

BÀN VỀ ĐỊA VỊ PHÁP LÝ CỦA THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TẬP TRUNG Ở VIỆT NAM

TS. NGUYỄN THỊ ANH VÂN*

Tháng 07 năm 2000 Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) đầu tiên của Việt Nam chính thức bước vào hoạt động tại thành phố Hồ Chí Minh. Tháng 03 năm 2005 TTGDCK thứ hai của Việt Nam cũng đã bắt đầu vận hành tại Hà Nội. Đây là những thị trường giao dịch tập trung, minh chứng cho sự tồn tại và hoạt động của một thị trường chứng khoán (TTCK) chính thức ở Việt Nam. Bài viết này bàn về địa vị pháp lý hiện hữu của thị trường giao dịch tập trung ở Việt Nam và dự kiến mô hình tương lai của thị trường - một mô hình thị trường có khả năng đem lại hiệu quả kinh tế cao hơn cho Việt Nam.

1. Xu hướng phát triển của các thị trường giao dịch tập trung - sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) ở các nước trên thế giới

Lịch sử phát triển TTCK ở các nước trên thế giới cho thấy ban đầu, thị trường giao dịch tập trung được tổ chức dưới hình thức doanh nghiệp tập thể (mutual enterprises) và hình thức này đã được duy trì trong một quãng thời gian rất dài, tới vài thế kỉ. Ở Mỹ, SGDCK New York, SGDCK Mỹ (American Stock Exchange) và các sở giao dịch hợp đồng tương lai (Future Exchanges)... trong giai đoạn đầu, đều được tổ chức dưới hình thức doanh nghiệp tập thể.⁽¹⁾ Ở Anh, hình

thức doanh nghiệp tập thể của TTCK tập trung cũng được tìm thấy ở SGDCK London và ở bốn sở giao dịch hợp đồng tương lai ở London.⁽²⁾ Tương tự như vậy ở Úc, SGDCK Úc (Australian Stock Exchange) và Sở giao dịch hợp đồng tương lai Sydney lúc đầu cũng đều là những doanh nghiệp tập thể.⁽³⁾

Trong khoảng hơn một thập kỉ nay, các SGDCK được tổ chức dưới hình thức doanh nghiệp tập thể này đã lần lượt được tư nhân hóa (demutualized), để chuyển đổi hình thức tổ chức thành công ti cổ phần. Mở đầu là SGDCK Stockholm năm 1993, theo sau là SGDCK Helsinki năm 1995 và SGDCK Copenhagen năm 1996, SGDCK Amsterdam năm 1997, SGDCK Úc năm 1998. Và rồi các SGDCK Toronto, Frankfurt, Singapore, Hongkong, London, Paris, Tokyo, New York... cũng lần lượt tư hữu hoá và chuyển sang hình thức công ti cổ phần.

Lí do để các SGDCK ở hầu hết các nước trên thế giới đi đến quyết định thay đổi địa vị pháp lý có nhiều song chủ yếu là vì hình thức doanh nghiệp tập thể không cho phép các thị trường giao dịch tập trung này có đủ khả năng tài chính để hiện đại hoá sàn giao dịch, để có thể cạnh tranh với các địch thủ của mình cả về phương diện công nghệ tiên

* Trung tâm Luật so sánh
Trường Đại học Luật Hà Nội

tiến lẫn phương diện tài chính. Trong hơn một thập kỉ nay, giao dịch chứng khoán trên sàn (floor trading) đã và đang dần bị thay thế bởi giao dịch qua màn hình (screen trading). Nói cách khác, các sàn giao dịch chứng khoán truyền thống đã và đang phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt của một loại thị trường mới hình thành nhưng đang trên đà phát triển mạnh: thị trường giao dịch trực tuyến.⁽⁴⁾ Hơn nữa, với hình thức sở hữu tập thể, các SGĐCK truyền thống cũng sẽ rất khó có thể đương đầu với những thách thức của quá trình toàn cầu hoá TTCK.⁽⁵⁾

2. Thấy gì từ mô hình tổ chức hiện hữu của thị trường giao dịch tập trung của Việt Nam?

Theo những quy định pháp luật đầu tiên đặt nền móng cho sự ra đời và vận hành thị trường giao dịch tập trung ở Việt Nam, TTGDCK là đơn vị sự nghiệp có thu, trực thuộc Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), có tư cách pháp nhân, có trụ sở, con dấu và tài khoản riêng; kinh phí hoạt động của TTGDCK do ngân sách nhà nước cấp.⁽⁶⁾ Mô hình tổ chức này của thị trường giao dịch tập trung vẫn tiếp tục được duy trì theo pháp luật hiện hành.⁽⁷⁾ Năm năm đã trôi qua kể từ khi TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh bước vào hoạt động và bảy năm đã trôi qua kể từ khi những cơ sở pháp lí ban đầu cho việc thành lập một TTCK chính thức được ban hành, địa vị pháp lí của thị trường giao dịch tập trung ở Việt Nam vẫn chưa hề được cải thiện.

