riêng lẻ”.

Thực tế nhiều CTCP có nhu cầu phát hành thêm cổ phiếu cho một số nhà đầu tư theo hình thức riêng lẻ rất lúng túng vì chưa có văn bản nào qui định. Ngoài ra, có rất nhiều DN lợi dụng việc phát hành riêng lẻ để phân phối cổ phiếu ra đại chúng thông qua việc mua đi bán lại quyền mua cổ phần hoặc phát hành cho một số đối tượng không phù hợp, không đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông hiện hữu của công ty.

Hơn nữa GDCK trên thị trường tự do ngày càng có xu hướng gia tăng, tiềm ẩn nhiều nguy cơ rủi ro vì thị trường này không minh bạch về thông tin, không được vận hành trật tự theo qui định của pháp luật. Rủi ro trong thanh toán cũng rất cao vì thực hiện giao dịch bằng tiền mặt và giấy biên nhận giữa các nhà đầu tư với nhau. Bởi vậy nếu không quản lý thị trường này thì nguy cơ lừa đảo là rất lớn sẽ lan truyền nhanh đến thị trường có tổ chức nhất là khi thị trường đang vào giai đoạn giảm giá.

Từ tình hình trên đòi hỏi phải sớm có qui định về phát hành cổ phiếu riêng lẻ là cần thiết vừa nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho cơ quan QLNN giám sát, cưỡng chế thi hành, xử lý các vi phạm vừa tạo điều kiện cho TTCK phát triển lành mạnh.

*Thứ hai*, tiếp tục ban hành các văn bản hướng dẫn hoạt động nghiệp vụ trong lĩnh vực CK.

Một số khái niệm: CK, quyền mua cổ phần, quyền chọn bán, quyền chọn mua, hợp đồng tương lai, chào bán CK, môi giới CK, tự doanh CK, tư vấn CK, quản lý danh mục đầu tư, quỹ đầu tư, quỹ thành viên cần được điều chỉnh cho phù hợp. Các khái niệm này đã hạn chế phạm vi QLNN trong lĩnh vực CK, vô tình đã tạo nhiều kẽ hở pháp luật, ảnh hưởng tới quyền lợi của công chúng đầu tư và gây khó khăn cho QLNN đối với TTCK.

Các khái niệm trên trong Luật mới chỉ qui định hoạt động của các tổ chức trung gian trên thị trường như CTCK, CTQLQ mà không đề cập tới hành vi và hoạt động của cá nhân, tổ chức khác cũng cung cấp các dịch vụ này nhưng không chịu sự quản lý giám sát của các cơ quan nhà nước.

Vì vậy cần xác định rõ các thuật ngữ trên cho phù hợp với bản chất của các hoạt động của bất kỳ chủ thể nào đã tham gia đều phải chịu sự điều chỉnh của các qui phạm pháp luật dù đó là đơn vị chuyên nghiệp hay không chuyên nghiệp trên thị trường.

***b. Phối hợp với Bộ Kế hoạch – Đầu tư, NHNN hoàn thiện các quy định hướng dẫn trong hoạt động DN đã niêm yết, thực hiện phát hành ra công chúng***

***Điều kiện chào bán cổ phiếu ra công chúng***

Phát hành cổ phiếu ra công chúng là nguyện vọng chính đáng của các DN nhằm huy động vốn để phát triển sản xuất kinh doanh. Trong Luật qui định số vốn



điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ 10 tỷ đồng trở lên và có số cổ đông trên 100 người cần được xem lại bởi không phù hợp với tình hình cụ thể của các DN. Theo điều tra của Hiệp hội các DN vừa và nhỏ Việt Nam đối với 60.000 DN (một con số đủ lớn để kết luận) có tới 63 % DN có số vốn nhỏ hơn 10 tỷ đồng. Nếu giữ qui định này vô tình đã hạn chế số lượng lớn DN có thể tham gia. Mặt khác, thủ tục phát hành từ phía các cơ quan nhà nước tuy được cải tiến nhưng vẫn rườm rà; thêm vào đó mức xử phạt quá nhẹ chưa đủ sức răn đe dẫn đến nhiều DN cố tình vi phạm để PHCK ra công chúng khi điều kiện tham gia chưa đáp ứng..

Trước đòi hỏi của thực tế sản xuất kinh doanh về huy động vốn thông qua việc phát hành CK của DN, UBCKNN nên dự thảo theo hướng bỏ điều kiện về vốn mà nâng cao điều kiện về hiệu quả sản xuất kinh doanh của DN mới được phát hành. Nếu thực hiện qui định này sẽ tạo điều kiện huy động vốn của DN đồng thời tăng cường chất lượng hàng hóa đưa ra TTCK.

***Điều kiện chào bán cổ phiếu ra công chúng của DN nhà nước, DN có vốn ĐTNN chuyển đổi thành CTCP...***

Hiện nay nước ta đã hội nhập KTQT nên việc chào bán CK của các tổ chức nước ngoài vào Việt Nam và của tổ chức Việt Nam ra nước ngoài là đòi hỏi tất yếu, cần có sự điều chỉnh của pháp luật để tạo cơ sở pháp lý cho các hoạt động của DN. Theo chúng tôi nên để Bộ Tài chính qui định việc này bởi chúng ta đã phân cấp cấp phép đầu tư cho các địa phương mà chỉ những dự án lớn mới do Chính phủ quyết định. Trên cơ sở các cam kết song phương và đa phương Bộ tài chính có thể qui định các điều kiện, nguyên tắc, qui định cụ thể cho phép các hoạt động trên mà không nên dồn việc cho Chính phủ.

#### ***Về chào mua công khai***

Điều 32 qui định 2 điều kiện phải chào mua công khai : (a) Chào mua cổ phiếu có quyền biểu quyết dẫn đến việc sở hữu 25% trở lên số cổ phiếu đang lưu hành của một công ty đại chúng; (b) Chào mua mà đối tượng được chào mua bị bắt buộc phải bán cổ phiếu mà họ sở hữu.

Như vậy Luật chưa qui định rõ ràng các nội dung liên quan tới việc chào mua công khai, nhất là các trường hợp phải chào mua công khai và các trường hợp miễn trừ nghĩa vụ đăng ký dẫn đến khó khăn khi áp dụng trên thực tế, đặc biệt việc chào

mua có liên quan tới hoạt động sát nhập, thu tóm DN sẽ không bảo vệ quyền lợi của các cổ đông nhỏ, các DN bé bị thu tóm không công bằng từ các tổ chức, cá nhân khác.

Hướng giải quyết nên để Bộ Tài chính qui định cụ thể các trường hợp này. Việc sửa đổi bổ sung các qui định về chào mua công khai sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các cá nhân, DN thực hiện thủ tục chào mua công khai, tránh vô ý không nắm rõ quy định mà vi phạm pháp luật đồng thời bảo vệ các cổ đông nhỏ, các DN bé khỏi bị thu tóm không hợp lệ từ các cá nhân, tổ chức khác.

### ***c. Về các nội dung liên quan tới CTCK và CTQLQ***

#### **- Điều kiện thành lập CTCK, CTQLQ**

Với điều kiện về cấp phép thành lập và hoạt động như quy định tại Luật CK 2006, số lượng CTCK và CTQLQ trong thời gian qua tăng nhanh nhưng chất lượng không đảm bảo, không đạt hiệu quả cao, gây khó khăn trong QLNN. Bởi vậy cần nâng cao điều kiện thành lập đối với các công ty này.

#### **- Về nghiệp vụ của CTCK**

Theo điều 60 ngoài các nghiệp vụ kinh doanh như qui định (môi giới, tư doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư CK), các CTCK được cung cấp dịch vụ tư vấn tài chính và các dịch vụ tài chính khác là rất chung chung, không cụ thể; gây khó khăn cho việc thực hiện chức năng của cơ quan QLNN và hoạt động cụ thể của các công ty này. Nên chăng để Bộ Tài chính ban hành hướng dẫn cụ thể.

#### **- Về nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư của CTQLQ**

Điều 61 khoản 1b qui định CTQLQ được quản lý danh mục đầu tư chỉ được tập trung vào CK (mà quản lý danh mục ĐTCK chỉ là một phần trong danh mục tài sản mà CTQLQ cung cấp dịch vụ quản lý). Nếu qui định như vậy sẽ không tận dụng được năng lực của các CTQLQ và cũng không phù hợp với thông lệ quốc tế, nên mở rộng phạm vi hoạt động đối với CTQLQ sang quản lý danh mục đầu tư nói chung.

#### **- Về các chỉ tiêu an toàn tài chính của CTCK, CTQLQ**

Xây dựng khung pháp lý điều chỉnh hoạt động, khuôn khổ quản lý và giám sát nhằm mục đích hỗ trợ tạo điều kiện và đưa các hoạt động tự quản của các tổ chức tự quản trên TTCK tuân thủ nguyên tắc thị trường, quy định pháp luật và trở thành các định chế điều chỉnh thị trường hiệu quả, hỗ trợ cho cơ quan QLNN trong việc vận

hành và giám sát hoạt động thị trường.

Điều 74 Luật CK qui định về cảnh báo nhưng không nêu các chỉ tiêu cụ thể và việc khắc phục tình trạng không an toàn ra sao, hướng sửa đổi nên để Bộ Tài chính trên cơ sở tổng kết kinh nghiệm thực tiễn qui định các tỷ lệ an toàn tài chính làm cơ sở cảnh báo và giám sát hoạt động của các công ty nhằm bảo đảm thị trường lành mạnh và an toàn, phòng ngừa và giảm thiểu rủi ro, nâng cao khả năng giám sát thị trường của các cơ quan QLNN.

#### ***d. Về công bố thông tin trên TTCK***

Để nâng cao tính minh bạch của TTCK một trong những việc làm cần thiết là công bố thông tin. Luật CK dành 8 điều từ điều 100- 107 qui định khá toàn diện và đầy đủ về công bố thông tin của các đối tượng tham gia trên TTCK . Tuy nhiên để đáp ứng yêu cầu của nhà đầu tư và cơ quan QLNN cần làm rõ hơn về:

- Đối tượng phải thực hiện công bố thông tin
- Quyền và nghĩa vụ công bố thông tin của công ty đại chúng
- Thời gian công bố thông tin
- Các công ty có quy mô vốn lớn phải có trách nhiệm công bố thông tin chi tiết hơn các DN có quy mô vốn nhỏ
- Chế tài xử phạt các hành vi vi phạm

Nếu qui định nghĩa vụ công bố thông tin của công ty đại chúng theo qui mô vốn của công ty mà không phân biệt đã niêm yết hay chưa niêm yết và công ty có quy mô vốn lớn phải công bố thông tin chi tiết hơn công ty có quy mô vốn nhỏ sẽ bảo vệ lợi ích của công chúng nhà đầu tư, tăng cường tính minh bạch của thị trường.

#### ***e. Về giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm***

Thanh tra, giám sát và xử lý vi phạm chiếm dung lượng lớn trong Luật CK gần 1/5 số điều từ điều 108 đến 130. Trong đó qui định thẩm quyền của cơ quan thanh tra, xử lý vi phạm trong lĩnh vực CK thông qua các qui định cụ thể về phạm vi, đối tượng thanh tra, quyền hạn và nhiệm vụ của người ra quyết định thanh tra, người bị thanh tra, trưởng đoàn và thành viên đoàn thanh tra (yêu cầu cung cấp thông tin, tài liệu, giải trình, trưng cầu giám định, yêu cầu niêm phong tài liệu, phong tỏa tài khoản, tài sản thế chấp, cầm cố...) như các thanh tra thông thường. Tuy nhiên mỗi

lĩnh vực hoạt động cần có tính đặc thù của mình. Trong lĩnh vực CK, thanh tra chuyên ngành đòi hỏi phải có qui định riêng:

- *Về thẩm quyền thanh tra*, thanh tra cần được trao thẩm quyền rộng rãi hơn:

+ Quyền chất vấn cả những người bị nghi ngờ lạm dụng thị trường lẫn người có thông tin liên quan đến việc lạm dụng thị trường. Kinh nghiệm của Hoa Kỳ trong khám xét nghi ngờ vi phạm Luật Hải quan cho phép bắt giữ, khám xét người bị nghi ngờ vi phạm, kết quả nếu không phạm tội cơ quan Hải quan không chịu trách nhiệm pháp lý nào cả. Người được khám có quyền lựa chọn hình thức kiểm tra bằng máy hoặc bằng tay. Khám xong họ nhận được tờ giấy để ghi lời phàn nàn của mình và được gửi tới tòa án Liên bang.

+ Triệu tập, xét hỏi cá nhân và tổ chức nghi ngờ có hành vi vi phạm

+ Yêu cầu cá nhân và tổ chức xuất trình tài liệu liên quan

+ Khám xét tài sản của cá nhân, tổ chức có liên quan

Pháp luật Việt Nam cần mở rộng thẩm quyền cho UBCKNN để đảm bảo thanh tra, giám sát và xử lý được các hành vi vi phạm trên thị trường, đặc biệt là đối với các hành vi giao dịch nội gián và thao túng thị trường.

Để có thể thu thập được chứng cứ chứng minh vi phạm, cần thiết phải quy định cho phép UBCKNN có quyền triệu tập đương sự và các đối tượng có liên quan đến đề phòng vấn, xét hỏi. Trường hợp cần thiết được ghi âm lại lời khai của các đối tượng để làm chứng cứ. Đối với các vụ việc giao dịch nội gián phức tạp, có sự trao đổi, cung cấp thông tin, tiết lộ thông tin nội bộ có giá trị cho nhiều người để mua, bán CK thu lời bất chính hoặc đối với các vụ việc có sự thông đồng của nhiều đối tượng để thao túng thị trường, pháp luật cần trao quyền cho UBCKNN được chủ động, độc lập trong hoạt động điều tra, xác minh vi phạm; cho phép UBCKNN được chủ động yêu cầu các cơ quan, tổ chức có liên quan như bưu điện, ngân hàng cung cấp thông tin về các cuộc điện thoại giữa các đối tượng, các thông tin ra, vào của luồng tiền của các đối tượng để xác minh được các hành vi vi phạm và xử phạt theo quy định.

- *Về xử lý vi phạm*

Nhà nước đã có Pháp lệnh xử phạt các vi phạm hành chính nói chung và cũng liên tục được bổ sung như:

- Pháp lệnh số 41/2002/PL- UBTVQH10 ngày 2-7- 2002 Pháp lệnh xử phạt hành chính

- Pháp lệnh số 31/2007/PL- UBTVQH11 Sửa đổi một số điều của Pháp lệnh xử phạt hành chính

- Pháp lệnh số 04/2008/PL- UBTVQH12 ngày 2-4- 2008 Sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh Xử lý vi phạm phạt hành chính, có hiệu lực từ 1-8- 2008;

Luật CK đã đưa ra các hình thức xử phạt các hành vi vi phạm cụ thể khá chi tiết từ điều 121 đến 130. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của thị trường, ngày càng xuất hiện nhiều dạng vi phạm mới, tinh vi hơn, phức tạp hơn mà Luật CK hiện hành chưa quy định và chưa có chế tài xử lý. Thực tế xử lý vi phạm trong thời gian qua có thể thấy sự bất cập của các quy định pháp luật hay sự thiếu thốn các quy định chế tài xử lý đối với các vi phạm đã và đang diễn ra đối với tất cả các mặt hoạt động của thị trường. Nhưng việc sửa đổi, bổ sung các hành vi vi phạm trong Luật lại rất khó khăn do quy trình xây dựng, sửa đổi Luật phức tạp và tốn nhiều thời gian. Do vậy, để đảm bảo xử lý kịp thời, triệt để các vi phạm trên thị trường, hướng khả thi nhất là Luật CK cần quy định giao Chính phủ quy định cụ thể về hành vi vi phạm, hình thức và mức xử phạt hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK.

Trong Pháp lệnh số 04/2008/PL- UBTVQH12 có quy định nâng mức phạt tiền tối đa đối với các vi phạm trong lĩnh vực CK từ 70 triệu đồng lên 500 triệu đồng.

Đây là cơ sở pháp lý rất quan trọng để nâng mức phạt tiền đối với các hành vi vi phạm quy định tại Nghị định số 36/2007/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán. Để kịp thời sửa đổi, bổ sung mức phạt trong lĩnh vực cho phù hợp với Pháp lệnh mới, UBCKNN cần khẩn trương xây dựng Nghị định thay thế Nghị định 36/2007/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK&TTCK để trình Bộ Tài chính xem xét và trình Chính phủ ban hành. Tuy nhiên, mức phạt này cũng chưa đủ răn đe đối với một số hành vi vi phạm nghiêm trọng các quy định trong lĩnh vực CK, đặc biệt khi các hành vi đó dẫn tới nguồn lợi nhuận vượt hơn nhiều so với mức phạt. Vì vậy, trong thời gian tới, việc nghiên cứu bổ sung vào Bộ luật hình sự các tội danh về CK&TTCK là rất cần thiết. Việc xây dựng các tội danh này cần phải đảm bảo nguyên tắc hạn chế đến mức thấp nhất việc hình sự hoá các quan hệ về kinh tế, theo đó chỉ đưa vào Bộ luật hình sự để xử lý đối với

các hành vi vi phạm pháp luật về CK&TTCK gây hậu quả nghiêm trọng như gây thiệt hại về tài sản, tính mạng, sức khỏe và các thiệt hại phi vật chất (gây ảnh hưởng xấu đến việc thực hiện đường lối của Đảng, chính sách của Nhà nước; gây ảnh hưởng xấu đến sự công bằng, công khai, minh bạch và an toàn của TTCK).

#### **3.3.2.4. Ban hành các văn bản pháp qui hướng dẫn thi hành Luật CK**

Để Luật CK đi vào cuộc sống, sau khi hoàn thiện công bố Luật CK cần có hệ thống văn bản hướng dẫn thi hành những nội dung cụ thể để tạo điều kiện có thể vận dụng được và phát huy tác dụng.

Năm 2010, bên cạnh việc triển khai xây dựng một số văn bản quy phạm pháp luật có tính chất điều chỉnh “khung” đối với thị trường (như Luật CK sửa đổi để trình Quốc hội vào cuối năm 2010; Nghị định sửa đổi Nghị định 14/2007/NĐ -CP; Nghị định sửa đổi Nghị định 36/2007/NĐ -CP...), UBCKNN cũng cần tập trung vào xây dựng và trình Bộ Tài chính ban hành một số văn bản hướng dẫn hoạt động thị trường. Trong đó có một số văn bản được ban hành dưới dạng Thông tư hướng dẫn triển khai một số nghiệp vụ mới, để hỗ trợ tính thanh khoản của thị trường, như: Thông tư về mua bán lại CK có kỳ hạn (repo); Thông tư về giao dịch ký quỹ (margin); Thông tư về bán CK sau giao dịch (T+2).

Việc triển khai các hoạt động nghiệp vụ nói trên sẽ cho phép gia tăng tính thanh khoản của thị trường, đồng thời cũng quản lý, giám sát được các hoạt động của CTCK thông qua cơ chế báo cáo và quy trình kiểm soát, quản trị rủi ro. Điều này, cho phép cơ quan quản lý có cơ sở để xử lý nghiêm khắc những CTCK “vượt rào” khi đưa ra các sản phẩm “gia tăng” như trong thời gian vừa qua.

Nhà nước cần đẩy mạnh công tác tuyên truyền vận động người dân và DN chủ động tìm hiểu và tự giác chấp hành pháp luật.

### **3.3.3. Hoàn thiện tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK**

#### **3.3.3.1. Hoàn thiện cơ quan đầu ngành QLNN đối với TTCK**

Trong QLNN bộ máy quản lý có vai trò quyết định kết quả thực hiện các chức năng nhiệm vụ và yêu cầu quản lý. Nếu tổ chức bộ máy quản lý hợp lý sẽ nâng cao chất lượng và kết quả thực hiện, giảm phiền hà, tiết kiệm chi phí quản lý. Ngược lại tổ chức không phù hợp, không theo qui luật không chỉ tăng chi phí mà còn trở thành vật cản đối với hoạt động trên TTCK.

Bộ máy QLNN đối với TTCK mà đứng đầu là UBCKNN phải có đủ thẩm quyền pháp lý, phải có đủ năng lực chuyên môn, được phân định chức năng, nhiệm vụ phù hợp với quyền hạn và trách nhiệm, được tổ chức và phân cấp hợp lý, gắn kết giữa các bộ phận chức năng thì mới có thể triển khai tốt các hoạt động quản lý và thúc đẩy TTCK phát triển.

Phải đảm bảo vị thế độc lập về pháp lý của UBCKNN và nâng cao vai trò của UBCKNN trong hệ thống QLNN. Đây là vấn đề không mới nhưng rất cần thiết quyết định đến kết quả và chất lượng của QLNN đối với TTCK.

Nếu giữ nguyên UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính:

*Thứ nhất* sẽ đảm bảo được sự gắn kết giữa chính sách tài chính nhà nước như CPH, huy động vốn với việc phát triển TTCK.

*Thứ hai*, đảm bảo thực hiện chủ trương quản lý đa ngành, đa lĩnh vực mà không cần mở rộng bộ máy hành chính.

*Thứ ba*, vẫn giữ được tính độc lập tương đối của UBCK với những điều khoản quy định nhiệm vụ, quyền hạn cụ thể trong Luật.

Tuy nhiên, trong TTCK có một nguyên tắc cơ bản là tất cả các nhà đầu tư phải tiếp cận thông tin như nhau. Bộ Tài chính là cơ quan phát hành TPCP, tức là cũng tham gia TTCK. Bộ Tài chính là cấp trên của UBCK, thì rõ ràng là làm sao tiếp cận thông tin như nhau được? Ngoài ra, tất cả các nhà đầu tư phải cùng chơi một luật chơi, Bộ Tài chính là cấp trên của UBCK thì làm sao chơi cùng luật, chơi với tất cả các nhà đầu tư khác được? Khi Việt Nam vào WTO, nước ngoài đầu tư vào, các thành viên của WTO có chấp nhận hay không hay là chúng ta lại phải sửa luật? Là một cơ quan phát hành trái phiếu ra công chúng, Bộ Tài chính phải chịu sự quản lý của UBCKNN. Đằng này, UBCKNN lại nằm trong Bộ Tài chính, như vậy có tình trạng "vừa đá bóng, vừa thổi còi" hay không? Có ý kiến cho rằng Bộ Tài chính không chỉ "vừa đá bóng vừa thổi còi", mà còn làm luôn cả chức năng giám sát trọng tài và trưởng ban khen thưởng kỷ luật giống như Liên đoàn bóng đá nữa.

TTCK biến động rất nhanh, càng có một cơ quan độc lập thì xử lý càng nhanh gọn, càng thích hợp với những biến động trong thị trường. Để UBCKNN độc lập sẽ tạo điều kiện chủ động hơn trong việc thúc đẩy và quản lý thị trường, đặc biệt là trong tương lai khi TTCK Việt Nam phát triển hơn, (trong 7 nước công nghiệp có

nền kinh tế phát triển "G7" thì 5 nước theo mô hình độc lập). Ngoài ra theo chúng tôi đã là "tướng" chỉ huy, là "tư lệnh" trong một lĩnh vực mà lại phụ thuộc vào một loạt cơ quan chức năng của Bộ Tài chính, vào một tướng khác, một chỉ huy khác chắc không phải là tướng và không thể "đánh trận" được.

Trên thế giới không có cơ quan QLNN nào quản lý một lĩnh vực lại không tự chủ được biên chế lao động của chính mình. "Cái áo" mà người ta khoác lên UBCKNN vừa cũ, không hợp mốt, không còn vừa vặn với "cơ thể" đã trưởng thành, tích lũy được kinh nghiệm trong QLNN.

Trên thực tế từ ngày 8-4-2009, theo Quyết định của Thủ tướng Chính phủ, UBCKNN thuộc Bộ Tài chính mới được thực hiện chế độ tự chủ về biên chế và kinh phí hoạt động. Việc thực hiện chế độ tự chủ về biên chế và kinh phí hoạt động của UBCKNN phải đảm bảo các mục tiêu, yêu cầu như: tăng cường công tác quản lý, giám sát TTCK; bảo đảm sự hoạt động an toàn và hiệu quả của TTCK; thực hành tiết kiệm, chống lãng phí; thúc đẩy việc sắp xếp, tổ chức bộ máy, xây dựng đội ngũ cán bộ chuyên nghiệp, có trình độ chuyên môn cao, từng bước bổ sung thu nhập cho cán bộ, công chức. Bộ trưởng Bộ Tài chính giao chỉ tiêu biên chế cho UBCKNN phù hợp với chức năng, nhiệm vụ được giao. Ngoài chỉ tiêu biên chế được giao, trong phạm vi nguồn kinh phí được giao tự chủ và yêu cầu công việc, UBCKNN được hợp đồng thuê khoán công việc và hợp đồng lao động. Nếu sử dụng biên chế thấp hơn so với chỉ tiêu, UBCKNN được bảo đảm kinh phí quản lý hành chính theo chỉ tiêu biên chế được giao.

Theo khuyến cáo của IOSCO, sự độc lập của UBCK sẽ góp phần gìn giữ sự ổn định tiền tệ, ổn định tài chính quốc gia và là điều kiện để phát triển TTCK, phát triển nền tài chính quốc gia. Trước mắt Ủy ban là cơ quan nằm trong Bộ Tài chính. Về lâu dài, khi TTCK đã phát triển ổn định nên sắp xếp lại cho phù hợp.

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy hầu hết các quốc gia đều đề cao thẩm quyền của cơ quan quản lý đầu ngành CK&TTCK trong việc giám sát, thanh tra và xử lý các vi phạm trên TTCK. UBCK thường có thẩm quyền đầy đủ trong giám sát, thanh tra, điều tra, tố tụng hình sự và cưỡng chế thực thi pháp luật. Các nguyên tắc thực thi pháp luật CK do IOSCO đưa ra cũng đòi hỏi cơ quan quản lý TTCK phải có thẩm quyền đầy đủ trong việc thanh tra, điều tra, giám sát và cưỡng chế thực thi



pháp luật. Ở Việt Nam, theo quyết định số 96/2005/QĐ- BTC, thanh tra UBCKNN đã có những thẩm quyền và chức năng tương đối rõ ràng trong việc thanh tra thực thi pháp luật CK, xử lý vi phạm, giải quyết tranh chấp khiếu nại, tố cáo,... trong lĩnh vực CK&TTCK. Là một tổ chức trực thuộc UBCKNN thuộc hệ thống tổ chức Thanh tra Tài chính, thẩm quyền của cơ quan này phụ thuộc vào thẩm quyền và tính độc lập của UBCKNN, trong khi đó, thẩm quyền của thanh tra UBCKNN còn có những hạn chế như chưa có thẩm quyền điều tra các vi phạm trên TTCK. Do đó, để góp phần hoàn thiện bộ máy QLNN đối với TTCK, chính phủ cần tăng cường thẩm quyền của UBCKNN trong việc thanh tra, giám sát và xử lý các vi phạm trong lĩnh vực CK&TTCK. Thanh tra UBCKNN cần được đảm bảo thẩm quyền điều tra và cưỡng chế thực thi pháp luật.

