

# MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁP LÝ CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

TS. NGUYỄN KIỀU GIANG \*

**T**rong nền kinh tế thị trường, sự luân chuyển vốn giữa các giữa các chủ thể, các ngành, các lĩnh vực nhằm đạt được hiệu quả cao nhất của đồng vốn đã trở thành một nhu cầu tất yếu. Một khi vốn đã được chuyển hóa thành chứng khoán thì việc chuyển nhượng chúng trở nên dễ dàng hơn nhiều thông qua các giao dịch trên thị trường thứ cấp. Nghị định của Chính phủ số 144/2003/NĐ-CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán đã có những quy định cần thiết để đảm bảo cho thị trường này hoạt động an toàn và hiệu quả ở Việt Nam. Mặc dù vậy, Nghị định đã không tránh khỏi sự lạc hậu đương nhiên so với sự phát triển không ngừng của thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Luật chứng khoán năm 2006 ra đời đánh dấu một bước tiến quan trọng trong quá trình hoàn thiện pháp luật về chứng khoán và TTCK. Một trong những tiến bộ quan trọng của Luật này là đã tạo cơ sở pháp lý cho việc hình thành ở Việt Nam một thị trường thứ cấp, mang dáng dấp một thị trường hiện đại - thị trường giao dịch chứng khoán. Bài viết này đề cập một số vấn đề pháp lý quan trọng của thị trường này.

## 1. Khái niệm thị trường giao dịch chứng khoán theo luật chứng khoán

Hiểu một cách tổng quát, thị trường

giao dịch chứng khoán là nơi các giao dịch chứng khoán được thực hiện trong khuôn khổ pháp luật.

Trong khoa học pháp lý, nhìn chung, có thể hiểu giao dịch chứng khoán theo nghĩa rộng và theo nghĩa hẹp. Theo nghĩa rộng, giao dịch chứng khoán là bất kì giao dịch dân sự nào mà khi thực hiện chúng làm phát sinh việc chuyển quyền sở hữu chứng khoán từ chủ thể này sang chủ thể khác.<sup>(1)</sup> Xét dưới góc độ này, các giao dịch như bán, cho, tặng, thừa kế... đều được coi là giao dịch chứng khoán và pháp luật điều chỉnh các giao dịch này chính là pháp luật dân sự và pháp luật chứng khoán (với tư cách là pháp luật chuyên ngành). Theo nghĩa hẹp, giao dịch chứng khoán chỉ là các giao dịch mua bán chứng khoán được thực hiện giữa các chủ thể mà trong đó ít nhất một bên phải là chủ thể được phép kinh doanh chứng khoán. Các giao dịch loại này chịu sự điều chỉnh của pháp luật chuyên ngành là pháp luật chứng khoán. Các nhà làm luật Việt Nam quan niệm giao dịch chứng khoán theo nghĩa hẹp, tức là chỉ giới hạn trong việc mua, bán chứng khoán đã phát hành phù hợp với quy định của pháp luật chứng khoán. Và như vậy, nội hàm của

\* Giảng viên Khoa pháp luật kinh tế Trường Đại học Luật Hà Nội

khái niệm thị trường giao dịch chứng khoán cũng hẹp hơn rất nhiều.

Một trong những điểm mới quan trọng của Luật chứng khoán 2006 là đã mở rộng hình thức của thị trường giao dịch chứng khoán cho phù hợp với sự phát triển tất yếu của nó. Thị trường giao dịch chứng khoán theo quy định của Luật không chỉ còn giới hạn về mặt địa lý, tại một địa điểm nhất định mà đã được mở rộng ra. Luật đã thừa nhận hình thức trao đổi thông tin để tập hợp lệnh mua, bán và giao dịch chứng khoán cũng là một trong những hình thức của thị trường giao dịch chứng khoán. Chính quy định này của Luật đã tạo cơ sở pháp lý quan trọng cho một thị trường giao dịch mới mẻ ở Việt nam – thị trường giao dịch qua mạng (thị trường OTC).