Như vậy, cho tới nay thị trường giao dịch tập trung của Việt Nam vẫn được tổ

chức dưới dạng các TTGDCK - là những pháp nhân hưởng kinh phí ngân sách nhà nước, hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận và là bộ phận của UBCKNN chứ không phải là những tổ chức độc lập. Nói cách khác, thị trường giao dịch tập trung của Việt Nam là đơn vị thuộc sở hữu nhà nước, một mô hình tổ chức thị trường tập trung rất độc đáo so với thị trường giao dịch tập trung ở các nước có TTCK trên thế giới.

Trong khi các SGĐCK ở hầu hết khắp nơi trên thế giới lần lượt rũ bỏ hình thức doanh nghiệp tập thể để chuyển sang hình thức công ti cổ phần, nhằm tăng cường khả năng huy động vốn từ công chúng, đáp ứng nhu cầu vốn không lồ trước sức ép cạnh tranh của thị trường giao dịch trực tuyến, Việt Nam đã không lựa chọn mô hình doanh nghiệp tập thể và cũng không lựa chọn mô hình công ti cổ phần cho thị trường giao dịch tập trung mà lại lựa chọn mô hình TTGDCK thuộc sở hữu nhà nước. Để giải thích cho sự lựa chọn này, có ba lí do thường được viện dẫn như sau:⁽⁸⁾

Thứ nhất, hình thức sở hữu tập thể của SGĐCK chỉ thích hợp với những quốc gia có nền kinh tế phát triển cao, có thị trường tài chính cùng với khung pháp luật về thị trường tài chính hoàn chỉnh. Có lẽ cứ theo đà này, có thể lập luận rằng hình thức công ti của SGĐCK chỉ phù hợp với những nền kinh tế phát triển ở mức độ cao hơn rất nhiều.

Thứ hai, hiện tại, cả hình thức doanh nghiệp tập thể và hình thức công ti cổ phần đều không khả thi vì khái niệm TTCK vẫn hoàn toàn mới ở Việt Nam. Các công ti

chứng khoán thiếu kiến thức, kinh nghiệm và thiếu nguồn vốn cần thiết để tự thành lập và quản lý thị trường giao dịch tập trung. Chỉ Chính phủ mới có thể tập trung đủ nguồn lực cần thiết để xây dựng và phát triển thị trường này. Vì vậy Chính phủ nên đứng ra thành lập TTGDCK Việt Nam dưới hình thức một trung tâm thuộc sở hữu nhà nước. Nói cách khác, hình thức sở hữu nhà nước là sự lựa chọn phù hợp nhất cho thị trường giao dịch tập trung ở Việt Nam.

Thứ ba, trong giai đoạn đầu, duy trì hình thức sở hữu Nhà nước và sự quản lý của Nhà nước đối với TTGDCK là cần thiết để đảm bảo sự công bằng và kỉ luật thị trường. TTGDCK trực tiếp do Nhà nước đầu tư vốn và quản lý, hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận sẽ đảm bảo tối đa lợi ích của công chúng đầu tư. Đây là vấn đề hết sức quan trọng khi Việt Nam chưa có một khung pháp luật hoàn chỉnh và rõ ràng để điều chỉnh TTCK.

Lí do thứ nhất xem ra không thoả đáng vì trên thực tế, ở hầu hết các nước trên thế giới, chính sự tồn tại và hoạt động của TTCK đã dẫn đến nhu cầu ban hành pháp luật để điều chỉnh TTCK (nói cách khác, TTCK ra đời trước sự ra đời của pháp luật về TTCK); trong khi đó ở Việt Nam chính pháp luật về chứng khoán và TTCK đã sản sinh ra TTCK (Nghị định số 48/1998 và Quyết định số 127/1998 đã ban hành được hai năm, sau đó TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh mới chính thức bước vào hoạt động). Điều đó có nghĩa là TTCK Việt Nam ra đời với một khung pháp luật hoàn chỉnh hơn so