### ***3.3.3.2. Phối hợp giữa cơ quan QLNN và các tổ chức tự quản đối với TTCK***

Trên cơ sở là một cơ quan QLNN độc lập, để nâng cao hiệu quả và chất lượng hoạt động, việc tiếp theo cần thực hiện là phân công, phân cấp các chức năng QLNN phù hợp giữa Bộ Tài chính với UBCKNN và phối hợp với các cơ quan tự quản như SGDCK và TTLKCK.

Cấu trúc lại TTCK là việc sắp đặt, kết hợp giữa các khâu, các bộ phận của TTCK thành hệ thống và tạo ra mối quan hệ giữa các khâu, các bộ phận đó thành một chỉnh thể thống nhất hoạt động theo mục tiêu nhất định. Trước hết cần sắp xếp lại các Công ty CK, các công ty quản lý quỹ, các Sở GDCK, TTLKCK... theo hướng hiện đại, hội nhập. Cơ chế vận hành kết hợp giữa sự tự điều chỉnh của thị trường và sự can thiệp có mức độ của các cơ quan quản lý nhà nước theo nguyên tắc Nhà nước quản lý những vấn đề quan trọng, những mục tiêu chủ yếu nhằm bảo đảm thị trường phát triển lành mạnh thực hiện mục tiêu huy động nguồn vốn cho nền kinh tế quốc dân.

***a.. Đối với các tổ chức tự quản (SGDCK/TTLKCK/các Hiệp hội):*** từng bước tạo điều kiện để nâng cao vai trò, trách nhiệm và tính tự chịu trách nhiệm của các tổ chức này.

Phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan QLNN và các cơ quan hữu quan trong việc hoàn thiện và bổ sung các quy định khuôn khổ pháp lý, phối kết hợp trong hoạt động điều hành TTCK, hoạt động giám sát và cưỡng chế thực thi, bảo đảm an toàn cho TTCK và cả hệ thống tài chính quốc gia.

### ***Hoàn thiện tổ chức bộ máy đối với TTLKCK***

TTLKCK được thành lập theo Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg ngày 27-7-2005 của Thủ tướng Chính phủ, là đơn vị sự nghiệp có thu trực thuộc UBCKNN-Bộ Tài chính và có nhiệm vụ thực hiện đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán CK và cung cấp các dịch vụ hỗ trợ việc giao dịch, mua bán CK. Việc tổ chức hoạt động của TTLKCK theo mô hình đơn vị sự nghiệp trong giai đoạn đầu thành lập là phù hợp với điều kiện đặc thù của TTCK Việt Nam nhờ tận dụng được các nguồn lực và sự hỗ trợ cần thiết của Nhà nước. Sau hơn 3 năm hoạt động, TTLKCK đã hoàn thành tốt vai trò của mình bằng việc đảm bảo sự hoạt động an toàn, liên tục cho hệ thống thanh toán CK của cả thị trường cũng như việc lưu giữ an toàn, bảo mật tài sản của nhà đầu tư. Tuy nhiên, khi TTCK Việt Nam đã phát triển ở một mức độ cao hơn, mô hình hoạt động của TTLKCK đã bộc lộ những hạn chế nhất định.

Nhằm đáp ứng những đòi hỏi ngày càng mạnh mẽ và cấp thiết về việc phát triển thị trường theo hướng chuyên môn hoá (thông qua việc tăng cường năng lực thể chế và hoàn thiện kết cấu hạ tầng kỹ thuật của thị trường), nhằm đáp ứng các yêu cầu của Luật CK về việc chuyển đổi mô hình hoạt động của TTLKCK và để phù hợp với thông lệ chung của quốc tế, Thủ tướng Chính phủ quyết định (số 171/2008/QĐ-TTg) thành lập TTLKCK Việt Nam trên cơ sở chuyển đổi, tổ chức lại TTLKCK, từ đơn vị sự nghiệp có thu sang hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên thuộc sở hữu của Nhà nước. Đây là bước đi cần thiết, tạo đà cho sự phát triển của TTCK Việt Nam nói chung và TTLKCK Việt Nam nói riêng nhờ phát huy được các lợi thế sau:

*Thứ nhất*, về mặt hoạt động, TTLKCK Việt Nam có thể chủ động hơn trong việc mở rộng hoạt động nghiệp vụ cũng như cung cấp dịch vụ với chất lượng ngày càng cao để đáp ứng tốt hơn yêu cầu của các bên sử dụng dịch vụ là các thành viên lưu ký và tổ chức phát hành.

*Thứ hai*, TTLKCK Việt Nam cần chủ động trong việc phát triển nguồn nhân lực, đầu tư hạ tầng kỹ thuật, phục vụ tốt hơn cho hoạt động ngày càng gia tăng của TTCK.

*Thứ ba*, khuyến khích TTLKCK Việt Nam ứng dụng các nguyên tắc quản trị tốt nhất cho một DN có chức năng cung ứng các dịch vụ hỗ trợ cho hoạt động của TTCK.

*Thứ tư*, việc chuyển đổi TTLKCK là phù hợp với thông lệ của quốc tế về tổ chức và quản lý TTCK, tăng năng lực cạnh tranh quốc tế. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế sâu rộng như hiện nay, điều này là rất cần thiết.

Theo quy định của Luật CK, TTLKCK là pháp nhân thành lập và hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc CTCP. Trong những năm gần đây, mô hình CTCP với đa thành phần sở hữu là xu thế khá phổ biến đối với các TTLKCK các nước vì mô hình này cho phép huy động được nguồn lực từ các thành phần khác nhau. Tuy nhiên, đối với Việt Nam, do các điều kiện đặc thù của thị trường, trong quá trình chuyển đổi của TTLKCK cần có lộ trình thích hợp: từ mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên (với đại diện chủ sở hữu là Bộ Tài chính) chuyển sang mô hình CTCP (trong đó Nhà nước là cổ đông lớn nhất và có sự tham gia góp vốn của các SGDCK, các tổ chức thành viên và một số đối tác chiến lược) bởi vì:

*Một là*, hoạt động của TTLKCK Việt Nam đòi hỏi cần phải được trang bị hệ thống hạ tầng kỹ thuật hiện đại để đảm bảo hoạt động được an toàn và có tính bảo mật cao. Mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn, trong đó Nhà nước là chủ sở hữu duy nhất sẽ đảm bảo TTLKCK Việt Nam có được sự đầu tư tập trung về cơ sở vật chất kỹ thuật của Nhà nước. Ngoài ra, điều này cũng giúp TTLKCK Việt Nam có thêm thời gian để ổn định hoạt động, không gây ra xáo trộn lớn về tổ chức làm ảnh hưởng đến hoạt động của thị trường.

*Hai là*, TTLKCK Việt Nam có vị trí đặc biệt trên TTCK, là tổ chức thực hiện lưu giữ tài sản với giá trị rất lớn của nhà đầu tư trong đó có cả các định chế tài chính quan trọng của Nhà nước như SCIC, Kho bạc Nhà nước, NHNN. Việc Nhà nước sở hữu TTLKCK Việt Nam sẽ tạo sự an tâm cho nhà đầu tư khi hoạt động của thị trường chưa thực sự mang tính chuyên nghiệp và hiệu quả.

*Ba là*, TTCK Việt Nam mới được hình thành trong thời gian ngắn, các tổ chức thành viên trên thị trường hầu hết đều mới được thành lập, quy mô vốn nhỏ, thành phần sở hữu đa dạng và chưa thiết lập được các nguyên tắc quản trị công ty tốt. Vì

vậy, việc cho phép tham gia góp vốn và quản lý TTLKCK Việt Nam của các thành phần này sẽ gây ra khó khăn trong vấn đề xây dựng cơ cấu sở hữu hợp lý và ảnh hưởng đến chất lượng quản trị TTLKCK Việt Nam. Đồng thời, hiện nay thị trường đang trong giai đoạn phát triển mạnh mẽ theo hướng ngày càng chuyên nghiệp hơn. Vì vậy, để đảm bảo tài sản của Nhà nước được định giá chính xác, tránh gây thất thoát, cần thiết phải có thời gian để chuẩn bị phương án CPH và đối tác tham gia góp vốn đảm bảo chiến lược phát triển mang tính ổn định dài hạn và hiệu quả của TTLKCK Việt Nam.

### ***Hoàn thiện tổ chức bộ máy đối với SGDCK***

Việc phân chia thị trường tập trung thành hai thị trường bộ phận (với cùng một phương thức giao dịch dựa trên các điều kiện niêm yết về lợi nhuận và vốn điều lệ) đã và đang làm tăng chi phí xã hội do chi phí đầu tư vào hệ thống tại các SGCK và tại các CTCK không còn phù hợp với xu thế quốc tế là sát nhập, hợp nhất để tăng sức cạnh tranh. Đồng thời gây khó khăn cho công tác phát triển chiều sâu để khai thác tối đa hệ thống công nghệ và đa dạng hóa các loại hình dịch vụ, sản phẩm, đáp ứng nhu cầu khác nhau của thị trường.

Trong thời gian tới, để hoàn thiện việc tái cấu trúc thị trường, có thể thành lập loại hình công ty quản lý vốn đầu tư (holding company) hoàn toàn thuộc sở hữu của Nhà nước và hướng tới nắm giữ cổ phần chi phối của các SGCK (các công ty con), kết hợp CPH và đa dạng sở hữu các SGCK.

Việc phát hành một tỷ lệ nhất định ra công chúng đầu tư và Nhà nước vẫn nắm giữ một tỷ lệ cổ phần chi phối có thể được xem như là sự kết hợp tính ưu việt của cả 02 mô hình CTCP và DN nhà nước. Điều này đúng khi SGCK là một định chế tài chính giữ vai trò đặc biệt quan trọng trên thị trường, khi mà các quốc gia phát triển sau khi theo đuổi mô hình tư nhân hóa đã phải quay trở lại mô hình quốc hữu hóa sau cuộc khủng hoảng tài chính thế giới vừa qua. Tuy nhiên, để làm giảm áp lực cạnh tranh giữa các đơn vị tổ chức thị trường, cần cân nhắc thành lập một Công ty quản lý vốn 100% vốn Nhà nước. Công ty này sẽ nắm giữ cổ phần chi phối tại các SGCK. Ngoài Công ty quản lý vốn đầu tư, các cổ đông khác của các SGCK có thể bao gồm các thành viên lưu ký, thành viên giao dịch, SGCK, (sở hữu chéo với một tỷ lệ hạn chế), một số cổ đông chiến lược, công chúng đầu tư...

***b. Tách chức năng QLNN với chức năng quản lý KDCK giữa các đơn vị***

Trong thời gian qua UBCKNN vừa phải bảo đảm các chức năng, nhiệm vụ quản lý, giám sát nhà nước đối với TTCK, vừa phải thực hiện chức năng tổ chức điều hành TTCK, và đã can thiệp tương đối sâu vào quá trình tổ chức quản lý và điều hành TTCK của các SGDCK. Điều này làm cho khối lượng công việc của UBCKNN gia tăng và hiệu quả của công tác tổ chức, quản lý và điều hành TTCK của các SGDCK bị hạn chế. Ngược lại, các SGDCK vừa tổ chức, quản lý và điều hành TTCK, vừa phải thực hiện chức năng giám sát nhà nước đối với TTCK. Việc phân định chức năng và nhiệm vụ giữa UBCKNN với các SGDCK như trên đã tạo ra sự chồng chéo trong quản lý, chưa tạo sự chủ động cần thiết cho các SGDCK và giảm hiệu quả quản lý. Do đó, để khắc phục các nhược điểm này và hướng tới sự phân công, phân cấp phù hợp về chức năng và nhiệm vụ của UBCKNN với các SGDCK, TTLKCK khi mô hình sở hữu và hình thức hoạt động của các đơn vị này đã thay đổi, theo chúng tôi, cần triển khai các giải pháp cụ thể sau:

- Giảm bớt tính chồng chéo trong việc thực hiện các chức năng và nhiệm vụ QLNN giữa UBCKNN và SGDCK. Trên cơ sở rà soát lại các quy định về chức năng và nhiệm vụ QLNN quy định do UBCKNN và quy định cho SGDCK để xác định chức năng, nhiệm vụ của từng cấp.

Theo đó UBCKNN tập trung vào chức năng QLNN nói chung và tập trung vào thực hiện giám sát hoạt động của SGDCK và TTLKCK.

Đối với các tổ chức tự quản: Từng bước tự do hóa hoạt động tổ chức thị trường giao dịch và cung cấp các dịch vụ thanh toán, lưu ký. Thiết lập các điều kiện cấp phép cho các tổ chức, cá nhân được thành lập và tổ chức thị trường (kể cả SGDCK CK phái sinh, hoặc các hệ thống GDCK – Electronic Communications Networks (ECNs)) và cung cấp các dịch vụ thanh toán, lưu ký (TTLKCK) theo thông lệ quốc tế. Xây dựng các quy định về điều kiện cấp và thu hồi giấy phép, cơ cấu tổ chức, điều kiện đối với lãnh đạo của các tổ chức tự quản (SGDCK, TTLKCK và các tổ chức khác) chức năng, quyền hạn, nhiệm vụ, hoạt động quản lý thị trường của tổ chức tự quản, trích lập và quản lý các quỹ dự phòng, bảo hiểm trách nhiệm; cơ cấu tổ chức và hoạt động quản trị công ty của các công ty sở hữu tổ chức tự

quản, việc niêm yết cổ phiếu của công ty sở hữu tổ chức tự quản, quy định về giải thể, phá sản tổ chức tự quản.

Bài học kinh nghiệm rút ra từ việc nghiên cứu việc QLNN đối với TTCK của một số nước đã chỉ ra một trong những chức năng quan trọng của cơ quan quản lý đầu ngành CK&TTCK là quản lý và giám sát các hoạt động của TTCK, trong đó chức năng giám sát luôn được coi trọng để đảm bảo sự công bằng, minh bạch và đúng luật của các hoạt động trên thị trường. Nhiều nước còn đặt tên gọi của cơ quan quản lý đầu ngành TTCK là Ủy ban giám quản CK (Trung Quốc, Hàn Quốc), Ban giám sát thị trường vốn (Indonesia)... để khẳng định chức năng giám sát của cơ quan này. Ở Việt Nam, UBCKNN không thể giao toàn bộ chức năng và nhiệm vụ giám sát TTCK cho SGDCK như hiện nay, mà phải thành lập bộ phận chuyên trách đảm nhận chức năng quan trọng này. Khi các SGDCK và TTLKCK được tách ra khỏi UBCKNN trở thành pháp nhân độc lập, UBCKNN phải đảm nhận chức năng giám sát nhà nước đối với TTCK, còn các SGDCK và TTLKCK chỉ thực hiện việc giám sát các hoạt động tại Sở theo mục tiêu đặt ra.

- Giảm bớt sự can thiệp trực tiếp của UBCKNN vào hoạt động của SGDCK, TTLKCK và nâng cao tính tự chủ trong hoạt động của các tổ chức này.

Ban đầu SGDCK và TTLKCK là những đơn vị sự nghiệp trực thuộc UBCKNN, chưa đủ mạnh cả về năng lực tổ chức, quản lý và điều hành nên tất yếu cần đến sự can thiệp của UBCKNN. Tuy nhiên, khi SGDCK và TTLKCK trưởng thành cả về quy mô hoạt động, loại hình hoạt động, kinh nghiệm tổ chức, quản lý và điều hành thì UBCKNN cần từng bước giảm bớt sự can thiệp trực tiếp của mình để tăng dần tính tự chủ của các tổ chức này. UBCKNN cần từng bước giảm các thủ tục hành chính trong phê duyệt các quyết định quản lý và điều hành của SGDCK và TTLKCK, thay vào đó cần từng bước trao quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm của các Sở trong việc ra quyết định quản lý và điều hành các hoạt động diễn ra tại Sở theo quy định của pháp luật. Điều này không chỉ tạo ra sự chủ động và năng động của các SGDCK và TTLKCK trong quản lý và điều hành các hoạt động diễn ra, mà còn là bước đệm quan trọng để thực hiện việc tách SGDCK và TTLKCK ra khỏi UBCKNN trở thành những pháp nhân độc lập. Từ đó, chuyển đổi mô hình hoạt

động của các tổ chức này từ mô hình sở hữu thành viên sang sở hữu cổ phần trong tương lai.

- Khi SGDCK và TTLKCK được tách ra trở thành các pháp nhân độc lập và mô hình sở hữu của các tổ chức này được chuyển đổi sang hình thức sở hữu thành viên hoặc góp vốn cổ phần, thì Nhà nước sẽ bổ nhiệm một số thành viên vào bộ máy quản lý của các tổ chức kể trên để cùng quản lý và điều hành theo cơ chế hội đồng, còn việc can thiệp trực tiếp bằng các mệnh lệnh hành chính cần được loại bỏ hoàn toàn. Chính phủ, Bộ Tài chính và UBCKNN thông qua các chính sách vĩ mô phù hợp để tạo môi trường thuận lợi cho sự tồn tại và phát triển của mọi chủ thể tham gia TTCK. Các SGDCK và TTLKCK được tự chủ trong hoạt động và năng động hơn để nâng cao chất lượng và hiệu quả hoạt động của mình trong khuôn khổ pháp luật quy định.

### ***3.3.3.3. Tăng cường đào tạo cán bộ QLNN đối với TTCK***

Lĩnh vực CK là một lĩnh vực còn mới tại Việt Nam, đòi hỏi đội ngũ cán bộ quản lý phải có sự chuyên môn hóa cao, sự hiểu biết không chỉ trong lĩnh vực công tác (am hiểu sâu sắc về nghiệp vụ quản lý, tinh thông kiến thức về CK & TTCK), mà cả kiến thức toàn diện vĩ mô và vi mô, về sự vận hành của nền kinh tế, những quan hệ nhân quả trong hoạt động thị trường, sử dụng thành thạo ngoại ngữ và tin học, có tư tưởng đạo đức vững vàng... Trong khi đó, phần lớn đội ngũ cán bộ quản lý còn trẻ, chưa có nhiều kinh nghiệm, kiến thức, năng lực chuyên môn còn hạn chế. Điều này không chỉ ảnh hưởng tới chất lượng quản lý, giám sát thị trường, mà tới cả định hướng phát triển thị trường. Hiệu lực của QLNN đối với TTCK suy cho đến cùng là do cán bộ quyết định.

Thực tế thời gian qua, nhiều cán bộ trẻ và giỏi ở UBCKNN đã bỏ về các CTCK làm, vì mức lương ở những nơi này cao hơn hàng chục lần khi còn ở UBCKNN “ăn lương hành chính”. Cơ chế quản lý, chế độ đãi ngộ cần phải thay đổi theo hướng tiền lương đủ bù đắp sức lao động với cường độ cao của các cán bộ, công nhân viên, nếu không sẽ xảy ra hiện tượng “chảy máu chất xám”.

Trong điều kiện như vậy UBCKNN cần có kế hoạch đào tạo và đào tạo lại cán bộ của mình, có kế hoạch rà soát lực lượng cán bộ kế cận để có kế hoạch xây dựng nguồn nhân lực đồng thời có kế hoạch chăm lo đời sống cho cán bộ nhân viên.

Phát triển Trung tâm Nghiên cứu và Bồi dưỡng nghiệp vụ CK & TTCK thành đơn vị có đủ điều kiện và khả năng nghiên cứu về TTCK; đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ quản lý TTCK, hợp tác với các trường đại học, các cơ sở nghiên cứu trong và ngoài nước trong hoạt động nghiên cứu, đào tạo cơ bản và nâng cao kiến thức về thị trường vốn.

Đa dạng hoá hình thức đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ nhằm đáp ứng nhu cầu của các đối tượng và thông tin tuyên truyền, phổ biến kiến thức về TTCK cho công chúng.

Cho phép các tổ chức đào tạo CK nước ngoài có uy tín thực hiện dịch vụ đào tạo CK tại Việt Nam. Công nhận các chứng chỉ quốc tế trong lĩnh vực CK (CFA, CIIA).

Ngoài ra cần xúc tiến quan hệ với cơ quan quản lý của nước ngoài để chủ động hợp tác và trao đổi chuyên gia học hỏi kinh nghiệm quản lý từ nước ngoài.

### **3.3.4. Hoàn thiện chính sách và công cụ quản lý đối với TTCK**

#### **3.3.4.1. Đảm bảo đồng bộ các chính sách của TTCK với chính sách vĩ mô**

Các chính sách và công cụ quản lý, đặc biệt các chính sách ở tầm vĩ mô có vai trò quan trọng đối với phát triển TTCK. Theo dõi diễn biến của TTCK năm 2009 cho thấy, cùng với sự suy giảm của nền kinh tế, VN-Index giảm xuống đến điểm đáy vào ngày 24- 2- 2009, còn 235,5 điểm, nhưng sau đó nhờ có chính sách, gói kích thích kinh tế, VN-Index tăng điểm dần trở lại, có hiện tượng tăng đột biến vào tháng 6, rồi giảm, tăng dao động từ hơn 400 đến hơn 500 điểm.

Các chính sách vĩ mô ảnh hưởng đến TTCK bao gồm: chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát sẽ tác động đến cả cung và cầu của TTCK; chính sách sử dụng đòn bẩy tài chính như giảm, miễn thuế chuyển nhượng, thuế thu nhập cá nhân, thuế thu nhập DN; các chính sách hỗ trợ của Nhà nước đối với các DN, ngân hàng và các tổ chức tín dụng; chính sách ổn định tiền tệ, lãi suất ngân hàng; chính sách quản lý vàng, ngoại tệ, bất động sản liên quan đến TTCK; chính sách nâng cao tính thanh khoản của nền kinh tế và của các tổ chức, DN...đòi hỏi việc ban hành chính sách này phải tính tới sự phát triển chung của nền kinh tế quốc dân trong đó có TTCK.



Trong số giải pháp vực dậy TTCK vừa qua có không ít giải pháp mâu thuẫn với nhau. Đơn cử như việc NHNN tăng cường mua vào ngoại tệ của các ngân hàng thương mại nhằm giúp các nhà ĐTNN dễ dàng chuyển vốn ngoại tệ ra tiền đồng để mua cổ phiếu nhưng lại vẫn phát hành trái phiếu với lãi suất cao. Nếu vậy, các nhà ĐTNN sẽ mua trái phiếu để hưởng lãi cao và an toàn hơn nhiều so với ĐTCK. Hay giải pháp các ngân hàng tiếp tục cho vay CK nhưng NHNN lại chỉ cung tiền đảm bảo khả năng thanh toán thì các ngân hàng lấy đâu tiền mà cho vay ?

Hệ thống hóa và thể chế hóa cơ chế phối hợp giữa NHNN Việt Nam, Bộ Tài chính (UBCKNN), Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, các cơ quan QLNN trong công tác quản lý và giám sát dòng lưu chuyển vốn gián tiếp nước ngoài, vốn đầu tư trực tiếp, và các khoản vay. Việc phối hợp các chính sách cũng cần phải được xem xét ở cả mức độ vĩ mô và vi mô.

Trong điều kiện QLNN đối với TTCK bị chia xẻ đòi hỏi cấp thiết phải nâng cao vai trò, nhiệm vụ, quyền hạn của Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia để phối kết hợp tăng cường hiệu quả của QLNN đối với TTCK nói riêng và nền kinh tế nói chung.

### ***3.3.4.2. Hoàn thiện chính sách phát triển TTCK***

#### ***a. Chính sách phát triển thị trường trái phiếu***

Là một công cụ hữu hiệu của Chính phủ trong việc huy động vốn cho ngân sách nhà nước và cho đầu tư phát triển, từ năm 1991- 2008 thị trường TPCP đã được huy động trên 300.000 tỷ đồng và hàng trăm triệu USD. Tổng số vốn TPCP cho năm 2010 là 56.000 tỷ đồng; trong đó, các dự án ngành giao thông vận tải 28.000 tỷ đồng; thủy lợi 13.600 tỷ đồng; y tế 5.600 tỷ đồng; di dân tái định cư thủy điện Sơn La 1.500 tỷ đồng; giáo dục 6.500 tỷ đồng. Nhu cầu vốn TPCP cho giai đoạn 2003 - 2010 và một số năm sau là hơn 385.000 tỷ đồng, theo chương trình của Chính phủ.

Thị trường này đã trở thành một công cụ quan trọng trong việc điều hành chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ quốc gia. Để phát triển và tiến tới hoàn thiện thị trường TPCP, hướng tới phát triển một thị trường chuyên nghiệp, cần tập trung xử lý các vấn đề:

*Thứ nhất*, sửa đổi bổ sung và hướng tới hoàn thiện khuôn khổ pháp lý trong lĩnh vực huy động vốn, đồng thời Chính phủ cần tập trung điều hành đảm bảo ổn

định kinh tế vĩ mô tạo được niềm tin cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước vào xu hướng phát triển vững chắc của nền kinh tế.

*Thứ hai*, tiếp tục tập trung xây dựng, đổi mới, nâng cấp các cơ sở hạ tầng, khuôn khổ pháp lý, phương thức quản lý... tạo điều kiện cho việc phát triển hoạt động của thị trường trái phiếu.

Sửa đổi, bổ sung các quy định pháp lý thị trường TPCP theo hướng: đối tượng tham gia giao dịch TPCP gồm các thành viên của HNX bao gồm cả thành viên chính (nghịệp vụ tự doanh, môi giới) và các thành viên phụ - các tổ chức tài chính khác (nghịệp vụ tự doanh). UBCK trên cơ sở quy định của Bộ Tài chính sẽ ban hành quy chế giao dịch trái phiếu cụ thể theo các đối tượng (thành viên chính, thành viên phụ) và các hình thức giao dịch (Repo; DVP).

Xây dựng khuôn khổ pháp lý đối với hệ thống PDs, CRA, lựa chọn các thành viên thị trường TPCP có những đóng góp, ảnh hưởng và tích cực tham gia trên thị trường đóng vai trò là các PDs. Ngoài ra, cần mở rộng đối tượng tham gia vào thị trường đấu thầu TPCP qua HNX, đặc biệt là các tổng công ty, các DN nhà nước có tiềm lực về vốn.

*Thứ ba*, về lâu dài, khi điều kiện cho phép sẽ kết hợp hai hình thức đấu thầu và bảo lãnh thành một hình thức đấu thầu chọn nhà bảo lãnh phát hành và tập trung nghiệp vụ đấu thầu TPCP (bao gồm cả tín phiếu và trái phiếu) về một đầu mối.