Thị trường giao dịch chứng khoán được tổ chức chặt chẽ theo quy định của pháp luật chứng khoán. Giao dịch chứng khoán là giao dịch đặc thù với hàng hóa đặc thù. Bên cạnh đó, tác động của thị trường chứng khoán nói chung và của các giao dịch chứng khoán nói riêng lên nền kinh tế rất nhạy cảm. Chính vì vậy, chỉ có những tổ chức được pháp luật quy định cụ thể mới được phép tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán. Theo quy định thì các pháp nhân này là sở giao dịch chứng khoán (SGDCK), trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK). Ngoài các tổ chức này ra, không có tổ chức nào được phép tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán. Quy định này chứa đựng những nội dung pháp lý rất

quan trọng.

*Thứ nhất*, pháp luật đã phân biệt khái niệm “thị trường giao dịch chứng khoán” với các khái niệm “SGDCK” và “TTGDCK”. Theo quan niệm thông thường thì SGDCK và TTGDCK đều là những nơi diễn ra các giao dịch chứng khoán, tức cũng chính là thị trường giao dịch chứng khoán mặc dù được biểu hiện dưới hình thái pháp lý khác nhau. Tuy nhiên, xét về bản chất, bản thân SGDCK và TTGDCK không phải là thị trường giao dịch chứng khoán mà chỉ là những người đóng vai trò tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán, giám sát và quản lý thị trường để đảm bảo thị trường hoạt động hiệu quả và đúng pháp luật. Chính vì vậy, ở các nước, hoạt động tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán được coi là hoạt động chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán và phải được cơ quan có thẩm quyền cấp phép tương tự các hoạt động chuyên nghiệp khác như môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành...<sup>(2)</sup>

*Thứ hai*, pháp luật đã phân chia rất rõ ràng thị trường giao dịch chứng khoán theo từng cấp độ khác nhau một cách hợp lý căn cứ vào mô hình thị trường và loại chứng khoán - hàng hóa của thị trường. Ở cấp độ cao nhất là thị trường giao dịch tập trung được tổ chức bởi SGDCK. Ở thị trường này chứng khoán giao dịch là loại chứng khoán được phép niêm yết tại SGDCK. Đây thường là những chứng khoán có chất lượng cao của những nhà phát hành có uy tín, có khả năng tài chính vững mạnh. Ở

cấp độ thấp hơn là thị trường giao dịch phi tập trung (thị trường OTC) được tổ chức bởi TTGDCK. Đối tượng giao dịch trên thị trường này thường là những chứng khoán có chất lượng kém hơn của những nhà phát hành có khả năng tài chính kém hơn. Chứng khoán niêm yết tại thị trường này được giao dịch tại công ty chứng khoán là thành viên giao dịch của trung tâm giao dịch chứng khoán theo Quy chế giao dịch chứng khoán của trung tâm giao dịch chứng khoán.

Như vậy, bằng cách phân chia thị trường theo các mô hình và các cấp độ khác nhau, pháp luật chứng khoán hiện hành đã bao quát hết được các giao dịch với các loại chứng khoán khác nhau để đảm bảo sự điều chỉnh toàn diện của pháp luật đối với thị trường giao dịch chứng khoán.

*Thứ ba*, pháp luật đã loại các giao dịch “trao tay” được thực hiện trên thị trường “chợ đen” ra khỏi phạm vi điều chỉnh của pháp luật chứng khoán. Thị trường chợ đen không được coi là thành tố của thị trường giao dịch chứng khoán. Hiện nay, trên thực tế các hoạt động mua, bán chứng khoán bên ngoài thị trường giao dịch chứng khoán diễn ra thường xuyên và khá phát triển. Nếu hiểu theo nghĩa rộng về giao dịch chứng khoán như đã phân tích ở trên thì những hoạt động này cũng được coi là giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, theo pháp luật hiện hành, các hoạt động mua, bán này không chịu sự điều chỉnh của pháp luật chứng khoán mà chịu sự

điều chỉnh của pháp luật dân sự. Do vậy, khi phát sinh tranh chấp, các chủ thể tiến hành các hoạt động mua, bán này cũng không được bảo vệ bởi các thiết chế pháp luật và theo cơ chế vốn là đặc trưng của thị trường chứng khoán.