*Thứ tư*, cải tiến cơ chế xác định lãi suất trái phiếu, từng bước thực hiện lộ trình tự do hoá lãi suất; bảo đảm các điều kiện để lãi suất TPCP được hình thành theo quan hệ cung - cầu vốn trên thị trường; tiến tới bãi bỏ cơ chế lãi suất trần trong các đợt đấu thầu và bảo lãnh phát hành TPCP, xây dựng đường cong lãi suất TPCP chuẩn để thị trường tham chiếu.

*Thứ năm*, cần tập trung phát hành TPCP theo lô lớn để tiến tới giảm thiểu số loại TPCP đang lưu hành trên thị trường, nghiên cứu, áp dụng khi điều kiện cho phép đối với việc mua lại TPCP, Repo.

*Thứ sáu*, ứng dụng công nghệ thông tin vào việc phát hành, quản lý và thanh toán TPCP, nghiên cứu và phát triển việc phát hành TPCP phi vật chất thay thế cho hình thức chứng chỉ (vật chất).

*Thứ bảy*, việc phát triển thị trường giao dịch TPCP theo hướng chuyên biệt là cần thiết trong giai đoạn hiện nay.

Duy trì đều đặn các đợt phát hành TPCP; dành ưu tiên phát hành các loại trung hạn và dài hạn. Hạn chế việc phát hành trái phiếu để bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước, định kỳ công bố công khai lịch biểu phát hành TPCP ...

Trong đó, một số giải pháp cần tập trung là: xây dựng chiến lược phát triển cụ thể cho thị trường trái phiếu Việt Nam ở cả thị trường sơ cấp, thị trường thứ cấp đối với cả TPCP và trái phiếu DN. Trên cơ sở đó, xác định rõ vai trò, trách nhiệm của các chủ thể tham gia trên thị trường, đặc biệt là của Hiệp hội Thị trường trái phiếu để có các chính sách quản lý, giám sát, hỗ trợ, tạo điều kiện cho các chủ thể này hoàn thành tốt vai trò và trách nhiệm của mình.

Để đạt mục tiêu phát hành TPCP, cần sớm lên kế hoạch cho việc phát hành theo từng kênh, khối lượng, kỳ hạn; công bố công khai kế hoạch phát hành hàng năm, hàng quý, hàng tháng cụ thể cho từng loại kỳ hạn, khối lượng trái phiếu dự kiến huy động để các thành viên có căn cứ tính toán và lên phương án đầu tư; cần duy trì đều đặn các đợt bảo lãnh, đấu thầu TPCP.

Về dài hạn, để tăng tính hấp dẫn của thị trường trái phiếu, cần tăng cường phát hành trái phiếu theo lô lớn và thực hiện tái cơ cấu số lượng các loại trái phiếu đã phát hành theo hướng giảm số lượng lô trái phiếu và tăng quy mô từng lô để tạo thuận lợi cho giao dịch trên thị trường thứ cấp và tăng tính thanh khoản cho trái phiếu. Nghiệp vụ này chỉ có thể triển khai nếu có quy định pháp lý cụ thể để mua lại trái phiếu (đấu thầu ngược và mua trực tiếp), chuyển đổi trái phiếu.

Bên cạnh đó, cần đẩy mạnh việc phát hành trái phiếu DN để huy động vốn thay cho việc vay vốn từ ngân hàng, nhằm đáp ứng kịp thời nguồn vốn cho đầu tư phát triển của DN và giảm thiểu rủi ro cho các hoạt động tín dụng của ngân hàng...

Khi TPCP được chuẩn hóa về kỳ hạn (và đa dạng hóa các loại kỳ hạn), lãi suất, điều khoản trái phiếu và được phát hành đều đặn theo cơ chế thống nhất, lịch biểu rõ ràng, cùng với việc quản lý và bóc tách được giao dịch mua bán lại (giao dịch repo) với giao dịch mua đứt bán đoạn thì khả năng thị trường trái phiếu Việt Nam có thể xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn, làm cơ sở cho việc phát hành/giao dịch trái phiếu DN, cổ phiếu và các công cụ phái sinh khác.

Với định hướng ưu tiên cho thị trường trái phiếu, chức năng là kênh huy động vốn chủ lực, Chính phủ nên xem xét một số giải pháp kích cầu. Bởi vì, thị trường trái phiếu khá nhạy cảm đối với các ưu đãi thuế, các chính sách thuế trực thu sẽ tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư, cả tổ chức và cá nhân, qua đó tác động đến cầu về trái phiếu; chính sách thuế cũng có tác động đến quyết định lựa chọn hình thức huy động vốn của DN, tức là lựa chọn các nguồn vốn để kinh doanh, qua đó tác động đến cung trái phiếu.

Theo Luật Thuế thu nhập cá nhân, thu nhập từ lãi TPCP không phải chịu thuế, nhưng đối với thu nhập từ chuyển nhượng trái phiếu khác thì phải chịu 20% trên chênh lệch giữa giá bán và giá mua hoặc 0,1% trên giá trị bán. Đối với trái phiếu DN, đây là một nội dung cần cân nhắc, vì tiền gửi tiết kiệm không bị đánh thuế, không khuyến khích họ mua trái phiếu DN. Bên cạnh đó, một số quy định về phí và lệ phí khi phát hành trái phiếu DN đã hết hiệu lực và được nhận xét là quá cao nên không khuyến khích DN lựa chọn hình thức phát hành trái phiếu.

Một vấn đề khác là cần khuyến khích nguồn cầu từ các tổ chức. Hiện nay, Bảo hiểm xã hội Việt Nam được phép mua trái phiếu, tín phiếu, công trái của Nhà nước, của ngân hàng thương mại quốc doanh; chưa được phép mua trái phiếu DN. Điều này cho thấy, để đảm bảo an toàn cho quỹ bảo hiểm thì pháp luật còn rất thận trọng trong việc cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam đầu tư vào trái phiếu DN. Cần nói lỏng quy định này với một số tiêu chí cụ thể để tăng thêm sức cầu cho trái phiếu DN.

Ngoài ra, theo Nghị định 199/2004/NĐ-CP, các công ty nhà nước này ngoài việc được mua trái phiếu để hưởng lãi, còn được góp vốn thành lập công ty khác. Điều này dẫn tới việc thành lập công ty con và đầu tư tài chính kém hiệu quả. Nếu việc hạn chế việc mua cổ phần hiệu quả, công ty nhà nước có thể sẽ quan tâm hơn đến đầu tư trái phiếu, qua đó sẽ kích cầu trái phiếu trên thị trường. Việc rà soát và hoàn thiện các quy định theo hướng nói lỏng hạn mức đầu tư vào thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu DN sẽ góp phần tăng cường và đa dạng hóa các nhà đầu tư, mà không làm nguy hại đến mục tiêu quản lý và giám sát thận trọng đối với toàn bộ thị trường tài chính.

### ***b. Chính sách phát triển thị trường cổ phiếu***

Đẩy mạnh CPH để đảm bảo chương trình cải cách, đổi mới DN, tạo hàng chất lượng cao cho TTCK và thu hút vốn đầu tư. Tuy nhiên, do sức cầu và giá cả cổ phiếu hiện đang thấp nên cần hạn chế đưa ra đấu giá, chuyển sang áp dụng theo phương thức thỏa thuận cho đối tác chiến lược, hoặc đấu giá giữa các đối tác chiến lược đồng thời giảm bớt tỷ lệ bán ra bên ngoài. Như vậy, một mặt chuyển đổi được hình thức sở hữu, từ đó góp phần quản trị công ty, mặt khác không gây thiệt hại cho nhà nước, đồng thời thu hút được đầu tư trực tiếp nước ngoài (góp vốn mua cổ phần được coi là đầu tư trực tiếp phải nắm giữ 2 – 3 năm). Xem xét trình Chính phủ giao Bộ Tài chính chủ trì sửa đổi Nghị định 109/CP về việc bán thỏa thuận cho đối tác chiến lược nước ngoài trước khi đấu giá cổ phần, bỏ việc lấy giá đấu giá làm cơ sở cho giá thỏa thuận.

CPH vẫn là những vướng mắc cơ bản muôn thuở. Nếu Bộ Tài chính có phương án xử lý tài chính, xác định giá trị sở hữu đất đai, giá trị thương hiệu, mua bán cổ phần cho cổ đông chiến lược, giải quyết chế độ cho người lao động... sẽ được rà soát và phải giải quyết ngay trong đầu năm 2010. Khi những vướng mắc được tháo gỡ, việc chuyển đổi mô hình hoạt động của DN sẽ nhanh hơn.

Để kích cầu đầu tư trên TTCK, trước mắt cần giãn đánh thuế đối với chuyển nhượng CK và các khoản thuế khấu trừ thuế đối với cổ tức khi DN phát hành cổ phiếu trả cổ tức, cổ phiếu thưởng (không nên đánh thuế đối với cổ phiếu thưởng cho cổ đông vì đó là vấn đề tái đầu tư).

Xử lý cầu ĐTNN: UBCKNN trình Chính phủ ban hành Quyết định sửa đổi Quyết định 238/2005/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của nhà ĐTNN vào TTCK. Trong đó thống nhất áp dụng tỷ lệ 49% với cả CK niêm yết và công ty đại chúng. Trường hợp có phân loại ngành nghề thì mức sở hữu có thể cao hơn tùy theo ngành nghề. Bên cạnh đó, cần nghiên cứu tháo gỡ các thủ tục hành chính (ví dụ như tháo gỡ quy định các ngân hàng nước ngoài mua cổ phiếu các ngân hàng thương mại chưa niêm yết phải xin phép NHNN) để tạo ra sức cầu đối với khối các ngân hàng, từ đó tác động chung đến tâm lý thị trường.

- Tăng quy mô và tiềm lực vốn, công nghệ cho hệ thống ngân hàng thương mại (nâng cao khả năng tài chính cho các ngân hàng và tăng thêm luồng vốn ngoại tệ)

trên cơ sở tăng tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN vào các ngân hàng thương mại thông qua việc cho phép ngân hàng bán cổ phần cho ngân hàng nước ngoài với tỷ lệ dưới 5% không phải xin phép NHNN, đồng thời nới tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các ngân hàng lên trên 30% để tăng tính hấp dẫn khi luồng vốn đầu tư đang giảm sút.

- Trong trường hợp TTCK suy giảm mạnh và kéo dài, Chính phủ cần chỉ đạo SCIC mua vào hỗ trợ cổ phiếu ngành tài chính như ngân hàng, bảo hiểm... từ nguồn vốn thu được do chênh lệch giá trong quá trình đấu giá CPH trước đây nhằm góp phần ổn định thị trường và kích cầu đầu tư. Nghiên cứu xem xét thành lập Quỹ bình ổn thị trường với sự tham gia của Nhà nước và các thành viên thị trường: một phần từ vốn nhà nước, một phần từ các tổ chức tài chính và ngân hàng lớn trong nước, một phần nhỏ từ các tổ chức nước ngoài để tạo thành một gói tài chính đủ mạnh để hỗ trợ thị trường vào thời điểm TTCK xuống thấp nhất và bắt đầu có dấu hiệu hồi phục để kích cầu tạo ra sự hồi phục bền vững cho TTCK. Bên cạnh đó cũng cần nghiên cứu việc thành lập Quỹ đầu tư theo chỉ số (lựa chọn một số công ty có thị phần lớn), triển khai mua vào khi thị trường thấp và giá cổ phiếu hấp dẫn, kết hợp với hành động mua vào của các tổ chức lớn. Khi đó sự can thiệp của Quỹ này sẽ tạo ra sự phục hồi bền vững hơn cho thị trường. Khi TTCK đã hồi phục hơn thì sẽ bán ra thanh lý quỹ hoặc nhà nước chuyển nhượng lại cổ phần cho khu vực tư nhân.

- Tăng cường vai trò của Hiệp hội KDCK, Hiệp kiểm toán viên hành nghề, Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính, Câu lạc bộ CTNY, Câu lạc bộ CTQLQ trong một số nhiệm vụ như nâng cao đạo đức nghề nghiệp của các thành viên, giám sát chất lượng công bố thông tin, tăng cường công tác tuyên truyền thông tin cho các thành viên để ổn định tâm lý, củng cố niềm tin cho các nhà đầu tư.

- Tăng cường thanh tra, giám sát và cưỡng chế thực thi các hành vi vi phạm thị trường, đặc biệt là các vi phạm về chào bán CK ra công chúng; vi phạm về công bố thông tin và vi phạm liên quan đến giao dịch thao túng thị trường. Tổ chức tốt công tác tuyên truyền hạn chế thấp nhất ảnh hưởng tâm lý về vấn đề tỷ giá, CK.

Xử lý cung cầu phải từ hai phía. có 2 luồng cung lớn là đấu giá cổ phần và chào bán của các công ty đại chúng. Theo thống kê của UBCKNN thì khối lượng chào bán khá lớn. Rõ ràng đưa nhiều hàng tốt hơn ra thị trường là chủ trương đúng nhưng phải tính đến điều kiện thị trường. Nhà đầu tư không chỉ là người đặt mua mà

còn là người đang nắm giữ cổ phiếu giao dịch. Để phát triển thị trường giao dịch, ngành sẽ thực hiện việc chuyển đổi mô hình tổ chức sàn GDCK, SGDK nhằm đảm bảo quyền chủ động tổ chức, quản lý và giám sát các hoạt động của các tổ chức này; nghiên cứu triển khai thị trường GDCK phái sinh; kết nối GDCK với các sàn GDCK trong khu vực và quốc tế.

Bên cạnh đó, nhóm giải pháp phát triển nhà đầu tư cần được chú trọng với việc khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, nâng cao hiểu biết của công chúng về các hình thức đầu tư đa dạng, không hạn chế tỷ lệ nắm giữ CK niêm yết của các nhà ĐTNN (trừ một số lĩnh vực), nâng cao lòng tin của nhà đầu tư đối với TTCK; nâng cao chất lượng tuyên truyền, đào tạo cho nhà đầu tư về TTCK; nâng cao trình độ quản trị công ty, ban hành bộ quy tắc về quản trị công ty. Ngoài ra, việc phát triển về số lượng, mở rộng phạm vi và nâng cao chất lượng dịch vụ của các CTCK, CTQLQ cũng sẽ được tăng cường, đồng thời với việc nâng cao chất lượng người hành nghề CK và đưa vào vận hành TTLKCK độc lập.

### ***c. Chính sách ổn định TTCK***

Cùng với chính sách phát triển thị trường cần có chính sách ổn định thị trường, phải kết hợp kiểm soát của NHNN là hợp lý để phòng rủi ro. Tuy nhiên, khi tình hình thị trường cầu quá yếu trong khi mất cân đối cung cầu quá lớn thì cũng nên cân nhắc cả mục tiêu duy trì sự ổn định của TTCK để điều hành chính sách ngân hàng phù hợp hơn. Nếu tình hình tiếp tục diễn biến xấu thì nên dần lộ trình áp dụng hạn mức cho vay của ngân hàng. Ngoài ra, cũng nên phân loại ngân hàng để có biện pháp xử lý theo "sức khỏe" của từng ngân hàng. Trong trường hợp xấu nhất, ngân hàng cũng nên có biện pháp hỗ trợ TTCK.

Tăng cường quản lý hàng hóa cho TTCK gồm: triển khai việc đăng ký lưu ký tập trung của các công ty đại chúng; Bộ Tài chính phối hợp cùng NHNN để hoàn thiện quy trình trong việc chào bán CK ra công chúng của các tổ chức bảo hiểm, ngân hàng thương mại; nghiên cứu đề trình Thủ tướng Chính phủ về định giá DN theo phương thức "book building price" và cơ chế đàm phán, chào bán thỏa thuận cho các đối tác chiến lược khi thực hiện IPO cổ phiếu của DN CPH.

Giải pháp mua vào cổ phiếu của SCIC chỉ có hiệu quả trong ngắn hạn (biện pháp chỉ mang tính giải cứu nhất thời, hay nói cách khác là chỉ "giải quyết nóng" tình

hình), còn về lâu dài thì không còn tác dụng. Về lâu dài phải có biện pháp nuôi dưỡng thị trường thông qua việc phát triển mạnh số lượng nhà đầu tư và lượng vốn hóa trên thị trường. Thị trường hiện nay của ta quá nhỏ, quá yếu nên không đủ sức chịu đựng các cơn biến động và quá nhạy cảm với các chính sách.

#### ***d. Ban hành công cụ cảnh báo và phòng ngừa rủi ro cho TTCK***

Thị trường mở ra muôn vàn cơ hội tìm kiếm lợi nhuận nhưng cũng đầy chạm bẫy rủi ro bởi vậy cùng với chính sách phát triển, ổn định thị trường cần ban hành các công cụ cảnh báo và phòng ngừa rủi ro cho các chủ thể hoạt động trên thị trường.

Để vận hành, quản lý TTCK có hiệu quả và bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư, các SGDCK đều sử dụng các công cụ như: cảnh báo, đưa CK vào diện kiểm soát và ngừng giao dịch.

Chính phủ, UBCKNN cùng với Bộ Tài Chính, các cơ quan quản lý cần phải tiến hành xây dựng môi trường pháp lý điều hành và giám sát hoạt động của lĩnh vực này; đẩy mạnh công tác nghiên cứu ứng dụng các mô hình tổ chức sàn giao dịch quyền chọn của nước ngoài vào Việt Nam cho phù hợp với tình hình hiện tại. Tuyên truyền, phổ biến và đào tạo về quyền chọn CK nhằm nâng cao kiến thức và sự hiểu biết cho công chúng. Với việc TTCK điều chỉnh giảm như thời gian vừa qua, nhiều nhà đầu tư và CTCK cho rằng, cần phải có những công cụ phòng ngừa rủi ro, giúp thị trường phát triển. Bên cạnh bảo hiểm CK, giao dịch ký quỹ, hợp đồng tương lai, quyền chọn và mua - bán khống... cũng là những nghiệp vụ quan trọng cần sớm triển khai để thị trường luôn sôi động ngay cả trong giai đoạn điều chỉnh giảm. Nhất là CK phái sinh là những công cụ được phát hành trên cơ sở những công cụ đã có như cổ phiếu, trái phiếu, nhằm nhiều mục tiêu khác nhau như phân tán rủi ro, bảo vệ lợi nhuận hoặc tạo lợi nhuận. Các công cụ phái sinh rất phong phú và đa dạng, nhưng có bốn công cụ chính là hợp đồng kỳ hạn (forwards), hợp đồng tương lai (futures), quyền chọn mua hoặc bán (options) và hợp đồng hoán đổi (swaps).

Kinh nghiệm từ các nước trên thế giới, mỗi TTCK luôn có những giai đoạn bùng nổ và suy thoái đan xen. Với mỗi giai đoạn như vậy, cơ hội kiếm lời trên thị trường với tỷ suất cao là rất lớn, nhưng rủi ro cũng không hề nhỏ. Trong bối cảnh CK sụt giảm thời gian qua, nhiều CTCK đối mặt với tình trạng làm ăn thua lỗ đã phải tung ra nhiều “chiêu thức” để thu hút khách hàng: khuyến mại, giảm phí giao



dịch, phát hành bản tin miễn phí... Tuy nhiên, chưa có công ty nào đưa ra những lời khuyên hữu ích, cảnh báo đầu tư với những mã CK mà khách hàng đang tiến hành giao dịch như CTCK Artex. Nhà đầu tư sẽ nhận được những cảnh báo rủi ro, thông tin phân tích từng mã CK đang tiến hành giao dịch không phải qua phương tiện truyền thông mà chính từ CTCK; đây được coi là một hình thức hoàn toàn mới xuất hiện tại Việt Nam. Vì vậy, Artex có thể coi là đơn vị tiên phong trong việc đưa ra hình thức hỗ trợ thiết thực nhất với nhà đầu tư trong bối cảnh CK vẫn đang còn diễn biến rất “thất thường” hiện nay.

Cuối cùng nhà đầu tư có thể áp dụng quản trị rủi ro trong ĐTCK. Với quy trình quản lý rủi ro gồm 5 bước sau:

***Bước 1: Nhận dạng rủi ro***

Đây là bước đầu tiên nhằm tìm hiểu cặn kẽ về bản chất của rủi ro. Cách đơn giản và trực tiếp nhất là liệt kê từng nhân tố và các biến cố có thể gây ra rủi ro. Cách làm rõ bản chất của rủi ro là:

- Thứ nhất: nhận dạng những tác nhân kinh tế có thể gây ra rủi ro, ví dụ yếu tố lãi suất, lạm phát, tỷ giá hối đoái, tăng trưởng kinh tế.

- Thứ hai: tìm hiểu xem chiều hướng có thể gây ra rủi ro, ví dụ việc NHNN tăng lãi sẽ suất tác động đến giá cả CK như thế nào?

- Thứ ba: kiểm tra lại xem biểu hiện rủi ro đang phân tích có phụ thuộc vào biến cố nào khác hay không, chẳng hạn công ty có biểu hiện rủi ro trong trường hợp không được tín nhiệm của khách hàng...

***Bước 2: Ước tính, định lượng rủi ro***

Bước này sẽ đo lường mức độ phản ứng của công ty đối với các nguồn gốc rủi ro đã xác định ở trên. Cụ thể, dùng một phương pháp giả định nếu có nhân tố rủi ro thì công ty được gì và mất gì.

***Bước 3: Đánh giá tác động của rủi ro***

Để đánh giá rủi ro người ta thường làm bài toán chi phí và lợi ích. Đôi khi, việc quản lý rủi ro tiêu tốn nhiều nguồn lực của công ty như tiền bạc và thời gian, do đó cần phải cân nhắc xem liệu việc quản lý rủi ro như vậy có thực sự đem lại lợi ích lớn hơn chi phí bỏ ra để thực hiện nó hay không.

***Bước 4: Đánh giá năng lực của người thực hiện chương trình bảo hiểm rủi ro***

Để quản lý rủi ro có hai chiến lược:

- Thứ nhất: dựa vào một tổ chức tài chính chuyên nghiệp, thuê họ thiết kế một giải pháp quản lý rủi ro cụ thể, thích hợp với chiến lược quản lý của công ty.
- Thứ hai: tự công ty đứng ra thực hiện phòng chống rủi ro bằng cách sử dụng các công cụ CK phái sinh như chứng quyền, chứng khế, quyền chọn, hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai... đồng thời xây dựng một đội ngũ nhân viên của công ty có khả năng lập và thực hiện hàng rào chống rủi ro. Vấn đề này đòi hỏi nhân viên công ty vừa phải thiết kế đúng lại vừa phải thực hiện tốt chương trình phòng chống rủi ro bởi quản lý rủi ro cần phải được theo dõi thường xuyên và điều chỉnh kịp thời với sự biến đổi của thời gian.

***Bước 5: Lựa chọn công cụ và quản lý rủi ro thích hợp***

Đây là bước mấu chốt cuối cùng trong việc xây dựng chiến lược quản lý rủi ro. Trong bước này nhà quản lý phải chọn một giải pháp cụ thể. Chẳng hạn, đối với các công cụ trên thị trường hối đoái, người ta có thể sử dụng hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn, swap... làm công cụ phòng chống rủi ro, công cụ này có ưu điểm là có tính thanh khoản cao và có hiệu quả về giá. Tuy nhiên, công cụ này không linh động, không khắc phục được rủi ro cố hữu mà chi phí theo dõi lại khá tốn kém.

**3.3.5. Tăng cường thanh tra, giám sát đối với TTCK**

***3.3.5.1 Hoàn thiện cơ sở pháp lý cho hoạt động thanh tra giám sát***

Thanh tra giám sát là chức năng quan trọng của QLNN đối với TTCK và cũng là khâu còn nhiều bất cập trong thời gian vừa qua. Bởi vậy cần phải tăng cường quản lý, giám sát hoạt động của TTCK; khẩn trương ban hành đồng bộ các văn bản hướng dẫn thi hành Luật CK về các biện pháp quản lý, giám sát thị trường; bảo đảm cho TTCK phát triển nhanh, lành mạnh và bền vững, thực sự là kênh huy động vốn quan trọng cho đầu tư phát triển nền kinh tế quốc dân.

Cơ sở pháp lý cho hoạt động thanh tra, giám sát đối với TTCK đã được thể hiện trong qui định về chức năng nhiệm vụ của UBCKNN khi thành lập: “UBCKNN là tổ chức thuộc Bộ Tài chính, chịu trách nhiệm trước Bộ trưởng Bộ Tài chính, thực hiện chức năng QLNN về CK & TTCK; trực tiếp quản lý, giám sát hoạt

động CK & TTCK; quản lý các hoạt động dịch vụ công thuộc lĩnh vực CK & TTCK theo quy định của pháp luật” và được qui định cụ thể trong các văn bản pháp qui.

Để thanh tra giám sát có cơ sở và hiệu quả cần các tiêu chí để giám sát trình Bộ Tài chính và Chính phủ phê duyệt, ban hành; xây dựng khung pháp lý hoạt động của thị trường của các công ty đại chúng chưa niêm yết; quy chế tổ chức hoạt động của quỹ đầu tư dạng mở; quy chế tổ chức và hoạt động của công ty ĐTCK phát hành riêng lẻ. Đồng thời cũng nghiên cứu đưa vào áp dụng các quy định về chào mua công khai, giao dịch ký quỹ, repo, mở nhiều tài khoản GDCK, mua bán CK trong cùng phiên giao dịch, xây dựng quy định về quản trị công ty và quy trình kiểm soát nội bộ CTCK, CTQLQ; triển khai việc quản lý tiền GDCK của nhà đầu tư tại ngân hàng thương mại; tăng cường quản lý, giám sát các định chế trung gian, các văn phòng đại diện tổ chức nước ngoài tại Việt Nam.

### ***3.3.5.2 Hoàn thiện tổ chức bộ máy thanh tra giám sát***

Kinh nghiệm tổ chức hệ thống giám sát của Trung Quốc sau 3 lần sửa đổi là thành lập hệ thống giám sát được tổ chức theo ngành dọc; quản lý thống nhất từ trung ương đến tỉnh-châu huyện-xã; nhằm đảm bảo thực thi pháp luật thống nhất trong cả nước; các cấp chính quyền địa phương thực hiện chức năng giám sát.

Về mô hình hiện nay gồm: Tổng cục Quản lý Hành chính công thương (HCCT) trực thuộc Quốc vụ viện (Chính phủ) thống nhất quản lý lực lượng quản lý HCCT trong cả nước. Cục Quản lý HCCT tỉnh trực thuộc Tổng cục Quản lý HCCT trung ương; Cục quản lý HCCT châu hoặc thành phố thuộc tỉnh, trực thuộc Cục Quản lý HCCT tỉnh; Cục Quản lý HCCT huyện trực thuộc Cục Quản lý HCCT châu hoặc thành phố thuộc tỉnh; Đội Quản lý HCCT xã trực thuộc Cục Quản lý HCCT huyện.

Về lâu dài Việt Nam cần tách bộ phận giám sát thành hệ thống độc lập bởi vậy phải có phương án ngay từ thời điểm này để chuẩn bị.

### ***3.3.5.3 Hoàn thiện nội dung thanh tra giám sát***

TTCK là lĩnh vực có phạm vi rộng, nhiều rủi ro đòi hỏi phải giám sát toàn diện các khâu, các mặt hoạt động của các chủ thể trên thị trường: từ các DN niêm yết, các thể chế trung gian và cả hoạt động của các cơ quan có liên quan như tài chính, ngân hàng và cả quỹ ĐTNN vào Việt Nam.

Các đối tượng kinh doanh trước khi tham gia thị trường phải qua khâu chuẩn nhập thị trường. Nếu phù hợp mới cho gia nhập thị trường.

+ Các đối tượng kinh doanh, đối tượng đầu tư phải thực hiện đăng ký kinh doanh, đăng ký DN, duyệt phương án đầu tư theo đúng quy định pháp luật. Lực lượng quản lý thực hiện việc điều tra, nắm chắc đối tượng trước khi họ xin tham gia thị trường; tập huấn về pháp luật, thẩm định tư cách của người muốn tham gia thị trường, đủ điều kiện thì cấp giấy đăng ký kinh doanh.

+ Các DN khi tham gia thị trường phải công bố chất lượng, nhãn hiệu đối với hàng hóa của mình trước khi đưa vào lưu thông. DN cam kết chỉ đưa ra thị trường những hàng hóa - dịch vụ đã được công bố chất lượng, đảm bảo uy tín.

+ Cơ quan quản lý giám sát việc thực hiện chế độ đăng bạ, thông báo rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng để nhà đầu tư biết. Kết hợp chặt chẽ giữa tuyên truyền giáo dục với xử phạt hành chính thật nặng để răn đe, trừng trị kết hợp với phòng ngừa.

+ Ban hành đồng bộ cơ chế, luật pháp; thực hiện việc quảng bá tuyên truyền rộng rãi để người sản xuất, kinh doanh hiểu: tạo ra một phong trào quần chúng rộng rãi tự giác chấp hành pháp luật. Nếu vi phạm thì bị xã hội tẩy chay và bị cơ quan quản lý phát hiện thì phạt rất nặng.

+ Tăng cường giám sát trong hội nghề nghiệp;

+ Tăng cường vai trò giám sát của dư luận xã hội, nhiều việc nhờ công luận giám sát là chính. Lực lượng quản lý có điều kiện tập trung vào giám sát một số khâu quan trọng, thiết yếu.

+ Tăng cường giám sát việc chống giao dịch không công bằng: để tạo cho thị trường không ngừng phát triển với nhịp độ cao, phương thức là: hãy để cho thị trường bung ra đã rồi mới thiết lập trật tự; sau đó lại để cho thị trường bung ra rồi lại thiết lập trật tự. Cứ như vậy thị trường ngày càng mở rộng, phong phú và trật tự kỷ cương vòng sau cao hơn vòng trước.

Triển khai các đoàn thanh tra các CTCK mà trong thời gian vừa qua có các dư luận phản ánh của nhà đầu tư về các hoạt động không công bằng trong việc đặt lệnh giao dịch của khách hàng và phản ánh về sự chậm trễ hoặc cố tình chậm trễ lưu ký cổ

phiếu của một số công ty đưa lên sàn để giao dịch. Nếu phát hiện vi phạm, UBCK sẽ xử lý theo các quy định xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK.

Triển khai thực hiện việc đăng ký lại các văn phòng đại diện các quỹ ĐTNN hoạt động tại Việt Nam. Các văn phòng này trước đây hoạt động thông qua giấy phép của Bộ Thương mại. Đây là đối tượng hiện UBCK không giám sát được. Trên tinh thần của Luật CK, UBCK nên yêu cầu các văn phòng CTQLQ đang hoạt động tại Việt Nam đăng ký lại với UBCK. Đồng thời UBCK đề nghị các tài khoản uỷ thác, uỷ quyền cho các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam bắt buộc phải công bố và báo cáo cho UBCK về việc uỷ quyền đầu tư cho các tài khoản nước ngoài, đặc biệt là các quỹ lập ở nước ngoài uỷ thác cho cá nhân đầu tư tại Việt Nam.

#### ***3.3.5.4 Cần phân công và phối hợp trong hoạt động thanh tra giám sát TTCK***

Phân công giám sát giữa UBCKNN với các cơ quan khác để sử dụng các biện pháp tổng hợp, bao gồm cả các biện pháp kinh tế và phi kinh tế nhằm bảo đảm an ninh tài chính trên TTCK, chống lạm phát, đẩy mạnh ĐTNN, tăng cường thực hiện chức năng giám đốc bằng đồng tiền của các cơ quan tài chính, ngân hàng đối với các hoạt động của các CTCK, các nhà đầu tư, sàn giao dịch và các hoạt động khác của TTCK, thị trường vàng, đá quý, USD, tín dụng và thị trường bất động sản...

Có như vậy mới tạo được những tiền đề để sớm ổn định TTCK, hạn chế được sự tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới và đưa TTCK nước ta tiếp tục phát triển ổn định, góp phần giữ vững an ninh tài chính, an ninh kinh tế và an ninh quốc gia của đất nước.

#### ***3.3.5.5 Cần trang bị công cụ và phương tiện cho hoạt động thanh tra giám sát TTCK***

Giám sát TTCK là giám sát chuyên ngành mang tính đặc thù, cần có phương tiện và thiết bị mới thực hiện có kết quả. Để nâng cao hiệu quả quản lý, cần triển khai nâng cấp phần mềm giám sát nhằm tạo lập cơ sở dữ liệu một cách thống nhất và tập trung, khắc phục tình trạng bất cập do thiếu cơ sở dữ liệu như hiện nay. Các phần mềm giúp chuẩn hoá thông tin đầu vào (các báo cáo tài chính; công bố thông tin định kỳ, bất thường, theo yêu cầu), nhằm giảm thời gian xử lý báo cáo và từ đó giảm thời gian công bố thông tin. Phần mềm này cần được triển khai đến CTNY và

áp dụng cho cả CTCK thành viên. Việc thống kê số liệu, tình hình vi phạm cũng như xây dựng các cảnh báo cũng vì thế sẽ dễ dàng hơn. Với việc triển khai này, các giao dịch không hợp pháp sẽ được phát hiện đầy đủ.

Đẩy mạnh đầu tư trang thiết bị, đồng bộ hóa giải pháp công nghệ thông tin, bao gồm: hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát, hệ thống công bố và phân phối thông tin, hệ thống lưu ký, hệ thống thanh toán và bù trừ, hệ thống đăng ký... Các hệ thống phải được xây dựng và thiết kế hiện đại, tiên tiến và theo tiêu chuẩn quốc tế.

Xây dựng hạ tầng Trung tâm cơ sở dữ liệu xử lý chính (Data Center) theo tiêu chuẩn quốc tế, có khả năng an toàn cao về điều kiện hoạt động của hệ thống tin học, chống cháy nổ... Xây dựng một Trung tâm cơ sở dữ liệu dự phòng (DR Center) cho hệ thống chính, bảo đảm an toàn dữ liệu và vận hành liên tục của hệ thống trong trường hợp xảy ra thảm họa.

TTLKCK theo dõi tài khoản phụ cũng sẽ giúp phát hiện vi phạm trong giao dịch. UBCKNN cần tăng cường hơn nữa công tác quản lý, giám sát hoạt động thị trường, bằng việc đẩy mạnh thực hiện công tác giám sát, thanh tra, xử lý một số thành viên thị trường và cá nhân vi phạm, thực hiện công tác thanh tra định kỳ và bất thường đối với các SGDCK, TTLKCK. Bên cạnh đó còn tăng cường kết hợp giám sát giữa các đơn vị thuộc UBCKNN, các SGDCK, TTLKCK cũng như tăng cường phân cấp, uỷ quyền công tác giám sát, thanh tra thành viên đối với các thành viên.

UBCKNN làm việc với NHNN để có những giải pháp phối hợp trong việc giám sát các hoạt động liên quan đến cho vay ĐTCK, các hoạt động giao dịch kỳ hạn repo (mua bán lại) CK và các hoạt động liên quan đến cầm cố CK của ngân hàng thương mại, phối hợp giám sát dòng vốn nước ngoài chuyên về Việt Nam để ĐTCK và có biện pháp khi họ rút tiền ra khỏi Việt Nam.

### **3.3.6. Tăng cường cung cấp thông tin và xử phạt vi phạm**

#### **3.3.6.1. Xác định trách nhiệm công bố thông tin:**

Một trong những bất cập trong QLNN đối với TTCK là việc công bố thông tin thị trường ở tầm vĩ mô cũng như vi mô, bởi vậy cần tăng cường hoạt động này trong thời gian tới.

DN niêm yết và các chủ thể trên thị trường cần nhận thức về nghĩa vụ công bố thông tin và tuân thủ. Nhưng bên cạnh đó, họ cũng nên chủ động “tiếp thị thông tin”

đến nhóm nhà đầu tư hay nhà đầu cơ phù hợp với chiến lược đầu tư phát triển dài hạn của DN. Việc minh bạch thông tin giúp DN lựa chọn được nhà đầu tư đồng hành với mình trong phát triển sản xuất kinh doanh qua từng giai đoạn. Chọn người đồng hành là nhà đầu tư thì sẽ chọn chiến lược ổn định, chiến thuật thận trọng, ít biến động. Chọn đồng hành là nhà đầu cơ thì đi kèm sẽ là chiến lược chấp nhận nhiều rủi ro hơn, biến động mạnh hơn. Minh bạch thông tin, vì vậy vừa là nghĩa vụ, vừa là lợi ích của chính DN và các cơ quan trên thị trường.

### **3.3.6.2. Nội dung thông tin công bố**

Nội dung thông tin công bố phải bao gồm: thông tin vĩ mô; thông tin về DN; các thông tin của thị trường (trong và ngoài nước); hoạt động của cơ quan nhà nước và các thông tin khác.

*Thứ nhất* là thông tin vĩ mô ảnh hưởng đến TTCK. Ở thị trường Việt Nam, hiện nay vẫn thiếu các báo cáo từ cấp Chính phủ về kinh tế vĩ mô, chưa thấy có sự cập nhật và công bố các báo cáo định kỳ liên quan chặt chẽ đến TTCK. Ví dụ các báo cáo về chỉ số niềm tin, quy mô giao dịch của thị trường mở, thông tin về việc làm - thất nghiệp..., tất cả đều chưa được thống kê, ban hành kịp thời.

*Thứ hai* thông tin về tình hình "sức khỏe" của các về DN. Nhà đầu tư cần biết rõ các báo cáo tài chính, giao dịch của cổ đông lớn, giao dịch của nhà quản lý DN, các chiến lược và kế hoạch kinh doanh... Thế nhưng thời gian qua nhiều CTNY không đảm bảo hai vấn đề: thời hạn công bố thông tin và giao dịch nội bộ. Giao dịch cổ phiếu của người có liên quan đối với giới quản lý DN (vợ, con của tổng giám đốc, thành viên hội đồng quản trị) thường có tác động lớn đến diễn biến thị trường.

*Thứ ba*, việc công bố các thông tin của thị trường như giao dịch của nhà đầu tư trong và ngoài nước. Việc này các cơ quan quản lý đã thực hiện được, tuy hơi chậm nhưng đáng tin cậy. Lẽ ra các thông tin này phải công bố sớm hơn chứ không đợi đến cuối ngày mới công bố như hiện nay.

Hướng giải quyết vấn đề như sau:

*Thứ nhất* là quyền được tiếp cận thông tin của nhà đầu tư. Cơ quan thống kê, phân tích công bố các báo cáo không những cho Chính phủ mà còn cho thị trường. Thông tin được công bố có thể miễn phí, có thể phải mua, nhưng nhà đầu tư phải được quyền tiếp cận chúng.

*Thứ hai* là cải thiện cách chuyển tải thông tin để có thể đến thị trường nhanh nhất, không bị khúc xạ.

Thông tin vĩ mô bị rò rỉ nhiều trước khi ban hành chính thức. Mặt khác người ban hành chính sách thường có ý muốn định hướng thị trường. Mà càng muốn định hướng, thị trường càng mất niềm tin. Lấy ví dụ năm 2008, các cơ quan quản lý liên tục có những động tác thuyết phục, trấn an thị trường; các giới chức có thẩm quyền thường xuyên “nói tốt” cho thị trường, nhưng càng “nói tốt” thì thị trường càng xấu, nhà đầu tư hoài nghi, cổ phiếu rớt giá.

TTCK Việt Nam đã nhiều lần lâm vào tình trạng mất cân đối cung cầu: khi giá CK lên thì mua không được, ngược lại khi giá rớt thì chỉ toàn lệnh bán mà không có lệnh mua. Sở dĩ có hiện tượng này là do phần nhiều các nhà đầu tư Việt Nam chưa chuẩn bị kiến thức, bản lĩnh cũng như kinh nghiệm cần thiết để tham gia mua bán CK, mặt khác môi trường thông tin chưa thật sự đảm bảo cho thông tin đến với tất cả các nhà đầu tư cùng một lúc và chuẩn xác. Trong giai đoạn này, các nhà ĐTNN được xem là nhân tố dẫn dắt thị trường. Động thái mua vào hoặc bán ra của họ cũng sẽ làm cho giá CK tăng hoặc giảm theo. Cái mà họ quan tâm là diễn biến tình hình giao dịch ở các TTCK Mỹ, Anh, Nhật Bản... thế nào và sẽ có hành vi đầu tư tương tự. Thời gian gần đây, diễn biến của các chỉ số CK Việt Nam luôn cùng chiều với chỉ số của các thị trường trên. Vậy là cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã chuyển hướng tâm lý đầu tư của các nhà đầu tư Việt Nam: từ đầu tư theo nhà ĐTNN ở trong nước sang đầu tư theo các “nhà đầu tư ngoài nước”. Tâm lý này trở thành một rào cản không nhỏ cho các nỗ lực của Chính phủ nhằm vực dậy TTCK. Khi thị trường tài chính có biến động mạnh ở một hoặc nhiều nước phát triển, các TTCK toàn cầu có độ liên thông lớn hơn rất nhiều. Một khi diễn biến của tình hình giao dịch trên TTCK đã thoát khỏi sự tác động của các yếu tố nội tại mà đã chuyển sang phụ thuộc vào những yếu tố từ bên ngoài như các thông tin về diễn biến của cuộc khủng hoảng tài chính hay sự tăng, giảm của các chỉ số CK nước ngoài thì việc dự báo về tình hình thị trường cũng như đề xuất các giải pháp là hết sức khó khăn so với thời kỳ ổn định và Việt Nam cũng không nằm ngoài quy luật này.

*Thứ ba*, UBCK cần yêu cầu các CTNY đẩy nhanh công bố thông tin về hoạt động tài chính để giúp các nhà đầu tư có đầy đủ thông tin về hoạt động của TCNY



để có thể đưa ra giá mua bán cổ phiếu hợp lý. Đặc biệt, UBCK cần yêu cầu các CTNY công bố thông tin trong các trường hợp xuất hiện tin đồn, như về sự sáp nhập giữa các CTNY với nhau trên thị trường.

*Thứ tư*, UBCK cần đẩy mạnh công bố thông tin về CK & TTCK để giúp cho công chúng hiểu biết hơn về TTCK bởi đây là thị trường phức tạp. Hiện nay nhà đầu tư, đặc biệt các nhà đầu tư mới tham gia thị trường thường bị tác động bởi tâm lý đám đông, đổ xô đi mua cổ phiếu khi giá lên làm đẩy giá lên rất nhanh, hay khi có dấu hiệu cổ phiếu giảm giá thì bán tống bán tháo. Muốn nâng cao hiệu quả QLNN đối với TTCK, cơ quan QLNN cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống chính sách, luật pháp tạo sân chơi bình đẳng đối với tất cả các nhà ĐTCK trong và ngoài nước; khắc phục tình trạng mất cân đối cung cầu trên TTCK bằng các dự báo có cơ sở thực tế trên các góc độ thông tin thị trường trong nước, trong quan hệ với TTCK quốc tế, nhất là các TTCK có tính nhạy cảm cao như Mỹ, thị trường dầu mỏ ở Trung Đông và thị trường vàng, đá quý Nam Phi.

Nhiều nhà ĐTNN thừa nhận thị trường âm ảm đã tác động nhất định đến tâm lý cũng như xu hướng của các nhà ĐTNN nhưng thị trường sẽ lấy lại được niềm tin khi chính sách của Chính phủ có tác động tích cực đến nền kinh tế. Theo nhận định của nhiều chuyên gia, điều quan trọng hiện nay là sự ổn định giá và lấy lại niềm tin của nhà đầu tư. Chính phủ không nên thay đổi chính sách liên tục, đặc biệt chính sách phải công khai, minh bạch, tránh thị trường có những thông tin đồn thổi gây tâm lý bất an cho nhà đầu tư.

Đặc biệt UBCK cần đưa ra phân tích, đánh giá thị trường và công bố thông tin về các hệ số tài chính, như hệ số thu nhập trên mỗi cổ phiếu, giá cổ phiếu trên thu nhập từ mỗi cổ phiếu (P/E) để giúp cho nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn để đưa ra quyết định đầu tư hợp lý.

### ***3.3.6.3 Tăng cường giám sát và xử phạt các chủ thể tham gia hoặc liên quan đến công bố thông tin trên TTCK***

Trên TTCK, tính minh bạch và độ nhanh nhạy của thông tin luôn được các nhà đầu tư coi trọng, đòi hỏi các đơn vị tham gia phải thực hiện đầy đủ, kịp thời trách nhiệm của mình.

Minh bạch thông tin là việc quan trọng nhất của mọi TTCK, chứ không riêng gì thị trường Việt Nam. Thông tin minh bạch sẽ bảo vệ nhà đầu tư nhỏ, giúp họ có niềm tin vào thị trường, đó là một trong những công việc phải được quan tâm hàng đầu của cơ quan quản lý TTCK. Nếu không được bảo vệ, nhà đầu tư sẽ rút vốn ra. Để đảm bảo trở nên hấp dẫn hơn trong mắt các nhà đầu tư cần phải hội tụ đủ 3 yếu tố: tính hiệu quả; tính minh bạch; và tính ổn định của thị trường.

Tính hiệu quả được quyết định bởi nền tảng của thị trường như nền tảng công nghệ, thông tin, hệ thống thanh toán, hệ thống lưu ký... Về tính minh bạch của thị trường, ở đây có hai khía cạnh. Thứ nhất, về giác độ thị trường cần có sự minh bạch trong việc công bố về giá cũng như kết quả giao dịch. Thứ hai là về phía các DN niêm yết, họ phải đảm bảo có hệ thống công bố thông tin; kế toán; tài chính minh bạch và kịp thời. Chính phủ và các cơ quan hữu quan trong thời gian tới cần có các biện pháp để đưa các chuẩn mực kế toán tài chính của Việt Nam gần gũi và thống nhất hơn đối với các chuẩn mực quốc tế.

Để khắc phục tình trạng các đơn vị không công bố hay công bố không đầy đủ, không đúng hạn, UBCKNN và các cơ quan là các SGDCK, TTLKCK cần tăng cường thanh tra sự tuân thủ, đưa ra chế tài và có mức phạt đủ sức răn đe các trường hợp vi phạm.

Đối với các vi phạm trên TTCK cần vận dụng phương pháp kinh tế mà cụ thể là áp dụng mức phạt nặng tính theo tỷ lệ doanh thu của cá nhân, tổ chức vi phạm, chỉ có như vậy mới đảm bảo sự trong sạch của thị trường. Cách đây 10 năm Trung Quốc đã có DN bị xử phạt tới 100 triệu USD.

### **3.3.7. Chủ động hội nhập KTQT**

Hội nhập KTQT là xu thế khách quan đối với tất cả các lĩnh vực của đời sống xã hội của tất cả các nước trong đó có lĩnh vực CK & TTCK. Đó là quá trình xóa bỏ những khác biệt về CK & TTCK của quốc gia khác nhau, gắn thị trường của mỗi nước trở thành bộ phận của thị trường thế giới. Để chủ động hội nhập các cơ quan QLNN cần phải:

- Tăng cường hợp tác quốc tế theo phương thức thỏa thuận song phương hoặc đa phương, trên các mặt tư vấn xây dựng chính sách phát triển và quản lý thị

trường; hoàn thiện khuôn khổ pháp luật cho TTCK; đào tạo đội ngũ cán bộ, công chức quản lý; hợp tác trong quản lý và chia sẻ thông tin nhằm giám sát, phát hiện và xử lý các hành vi lạm dụng thị trường xuyên biên giới.

- Chủ động sửa đổi pháp luật kinh tế nói chung và pháp luật về CK & TTCK nói riêng theo chuẩn mực của quốc tế. Đây là công việc lâu dài và khó khăn vì sự khác biệt về điều kiện cụ thể của mỗi nước. Trong điều kiện của Việt Nam, cơ quan QLNN cần vạch ra lộ trình thực hiện các cam kết đã ký với ASEAN, APEC, ASEM, WTO và các hiệp định song phương đa phương khác để bảo đảm vừa bảo vệ các nhà đầu tư trong nước và không bị tổn thất khi nhà ĐTNN thâm nhập vào Việt Nam.

- Tham gia các tổ chức kinh tế và CK trong khu vực và trên thế giới như khối ASEAN, APEC, ASEM, WTO và IOSCO. Trong thời gian vừa qua các hoạt động trong lĩnh vực này của Việt Nam chưa nhiều. Cần thực hiện được các nội dung chủ yếu những nguyên tắc của IOSCO đối với cơ quan quản lý TTCK, tổ chức PHCK, quỹ đầu tư, tổ chức trung gian thị trường, SGDCK, từng bước áp dụng mô hình quản lý dựa trên rủi ro (risk-base regulation). Hoàn thiện các quy định và tiêu chuẩn trên TTCK phù hợp với các tiêu chuẩn nội khối ASEAN.

- Trong xu thế toàn cầu hóa, TTCK Việt Nam không thể phát triển mà không hội nhập với khu vực và thế giới, do đó việc đưa các tiêu chuẩn quốc tế vào áp dụng tại Việt Nam là điều phải làm càng sớm càng tốt. Cần xây dựng quy định về chào bán CK ra công chúng của tổ chức phát hành nước ngoài, áp dụng chung cho các nước ASEAN, kết hợp với các quy định về công bố thông tin của mỗi nước; từng bước hài hòa các quy định về chào bán theo thông lệ quốc tế.

- Tham gia trao đổi quan hệ nghiệp vụ CK & TTCK với các tổ chức quốc tế cũng như các UBCKNN, SGDCK các nước trong khu vực và trên thế giới nhằm tận dụng mối quan hệ giúp đỡ về chuyên môn.

- Thực hiện các dự án hỗ trợ về kỹ thuật của các tổ chức quốc tế và các UBCKNN và SGDCK các nước.

- Hiện đại hóa cơ sở vật chất để hội nhập KTQT là con đường ngắn nhất để hài hòa với các nước trong khu vực và thế giới.

### **3.4. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ VỚI CHÍNH PHỦ VÀ CƠ QUAN QUẢN LÝ**

#### **3.4.1. Chính phủ cần chỉ đạo thống nhất trong xây dựng chiến lược phát triển TTCK và QLNN đối với TTCK**

Hiện nay công tác QLNN đối với TTCK được thực hiện bởi nhiều cơ quan quản lý khác nhau bởi vậy không thể tự phối hợp để xây dựng chiến lược phát triển của ngành mình mà không có sự lãnh đạo tập trung thống nhất. Là “Tổng chỉ huy” trong nền kinh tế quốc dân, Chính phủ cần chỉ đạo thống nhất xây dựng kế hoạch phát triển kinh tế xã hội nói chung và chiến lược phát triển TTCK nói riêng với sự tham gia của Bộ Tài chính, UBCKNN, NHNN, Bộ Kế hoạch đầu tư.

#### **3.4.2. Tăng cường công tác dự báo làm cơ sở cho hoàn thiện QLNN**

Muốn tăng cường QLNN đối với TTCK cần phải có dự báo chính xác về môi trường chính trị, kinh tế, pháp luật của thị trường trong nước và trên thế giới để có chiến lược đầu tư, kinh doanh và ổn định TTCK.

Cần có hệ thống cảnh báo sớm có thể dự đoán được khủng hoảng và những rối loạn của thị trường tài chính để có những chuẩn bị cần thiết cho việc đối phó với các rối loạn có thể xảy ra.

#### **3.4.3. Tăng cường cơ sở hạ tầng xã hội và cơ sở hạ tầng kỹ thuật**

Điều kiện cơ sở vật chất kỹ thuật và cơ sở hạ tầng xã hội là cơ sở bảo đảm sự hình thành, phát triển TTCK và là cơ sở để tăng cường QLNN.

Cơ sở hạ tầng xã hội bao gồm nhận thức của người dân, DN và cơ quan QLNN về vai trò, đặc điểm của CK & TTCK, về nội dung QLNN và các vấn đề liên quan.

Cơ sở vật chất kỹ thuật hiện đại là điều kiện để thực hiện KDCK, dịch vụ CK, quản lý CK & TTCK có kết quả cao. Chỉ có hệ thống thiết bị hiện đại mới giúp cho các giao dịch nhanh chóng, doanh số mua bán tăng. Sự phát triển của công nghệ tin học tác động mạnh mẽ tới các hoạt động nghiệp vụ của hệ thống tài chính, ngân hàng làm cho quá trình chu chuyển vốn nhanh trên phạm vi rộng và giúp cho hoạt động mua bán CK nhanh chóng chính xác. Trong điều kiện nghiệp vụ KDCK sôi động phải có hệ thống giám sát hiện đại được tin học hóa mới có thể thực hiện giám sát, thanh

tra hiệu quả. Mạng thông tin, hệ thống phần mềm tương thích hiện đại là yếu tố không thể thiếu đối với phương thức QLNN hiện đại.

**3.4.4. Tăng cường vai trò của các Hiệp hội:** Hiệp hội KDCK, Hội Kiểm toán viên, Hiệp hội các nhà Đầu tư tài chính, Câu lạc bộ CTNY, câu lạc bộ CTQLQ ...QLNN dù chặt chẽ cụ thể đến đâu cũng không thể thay thế sự quản lý của các Hiệp hội ngành nghề thông qua cơ chế tự quản trong việc nâng cao đạo đức nghề nghiệp của các thành viên (xây dựng, phổ biến và giám sát các qui tắc về đạo đức hành nghề,, giám sát chất lượng công bố thông tin, giám sát các qui trình nghiệp vụ, về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro)... làm cho thị trường phát triển lành mạnh.