Các giao dịch chứng khoán trên TTGDCK do các thành viên của thị trường thực hiện. Điều kiện để trở thành thành viên của SGDK hoặc TTGDCK rất khắt khe. Trước hết, thành viên của SGDK hoặc TTGDCK phải là công ti chứng khoán được Ủy ban chứng khoán nhà nước cấp giấy phép thành lập và hoạt động với nghiệp vụ môi giới hoặc/và tự doanh chứng khoán. Ngoài ra, công ti chứng khoán phải thỏa mãn những tiêu chuẩn do SGDK hoặc TTGDCK quy định trong điều lệ, quy chế và được sự chấp thuận của SGDK hoặc TTGDCK đó để trở thành thành viên. Thành viên của thị trường nào thì chỉ được phép thực hiện giao dịch ở thị trường đó. Mặc dù vậy, pháp luật không cấm một công ti chứng khoán có thể trở thành thành viên ở nhiều thị trường khác nhau. Điều này cũng phù hợp với thông lệ trên thế giới.<sup>(3)</sup>

SGDK và TTGDCK là người tổ chức hoạt động của thị trường giao dịch chứng khoán. Do vậy, hoạt động của thị trường giao dịch chứng khoán gắn liền với chức năng, quyền hạn và nhiệm vụ của hai chủ thể này.

## **2. Một số vấn đề về địa vị pháp lí của SGDK và TTGDCK**

SGDK là pháp nhân độc lập, có vốn

và điều lệ riêng, có chức năng tổ chức, và giám sát hoạt động thị trường giao dịch tập trung. Cho đến thời điểm gần đây, TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh đóng vai trò là người tổ chức thị trường giao dịch tập trung. Thực tế thời gian qua cho thấy Trung tâm này đã hoàn thành sứ mạng lịch sử của nó là tạo bước đệm cho sự hình thành của thị trường chứng khoán chính thức ở Việt Nam trong thời kì đầu. Với hình thức tổ chức là một đơn vị sự nghiệp có thu, trực thuộc Ủy ban chứng khoán nhà nước, Trung tâm này có những hạn chế nhất định như: Tính độc lập của trung tâm giao dịch chứng khoán không cao, công tác quản trị, điều hành còn mang tính hành chính; thẩm quyền về giám sát các hoạt động tại trung tâm còn hạn chế. Việc thay đổi mô hình tổ chức Trung tâm này là nhu cầu tất yếu để đảm bảo sự phát triển của thị trường chứng khoán trong tương lai phù hợp với thông lệ thế giới. Chính vì vậy, trong chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010, Trung tâm này sẽ phải được nâng cấp thành sở giao dịch chứng khoán.

Vấn đề lựa chọn hình thức pháp lí cho SGDCK tương lai đã trở thành nội dung của nhiều cuộc trao đổi, bàn luận trong giới chuyên môn. Theo thông lệ và pháp luật của nhiều nước trên thế giới, SGDCK thường được tổ chức theo mô hình hiệp hội thành viên hoặc công ti cổ phần. Ví dụ: SGDCK New York, Vacsava, theo mô hình thành viên, SGDCK Praha theo mô hình cổ phần,<sup>(4)</sup> pháp luật Liên bang Nga trước đây

chỉ thừa nhận SGDCK tổ chức theo mô hình thành viên phi lợi nhuận. Luật sửa đổi bổ sung một số điều của luật “thị trường giấy tờ có giá” năm 2002 đã cho phép sở giao dịch chứng khoán được tổ chức theo mô hình công ti cổ phần.<sup>(5)</sup>