#### **3.4.5. Tăng cường vai trò của Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia**

Từ kinh nghiệm ứng phó khủng hoảng tài chính toàn cầu của các cường quốc trên thế giới, trong điều kiện QLNN ở Việt Nam bị chia xẻ ở nhiều bộ ngành khác nhau và sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý còn chưa chặt chẽ thì biện pháp hữu hiệu nhất (không cần thành lập cơ quan mới) là tăng cường giám sát tập trung ở cấp độ nền kinh tế quốc dân thông qua Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia. Thời gian qua ở nước ta vai trò của cơ quan này chưa tương xứng với yêu cầu thực tế. Chỉ có giám sát tập trung mới khắc phục được nhược điểm của giám sát phân tán theo chuyên ngành, mới phản ứng nhanh theo kịp các diễn biến của thị trường, nhất là khi tốc độ phát triển nhanh chóng đa dạng của các sản phẩm tài chính và đáp ứng yêu cầu cảnh báo sớm cho hệ thống QLNN đối với TTCK

#### **3.4.6. Tăng cường đào tạo con người- chủ thể của QLNN**

Trong QLNN, con người giữ vị trí quyết định đến kết quả và hiệu quả của quản lý. Đòi hỏi cán bộ ở cơ quan quản lý phải có hiểu biết, có trình độ, kiến thức đầy đủ về TTCK, KDCK và QLNN. Những hiểu biết về CK, môi giới, bảo lãnh PHCK và kiến thức về luật pháp trong lĩnh vực này cần được trau dồi nâng cao. Yêu cầu đối với cán bộ làm công tác QLNN phải hòng thấm chuyên sâu, hiểu biết sâu sắc tình hình đặc điểm của TTCK Việt Nam, tinh thông nghiệp vụ quản lý, am hiểu nghiệp vụ CK, có tâm huyết với nghề và có ý chí vươn lên hoàn thành tốt nhiệm vụ.

Một con người toàn diện, có cả tâm và tài cần một thu nhập thỏa đáng để động viên khuyến khích họ nhiệt tình cống hiến.

### **TÓM TẮT CHƯƠNG 3**

Xuất phát từ mục tiêu phương hướng phát triển TTCK trong thời gian tới và các quan điểm để hoàn thiện QLNN đối với TTCK, chương 3 đã nêu các cam kết của Việt Nam liên quan đến TTCK và phân tích thời cơ và tác động của việc tham gia WTO đối với các cơ quan QLNN và đối với các DN tham gia cung cấp dịch vụ và KDCK trên thị trường. Dựa trên lý luận đã rút ra ở chương 1 và phân tích thực tế ở chương 2, luận án đã đề ra các giải pháp toàn diện trong lĩnh vực QLNN từ xây dựng, hoàn thiện mục tiêu chiến lược, hoàn thiện khuôn khổ luật pháp, tổ chức bộ máy quản lý, điều chỉnh chính sách và công cụ, tăng cường thanh tra giám sát các hoạt động trên thị trường, tăng cường công bố thông tin nhằm minh bạch hóa thị trường và chủ động hội nhập quốc tế. Mỗi giải pháp được luận án nêu rõ vai trò tác dụng, nội dung các giải pháp và kết quả thu được. Đây là những vấn đề thời sự nóng hổi của QLNN, nếu làm tốt chắc chắn sẽ góp phần thúc đẩy TTCK phát triển thực sự đóng vai trò là kênh huy động vốn chủ yếu cho xây dựng và phát triển kinh tế.

## KẾT LUẬN

Sự nghiệp công nghiệp hóa và hiện đại hóa đất nước luôn đòi hỏi một lượng vốn lớn ngày càng lớn. Quan điểm của Đảng là bằng mọi cách phải phát huy nội lực đồng thời tranh thủ sự giúp đỡ của nước ngoài. Nhận thức sâu sắc vấn đề này, Chính phủ đã chuẩn bị mọi điều kiện để hình thành và phát triển TTCK. Sau 10 năm hoạt động, TTCK đã có đóng góp nhất định vào việc huy động vốn cho nền kinh tế nhưng nhìn chung thị trường này mới chỉ bắt đầu, giá trị vốn hóa còn nhỏ bé, thiếu nhiều điều kiện để phát triển lâu dài đồng thời là lĩnh vực nhạy cảm, tính rủi ro cao và dễ phát sinh tiêu cực có thể ảnh hưởng xấu đến kinh tế xã hội đòi hỏi phải được vận hành và quản lý bài bản. Thông qua nghiên cứu lý luận và phân tích thực tiễn, luận án đã đạt được kết quả chủ yếu sau :

1. Làm rõ những vấn đề lý luận cơ bản về TTCK và QLNN đối với TTCK thông qua trình bày khái niệm, đặc trưng, các chủ thể và các hoạt động cơ bản trên thị trường . Sự cần thiết, vai trò, nội dung QLNN đối với thị trường này cũng được phân tích rõ.

2. Cung cấp một cách nhìn mới toàn diện và sâu sắc hơn về nội dung QLNN đối với TTCK trên các bình diện: quản lý theo chức năng, theo các yếu tố của thị trường và theo các hoạt động cơ bản của TTCK. Luận án đã phân tích thực trạng QLNN đối với TTCK Việt Nam trong những năm qua và nêu ra các thành tựu, những mặt hạn chế của hoạt động QLNN trên thị trường này.

3. Thông qua phân tích kinh nghiệm QLNN đối với TTCK của một số nước phát triển và những nước có điều kiện tương đồng như nước ta, tác giả đề xuất 4 quan điểm cần tuân thủ khi hoàn thiện QLNN đối với TTCK Việt Nam. Các quan điểm này là căn cứ định hướng đưa ra các giải pháp và đánh giá kết quả hoàn thiện QLNN.

4. Trên cơ sở các cam kết của Việt Nam liên quan đến lĩnh vực CK & TTCK, tác giả đã phân tích thời cơ vận hội mới và những thách thức to lớn đối với cơ quan QLNN và các DN cung cấp các dịch vụ và KDCK trên thị trường khi nước ta đã là thành viên của WTO. Đó là những thông tin bổ ích cảnh báo các nhà quản lý và KDCK Việt Nam.

5. Xuất phát từ phân tích thực trạng QLNN đối với TTCK của Việt Nam trong thời gian qua, đặc biệt từ những nguyên nhân của những hạn chế đã nêu, luận án đề xuất 07 giải pháp cơ bản hoàn thiện QLNN từ xác định mục tiêu chiến lược phát triển, hoàn thiện khuôn khổ luật pháp, tổ chức bộ máy quản lý, điều chỉnh chính sách và công cụ, tăng cường hoạt động thanh tra giám sát, công bố thông tin làm minh bạch hóa thị trường và chủ động hợp tác quốc tế. Đây là những giải pháp cơ bản quan trọng nếu được thực thi đúng đắn chắc chắn sẽ góp phần hoàn thiện QLNN đối với TTCK để giúp thị trường này phát triển đồng bộ với các loại thị trường khác ở nước ta tạo thành một chỉnh thể thống nhất.

QLNN đối với TTCK là một vấn đề phong phú và phức tạp, có phạm vi nghiên cứu rộng. Mặc dù đã hết sức cố gắng song khó tránh khỏi khiếm khuyết nhất định, tác giả luận án mong nhận được đóng góp, chỉ dẫn cụ thể của các thầy, cô giáo cùng các nhà khoa học, của đồng nghiệp để giúp cho luận án được hoàn thiện hơn.



**CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI**

1. Nguyễn Thị Thanh Hiếu (2006), “Hình thành và phát triển đồng bộ các loại thị trường ở Việt Nam “, *TC Kinh tế & phát triển*, số đặc san của Khoa Mác- Lênin, tháng 10- 2006.
2. Nguyễn Thị Thanh Hiếu (2007), “Quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán Việt Nam” , *TC Thương mại*, số 10 (468) , năm 2007.
3. Nguyễn Thị Thanh Hiếu (2009), “Quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán ở một số quốc gia trên thế giới và bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam”; *TC Kinh tế & phát triển*, số kỷ niệm 25 năm thành lập Khoa Lý luận chính trị (1984-2009); tháng 10- 2009.
4. Nguyễn Thị Thanh Hiếu (2010), “ Một số ý kiến hoàn thiện quản lý nhà nước đối với thị trường chứng khoán Việt Nam”; *TC Kinh tế & phát triển*, số 158 (II); tháng 8- 2010.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ban hợp tác quốc tế- UBCKNN (2009), “Tăng cường hội nhập giữa các quốc gia châu Á trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu-Ghi nhận từ Hội nghị thường niên IOSCO lần thứ 34 tại Tel Aviv”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 33 - 36.
2. Ban giám sát TTCK- UBCKNN (2008), “Công tác giám sát TTCK của UBCKNN -Thực trạng và định hướng trong thời gian tới”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 38- 41.
3. Ban giám sát TTCK- UBCKNN (2009), “Một số điểm chính của Quy chế giám sát GDCK trên TTCK”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 31 - 33.
4. Ban giám sát TTCK- UBCKNN (2009), “Công tác giám sát giao dịch trên TTCK Việt Nam- Chặng đường nhiều thách thức”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 24 - 26.
5. Ban giám sát TTCK- UBCKNN (2009), “Công tác giám sát của UBCKNN đối với hoạt động của SGDCK và TTLKCK”, *TC CK Việt Nam*, (9), trang 10 - 12.
6. Ban pháp chế - UBCKNN (2005), “Kinh nghiệm xây dựng luật CK tại một số quốc gia”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 39 - 40.
7. Ban pháp chế - UBCKNN (2009), “Sửa đổi, bổ sung Luật CK-Những vấn đề được đặt ra và thời gian thực hiện”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 28 - 30.
8. Ban phát triển thị trường - UBCKNN (2006), “*Nhiệm vụ phát triển TTCK giai đoạn 2006 - 2010*”, *TC CK Việt Nam* (1 + 2), trang 31 - 33.
9. Vũ Bằng (2006), “*TTCK VN năm 2005: Những sự kiện ý nghĩa*”, *TC Tài chính*, (tháng 1).
10. Vũ Bằng (2007), “*Năm 2006 - năm thành công rực rỡ của TTCK VN*”, *TC Tài chính*, (tháng 1).
11. Tạ Thanh Bình (2007), “*Niềm yết cửa sau, vấn đề đặt ra với các cơ quan quản lý*”, *TC Tài chính*, (tháng 6).
12. Phạm Trọng Bình (2001), “*Điều chỉnh khung pháp lý về việc PHCK ra công chúng*”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 29.
13. Bộ Tài chính, UBCKNN (2005), *Tài liệu tham khảo luật CK các nước (trích)*, Hà Nội.
14. Bộ Tài chính, UBCKNN, Đề tài NCKH cấp ủy ban (2006) *Luật hình sự và việc xử lý vi phạm trong lĩnh vực CK*.

15. Nguyễn Ngọc Cảnh (2009), “Khủng hoảng tài chính toàn cầu- Những tác động đến TTCK Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (3).
16. Trần Thị Minh Châu (2003), *TTCK và những điều kiện kinh tế - xã hội hình thành và phát triển TTCK ở Việt Nam*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
17. Lê Đăng Doanh (2007), “Làm gì để TTCK phát triển vững chắc?”, *Đầu tư CK* (13 - 17 ngày 12/2/07), trang 21- 23.
18. Hoàng Dũng (2009), “Hệ thống giao dịch trái phiếu mới tại SGDCK Hà Nội- Hướng tới một thị trường trái phiếu chuyên biệt”, *TC CK Việt Nam*, (9), trang 19-23.
19. Đặng Đức Đạm (2008), “Một vài nét về TTCK của Ba Lan”, *TC Quản lý kinh tế*, (22).
20. Mai Hữu Đạt (2010), “Quy định về tỷ lệ sở hữu của nhà ĐTNN trong DN Việt Nam hiện nay-Một số vấn đề tồn tại và bất cập”, *TC CK Việt Nam*, (3), trang 10-13.
21. Nguyễn Duy Gia (2001), “TTCK Việt Nam - thiết chế tài chính mới và giải pháp phát triển”, *TC CK Việt Nam*, (2), trang 3 - 7.
22. Hà Ngọc Hà (2010), “Thực trạng hệ thống văn bản pháp luật hiện hành về kiểm toán độc lập-sự cần thiết của việc ban hành Luật Kiểm toán độc lập”, *TC CK Việt Nam*, (3), trang 24- 26.
23. Hà Thị Ngọc Hà (2010), “ Tiến trình xây dựng dự án luật kiểm toán độc lập”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 11- 14.
24. Trần Xuân Hà (2001), “TTCK ở Việt Nam, mô hình và định hướng phát triển”, *TC Tài chính*, (1), trang 57 - 58.
25. Trần Xuân Hà (2005), “TTCK Việt Nam 5 năm - một chặng đường phát triển”, *TC CK Việt Nam*, (8), trang 3 - 8.
26. Khánh Hạ (2009), “Quy chế quản lý thị trường ĐKGD- cơ sở pháp lý cho sự ra đời của thị trường Upcom”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 18-20.
27. Khánh Hạ (2009), “ Tìm hiểu dự thảo quy chế giao dịch mới- Cần cởi trói cho cơ chế giao dịch hay rút ngắn thời gian thanh toán CK”, *TC CK Việt Nam*, (12), trang 7-9.
28. Bùi Thanh Hải (2006), “Việt Nam thực hiện cam kết gia nhập WTO- Cơ hội, thách thức đối với lĩnh vực dịch vụ tài chính”, *TC CK Việt Nam*, (12), trang 6-11.
29. Nguyễn Thu Hiền (2009), “Khả năng hội nhập của thị trường trái phiếu Việt

Nam-góc nhìn từ thị trường trái phiếu châu Á”, *TC CK Việt Nam*, (12), trang 10-12.

30. An Huy (2009), “Phát hành TPCP bằng ngoại tệ- Một bước thử phản ứng của thị trường ?” *TC CK Việt Nam*, (4), trang 7-10.

31. An Huy-An Khánh (2009), “Xử lý vi phạm trong lĩnh vực CK & TTCK- xung quanh việc triển khai Thông tư 46/2009/TTLT-BTC-BCA”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 11-13.

32. An Huy (2009), “Hoàn thiện chế độ công bố thông tin, nâng cao tính minh bạch và công bằng trên TTCK”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 3-5.

33. Lê Văn Hưng (2000), “TPCP thực trạng 1991 - 1999 và giải pháp 2001 - 2010”, *TC Tài chính*, (1), trang 59 – 62.

34. La Hường, Lê Phương (2009), “Nghị định thay thế nghị định 36/CP về xử phạt hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK- bổ xung chế tài xử phạt và cơ cấu lại khung phạt”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 3-6.

35. La Hường (2009), “Giám sát tài chính-Bài học từ đổ vỡ hệ thống ngân hàng Iceland và kinh nghiệm giám sát từ các ngân hàng Trung Quốc”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 66-69.

36. Nguyễn Thanh Huyền (2010), “Cơ chế thu hút ĐTNN vào TTCK Việt Nam- Một số ý kiến về thực trạng và giải pháp”, *TC CK Việt Nam*, (3), trang 14-15.

37. Trần Khánh Lâm (2009), “Sửa đổi, bổ xung nghị định 105/2004/NĐ-CP- Tăng cường hoàn thiện cơ chế kiểm soát chất lượng dịch vụ kiểm toán”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 9-11.

38. Vũ Thị Kim Liên (2005), “Đâu là chức năng chủ yếu của UBCKNN - Kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (1), trang 43 - 47.

39. Vũ Thị Kim Liên (2006), “Sự cần thiết phối hợp hoạt động trong công tác giám sát”, *TC CK Việt Nam*, (6), trang 8 - 10.

40. Văn Linh (2006), “Mô hình nào cho SGDCK Việt Nam?”, *TC CK Việt Nam*, (5).

41. Hoàng Đức Long (2010), “Xây dựng Luật CK sửa đổi, bổ sung-Nhiệm vụ trọng tâm trong công tác pháp chế của UBCKNN năm 2010”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 18 -20.

42. Nguyễn Thành Long (2010), “Cơ chế đảm bảo an toàn tài chính- Sự cần thiết trong hoạt động KDCK ”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 4 - 6.

43. TS Đào Lê Minh (2009), Trung tâm nghiên cứu khoa học và đào tạo CK (chủ biên), *Giáo trình Những vấn đề cơ bản về CK& TTCK*, Hà Nội.
44. Giang Nam (2009), “Xây dựng khung pháp lý mới cho công ty tài chính”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 12-14.
45. Lê Hoàng Nga (2009), “Thị trường trái phiếu DN Việt Nam- Tổng quan và một số giải pháp đề xuất”, *TC CK Việt Nam*, (3), trang 6-11.
46. Bùi Thanh Nga (2008), “Một năm thi hành luật CK - kết quả đạt được và phương hướng hoàn thiện”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 22-27.
47. Bùi Thanh Nga (2009), “Thực trạng thi hành Luật CK 2007- Đề xuất một số nội dung sửa đổi, bổ xung”, *TC CK Việt Nam*, (6), trang 3-5.
48. Trần Cao Nguyên (1999), *SGDCK Việt Nam, mô hình tổ chức và quản lý giám sát*, Đề tài NCKH, UBCKNN, Hà Nội.
49. Nguyễn Tư Nguyên (2001), *Mô hình và tổ chức hoạt động của UBCKNN trong nền KTTT định hướng XHCN*, Đề tài nghiên cứu khoa học, UBCKNN, Hà Nội.
50. Nguyễn Tư Nguyên (2010), “Từ HASTC đến HNX”, *TC CK Việt Nam*, (3), trang 8-9.
51. Vũ Thị Nhài (2008), “QLNN với việc bình ổn TTCK”, *TC Tài chính*, (tháng 4).
52. NHNN Việt Nam, UBCKNN và Công ty tài chính quốc tế (1997), *Tài liệu phục vụ khóa đào tạo về quản lý TTCK tại Việt Nam*, tập 1 và 2, Hà Nội.
53. Nguyễn Văn Phụng (2007), “*Quản lý giám sát và thúc đẩy TTCK phát triển lành mạnh, đúng hướng*”, *TC Tài chính*, (tháng 5).
54. Hà Phương (2009), “Chuyển đổi mô hình hoạt động của TTLKCK- Sự cần thiết và các bước thực hiện”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 12-14.
55. Lê Phương (2009), “TTCK tự do- cơ sở pháp lý nào cho thị trường hoạt động?”, *TC CK Việt Nam*, (5), trang 15-17.
56. Lê Phương (2009), “Chào mua công khai cổ phiếu và chứng chỉ quỹ - khoảng trống pháp lý và hướng xử lý”, *TC CK Việt Nam*, (6), trang 8-10.
57. Lê Phương (2009), “Cần có tầm nhìn và định hướng dài hạn”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 6-8.
58. Lê Phương (2009), “TTCK VN hậu khủng hoảng tài chính thế giới”, *TC CK Việt Nam*, (11), trang 22-25.
59. Lê Phương (2010), “Phát triển thị trường TPCP-nền tảng cho sự phát triển thị

- trường trái phiếu Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 13-16.
60. Nguyễn Thị Hồng Phương (2009), “Hoàn thiện chính sách phí và lệ phí trong lĩnh vực CK”, *TC CK Việt Nam*, (9), trang 6-9.
61. Đỗ Thành Phương (2009), “Một số giải pháp hạn chế thông tin bất đối xứng trên TTCK Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 14-17.
62. Dương Thị Phương (2010), “Giám sát TTCK-Những bài học được đúc kết từ cuộc khủng hoảng tài chính”, *TC CK Việt Nam*, (4, 5), trang (44-46; 39-41).
63. Quốc hội Khóa XI nước CHXHCN VN (2006), *Luật CK số 70/2006/QH 11* được thông qua tại kỳ họp thứ 9, ngày 23/6/2006, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
64. Lê Xuân Sang (2009), “Cải cách thể chế TTCK VN trong bối cảnh hội nhập KTQT và khủng hoảng tài chính toàn cầu”, *TC CK Việt Nam*, (8), trang 13-17.
65. SGDCK Tp Hồ Chí Minh (2009), “SGDCK Tp Hồ Chí Minh- Chín năm hoạt động và định hướng phát triển”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 26 - 30.
66. SGDCK Hà Nội (2009), “Ra mắt SGDCK Hà Nội và khai trương thị trường Upcom”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 31 - 32.
67. SGDCK Tp Hồ Chí Minh (2010), “SGDCK Tp Hồ Chí Minh- Nhìn lại hoạt động năm 2009 và định hướng năm 2010”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 40 - 43.
68. SGDCK Hà Nội (2010), “SGDCK Hà Nội - Hiện thực hóa những mục tiêu lớn năm 2009 và định hướng phát triển năm 2010”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 44 - 46.
69. SGDCK Hà Nội (2010), “5 năm hoạt động SGDCK Hà Nội-Tạo nền tảng cho giai đoạn phát triển về chiều sâu”, *TC CK Việt Nam*, (3), trang 3 - 4.
70. Trần Đắc Sinh (2003), *Xây dựng mô hình hệ thống quản lý cho TTGDCK Tp Hồ Chí Minh*, Đề tài NCKH, UBCKNN, Hà Nội.
71. Trần Đắc Sinh (2006), “Giám sát hệ thống GDCK - đề xuất mô hình giám sát của SGDCK Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 4 - 5.
72. Trần Đắc Sinh (2006), “SGDCK - tầm cao mới của TTGDCK Tp Hồ Chí Minh”, *TC Tài chính*, (tháng 10).
73. Lê Sơn (2009), “Chứng khoán chính phủ-nhìn từ các nước sang Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (6), trang 46 - 48.
74. Nguyễn Sơn (2008), “Bình ổn TTCK: cần giải pháp đột phá”, *TC Tài chính*, (tháng 4).

75. Nguyễn Sơn (2008), “Các giải pháp phát triển ổn định, bền vững TTCK Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (7).
76. Nguyễn Sơn - Trần Thị Hồng Hà (2007), “Quản lý, giám sát các hoạt động trên thị trường tiền tệ và TTCK: cần có sự phối hợp tốt”, *TC Tài chính*, (tháng 11).
77. Nguyễn Sơn (2010), “Tìm hiểu Thông tư 09/2010/TT-BTC-Tiếp cận một số phản hồi từ công ty đại chúng”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 4 - 6.
78. TC CK Việt Nam (2008), “Hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực CK-Các cam kết và nghĩa vụ của Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (10,11), trang (15-19,15-17)
79. Hải Thanh (2010), “Tác động của thông tin điều hành kinh tế vĩ mô lên TTCK-sự giao thoa của chính sách và tâm lý nhà đầu tư”, *TC CK Việt Nam*, (4), trang 22-25.
80. Đường Văn Thanh (2006), “Tìm hiểu một số mô hình TTLKCK trên thế giới”, *TC CK Việt Nam*, (6).
81. Ngô Xuân Thanh (2009), “Nhìn lại TTCK Việt Nam sau 10 năm hoạt động- Một số đánh giá và đề xuất giải pháp phát triển bền vững”, *TC CK Việt Nam*, (12), trang 3-6.
82. Thanh tra- UBCKNN (2009), “ Công tác thanh tra, xử lý vi phạm trên TTCK trong năm 2008-Các vấn đề đặt ra cần sửa đổi, bổ sung ND số 36/2007/NĐ-CP”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 23-27.
83. Thanh tra UBCKNN (2009), “Hoạt động thanh tra của UBCKNN- Đảm bảo TTCK ngày càng công khai, minh bạch và an toàn”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 21-23.
84. Thanh tra- UBCKNN (2010), “ Công tác thanh tra và công tác xây dựng, hoàn thiện các văn bản xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK &TTCK năm 2009”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 32-35.
85. Võ Trí Thành (2010), “Toàn cầu hóa tài chính và những xu hướng mới”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 74-78.
86. Trần Đình Thiên (2006), “Gia nhập WTO: cơ hội và thách thức cho Việt Nam”, *TC Nghiên cứu kinh tế*, (8), trang 3-15.
87. Nguyễn Thế Thọ (2005), “Pháp luật về CK và pháp luật dân sự trong sự phát triển của TTCK Việt Nam”, *TC Tài chính*, (2), trang 37 – 39
88. Nguyễn Thế Thọ (2006), “Nâng cao tính minh bạch trên TTCK Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (9).
89. Bành Thơ (2009), “ Chính sách tiền tệ và ý nghĩa đối với hoạt động TTCK”, *TC*

CK, (9), trang 43-46.

90. Bành Thơ (2009), “CK phái sinh nhìn từ góc độ quản lý”, *TC CK Việt Nam*, (10), trang 6-8.

91. Hà Thu (2006), “CPH SGDCK Tôkyô - bước cải cách mạnh mẽ của TTCK Nhật Bản”, *TC CK Việt Nam*, (9).

92. Mai Thu (2009), “Góp bàn về một số vấn đề cần sửa đổi Nghị định 109/CP về CPH DN nhà nước”, *TC CK Việt Nam*, (4).

93. Mai Thu (2010), “2010- Đích đến cuối cùng của CPH DN nhà nước-Thời điểm “chạy nước rút” và DN có thể được CPH theo phương thức mới”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 82 - 86.

94. Đỗ Hoàng Toàn và Mai Văn Bưu (2008), *Giáo trình QLNN về kinh tế*, NXB Đại học Kinh tế Quốc Dân, Hà Nội.

95. TTGDCK Hà Nội (2009), “Một năm nhìn lại và định hướng 2009”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 37-39.

96. TTLKCK (2010), “TTLKCK Việt Nam: Một năm ghi dấu với nhiều sự kiện lớn”, *TC CK Việt Nam*, (1+2), trang 47 - 50.

97. Trung tâm NCKH & đào tạo CK (2009), *Luật áp dụng trong ngành CK*, Hà Nội.

98. Trung tâm nghiên cứu và bồi dưỡng nghiệp vụ CK (2002), chủ biên TS Đào Lê Minh, *Giáo trình Những vấn đề cơ bản về CK & TTCK*, Hà Nội.

99. Trung tâm NCKH & đào tạo CK (2010), “ Công tác đào tạo, nghiên cứu, phân tích và dự báo thị trường năm 2009 và định hướng năm 2010”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 36-39.

100. UBCKNN (2002), *Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2001 – 2010*.

101. UBCKNN (2003), Đề tài NCKH cấp bộ *Nhận diện vi phạm và hoàn thiện pháp luật về xử lý vi phạm trên TTCK*.

102. UBCKNN (2005), “30 nguyên tắc quản lý TTCK của tổ chức quốc tế các UBCK”, *TC CK Việt Nam*, (6), trang 40 - 41.

103. UBCKNN (2006), *Hệ thống văn bản pháp luật về CK & TTCK*, Nxb Tài chính, Hà Nội.

104. UBCKNN (2006), Đề tài NCKH cấp bộ *Nhận diện vi phạm và hoàn thiện pháp luật về xử lý vi phạm trên TTCK*.



105. UBCKNN (2006), “Quản lý TTCK - Kinh nghiệm của Trung Quốc và kiến nghị đối với Việt Nam”, *TC CK Việt Nam*, (12).
106. UBCKNN (2007), “Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho TTCK”, *TC CK Việt Nam*, (1 + 2).
107. UBCKNN (2007), “Hoạt động thanh tra CK”, *TC CK Việt Nam*, (1 + 2).
108. UBCKNN (2008), “Tăng cường hoạt động thanh tra trong bối cảnh TTCK hiện nay”, *TC CK Việt Nam*, (7), trang 33-35.
109. UBCKNN (2008), “Công tác giám sát TTCK của UBCKNN”, *TC CK Việt Nam*, (7).
110. UBCKNN (2008), *TTLKCK- Những kết quả ghi nhận sau 2010*.
111. UBCKNN (2010), *Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2020*.
112. Ủy ban quốc gia về Hợp tác KTQT, (2006), *Các văn kiện gia nhập WTO của Việt Nam*, NXB Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
113. Thành Vân (2006), “Một số mô hình SGDCCK trên thế giới”, *TC CK Việt Nam*, (6).
114. Tường Vi , “Quản lý thị trường: câu hỏi lớn kể từ năm 2007 ?”, *Đầu tư CK*, (5) ngày 15/1/2007.
115. Vụ giám sát (2010), ”Hoạt động giám sát GDCK-khó khăn và thách thức”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 25 - 27.
116. Vụ hợp tác quốc tế (2010), ”Cam kết mở cửa thị trường dịch vụ CK-giờ G sắp điễm”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 28 - 31.
117. Vụ quản lý các CTCK & quỹ ĐTCK (2010), ”Hoạt động quỹ đầu tư năm 2009”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 23 - 24.
118. Vụ quản lý kinh doanh (2010), ”Hoạt động của các CTCK năm 2009 và giải pháp phát triển năm 2010”, *TC CK Việt Nam*, (1+ 2), trang 21 - 23.
119. Các trang web: [ssc.gov.vn](http://ssc.gov.vn), [hnx.vn](http://hnx.vn), [hsx.vn](http://hsx.vn), [vse.org.vn](http://vse.org.vn), [vneconomy.vn](http://vneconomy.vn), [tinnhanhchungkhoan.vn](http://tinnhanhchungkhoan.vn).

## **PHU LUC 1: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU**

### **2.1. Luận án tiến sỹ**

Có hơn 40 luận án tiến sỹ về CK, TTCK.

Đề cập đến các vấn đề **xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam (hình thành, tạo lập và phát triển của TTCK)**, gồm có các luận án tiến sỹ: “Một số nhân tố thúc đẩy sự hình thành và phát triển TTCK ở Việt Nam”- Trần Thị Hà, 1992; “Các giải pháp nhằm thực hiện các điều kiện hình thành TTCK tại Việt Nam” - Lê Thị Tuyết Hoa, 1996; “Các giải pháp về xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam”- Trần Đắc Sinh, 1999; “Lựa chọn và bước đi thích hợp để thành lập TTCK ở Việt Nam”- Nguyễn Sơn, 1999; “Toward a will functioning securities markes in Vietnam” (Hướng tới một TTCK thành công ở Việt Nam)- Nguyễn Thị Ánh Vân, 2000, Nagoya University; “Các giải pháp nhằm phát triển và hoàn thiện TTCK ở Việt Nam” - Nguyễn Thị Phương Liên, 2002; “TTCK và hướng xây dựng TTCK ở Việt Nam”- Nguyễn Huỳnh Thanh, 2002; “Các giải pháp thúc đẩy sự hình thành và phát triển TTCK ở Việt Nam”- Hồ Công Hưởng, 2002; “Những điều kiện kinh tế - xã hội để hình thành và phát triển TTCK ở Việt Nam”- Trần Thị Minh Châu, 2002; “Các giải pháp tài chính nhằm thúc đẩy sự phát triển TTCK Việt Nam”- Hoàng Trung Trực, 2004; “Phát triển TTCK Việt Nam trong giai đoạn hội nhập đến 2010”- Trần Thị Thuỳ Linh, 2007; “Phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020”- Trần Thị Mộng Tuyết, 2008; “Giải pháp hình thành và phát triển TTCK phi tập trung (OTC) ở Việt Nam”- Võ Văn Quang, 2008.

Các luận án tiến sỹ về việc **phát triển các tổ chức tham gia TTCK**, gồm có: “Thiết lập cơ chế hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam trên TTCK”- Lê Hoàng Nga, 1996; “Giải pháp phát triển và tăng cường hoạt động của quỹ đầu tư trên TTCK ở Việt Nam”- Nguyễn Văn Định, 2001; “Giải pháp hình thành và phát triển SGDCK ở Việt Nam”- Kiều Hữu Thiện, 2001; “Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam”- Trần Đăng Khâm, 2002; “Giải pháp đổi mới hoạt động ngân hàng thương mại”- Đặng Ngọc Đức, 2002; “Xây dựng mô hình công ty chứng khoán trong hoạt động của TTCK Việt Nam”- Trần Quốc Tuấn, 2004; “Phát triển hình thức công ty cổ phần có vốn đầu tư nước ngoài - giải pháp tăng cường thu hút ĐTNN và phát

triển TTCK Việt Nam”- Trần Công Kha, 2006; “ Phát triển hoạt động của các công ty chứng khoán ở Việt Nam”- Lê Thị Hương Lan, 2008; “Hoàn thiện hệ thống kế toán doanh nghiệp Việt Nam trong điều kiện TTCK Việt Nam đi vào hoạt động”- Nguyễn Xuân Hưng, 2004; “Nghiên cứu khả năng sinh lợi và rủi ro của các công ty niêm yết tại TTGDCK Tp. Hồ Chí Minh”- Hồ Việt Tiến, 2007; “Hoàn thiện chính sách trả cổ tức trong các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán ở Việt Nam”- Vũ Văn Ninh, 2008.

Về vấn đề **phát triển hàng hóa của TTCK**, gồm có các luận án: “Phát triển đa dạng hoá các sản phẩm tài chính cho TTCK Việt Nam”- Thân Thị Thu Thủy, 2003; “Luận cứ khoa học về phương pháp định giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam”- Vũ Thị Kim Liên, 2003; “Thúc đẩy phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng tại Việt Nam “- Đoàn Thanh Tùng, 2004.

Một số luận án tiến sĩ thực hiện ở nước ngoài về TTCK nói chung, TTCK Nga, TTCK Thái Lan, TTCK Việt Nam:

- **“Formirovanie Rossijskogo nynka cennyx bumag: Dis. na soiskanie uhenoj stepeni Kandidata êkonomiheskix nauk”- Nguyễn Văn Hin (Moskva, 1995)**

Tác giả phân tích điều kiện đặc thù, các mâu thuẫn và triển vọng phát triển TTCK nước Nga; nghiên cứu các phương pháp lý thuyết nhằm chọn và quản lý CK để giảm rủi ro tại thị trường; các phương pháp phân tích tình hình đầu tư tại TTCK Nga.

- **“Pravovoe regulirovanie deätel'nosti rynka cennyx bumay (Srvnitet'no-pravovoj analiz)” - Nguyen An Don (Universitet Respubliki Moldova, Kĩdinev, 1998)**

Luận án nghiên cứu TTCK và sự đa dạng của nó trong nền KTTT; bộ máy tổ chức, tư cách pháp lý và nguyên tắc hoạt động của SGDCCK cũng như chủng loại hợp đồng ký kết; pháp luật điều chỉnh việc hoạt động của thành viên chuyên môn trên TTCK.

- **“Thị trường chứng khoán - nhân tố của môi trường kinh doanh trong những điều kiện của nền kinh tế chuyển đổi”- Nguyễn Minh Đức (Trường ĐH Tổng hợp Kinh tế thương mại Đonhét, 1999)**

Tác giả đưa ra kết luận về tính tất yếu khách quan hình thành TTCK; chứng minh bản chất của tính quy luật chung của việc hình thành và phát triển TTCK cho

các nước với mô hình chuyên đổi kinh tế; lý giải những đặc điểm của việc thực hiện cải cách kinh tế ở Việt Nam, hệ thống hóa và mô hình hóa những tiền đề lý luận và thực tế của việc thiết lập TTCK quốc gia, các giải pháp thiết lập và phương án tổ chức hoạt động của TTCK ở Việt Nam.

- **“Modele wyceny opcji i ich empiry czma weryfikacja na przykladzie giełdy DTB”- Nguyễn Thành Long (*Szkola glowna Handlowa, Warszawa, 1999*)**

Luận án nghiên cứu hiệu quả của ba mô hình xác định phí của quyền chọn; phân tích phân bố lãi của TTCK, sử dụng mô hình kinh tế lượng để mô tả biến động của giá cả TTCK cơ bản trên TTCK.

- **“Real options and investment under uncertainty: A study using firm-level data for Thailand” - Nguyễn Đình Thọ (*University of London, 2004*)**

Luận án nghiên cứu, phân tích lý thuyết, thực tế quyền chọn thực ứng dụng vào việc đầu tư trong điều kiện rủi ro bất định thông qua việc phân tích số liệu kết hợp từ các công ty TTCK Thái Lan; phân tích tác động của rủi ro bất định đối với đầu tư.

- **“Правовое регулирование сделок с эмиссионными ценными бумагами в законодательстве вьетнама и российской федерации: сравнительный анализ “- Нгуен Киеу Занг (*Казань, 2004*)**

Tác giả phân tích sự hình thành và phát triển của TTCK ở Việt Nam; pháp luật về TTCK Việt Nam và liên bang Nga; so sánh về khía cạnh pháp lý các GDCK theo pháp luật Việt Nam và Nga; phân tích việc điều chỉnh pháp lý các GDCK điển hình theo pháp luật Việt Nam và Nga.

## **2.2. Đề tài nghiên cứu khoa học**

Các đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ tại trường Kinh tế quốc dân đề cập đến vấn đề xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam, việc phát triển các tổ chức tham gia TTCK Việt Nam: **Giải pháp phát triển đồng bộ thị trường tài chính ở Việt Nam hiện nay** (B2001 - 38- 01)- TS Lê Đức Lữ (bắt đầu 3/2001 kết thúc 12/2001); **Giải pháp phát triển TTCK ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay** (B2001 –38- 01 TĐ)- PGS. TS Nguyễn Văn Nam (bắt đầu 3/2001 kết thúc 5/2002); **Giải pháp tăng số lượng công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam** (B2007.06.49)-

chủ nhiệm đề tài: Nguyễn Văn Định; **Phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt Nam (B2007.06.39)**- chủ nhiệm đề tài: Trần Đăng Khâm.

Bên cạnh đó, còn có nhiều công trình nghiên cứu khoa học (lưu trữ tại Trung tâm nghiên cứu khoa học và đào tạo CK) về những khía cạnh QLNN đối với TTCK như về môi trường luật pháp QLNN, về tổ chức bộ máy, về chính sách và công cụ quản lý, về thanh tra giám sát đối với TTCK, về xử phạt vi phạm, về hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực CK & TTCK. Cụ thể là:

**Về môi trường luật pháp QLNN đối với TTCK**

**ĐỀ TÀI UB.08.05: “XÂY DỰNG KHUNG PHÁP LÝ CHO HOẠT ĐỘNG GIAO DỊCH ĐIỆN TỬ TRONG LĨNH VỰC CK”**

*Chủ nhiệm đề tài:* Th.S. Nguyễn Hải Nam

*Đơn vị chủ trì:* Ban Phát triển thị trường - UBCKNN

Nghiên cứu thực trạng hoạt động giao dịch trực tuyến của các CTCK trên TTCK Việt Nam, từ đó tìm ra những khó khăn bất cập của các CTCK cũng như khó khăn của các nhà đầu tư, tìm ra những rủi ro lớn, những khe hở của hệ thống; nghiên cứu thực trạng hệ thống giao dịch trực tuyến của các SGDC, những sai sót, rủi ro có thể gặp phải trong các phiên giao dịch; tìm hiểu, nghiên cứu những thông lệ quốc tế một cách rất cụ thể, nghiên cứu những kinh nghiệm quản lý chặt chẽ của các nước phát triển trên thế giới, từ đó chọn lọc áp dụng phù hợp với hoạt động thực tế của TTCK Việt Nam trong quá trình hội nhập; rà soát lại một cách hệ thống toàn bộ văn bản pháp lý liên quan đến giao dịch điện tử trong lĩnh vực CK; từ đó đưa ra những kiến nghị, đề xuất cụ thể nhằm hoàn chỉnh hơn khung pháp lý về hoạt động quản lý giao dịch điện tử trong lĩnh vực CK.

**ĐỀ TÀI UB.08.06: “HOÀN THIỆN KHUNG PHÁP LÝ VỀ NIÊM YẾT CỔ PHIẾU CỦA DN VIỆT NAM TRÊN TTCK NƯỚC NGOÀI”**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Tạ Thanh Bình

*Đơn vị chủ trì:* Ban Phát triển thị trường – UBCKNN

Khảo sát kinh nghiệm xây dựng các quy định điều chỉnh hoạt động niêm yết ra nước ngoài của các TTCK quốc tế nhằm rút ra cơ sở lý luận và bài học cho việc quy định vấn đề này tại Việt Nam; đánh giá thực trạng nhu cầu và thực tiễn áp dụng việc niêm yết ra nước ngoài của các DN trên TTCK Việt Nam hiện nay, các khó

khẩn gặp phải về mặt cơ chế và quy định; đề xuất hướng hoàn thiện các quy định về niêm yết ra nước ngoài cho các CTCP Việt nam trên TTCK nước ngoài cũng như các giải pháp đồng bộ khác để khuyến khích phát triển hoạt động này trong thời gian tới.

**ĐỀ TÀI UB.08.07: “XÂY DỰNG KHUNG PHÁP LÝ ĐIỀU CHỈNH HOẠT ĐỘNG CỦA TTCK PHÁI SINH Ở VIỆT NAM”**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Bùi Thanh Nga

*Đơn vị chủ trì:* Ban Pháp chế - UBCKNN

Hệ thống hóa cơ sở lý luận về công cụ phái sinh nói chung, CK phái sinh nói riêng; xây dựng mô hình khung pháp lý điều chỉnh TTCK phái sinh; nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế về các quy định pháp lý điều chỉnh TTCK phái sinh của một số nước trên thế giới; tổng hợp, phân tích đánh giá thực trạng sự ra đời và phát triển của các loại công cụ CK phái sinh ở Việt nam trong thời gian qua; đề xuất mô hình khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của TTCK phái sinh, cụ thể đề xuất loại hình văn bản quy phạm pháp luật và một số quy định cơ bản cho TTCK phái sinh tại Việt Nam.

**ĐỀ TÀI UB.07.03: "THỰC HIỆN PHÁP LUẬT CK VIỆT NAM VÀ NHỮNG VẤN ĐỀ PHÁP LÝ ĐẶT RA"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Quang Việt

*Đơn vị chủ trì:* Ban Pháp chế - UBCKNN

Đánh giá hiệu quả của các quy định pháp luật về CK & TTCK, trên cơ sở đó đề xuất các biện pháp để hoàn thiện khuôn khổ pháp luật về CK & TTCK Việt Nam nhằm đáp ứng yêu cầu của quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, cải thiện hơn nữa về môi trường pháp lý cho các chủ thể tham gia hoạt động trên TTCK, góp phần hoàn thiện thể chế kinh tế, thúc đẩy phát triển kinh tế-xã hội. Đề tài nghiên cứu những vấn đề cơ bản về việc thực hiện pháp luật nói chung, những yêu cầu đặt ra đối với việc thực hiện pháp luật; điều tra, đánh giá thực trạng TTCK, phân tích hệ thống văn bản pháp luật về CK & TTCK hiện nay của Việt Nam và thực tiễn thực hiện pháp luật về CK & TTCK; đề xuất phương hướng hoàn thiện quy định pháp luật về CK & TTCK phù hợp với nguyên tắc, yêu cầu của việc xây dựng khung pháp luật là có tính thực thi cao và kiến nghị hoàn thiện hệ thống pháp luật nói chung của Việt Nam.

## **ĐỀ TÀI UB.06.11: "TỔ CHỨC KINH DOANH DỊCH VỤ CK VIỆT NAM NHÌN TỪ GÓC ĐỘ LUẬT SO SÁNH"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Quang Việt

*Đơn vị chủ trì:* Ban Pháp chế - UBCKNN

Đề tài đã đưa ra một cách tiếp cận mới, có tính khoa học trong nghiên cứu hoàn thiện quy định pháp luật về các tổ chức kinh doanh dịch vụ CK. Với phương pháp tiếp cận từ lĩnh vực Luật so sánh, đề tài đã chỉ ra được những nét tương đồng và khác biệt giữa các quy định pháp luật của Việt Nam và nước ngoài về tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK; đồng thời lý giải những điểm tương đồng và khác biệt ấy và tiến hành đánh giá so sánh; trên cơ sở đó đề tài đã đưa ra các giải pháp hoàn thiện pháp luật Việt Nam về tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK và xây dựng mô hình tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK phù hợp với điều kiện, hoàn cảnh thực tế của Việt Nam; đề tài cũng đã đưa ra một cách nhìn nhận mới về địa vị pháp lý của SGDCK, TTGDCK ở Việt Nam. Đây là một vấn đề quan trọng vì hiện nay pháp luật Việt Nam chưa quy định rõ ràng về vấn đề này. Việc xác định đúng địa vị của các chủ thể này sẽ giúp chúng ta đưa ra các quy định pháp lý phù hợp. Đây là những nghiên cứu, đóng góp có giá trị thực tiễn cao, cần nghiêm túc nghiên cứu thêm để hoàn thiện các quy định pháp luật điều chỉnh về tổ chức kinh doanh dịch vụ CK.

## **ĐỀ TÀI UB 05.02: "LUẬT HÌNH SỰ VÀ XỬ LÝ VI PHẠM TRONG LĨNH VỰC CK"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Phạm Hồng Giang

*Đơn vị chủ trì:* Văn phòng UBCKNN

TTCK tập trung Việt Nam với 6 năm ra đời và phát triển, mặc dù cơ quan QLNN đã rất quan tâm đến việc phòng tránh các hoạt động tiêu cực trên thị trường thông qua Nghị định, văn bản hướng dẫn và gần đây nhất là Luật CK (có hiệu lực từ ngày 01/01/2007), song cùng với thời gian, việc hoàn chỉnh đồng bộ các văn bản pháp lý là vô cùng cần thiết và thường xuyên. Luật hình sự Việt Nam hiện nay chưa xác định rõ các tội phạm trên TTCK, do đó đã gây ra khó khăn trong việc xử lý các vi phạm đã và đang xảy ra trên TTCK. Một trong những thành công của đề tài phải nói đến, đó là đề tài đã đúc kết được các vấn đề về tội phạm kinh tế, nhất là tội phạm trên TTCK, để từ đó đề tài đã đưa ra các biện pháp để ngăn ngừa và phòng

chống các tội phạm trên TTCK, cụ thể như: Nhà nước cần hoàn thiện hơn nữa về cơ chế quản lý, hệ thống pháp luật, đẩy mạnh công tác tuyên truyền giáo dục, nâng cao hiệu quả hoạt động của các cơ quan chức năng. Ngoài ra, cũng không thể không nhắc khi nói đến thành công của đề tài, đó là nhóm tác giả đã đi sâu, làm rõ và nhận diện được 04 tội danh trên TTCK mà Luật hình sự cần phải bổ sung để xử phạt trên TTCK, cụ thể: tội giao dịch nội gián, tội thao túng CK, tội công bố thông tin sai lệch, tội chào bán CK ra công chúng mà chưa được cơ quan Nhà nước có thẩm quyền chấp thuận.

**ĐỀ TÀI UB.05.03: “HOÀN THIỆN KHUON KHỔ PHÁP LÝ VỀ TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC TỔ CHỨC KINH DOANH TRÊN TTCK VIỆT NAM”**

*Chủ nhiệm đề tài:* TS. Bùi Thị Thanh Hương

*Đơn vị chủ trì:* Ban Quản lý kinh doanh chứng khoán - UBCKNN

Trong nền KTTT, TTCK là một thể chế kinh tế tài chính bậc cao và nhạy cảm, là nơi huy động vốn từ mọi thành phần kinh tế và phân bổ chúng đến những nơi có khả năng sinh lời cao nhất. Thực tiễn của lịch sử cũng như sự phát triển của thị trường này cho thấy luôn cần đến một “bàn tay hữu hình” can thiệp để khuyến khích sự phát triển của thị trường và ngăn chặn các hoạt động tiêu cực, bất hợp pháp, bảo vệ người đầu tư. TTCK luôn vận động, biến đổi và phát triển, và luật pháp càng tinh vi thì lại càng xuất hiện các hành vi né tránh pháp luật tinh vi. Do đó, việc nghiên cứu, đúc kết, từ đó mà chỉnh sửa, bổ sung các văn bản pháp luật là việc làm thường xuyên và cần thiết. Phạm vi của đề tài được giới hạn ở tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK, bao gồm: các CTCK, tổ chức tư vấn đầu tư, quỹ đầu tư, tổ chức định mức tín nhiệm... Thành công của đề tài là đã hệ thống hoá từ lý luận đến phân tích thực tiễn những quy định hiện hành được áp dụng cho các tổ chức KDCK, cũng như những bất cập của nó. Đề tài đã nghiên cứu hệ thống pháp lý của một số nước để từ đó đúc kết kinh nghiệm và làm cơ sở để đưa ra những giải pháp nhằm hoàn thiện hệ thống pháp lý về tổ chức và hoạt động của các tổ chức kinh doanh, dịch vụ CK, bao gồm: quy chế về kiểm soát rủi ro và kiểm soát nội bộ của CTCK, CTQLQ, quy chế về nguyên tắc hoạt động kinh doanh của CTCK, CTQLQ, quy chế về nguyên tắc và hoạt động của các CTCK, điều lệ mẫu về quản trị CTCK, CTQLQ, xây dựng bộ quy tắc về đạo



đức nghề nghiệp. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu còn đưa ra 04 nhóm giải pháp về cơ chế quản lý cấp phép, giải pháp về an toàn tài chính, về việc tự doanh của CTCK, CTQLQ của Việt Nam tại nước ngoài và của bên nước ngoài vào Việt Nam, giải pháp đồng bộ hoá các quy phạm pháp luật chung có liên quan.

**ĐỀ TÀI UB.05.04: “PHÁP LUẬT ĐIỀU CHỈNH CỦA TTCK PHI TẬP TRUNG (OTC) - NHỮNG ĐỀ XUẤT CHO VIỆT NAM.”**

*Đơn vị chủ trì:* Ban Phát triển thị trường

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Thị Liên Hoa

Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2010 đã chỉ rõ xây dựng TTCK chưa niêm yết tại Hà Nội và chuẩn bị điều kiện để sau năm 2010 chuyển thành TTCK phi tập trung (OTC). Mặt khác, xuất phát từ nhu cầu thực tiễn của TTCK hiện nay đòi hỏi phải có khuôn khổ pháp lý đối với thị trường OTC nhằm đưa thị trường vào khuôn khổ có sự quản lý của Nhà nước, tạo sự công bằng, minh bạch và đặc biệt là bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư.

Nhóm tác giả đã đúc kết được các vấn đề về lý luận cơ bản về TTCK phi tập trung nói chung, coi đó như là cơ sở để nghiên cứu khung pháp lý cho thị trường OTC. Đề tài cũng đã làm rõ và phân biệt được TTCK tập trung và OTC, OTC và thị trường tự do, để từ đó nhóm tác giả có thể đưa ra những đặc điểm riêng có của thị trường OTC. Kinh nghiệm quốc tế cũng được nhóm tác giả nghiên cứu và rút kinh nghiệm, từ đó nhóm tác giả đã đề xuất những nội dung cơ bản về thị trường OTC tại Việt Nam như về điều kiện tham gia thị trường, về nghĩa vụ công bố thông tin, thành viên thị trường, về giao dịch, mô hình quản lý giám sát thị trường, các dịch vụ phụ trợ...

**Về tổ chức bộ máy QLNN đối với TTCK**

**ĐỀ TÀI UB.07.05: "CHUYỂN ĐỔI MÔ HÌNH SỞ HỮU CỦA TTLKCK SANG HÌNH THỨC DN "**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Phương Hoàng Lan Hương

*Đơn vị chủ trì:* Trung tâm Lưu ký Chứng khoán

Đề tài tiến hành nghiên cứu các nội dung liên quan tới cơ chế chuyển đổi mô hình sở hữu của TTLK: phân tích được các hạn chế của mô hình hiện tại, lấy đó làm cơ sở cho việc xây dựng mô hình chuyển đổi của TTLK trong tương lai; phân tích,

nghiên cứu các mô hình pháp lý của các TTLK trên thế giới nhằm rút ra bài học kinh nghiệm khi áp dụng vào Việt Nam, đề xuất một số mô hình thích hợp và phân tích ưu nhược điểm của từng mô hình; đề xuất phương án chuyển đổi và lộ trình thực hiện cụ thể.

Đề tài "*Chuyển đổi mô hình sở hữu của TTLKCK sang hình thức DN*" đề xuất cơ sở khoa học và thực tiễn trong đề án chuyển đổi mô hình sở hữu của TTLKCK, đã được Thủ tướng Chính phủ ký Quyết định số 171/2008/QĐ-TTg ngày 18/12/2008 chuyển đổi, tổ chức lại TTLKCK từ đơn vị sự nghiệp có thu thuộc tổ chức bộ máy của UBCKNN sang hoạt động theo mô hình công ty TNHH một thành viên thuộc sở hữu của Nhà nước.

#### **ĐỀ TÀI UB.06.04. “MÔ HÌNH TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA TTGDCK HÀ NỘI GIAI ĐOẠN SAU 2008”**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Trần Văn Dũng

*Đơn vị chủ trì:* Trung tâm GDCK Hà Nội

Đề tài đã trình bày được cơ sở lý luận về tổ chức và hoạt động của thị trường GDCK phi tập trung và sự khác biệt giữa TTCK tập trung với thị trường phi tập trung. Đề tài đã làm rõ hơn các nghiên cứu về thị trường OTC, làm cơ sở tham khảo cho các hoạt động nghiên cứu tiếp theo và phát triển thị trường OTC của Việt Nam; đề tài đã nghiên cứu xem xét mô hình hoạt động của một số thị trường giao dịch OTC trên thế giới để từ đó rút ra bài học kinh nghiệm cho việc tổ chức và hoạt động tại TTGDCK Hà Nội; đề tài cũng đã đánh giá được thực trạng mô hình tổ chức hoạt động của TTGDCK Hà Nội, chỉ ra được những nguyên nhân và thách thức đối với mô hình tổ chức hiện tại; trên cơ sở đó đề tài đã đề xuất ra một mô hình tổ chức thích hợp cho Trung tâm cũng như mô hình hoạt động giao dịch tại Trung tâm thích hợp theo các giai đoạn phát triển tại TTGDCK HN.