Trên cơ sở tham khảo luật pháp và mô hình tổ chức SGDCK của các nước có tính đến đặc thù của Việt Nam, pháp luật quy định mô hình tổ chức của SGDCK của Việt Nam là mô hình thành viên hoặc cổ phần. Như vậy, vấn đề đặt ra là phải tạo một lộ trình nhất định cho việc chuyển TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh thành SGDCK, phù hợp với quy định của pháp luật và đảm bảo không làm biến động lớn đến thị trường. Theo đề án mà Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đưa ra tại hội thảo bàn về mô hình SGDCK thì từ năm 2007-2010, SGDCK sẽ được tổ chức dưới dạng công ti TNHH một thành viên, do Nhà nước làm chủ. Sau khi Sở giao dịch chứng khoán hoạt động ổn định, sẽ cho phép các thành viên của Sở tham gia góp vốn. Từ năm 2010 trở đi, Sở sẽ chuyển sang mô hình công ti cổ phần bằng cách bán bớt phần vốn của Nhà nước và phát hành cổ phiếu ra công chúng.<sup>(6)</sup> Việc phải có bước đệm là công ti TNHH một thành viên xuất phát từ thực tế là TTCK Việt Nam còn đang non trẻ, chưa thể chuyển đổi ngay sang hình thức công ti cổ phần với sự độc lập về tài sản, cơ sở hạ tầng, nhân lực... mà vẫn cần phải có sự trợ giúp của Nhà nước. Việc thành lập, giải thể, chuyển đổi cơ cấu tổ

chức và hình thức sở hữu của SGDCK do Thủ tướng chính phủ quyết định trên cơ sở đề nghị của bộ trưởng Bộ tài chính.

TTGDCK là pháp nhân độc lập, có vốn và điều lệ riêng, có chức năng cung cấp dịch vụ giao dịch chứng khoán trên thị trường giao dịch phi tập trung. Mô hình tổ chức hoạt động của TTGDCK cũng tương tự như SGDCK, đó là mô hình thành viên hoặc cổ phần. Thẩm quyền quyết định việc thành lập, giải thể, chuyển đổi cơ cấu và hình thức sở hữu của TTGDCK thuộc về Thủ tướng Chính phủ theo đề nghị của bộ trưởng Bộ tài chính. Trong tương lai, TTGDCK Hà Nội hiện nay sẽ phải tổ chức lại theo mô hình này.

Nhìn chung, bộ máy quản lý và điều hành của SGDCK và TTGDCK khá giống nhau, bao gồm: Hội đồng quản trị, ban giám đốc, ban kiểm soát. Chủ tịch hội đồng quản trị và tổng giám đốc của SGDCK và TTGDCK đều do bộ trưởng Bộ tài chính phê chuẩn trên cơ sở đề nghị của hội đồng quản trị sau khi có ý kiến của chủ tịch Ủy ban chứng khoán nhà nước. Quy định này xuất phát từ những đặc thù của thị trường chứng khoán Việt Nam. Thị trường chứng khoán rất nhạy cảm với mọi biến động của nền kinh tế và ngược lại nền kinh tế cũng chịu tác động ngược trở lại của thị trường chứng khoán. Điều này đặc biệt quan trọng đối với thị trường Việt Nam. Bởi vậy, trong mọi giai đoạn phát triển thị trường chứng khoán, Nhà nước cần phải có vị thế mang

tính quyết định để có thể đảm bảo được vai trò quản lý và kiểm soát thị trường. Nhận định này có thể được nhận thấy ngay trong lộ trình phát triển SGDCK như đã nói ở trên. Ở giai đoạn đầu, SGDCK được tổ chức theo mô hình công ty TNHH một thành viên. Nhà nước mà đại diện là Bộ tài chính là chủ sở hữu duy nhất và có thể quyết định tất cả vấn đề nhân sự quan trọng trong công ty. Giai đoạn tiếp theo Nhà nước cho phép các thành viên góp vốn vào SGDCK tuy nhiên phần vốn góp của Nhà nước vẫn phải đảm bảo cho Nhà nước có tiếng nói quyết định để thực hiện quyền bổ nhiệm nhân sự của mình. Giai đoạn cuối khi SGDCK được tổ chức thành công ty cổ phần thì Nhà nước vẫn phải nắm cổ phần chi phối để đảm bảo được quyền năng của mình. Như vậy, có thể nói quy định về cơ cấu quản trị và điều hành SGDCK và TTGDCK trong Luật chứng khoán hoàn toàn không trái với các quy định hiện hành trong Luật doanh nghiệp, theo đó vấn đề nhân sự cấp cao trong công ty được quyết định bởi số vốn góp hoặc số cổ phần trong công ty.