#### **Về chính sách và công cụ quản lý đối với TTCK**

#### **ĐỀ TÀI BTC.08.02: " CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH ĐỐI VỚI HOẠT ĐỘNG CỦA TTCK"**

*Chủ nhiệm đề tài:* TS. Nguyễn Sơn

*Đơn vị chủ trì:* Ban Phát triển thị trường - UBCKNN

Nghiên cứu vai trò của các chính sách tài chính đối với sự phát triển ổn định và bền vững của TTCK; nghiên cứu các nội dung cơ bản của các chính sách tài chính đối với TTCK; nghiên cứu kinh nghiệm của các TTCK khu vực về sử dụng các chính sách tài chính và gợi ý cho Việt Nam; đánh giá thực trạng sử dụng các chính sách tài chính trong hơn 8 năm hoạt động của TTCK Việt Nam, qua đó đề xuất hoàn chỉnh các chính sách tài chính cho TTCK Việt Nam nhằm mục tiêu phát triển TTCK ổn định và bền vững.

**ĐỀ TÀI UB.07.02: "HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH THUẾ ĐỐI VỚI CÁC ĐỐI TƯỢNG THAM GIA TTCK"**

*Chủ nhiệm đề tài:* TS. Nguyễn Sơn

*Đơn vị chủ trì:* Ban Phát triển Thị trường - UBCKNN

Nghiên cứu tổng quan về chính sách thuế trên TTCK; kinh nghiệm quốc tế về chính sách thuế; khung pháp lý hiện hành của Việt Nam về thuế nói chung cũng như quy định pháp luật về thuế trên TTCK; thực trạng triển khai thu thuế trên TTCK Việt Nam; kiến nghị giải pháp hoàn thiện khung pháp lý và chính sách về thuế đối với TTCK và các chính sách thuế có liên quan.

**ĐỀ TÀI UB.06.06 : "HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH PHÍ VÀ LỆ PHÍ CHO CÁC ĐỐI TƯỢNG THAM GIA TTCK VIỆT NAM"**

*Chủ nhiệm đề tài:* TS. Nguyễn Sơn

*Đơn vị chủ trì:* Ban Phát triển thị trường - UBCKNN

Trong giai đoạn đầu TTCK đi vào hoạt động, chính sách phí và lệ phí trên TTCK có nhiều ưu đãi đối với các đối tượng tham gia thị trường nhằm khuyến khích thị trường phát triển. Sau 7 năm, TTCK có tổ chức đã phát triển nhanh về qui mô phát hành, GDCK; các đối tượng tham gia thị trường ngày càng gia tăng về số lượng cũng như tiềm lực tài chính, do đó cần rà soát để hoàn thiện chính sách phí, lệ phí, điều chỉnh theo hướng tránh bao cấp, nâng cao tính tự chủ cũng như chất lượng cung cấp dịch vụ của các tổ chức tham gia thị trường, phù hợp với thông lệ quốc tế trong điều kiện tăng cường hội nhập, nhằm đảm bảo thu chi mà vẫn khuyến khích TTCK phát triển.

Bên cạnh việc giới thiệu và hệ thống hoá được các công cụ tài chính và lệ phí cũng như kinh nghiệm của một số nước trên TTCK quốc tế, tác giả còn đưa ra được

thực trạng về chính sách phí và lệ phí đang áp dụng ở Việt Nam, những khoản phí và lệ phí mà hiện UBCKNN, SGDCK, TTGDCK, TTLKCK và các công ty cung cấp các dịch vụ tài chính. Nói đến thực trạng nhưng đề tài không chỉ dừng lại ở chỗ là đưa ra hay nêu lên các chính sách hiện đang áp dụng mà tác giả còn đi sâu vào phân tích và đánh giá những mặt nào được coi là vẫn hợp lý trong điều kiện hiện nay, vẫn duy trì áp dụng cũng như những mặt bất cập, cần sửa đổi, ví dụ như lệ phí thu cấp giấy phép hoạt động của CTCK, phí thu tối đa các CTCK được phép thu của các nhà đầu tư...; trên cơ sở những bất cập đó, tác giả đã đưa ra những kiến nghị sửa đổi chính sách phí và lệ phí áp dụng cho các đối tượng tham gia trên TTCK, trong đó có nêu rõ những chính sách cần sửa đổi hay bổ sung cụ thể đối với từng đối tượng tham gia trên TTCK như: SGDCK, TTGDCK, TTLKCK, các tổ chức kinh doanh dịch vụ CK.

**ĐỀ TÀI UB. 05.13: “CƠ CHẾ TÀI CHÍNH ÁP DỤNG CHO SGDCK VIỆT NAM.”**

*Đơn vị chủ trì:* Ban Kế hoạch Tài chính

*Chủ nhiệm đề tài:* CN. Đoàn Thị Thọ

Xây dựng cơ chế tài chính cho SGDCK Việt Nam trong giai đoạn này là một việc làm cấp thiết nhằm tạo ra một định chế tài chính hoàn chỉnh cho nền kinh tế Việt Nam, phù hợp với chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010 trong việc phát triển TTGDCK thành SGDCK.

Đề tài đã hệ thống hoá được những vấn đề lý luận cơ bản về SGDCK như chức năng, cơ chế hoạt động, các chủ thể tham gia, hàng hoá giao dịch và vai trò của SGDCK đối với TTCK trong nền KTTT. Trên cơ sở đó, đi sâu phân tích nội dung của cơ chế tài chính, các nhân tố ảnh hưởng đến cơ chế tài chính áp dụng cho SGDCK và kinh nghiệm quốc tế trong việc xây dựng cơ chế tài chính áp dụng cho SGDCK. Đóng góp mới của đề tài là đã chỉ ra được những nhân tố bên trong và bên ngoài ảnh hưởng đến cơ chế tài chính của SGDCK, làm căn cứ cho việc xem xét đánh giá ảnh hưởng của các nhân tố này đến cơ chế tài chính TTGDCK hiện hành; ngoài ra, đề tài còn khái quát được quá trình hình thành và phát triển của TTGDCK TP HCM, mô hình tổ chức và cơ chế tài chính của TTGDCK trong 5 năm qua. Trên cơ sở đó, đề tài đã đi sâu phân tích thực trạng tình hình tài chính của TTGDCK,

khẳng định mô hình tổ chức và cơ chế tài chính hiện hành là phù hợp với giai đoạn đầu hình thành và phát triển TTCK, đồng thời cũng chỉ ra những hạn chế của mô hình và cơ chế này, cũng như những nguyên nhân của nó. Các giải pháp được nhóm nghiên cứu đưa ra khá toàn diện, bao quát toàn bộ nội dung hoạt động quản lý tài chính của SGDCK (nguồn vốn, quản lý doanh thu, chi phí, phân phối kết quả kinh doanh, chế độ kế toán, tài chính và kế hoạch tài chính...). Đồng thời, các tác giả cũng đưa ra một số giải pháp vĩ mô và vi mô tạo điều kiện cho việc thực hiện các giải pháp trên.

### **VỀ THANH TRA GIÁM SÁT ĐỐI VỚI TTCK**

#### **ĐỀ TÀI BTC.08.01: “KIỂM SOÁT LƯỠNG VỐN ĐẦU TƯ GIÁN TIẾP NƯỚC NGOÀI THÔNG QUA TTCK- KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ ĐỐI SÁCH CHO VIỆT NAM”**

*Chủ nhiệm đề tài:* Th.S. Nguyễn Ngọc Cảnh

Đơn vị chủ trì: Ban Hợp tác quốc tế - UBCKNN

Nghiên cứu sâu về các mô hình quản lý mà các nước phát triển (ở Châu Âu, Châu Mỹ, Nhật Bản) và các nước đang phát triển (Trung Quốc, Singapore, Thái Lan, Malaixia) đang áp dụng nhằm kiểm soát luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, từ đó rút ra những bài học kinh nghiệm áp dụng cho TTCK Việt Nam; phân tích những tồn tại của TTCK Việt Nam: cấu trúc hạ tầng, khung pháp lý, nguồn nhân lực, tình hình kiểm soát luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, và dự đoán tiềm năng nguồn vốn này đổ vào TTCK Việt Nam trong tương lai khi mà Việt Nam thực hiện đầy đủ các cam kết mở cửa thị trường trong WTO; từ đó đề tài cũng chỉ rõ những thách thức đối với Việt Nam trong việc kiểm soát và đề xuất mô hình quản lý thích hợp cho Việt Nam; để thực hiện được mô hình này, đề tài cũng đưa ra một số giải pháp để vừa kiểm soát nhưng lại cũng mang tính khuyến khích nguồn vốn gián tiếp này đổ vào TTCK Việt Nam.

#### **ĐỀ TÀI UB.08.04: "TĂNG CƯỜNG NĂNG LỰC GIÁM SÁT CỦA UBCKNN ĐỐI VỚI SGDCK, TTGDCK, TTLKCK"**

*Chủ nhiệm đề tài:* Th.S. Dương Thị Phương

Đơn vị chủ trì: Ban Giám sát - UBCKNN

Khảo sát các mô hình, hệ thống giám sát TTCK trên thế giới nhằm rút ra cơ sở lý luận, bài học kinh nghiệm về giám sát các tổ chức tự quản trên TTCK; đánh giá thực trạng công tác giám sát tổ chức tự quản trên TTCK Việt Nam; xác định những nội dung giám sát của UBCKNN đối với các tổ chức tự quản; đề xuất những giải pháp tăng cường năng lực giám sát của UBCKNN đối với các tổ chức tự quản.

**ĐỀ TÀI UB.07.07: "GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG HOẠT ĐỘNG THANH TRA ĐỐI VỚI HÀNH VI GIAO DỊCH NỘI BỘ, THAO TÚNG THỊ TRƯỜNG"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Hoàng Đức Long

*Đơn vị chủ trì:* Thanh tra Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Trên cơ sở lý luận và nghiên cứu kinh nghiệm của các nước về công tác thanh tra, điều tra đối với hành vi giao dịch nội gián và thao túng thị trường, kết hợp với các quy định của Luật CK và thực trạng về hành vi giao dịch nội gián và thao túng thị trường ở Việt Nam và các quy định hiện hành về thanh tra, từ đó đưa ra những giải pháp tăng cường hoạt động thanh tra đối với hành vi giao dịch nội gián, thao túng thị trường để thanh, kiểm tra xử lý, ngăn chặn.

**ĐỀ TÀI UB.07.01: "XÂY DỰNG HỆ THỐNG GIÁM SÁT TTCK"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Thị Liên Hoa

*Đơn vị chủ trì:* UBCKNN

Khảo sát các mô hình, hệ thống giám sát TTCK trên thế giới nhằm rút ra bài học kinh nghiệm và các tiêu chí để xây dựng hệ thống giám sát TTCK cho Việt Nam; đánh giá thực trạng hệ thống giám sát TTCK Việt Nam theo các tiêu chí về hệ thống giám sát của quốc tế; đề xuất các giải pháp về xây dựng hệ thống giám sát hoàn chỉnh và hiệu quả cho TTCK Việt Nam, cụ thể: xây dựng mô hình giám sát TTCK, cơ cấu, tổ chức và hoạt động của ban giám sát thuộc UBCKNN, phân định trách nhiệm và cơ chế phối hợp giữa ban giám sát và các đơn vị chức năng trong UBCKNN, tăng cường năng lực và hiện đại hoá hệ thống giám sát thị trường tại TTGDCK, SGDCK, TTLKCK, xây dựng và hoàn thiện về khuôn khổ luật pháp về giám sát TTCK.

**ĐỀ TÀI UB.07.04: "GIÁM SÁT CÁC TỔ CHỨC KDCK "**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Bùi Thanh Ngà

*Đơn vị chủ trì:* Ban Pháp chế - UBCKNN

Nghiên cứu thực trạng hoạt động giám sát các tổ chức KDCK của nước ta và của các nước trong khu vực và trên thế giới, tìm ra những điểm còn hạn chế của hoạt động giám sát các tổ chức KDCK và hệ thống pháp luật giám sát các tổ chức KDCK của Việt Nam; từ đó, đưa ra hướng hoàn thiện hoạt động giám sát các tổ chức KDCK ở Việt Nam

**ĐỀ TÀI UB.05.01: "MỘT SỐ GIẢI PHÁP NGĂN NGỪA HOẠT ĐỘNG GIAO DỊCH NỘI GIÁN TRÊN TTCK VIỆT NAM"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Dũng

*Đơn vị chủ trì:* Ban Tổ chức cán bộ

Giao dịch nội gián là một trong những hành vi bất hợp pháp và bị cấm trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên trên thực tế vẫn xảy ra các hành vi sử dụng thông tin nội bộ hay thông tin chưa được phép công bố để giao dịch nhằm trục lợi. Và thực tiễn cũng cho thấy việc phát hiện, điều tra và xử lý nó là vô cùng khó khăn và phức tạp, bởi nó có thể diễn ra dưới nhiều hình thức, cách thức với những biến tướng khác nhau, và nó không chỉ liên quan đến 1 hay 2 người mà liên quan đến cả nhóm người. Đề tài đã đưa ra những nội dung cơ bản về lý thuyết tổng quan giao dịch nội gián, thực trạng giao dịch và ngăn ngừa giao dịch nội gián của Việt Nam hiện nay và đề xuất một số giải pháp.

Để ngăn ngừa, xử lý giao dịch nội gián thì trước tiên phải nhận diện được nó, tuy nhiên như đã nói việc nhận diện là vô cùng khó khăn và phức tạp. Thành công đáng ghi nhận của đề tài là đã đúc kết được các vấn đề cơ bản của giao dịch nội gián dưới các góc độ: khái niệm, đối tượng, tác động của giao dịch nội gián, vai trò của các tổ chức liên quan như tổ chức giám sát, tổ chức tự quản. Ngoài ra, đề tài còn tổng hợp được các quy định của pháp luật Việt Nam về giao dịch nội gián, nhấn mạnh phương pháp giám sát hành vi giao dịch nội gián, việc quy định xử phạt hành chính mà chưa quy định trong Luật hình sự Việt Nam. Để từ đó đề tài đã đưa ra được một số giải pháp quan trọng nhằm ngăn ngừa và xử lý giao dịch nội gián cũng như điều kiện ở Việt Nam để thực hiện các giải pháp đó.

## **ĐỀ TÀI UB.05.05: “HỆ THỐNG GIÁM SÁT CÁC HOẠT ĐỘNG TRÊN TTGDCK HÀ NỘI”**

*Đơn vị chủ trì:* Thanh tra UBCKNN

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Hoàng Đức Long

Nhằm đảm bảo một TTCK hoạt động công bằng, công khai, minh bạch, đảm bảo tối đa quyền lợi của các nhà đầu tư thì hoạt động giám sát thị trường là một trong những công cụ hữu hiệu của cơ quan quản lý thị trường. Hoạt động giám sát không chỉ giám sát việc thực thi pháp luật để ngăn ngừa và xử lý các hành vi vi phạm, mà còn có tác dụng phản hồi, đề xuất và kiến nghị từ thực tiễn cho các cơ quan quản lý để hiệu chỉnh, bổ sung cơ chế, chính sách nhằm hoàn thiện chức năng QLNN đối với TTCK. TTGDCK Hà Nội đã đi vào hoạt động và đang dần từng bước phát triển theo chiều sâu (tăng quy mô) của thị trường, đòi hỏi công tác quản lý, giám sát hoạt động của các đối tượng tham gia vào thị trường cũng phải nâng cao, do đó việc đánh giá hiện trạng hoạt động giám sát của TTGDCK Hà Nội là cấp thiết để qua đó hoàn thiện hệ thống giám sát thị trường.

Nhóm tác giả đã hệ thống hoá được những vấn đề cơ bản về hoạt động giám sát TTCK trên các khía cạnh về quan điểm hệ thống giám sát, chức năng của hệ thống, đối tượng giám sát, các chủ thể tham gia vào hệ thống giám sát cũng như các nội dung giám sát về quy trình giám sát thị trường trên các TTGDCK. Trên cơ sở mô tả hoạt động hệ thống giám sát của một số Sở giao dịch như Newyork, Tokyo... và phân tích mô hình hoạt động của TTGDCK Hà Nội với những đặc trưng của nó, nhóm nghiên cứu đã đưa ra 4 nhóm giải pháp xây dựng hệ thống giám sát cho TTGDCK Hà Nội theo các bước quy trình và nhóm chỉ tiêu giám sát cho CTCK thành viên và hệ thống chỉ tiêu cảnh báo cho hoạt động giao dịch tại TTGDCK Hà Nội.

## **ĐỀ TÀI UB.05.09: “MÔ HÌNH ĐỊNH LƯỢNG RỦI RO (VAR) VÀ KHẢ NĂNG ỨNG DỤNG TRONG QUẢN LÝ TTCK”**

*Chủ nhiệm đề tài:* TSKH. Nguyễn Thành Long

*Đơn vị chủ trì:* Ban Hợp tác quốc tế

Luật CK Việt Nam chính thức có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2007 đã tạo ra một khung pháp lý, quản lý thị trường phù hợp với các thông lệ quốc tế. Một trong những tiêu chí quốc tế căn bản trong quản lý và giám sát thị trường, đó chính là



chuyển dần từ cơ chế quản lý/giám sát theo quy định sang các cơ chế, quản lý/giám sát theo rủi ro. Để làm được điều này đòi hỏi các cơ quan quản lý phải trang bị cho mình những kiến thức về các phương tiện định lượng rủi ro. Chúng sẽ là những công cụ đắc lực phục vụ cơ quan QLNN xây dựng và ban hành những chính sách đảm bảo cho việc quản lý các hoạt động kinh doanh của các định chế trung gian một cách hiệu quả. Đề tài mà nhóm tác giả nghiên cứu được coi là vấn đề rất mới và có ý nghĩa cao đối với các cơ quan quản lý thị trường.

Nhóm tác giả đã trình bày những khái niệm cơ bản, các mô hình định giá rủi ro VaR thông dụng nhất mà các định chế tài chính đang sử dụng trên thế giới cũng như các hướng sử dụng chúng trong thực tế. Qua đó, đề tài đã đề cập đến vấn đề sử dụng VaR trong quản lý TTCK ở tầm vĩ mô. Liên quan đến TTCK Việt Nam, nhóm tác giả cũng phân tích thực trạng, tiềm năng cũng như những thách thức khi áp dụng VaR và các mô hình định lượng rủi ro trong quản lý các định chế trung gian tại Việt Nam.

Đề tài "*Giải pháp hoàn thiện hoạt động thanh tra, giám sát CTCK*" là cơ sở để xây dựng *Quy trình thanh tra các CTCK* được ban hành kèm theo Quyết định số 258/QĐ-UBCK ngày 27/9/2004 của Chủ tịch UBCKNN.

### **Về xử phạt vi phạm**

#### **ĐỀ TÀI UB.08.10: “CÁC GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG HIỆU QUẢ CÔNG TÁC XỬ LÝ VI PHẠM TRONG LĨNH VỰC CK & TTCK”**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Hoàng Đức Long

*Đơn vị chủ trì:* Chánh Thanh tra UBCKNN

Thông qua việc nghiên cứu, đánh giá thực trạng công tác xử lý vi phạm trong lĩnh vực CK & TTCK, nhóm tác giả đưa ra các giải pháp góp phần hoàn thiện hệ thống pháp luật về CK & TTCK nói chung và pháp luật về xử lý vi phạm trong lĩnh vực này nói riêng; đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả của công tác xử lý vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK nhằm đáp ứng yêu cầu của hoạt động QLNN trong lĩnh vực CK, đảm bảo TTCK hoạt động an toàn, công bằng, minh bạch.

## **VỀ HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ**

### **ĐỀ TÀI UB.07.04: "XU HƯỚNG LIÊN KẾT CÁC TTCK- ĐỊNH HƯỚNG CHO VIỆT NAM"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Ngọc Cảnh

*Đơn vị chủ trì:* Ban Hợp tác quốc tế - UBCKNN

Đề tài nghiên cứu đặc điểm của xu hướng liên kết TTCK trên thế giới, đánh giá về khả năng liên kết của TTCK Việt Nam, lựa chọn mô hình, bài học kinh nghiệm rút ra từ các xu hướng liên kết TTCK và từ đó đề xuất những giải pháp để TTCK Việt Nam liên kết thành công với các TTCK trên thế giới.

### **ĐỀ TÀI UB.05.15: "XÂY DỰNG LỘ TRÌNH HỘI NHẬP THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM VỚI THỊ TRƯỜNG VỐN CÁC NƯỚC KHU VỰC TRONG BỐI CẢNH HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ"**

*Chủ nhiệm đề tài:* ThS. Nguyễn Ngọc Cảnh

*Đơn vị chủ trì:* Ban Hợp tác quốc tế - UBCKNN

Để hội nhập thị trường vốn, nhóm tác giả đã đưa ra, phân tích và làm rõ 2 mô hình, đó là: (1) hội nhập giữa một nước đang phát triển với thế giới bên ngoài (hội nhập giữa các quốc gia có trình độ và mức độ phát triển không đồng đều) và (2) hội nhập giữa các nước đã phát triển với nhau (hội nhập giữa các quốc gia có cùng mức độ phát triển). Từ đó, nhóm tác giả đã đi sâu nghiên cứu và phân tích khá kỹ và đầy đủ thị trường vốn của Việt Nam về khuôn khổ pháp lý, cơ sở hạ tầng, công nghệ thông tin thị trường, các tổ chức tài chính trung gian...trên cơ sở xem xét các cam kết song phương và đa phương của Chính phủ Việt Nam với các nước trong khu vực và trên thế giới, nhóm tác giả đã một lần nữa cho thấy việc lựa chọn mô hình hội nhập số 1 trên đây của Việt Nam là hoàn toàn hợp lý và có cơ sở. Đóng góp mới của đề tài là đề tài đã mạnh dạn đưa ra lộ trình hội nhập thị trường vốn của Việt Nam một cách khá tỉ mỉ cho từng năm, trong đó có nêu rõ công việc cụ thể cần làm của Việt Nam để hội nhập. Các giải pháp mà đề tài đưa ra là tập trung trước hết cho đào tạo nguồn nhân lực, xây dựng và củng cố cơ sở hạ tầng kỹ thuật, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý điều chỉnh thị trường, đồng thời nâng cao năng lực giám sát thị trường, xây dựng cơ chế trao đổi thông tin, phối hợp xử lý vi phạm giữa các cơ quan quản lý thị trường vốn của các nước.

### 2.3. Sách

Các tác giả trong và ngoài nước chủ yếu đề cập đến những kiến thức, thường thức về CK; hướng đến các bí quyết về KDCK, mô tả cặn kẽ những cá nhân cụ thể thành công trong lĩnh vực KDCK.

Đối với các tác giả nước ngoài, đã có rất nhiều công trình đi sâu nghiên cứu TTCK dưới góc nhìn kinh tế học, đặc biệt là kinh tế tài chính: *“Những kiến thức cơ bản về CK & TTCK”* của Học viện Tài chính New York, Nxb Thế giới, Hà nội, 1993; *“TTCK- sách hướng dẫn cho các nhà TTCK”* của Nril F, Stapley, Nxb Tp Hồ Chí Minh, 1994; *“TTCK”* của Bernad J. Foley, Nxb Tài chính, Hà nội, 1995; *“Tìm hiểu TTCK xác định thời điểm mua bán cổ phiếu”* của Stephen Leeb, Nxb Thống kê, Hà nội, 1996...

ở nước ta đã có khá nhiều công trình khoa học, tài liệu nghiên cứu về những vấn đề lý luận cơ bản, lịch sử ra đời, kinh nghiệm các nước, mô hình TTCK Việt Nam: *“CK & TTCK- những kiến thức cơ bản”* của Trung tâm nghiên cứu và bồi dưỡng nghiệp vụ CK, Hà nội, 1994; *“Tập tài liệu tại cuộc hội thảo về TTCK Nhật Bản”*, Trường ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh, 1994; *“TTCK, trò chơi và những thủ pháp làm giàu”* của Nguyễn Công Nghiệp, Nxb Thống kê, Hà nội, 1995; *“Việt Nam với TTCK”* của Bùi Nguyên Hoàn, Nxb Chính trị quốc gia Hà nội, 1995; *“Kỷ yếu tọa đàm Việt - Đức về TTCK (1994-1995)”*, VAPEC, Hà nội, 1996; *“TTCK”* của Lê Văn Tư, Lê Tùng Vân, Nxb Thống kê, Hà nội, 1997; *“TTCK”* của Nguyễn Thanh Tuyên (chủ biên), Nxb Thống kê, Hà nội, 2000; *“TTCK- cấu trúc và cơ chế hoạt động”*, đồng chủ biên: GS. TS Nguyễn Thị Cành, TS Trần Viết Hoàng, Nxb ĐH quốc gia Tp Hồ Chí Minh, 2008...

Có thể nói cho đến nay NCS chưa thấy có công trình khoa học nào trong chuyên ngành kinh tế chính trị ở cấp độ tiến sĩ đề cập một cách hệ thống, đầy đủ, toàn diện về QLNN đối với TTCK Việt Nam, nhất là trong giai đoạn sau khi Luật CK có hiệu lực, thực thi được hơn 3 năm và Việt Nam đã là thành viên chính thức của WTO.

**PHỤ LỤC 2: CÁC VĂN BẢN PHÁP LUẬT CK & TTCK**

(Tính đến ngày 22/01/2011)

**Luật**

**70/2006/QH11**, 01/01/2007, Quốc hội nước Cộng hòa Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam khoá XI, kỳ họp thứ 9 (Từ ngày 16 tháng 5 đến ngày 29 tháng 6 năm 2006).

**62/2010/QH12**, 24/11/2010, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán

**Nghị định**

**85/2010/NĐ-CP**, 02/08/2010, Nghị định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán

**84/2010/NĐ-CP**, 02/08/2010, Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/1/2007 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán

**01/2010/NĐ-CP**, 04/01/2010, Nghị định về chào bán cổ phần riêng lẻ.

**53/2009/NĐ-CP**, 04/06/2009, Nghị định về phát hành trái phiếu quốc tế.

**114/2008/NĐ-CP**, 03/11/2008, Nghị định hướng dẫn chi tiết thi hành một số điều của Luật Phá sản đối với DN hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực bảo hiểm, CK và tài chính khác.

**36/2007/NĐ-CP**, 08/03/2007, Nghị định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK.

**14/2007/NĐ-CP**, 19/01/2007, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP của Thủ tướng Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật CK.

**108/2006/NĐ-CP**, 22/09/2006, Quy định quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Đầu tư.

**52/2006/NĐ-CP**, 19/05/2006, Nghị định số 52/2006/NĐ-CP của Thủ tướng Chính phủ về phát hành trái phiếu DN.

**187/2004/NĐ-CP**, 16/11/2004, Nghị định 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ về việc chuyển công ty nhà nước thành CTCP.