Một trong những yêu cầu đối với SGDCK và TTGDCK là tính độc lập, tự chủ của các định chế này phải được thể hiện rõ nét. Điều này chỉ có thể thực hiện được nếu chúng ta tách bạch được chức năng quản lý nhà nước về TTCK khỏi chức năng quản lý và điều hành cụ thể hoạt động giao dịch chứng khoán của SGDCK hoặc TTGDCK. Muốn vậy thì thẩm quyền của

SGDCK và TTGDCK phải được mở rộng ra hơn so với thẩm quyền của TTGDCK trong các quy định hiện hành. Hay nói cách khác, cần phải chuyển một số công việc trước đây thuộc thẩm quyền của Ủy ban chứng khoán nhà nước xuống cho SGDCK và TTGDCK thực hiện. Xuất phát từ quan điểm này, ngoài các thẩm quyền chung, SGDCK và TTGDCK có thẩm quyền trong lĩnh vực sau:

*Thứ nhất*, thẩm quyền trong việc ban hành các văn bản mang tính chất cục bộ: SGDCK và TTGDCK có quyền được ban hành các quy chế về niêm yết chứng khoán ban hành các quy chế về thành viên và giao dịch, quy chế về công bố thông tin, quy chế về giám sát và hòa giải. Các quy chế này có hiệu lực áp dụng tại SGDCK và TTGDCK đó. Đây là một thông lệ chung trên thế giới mà các nước đều có quy định trong luật. Ở các nước có nhiều SGDCK hoặc nhiều SGDCK khác nhau với giao dịch chuyên về nhiều loại chứng khoán khác nhau thì điều này lại càng được thể hiện rõ. Pháp luật chỉ nên có những quy định chung mang tính chất khung cho các nội dung trên. Còn các vấn đề cụ thể sẽ do chính các SGDCK hoặc TTGDCK quy định trong các văn bản (quy chế) của mình phù hợp với đặc điểm của SGDCK hay TTGDCK đó. Tất nhiên các quy chế này phải được Ủy ban chứng khoán nhà nước phê chuẩn trước khi thực hiện để đảm bảo không được trái với pháp luật hiện hành.

*Thứ hai*, thẩm quyền trong việc toàn quyền thực thi các quy chế đã ban hành. SGDCK và TTGDCK được quyền chấp thuận hoặc hủy bỏ niêm yết; quyết định việc tạm ngừng, đình chỉ, hoặc hủy bỏ giao dịch chứng khoán; chấp thuận, hủy bỏ tư cách thành viên, quản lí, giám sát hoạt động giao dịch của các thành viên; giám sát hoạt động công bố thông tin của tổ chức niêm yết, của thành viên. SGDCK và TTGDCK được thực thi các quyền này trên cơ sở các quy chế của mình.

TTCK nói chung và thị trường giao dịch chứng khoán nói riêng ở Việt Nam đang dần đi vào quỹ đạo vốn có của chúng và phát triển theo xu hướng hội nhập. Trong tiến trình này, khung pháp luật điều chỉnh đã và đang được hoàn thiện. Việc tuân thủ các quy định pháp luật của tất cả các chủ thể liên quan và thực hiện tốt lộ trình đã đặt ra là điều kiện tiên quyết cho việc hình thành một thị trường giao dịch chứng khoán hiện đại ở Việt Nam./.

(1).Xem: Belykh C.A, Giáo trình luật về sở giao dịch, Matxcova 2003, tr. 143 (tiếng Nga).

(2).Xem: Luật “Thị trường giấy tờ có giá”, Matxcova, 2002 (tiếng Nga).

(3).Xem: “Thị trường chứng khoán các nước trên thế giới”, Kiev 1998, tr. 68 (tiếng Nga).

(4).Xem: “Quản lí và giám sát thị trường chứng khoán. Bài học kinh nghiệm của Cộng hòa Séc và Ba Lan”, Tạp chí chứng khoán, số 5, tháng 5/2006.

(5).Xem: Luật “Thị trường giấy tờ có giá”, Matxcova, 2002 (tiếng Nga).

(6).Xem: Mô hình nào cho SGDCK ở Việt Nam, Báo thanh niên số ra 3/5/2006.