**161/2004/NĐ-CP**, 07/09/2004, Nghị định số 161/2004/NĐ-CP của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK.

**66/2004/NĐ-CP**, 19/02/2004, Nghị định số 66/2004/NĐ-CP của Chính Phủ về việc chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính

**144/2003/NĐ-CP**, 28/11/2003, Nghị định 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ về CK & TTCK.

**141/2003/NĐ-CP**, 20/11/2003, Nghị định 141/2003/NĐ-CP của chính phủ về việc phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương.

**38/2003/NĐ-CP**, 15/04/2003, Nghị định số 38/2003/NĐ-CP của Chính phủ về việc chuyển đổi một số DN có vốn ĐTNN sang hoạt động theo hình thức CTCP.

### **Quyết định**

**306/QĐ-UBCK**, 18/05/2010, Quyết định về việc hướng dẫn thực hiện Thông tư số 27/2010/TT-BTC ngày 26/2/2010 quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng phí hoạt động CK áp dụng tại các SGDCK và TTLKCK Việt Nam.

**106/QĐ-UBCK**, 08/02/2010, Quy định hướng dẫn về yêu cầu hệ thống công nghệ thông tin của CTCK.

**660 /QĐ-UBCK**, 06/10/2009, Quyết định về việc cấp số hiệu tài khoản GDCK cho nhà đầu tư.

**112/2009/QĐ-TTg**, 11/09/2009, Quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN trực thuộc Bộ Tài chính.

**531/QĐ-UBCK**, 21/08/2009, Quyết định của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Quy định hướng dẫn về giám sát GDCK.

**1905/QĐ-BTC**, 10/08/2009, Quyết định của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc công bố bộ thủ tục hành chính thuộc lĩnh vực CK.

**1354/QĐ-BTC**, 29/05/2009, Quyết định về việc ban hành Điều lệ Tổ chức và Hoạt động của SGDCK Hà Nội.

**253/QĐ-UBCK**, 24/04/2009, Quyết định của Chủ tịch UBCKNN ban hành Quy định về niêm yết và giao dịch TPCP phát hành bằng ngoại tệ tại SGDCK Hà Nội.

**01/2009/QĐ-TTg**, 02/01/2009, Quyết định của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập SGDCK Hà Nội.

**127/2008/QĐ-BTC**, 31/12/2008, Quyết định về việc ban hành Quy chế Giám sát GDCK trên TTCK.

**126/2008/QĐ-BTC**, 26/12/2008, Quyết định của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Quy chế tổ chức và hoạt động CTCK ban hành kèm theo Quyết định số 27/2007/QĐ-BTC ngày 24/4/2007.

**125 /2008/QĐ-BTC**, 26/12/2008, Quyết định về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Quy chế tổ chức và hoạt động của CTQLQ ban hành kèm theo Quyết định số 35/2007/QĐ-BTC ngày 15/5/2007.

**124/2008/QĐ-BTC**, 26/12/2008, Quyết định về việc ban hành Quy chế thành lập và hoạt động của văn phòng đại diện tổ chức KDCK nước ngoài tại Việt Nam.

**121/2008/QĐ-BTC**, 24/12/2008, Quyết định ban hành Quy chế hoạt động của nhà ĐTNN trên TTCK Việt Nam.

**171/2008/QĐ-TTg**, 18/12/2008, Quyết định của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập TTLKCK Việt Nam.

**108/2008/QĐ-BTC**, 20/11/2008, Quyết định về việc ban hành Quy chế Tổ chức và Quản lý GDCK công ty đại chúng chưa niêm yết tại TTGDCK Hà Nội.

**49/2008/QĐ-BTC**, 08/07/2008, Quyết định về việc sửa đổi, bổ sung Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/01/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính quy định nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của các Ban, Văn phòng, Cơ quan đại diện và Thanh tra UBCKNN.

**46/2008/QĐ-BTC**, 01/07/2008, Quyết định về việc ban hành Quy chế Quản lý giao dịch TPCP tại TTGDCK Hà Nội.

**1351/QĐ-BTC**, 13/06/2008, Quyết định số 1351/QĐ-BTC ngày 13/6/2008 về việc sửa đổi mức thu phí giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư.

**15/2008/QĐ-BTC**, 27/03/2008, Quyết định của Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành Quy chế hành nghề CK.

**86/QĐ-BTC**, 15/01/2008, Quyết định về việc phê duyệt Đề án xây dựng thị trường giao dịch TPCP chuyên biệt.

**02/2008/QĐ-BTC**, 14/01/2008, Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC quy định nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của các Ban, Văn phòng, Cơ quan đại diện và Thanh tra UBCKNN.

**3567/QĐ-BTC**, 08/11/2007, Quyết định số 3567/QĐ-BTC ngày 08/11/2007 về việc phê duyệt Phương án tổ chức và quản lý GDCK của công ty đại chúng chưa niêm yết.

**89/2007/QĐ-BTC**, 24/10/2007, Quyết định số 89/2007/QĐ-BTC về việc ban hành Quy chế lựa chọn DN kiểm toán được chấp thuận kiểm toán cho tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**87/2007/QĐ-BTC**, 22/10/2007, Quyết định số 87/2007/QĐ-BTC về việc ban hành Quy chế đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK.

**128/2007/QĐ-TTg**, 02/08/2007, Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020.

**45/2007/QĐ-BTC**, 05/06/2007, Quyết định số 45/2007/QĐ-BTC ban hành kèm theo Quy chế thành lập và quản lý Quỹ ĐTCK.

**35/2007/QĐ-BTC**, 15/05/2007, Quyết định 35/2007/QĐ-BTC ban hành kèm theo Quy chế Tổ chức và hoạt động của CTQLQ.

**599/QĐ-TTg**, 11/05/2007, Quyết định số 599/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ chuyển TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh thành SGDCK thành phố Hồ Chí Minh.

**63/2007/QĐ-TTg**, 10/05/2007, Quyết định số 63/2007/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN thuộc Bộ Tài chính.

**27/2007/QĐ-BTC**, 24/04/2007, Quyết định 27/2007/QĐ-BTC ngày 24/4/2007 về việc ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động CTCK.

**25/QĐ-TTGDHCM**, 17/04/2007, Quyết định về việc ban hành Quy chế GDCK tại TTGDCK Thành phố Hồ Chí Minh.

**15/2007/QĐ-BTC**, 19/03/2007, Quyết định số 15/2007/QĐ-BTC về việc ban hành Điều lệ mẫu áp dụng cho các CTNY trên SGDCK/TTGDCK.

**13/2007/QĐ-BTC**, 13/03/2007, Quyết định số 13/2007/QĐ-BTC ban hành Mẫu báo cáo bạch trong Hồ sơ đăng ký chào bán CK ra công chúng và Hồ sơ đăng ký NYCK tại SGDCK, TTGDCK.

**12/2007/QĐ-BTC**, 13/03/2007, Quyết định số 12/2007/QĐ-BTC ngày 13/3/2007 ban hành Quy chế quản trị công ty áp dụng cho các CTNY trên SGDCK/ TTGDCK.

**115/QĐ-UBCK**, 13/02/2007, Quyết định số 115/QĐ-UBCK Về việc ban hành Quy chế mẫu về bán đấu giá cổ phần tại TTGDCK.

**701/QĐ-UBCK**, 20/11/2006, Quyết định số 701/QĐ-UBCK Ban hành Kế hoạch phát triển CTCK giai đoạn 2006-2010.

**46/2006/QĐ-BTC**, 06/09/2006, Quyết định số 46/2006/QĐ-BTC của Bộ Tài chính Ban hành Quy chế Phát hành TPCP theo lô lớn.

**498/QĐ-UBCK**, 24/07/2006, Quyết định số 498/QĐ-UBCK ngày 24/7/2006 về Ban hành Kế hoạch soạn thảo văn bản hướng dẫn thi hành, triển khai Luật CK và tiến độ thực hiện.

**2276/QĐ-BTC**, 20/06/2006 Quyết định 2276/QĐ-BTC ngày 20/6/2006 về việc tập trung đấu thầu TPCP tại TTGDCK Hà Nội.

**338/QĐ-UBCK**, 01/06/2006, Quyết định 338/QĐ-UBCK ngày 01/6/2006 về việc ban hành Hướng dẫn quy trình hủy ĐKGD tại TTGDCK Hà Nội để niêm yết tại TTGDCK Tp.Hồ Chí Minh.

**323 /QĐ-UBCK**, 22/05/2006, Quyết định 323 /QĐ-UBCK ngày 22/5/2006 về việc sửa đổi về qui định giao dịch tại TTGDCK Hà Nội.

**30/2006/QĐ-BTC**, 12/05/2006, Quyết định 30/2006/QĐ-BTC về việc bổ sung Quy chế tổ chức và hoạt động của Quỹ ĐTCK và CTQLQ ban hành kèm theo Quyết định số 73/2004/QĐ-BTC ngày 03 tháng 9 năm 2004 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.

**301/QĐ-UBCK**, 09/05/2006, Quyết định số 301/QĐ-UBCK về việc ban hành quy chế xét duyệt đăng ký PHCK ra công chúng, cấp phép NYCK, cấp phép hoạt động kinh doanh và dịch vụ CK.

**1602/QĐ-BTC**, 07/04/2006, Quyết định 1602/QĐ-BTC của Bộ Tài chính về việc chuyển giao nhiệm vụ đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK từ các TTGDCK sang TTLKCK.

**184/QĐ-UBCK**, 17/03/2006, Quyết định số 184/QĐ-UBCK ngày 17/3/2006 về việc hướng dẫn thực hiện thu phí đối với lĩnh vực CK.

**898/QĐ-BTC**, 20/02/2006, Quyết định số 898/QĐ-BTC ngày 20/02/2006 của Bộ Tài chính ban hành Kế hoạch phát triển TTCK Việt Nam 2006-2010.

**96/2005/QĐ-BTC**, 12/12/2005, Quyết định số 96/2005/QĐ-BTC quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Thanh tra UBCKNN.

**491/QĐ-UBCK**, 01/11/2005, Quyết định số 491/QĐ-UBCK ngày 01/11/2005 về việc ban hành Quy chế mẫu về bán đấu giá cổ phần tại TTGDCK.



**71/2005/QĐ-BTC**, 21/10/2005, Quyết định số 71/2005/QĐ-BTC ngày 21/10/2005 về việc sửa đổi bổ sung một số Điều của Quy chế tổ chức và hoạt động của Quỹ ĐTCK và CTQLQ.

**72/2005/QĐ-BTC**, 21/10/2005, Quyết định số 72/2005/QĐ-BTC ngày 21/10/2005 về việc sửa đổi, bổ sung một số Điều trong Quy chế đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK.

**238/2005/QĐ-TTg**, 29/09/2005, Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam.

**402/QĐ-UBCK**, 20/09/2005, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về việc cho phép thực hiện phương thức giao dịch báo giá tại TTGDCK Hà Nội.

**401/QĐ-UBCK**, 19/09/2005, Quyết định của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Quy định giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK của các thành viên lưu ký và TTGDCK, TTLKCK.

**399/QĐ-UBCK**, 15/09/2005, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về ban hành Quy định giám sát CTQLQ, ngân hàng giám sát tài sản quỹ và quỹ ĐTCK.

**62/2005/QĐ-BTC**, 14/09/2005, Quyết định số 62/2005/QĐ-BTC ngày 14/9/2005 về việc ban hành Quy định Chế độ kế toán áp dụng cho CTQLQ ĐTCK.

**63/2005/QĐ-BTC**, 14/09/2005, Quyết định số 63/2005/QĐ-BTC ngày 14/9/2005 về việc ban hành Chế độ kế toán Quỹ ĐTCK.

**2592 /QĐ-BTC**, 04/08/2005, Quyết định số 2592 /QĐ-BTC về việc ban hành quy trình kết hợp CPH DN nhà nước với niêm yết/đăng ký giao dịch cổ phiếu tại các TTGDCK.

**189/2005/QĐ-TTg**, 27/07/2005, Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập TTLKCK.

**528/QĐ-TTg**, 14/06/2005, Quyết định 528/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 14/6/2005 về việc phê duyệt danh sách các công ty CPH, niêm yết, ĐKGD tại các TTGDCK Việt Nam.

**1788/QĐ-BTC**, 30/05/2005, Quyết định số 1788/QĐ-BTC Quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của TTGDCK Hà nội.

**271 /QĐ-UBCK**, 27/05/2005, Quyết định của chủ tịch UBCKNN v/v ban hành Quy định giám sát các tổ chức PHCK ra công chúng.

**245/QĐ-UBCK**, 04/05/2005, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Hướng dẫn qui định đăng ký, GDCK và công bố thông tin bất thường của tổ chức ĐKGD CK tại TTGDCK Hà Nội.

**37/QĐ-UBCK**, 21/02/2005, Quyết định số 37/QĐ-UBCK của chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Chương trình hành động của UBCKNN để phát triển TTCK năm 2005.

**35/QĐ-UBCK**, 17/02/2005, Quyết định số 35/QĐ-UBCK của chủ tịch UBCKNN về việc quy định trách nhiệm, quyền hạn của các TTGDCK trong việc đấu giá bán cổ phần lần đầu ra bên ngoài của Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh.

**10/2005/QĐ-BTC**, 02/02/2005, Quyết định số 10/2005/QĐ-BTC Công bố danh sách thành viên bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương năm 2005.

**244/QĐ-BTC**, 20/01/2005, Quyết định số 244/QĐ-BTC của Bộ Tài chính ngày 20/1/2005 về việc ban hành Quy chế tạm thời tổ chức GDCK tại TTGDCK Hà Nội.

**01/QĐ-UBCK**, 04/01/2005, Quyết định số 01/QĐ-UBCK của Chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Quy trình bán đấu giá cổ phần tại TTGDCK.

**363/QĐ-UBCK**, 08/12/2004, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**1550/2004/QĐ-NHNN**, 06/12/2004, Thông tư 126/2004/TT-BTC hướng dẫn thực hiện Nghị định số 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ về chuyển công ty nhà nước thành CTCP.

**92/2004/QĐ-BTC**, 30/11/2004, Quyết định số 92/2004/QĐ-BTC ngày 30/11/2004 về việc ban hành Hệ thống chỉ tiêu giám sát tài chính đối với CTCK và CTQLQ.

**331/QĐ-UBCK**, 23/11/2004, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**324/QĐ-UBCK**, 18/11/2004, Quyết định số 324/QĐ-UBCK của chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**323/QĐ-UBCK**, 18/11/2004, Quyết định số 323/QĐ-UBCK của chủ tịch UBCKNN ngày 18/11/2004 về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**322/QĐ-UBCK**, 18/11/2004, Quyết định của Chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**318/QĐ-UBCK**, 16/11/2004, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**317/QĐ-UBCK**, 16/11/2004, Quyết định 317/QĐ-UBCK của chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**319/QĐ-UBCK**, 16/11/2004, Quyết định số 319/QĐ-UBCK của Chủ tịch UBCKNN về việc chấp thuận Tổ chức kiểm toán độc lập được kiểm toán cho các tổ chức phát hành, TCNY và tổ chức KDCK.

**313/QĐ-UBCK**, 12/11/2004, Quyết định của chủ tịch UBCKNN về việc ban hành Quy chế xét duyệt đăng ký PHCK ra công chúng; cấp phép niêm yết, cấp phép hoạt động kinh doanh và dịch vụ CK.

**83/2004/QĐ-BTC**, 11/11/2004, Quyết định số 83/2004/QĐ-BTC ngày 11/11/2004 về việc ban hành Quy chế thành lập và hoạt động của Văn phòng đại diện tổ chức KDCK nước ngoài tại Việt Nam.

**3595/QĐ-BTC**, 04/11/2004, Quy định nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của các Ban, Văn phòng và Thanh tra thuộc UBCKNN.

**76/2004/QĐ-BTC**, 22/09/2004, Quyết định số 76/2004/QĐ-BTC của Bộ Tài chính ngày 22/09/2004 Ban hành Quy chế lựa chọn DN kiểm toán được chấp thuận cho tổ chức phát hành, TCNY hoặc tổ chức KDCK

**161/2004/QĐ-TTg**, 07/09/2004, Quyết định của thủ tướng Chính phủ quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của UBCKNN.

**73/2004/QĐ-BTC**, 03/09/2004, Quyết định số 73/2004/QĐ-BTC ngày 03/09/2004 của Bộ Tài chính về việc ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động của Quỹ ĐTCK và CTQLQ.

**66/2004/QĐ-BTC**, 11/08/2004, Quyết định số 66 /2004/QĐ-BTC của Bộ Tài chính Ban hành Quy chế hướng dẫn về trình tự, thủ tục phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương.

**55/2004/QĐ-BTC**, 17/06/2004, Quyết định số 55/2004/QĐ-BTC ngày 17/06/2004 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc ban hành Quy chế tổ chức và hoạt động của CTCK.

**60/2004/QĐ-BTC**, 17/05/2004, Quyết định 60/2004/QĐ-BTC ngày 15/7/2004 về việc ban hành quy chế đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK.

**163/2003/QĐ-TTg**, 05/08/2003, Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg của thủ tướng chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010.

**146/2003/QĐ –TTg**, 17/07/2003, Quyết định 146/2003/QĐ-TTg về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam.

**36/2003/QĐ –TTg**, 11/03/2003, Quyết định số 36/2003/QĐ -TTg của thủ tướng chính phủ về việc ban hành Quy chế góp vốn, mua cổ phần của nhà ĐTNN trong các DN Việt Nam.

**99/2000/QĐ-BTC**, 13/06/2000, Quyết định của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc ban hành chế độ kế toán CTCK.

#### **Thông tư**

**95/2010/TT-BTC**, 30/06/2010, Sửa đổi, bổ sung Quy chế Tổ chức và Quản lý GDCK công ty đại chúng chưa niêm yết tại SGDCK Hà Nội

**43 /2010/TT-BTC**, 25/03/2010, Thông tư sửa đổi, bổ sung Quy chế đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán CK ban hành kèm theo Quyết định số 87/2007/QĐ-BTC ngày 22/10/2007 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.

**27/2010/TT-BTC**, 26/02/2010, Thông tư qui định mức thu, chế độ thu nộp, quản lý và sử dụng phí hoạt động CK áp dụng tại các SGDCK và TTLKCK Việt Nam.

**09/2010/TT-BTC**, 15/01/2010, Hướng dẫn về việc công bố thông tin trên TTCK.

**194/2009/TT-BTC**, 02/10/2009, Thông tư hướng dẫn chào mua công khai cổ phiếu của công ty đại chúng, chứng chỉ quỹ của quỹ ĐTCK đại chúng dạng đóng.

**151/2009/TT-BTC**, 23/07/2009, Thông tư hướng dẫn công tác giám sát của UBCKNN đối với hoạt động trong lĩnh vực CK của SGDCK và TTLKCK.

**134/2009/TT-BTC**, 01/07/2009, Thông tư quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng phí và lệ phí trong lĩnh vực CK áp dụng tại UBCKNN.

**128/2009/TT-BTC**, 23/06/2009, Thông tư sửa đổi, bổ sung Quy chế Tổ chức và Quản lý GDCK công ty đại chúng chưa niêm yết tại TTGDCK Hà Nội ban hành kèm theo Quyết định số 108/2008/QĐ-BTC ngày 20/11/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.

**104/2009/TT-BTC**, 25/05/2009, Thông tư quy định thực hiện Quyết định số 29/2009/QĐ-TTg ngày 20/02/2009 của Thủ tướng Chính phủ về việc ban hành chế độ tự chủ về biên chế và kinh phí hoạt động của UBCKNN.

**82/2009/TT-BTC**, 27/04/2009, Quy định về mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng phí bán đấu giá cổ phần.

**50/2009/TT-BTC**, 16/03/2009, Thông tư hướng dẫn giao dịch điện tử trên TTCK.

**46/2009/TTLT-BTC-BCA**, 11/03/2009, Thông tư liên tịch hướng dẫn phối hợp xử lý vi phạm pháp luật trong lĩnh vực CK & TTCK.

**27/2009/TT-BTC**, 06/02/2009, Thông tư hướng dẫn thực hiện việc giãn thời hạn nộp thuế thu nhập cá nhân.

**112/2008/TT-BTC**, 26/11/2008, Thông tư sửa đổi, bổ sung Thông tư số 17/2007/TT-BTC ngày 13/3/2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn Hồ sơ đăng ký chào bán CK ra công chúng.

**97/2007/TT-BTC**, 08/08/2007, Thông tư 97/2007/TT-BTC ngày 08/08/2007 hướng dẫn về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK.

**38/2007/TT-BTC**, 18/04/2007, Thông tư 38/2007/TT-BTC ngày 18/4/2007 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên TTCK.

**17/2007/TT-BTC**, 13/03/2007, Thông tư số 17/2007/TT-BTC ngày 13/3/2007 Hướng dẫn Hồ sơ đăng ký chào bán CK ra công chúng.

**18/2007/TT-BTC**, 13/03/2007, Thông tư số 18/2007/TT-BTC ngày 13/3/2007 hướng dẫn việc mua, bán lại cổ phiếu và một số trường hợp phát hành thêm cổ phiếu của công ty đại chúng.

**103/2006/TT-BTC**, 02/11/2006, Thông tư số 103/2006/TT-BTC ngày 02/11/2006 sửa đổi, bổ sung thông tư về việc phát hành TPCP để đầu tư một số công trình giao thông, thủy lợi quan trọng của đất nước.

**95/2006/TT-BTC**, 12/10/2006, Thông tư 95/2006/TT-BTC ngày 12/10/2006 sửa đổi, bổ sung Thông tư số 126/2004/TT-BTC ngày 24/12/2004 của Bộ Tài chính.

**72/2006/TT-BTC**, 10/08/2006, Thông tư số 72/2006/TT-BTC ngày 10/8/2006 sửa đổi, bổ sung Thông tư số 100/2004/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn về thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập DN đối với lĩnh vực CK.

**11/2006/TT-BTC**, 21/02/2006, Thông tư số 11/2006/TT-BTC ngày 21/02/2006 sửa đổi, bổ sung Thông tư số 110 ngày 12/12/2002 hướng dẫn chế độ thu nộp, quản lý và sử dụng phí và lệ phí trong lĩnh vực ngân hàng, CK và bảo hiểm.

**93/2005/TT-BTC**, 21/10/2005, Thông tư số 93/2005/TT-BTC ngày 21/10/2005 hướng dẫn sửa đổi Thông tư số 60/2004/TT-BTC ngày 18/6/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn việc phát hành cổ phiếu ra công chúng.

**90/2005/TT –BTC**, 17/10/2005, Thông tư số 90/2005/TT-BTC ngày 17/10/2005 hướng dẫn về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam.

**130 /2004/TT-BTC**, 29/12/2004, Thông tư hướng dẫn thi hành một số điều của Nghị định số 161/2004/NĐ-CP ngày 07/9/2004 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực CK & TTCK.

**126/2004/TT-BTC**, 24/12/2004, Thông tư 126/2004/TT-BTC hướng dẫn thực hiện Nghị định số 187/2004/NĐ-CP của Chính phủ về chuyển công ty nhà nước thành CTCP.

**121/2003/TT –BTC**, 12/12/2004, Thông tư số 121/2003/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn thi hành Quyết định số 146/2003/QĐ-TTg ngày 17/7/2003 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam.

**100/2004/TT-BTC**, 20/10/2004, Thông tư số 100/2004/TT-BTC ban hành ngày 20/10/2004 hướng dẫn về thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập DN đối với lĩnh vực CK.

**73/2003/TT-BTC**, 31/07/2004, Thông tư số 121/2003/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn thi hành Quyết định số 146/2003/QĐ-TTg ngày 17/7/2003 của Thủ tướng Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam.

**75/2004/TT-BTC**, 23/07/2004, Thông tư 75/2004/TT-BTC ngày 23/7/2004 hướng dẫn việc phát hành trái phiếu ra công chúng.

**60/2004/TT-BTC**, 18/06/2004, Thông tư số 60/2004/TT-BTC ngày 18/06/2004 hướng dẫn việc phát hành cổ phiếu ra công chúng.

**59/2004/TT-BTC**, 18/06/2004, Thông tư số 59/2004/TT-BTC ngày 18/6/2004 hướng dẫn về niêm yết cổ phiếu và trái phiếu trên TTCK tập trung.

**57/2004/TT-BTC**, 17/06/2004, Thông tư số 57/2004/TT-BTC ngày 17/6/2004 hướng dẫn về việc công bố thông tin trên TTCK.

**58/2004/TT-BTC**, 17/06/2004, Thông tư số 58/2004/TT-BTC ngày 17/6/2004 hướng dẫn về thành viên và GDCK.

**29/2004/TT-BTC**, 06/04/2004, Thông tư số 29/2004/TT-BTC ngày 24/3/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn chi tiết một số điểm về bảo lãnh phát hành và đại lý phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương.

**26/2004/TT-BTC**, 31/03/2004, Hướng dẫn thực hiện quy định về thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài và hoàn thuế thu nhập DN tái đầu tư đối với nhà ĐTNN.

**21 /2004/TT-BTC**, 24/03/2004, Thông tư hướng dẫn việc đấu thầu TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương qua thị trường GDCK tập trung.

**110/2002/TT-BTC**, 12/12/2002, Thông tư hướng dẫn thu, nộp, quản lý và sử dụng phí và lệ phí trong lĩnh vực ngân hàng, CK và bảo hiểm.

**11 /2000/TT- BTC**, 01/02/2000, Thông tư hướng dẫn chế độ quản lý tài chính đối với CTCK cổ phần và Trách nhiệm hữu hạn.

#### **Văn bản khác**

**20/2008/CT-TTg**, 23/06/2008, Chỉ thị số 20/2008/CT-TTg về tăng cường quản lý TTCK.

**10997/BTC-CST**, 08/09/2006, Công văn số 10997/BTC-CST ngày 08/9/2006 của Bộ Tài chính về việc ưu đãi thuế TNDN đối với TCNY, ĐKGD CK.

**10738/BTC-TCDN**, 25/08/2005, Công văn số 10738/BTC-TCDN ngày 25/8/2005 của Bộ Tài chính về việc triển khai thực hiện Quyết định số 528/QĐ-TTg ngày 14/6/2005 của Thủ tướng Chính phủ.

**238/UBCK-QLPH**, 29/07/2005, Công văn số 238/UBCK-QLPH về việc hướng dẫn doanh nghiệp có vốn ĐTNN niêm yết/đăng ký giao dịch cổ phiếu trên TTCK.

**5248/TC-CST**, 29/04/2005, Công văn số 5248/TC-CST ngày 29/04/2005 của Bộ Tài chính về việc ưu đãi thuế thu nhập DN cho tổ chức ĐKGD tại TTGDCK Hà Nội.

**11924 TC/CST**, 20/10/2004, Về việc ưu đãi thuế thu nhập DN đối với TCNY CK.