với nhiều TTCK khác trên thế giới. Hơn nữa, khó có thể tin rằng nền kinh tế Việt Nam và thị trường tài chính Việt Nam ở thế kỉ XXI này lại kém phát triển hơn nền kinh tế và thị trường tài chính của Anh và Mỹ ở thế kỉ XVIII. Vì vậy, sẽ rất kém thuyết phục khi nói rằng Việt Nam không thể chấp nhận mô hình doanh nghiệp tập thể và cũng không thể chấp nhận mô hình công ti cổ phần cho thị trường giao dịch tập trung vì Việt Nam chưa có nền kinh tế với thị trường tài chính phát triển cao và chưa có khung pháp luật hoàn chỉnh như ở các nước khác vào thời điểm SGDCK đầu tiên của các nước này được thành lập và bước vào hoạt động.

Bằng chứng thực tiễn thậm chí còn cho thấy: khi nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng phát triển ở mức cao thì đó chính là lúc hình thức doanh nghiệp tập thể của các SGDCK trở nên lỗi thời, không đáp ứng được những đòi hỏi và thách thức của thị trường. Cả thế giới đã chứng kiến các SGDCK trên khắp các châu lục đã và đang chuyển đổi từ hình thức sở hữu tập thể sang hình thức sở hữu của các cổ đông nhằm thoả mãn nhu cầu về vốn đáp ứng nhu cầu đổi mới công nghệ cũng như đứng vững trước sức ép cạnh tranh của một loại hình thị trường mới nổi như đã đề cập ở trên. Thậm chí có thể nói rằng hình thức công ti cổ phần của SGDCK không phải chỉ thích ứng với những nền kinh tế có thị trường tài chính phát triển cao ngày nay, mà từ những năm 70 của thế kỉ XIX, hai SGDCK đầu tiên của Nhật Bản là SGDCK Tokyo và SGDCK Osaka đều được thành lập dưới hình thức

công ti cổ phần và cả hai SGDCK này đều hoạt động rất hiệu quả. Mặc dù cả hai SGDCK nói trên đều đã chuyển đổi thành doanh nghiệp tập thể năm 1947 nhưng không phải vì hình thức công ti cổ phần của các SGDCK này bộc lộ những yếu kém mà là do sức ép của người Mĩ.⁽⁹⁾ Đây là bằng chứng hết sức thuyết phục cho thấy việc lựa chọn mô hình công ti cho thị trường giao dịch tập trung ngay từ khi mới thành lập là hoàn toàn khả thi.

Lí do thứ hai cũng kém thuyết phục vì hầu hết các SGDCK trên thế giới ban đầu đều do các công ti chứng khoán thành lập dưới hình thức doanh nghiệp tập thể mà các công ti đó là thành viên hoặc thậm chí dưới hình thức công ti cổ phần (trường hợp của Nhật Bản) mà các công ti chứng khoán và công chúng đầu tư là cổ đông nhưng các SGDCK này đều không gặp phải bất kỳ khó khăn nào trong quá trình huy động vốn cho việc thành lập và duy trì sự hoạt động của mình. Các SGDCK thành lập dưới hình thức công ti cổ phần ở Nhật Bản, thậm chí, còn minh chứng lợi thế của mình trong lĩnh vực huy động vốn từ công chúng. Cổ phiếu của các SGDCK này đã được người đầu tư ưa chuộng và thường có khối lượng giao dịch lớn.⁽¹⁰⁾ Như vậy, có vẻ như đánh giá quá thấp tiềm lực tài chính của công chúng đầu tư nếu nói rằng chỉ có Chính phủ mới đủ khả năng về tài chính để thành lập TTGDCK. Giả sử việc thành lập TTGDCK đầu tiên ở thành phố Hồ Chí Minh cần số vốn lớn, nằm ngoài khả năng của các công ti chứng khoán Việt Nam, vẫn có thể lựa chọn mô hình công

ti cho TTGDCK nếu có sự hỗ trợ về vốn từ phía Chính phủ (chỉ là hỗ trợ chứ không phải Chính phủ trang trải toàn bộ như Việt Nam đã và đang làm). Vì hình thức sở hữu tập thể của thị trường giao dịch tập trung không còn phù hợp với đòi hỏi của ngành công nghiệp chứng khoán hiện đại như đã đề cập ở trên, Chính phủ có thể thúc đẩy sự ra đời của thị trường giao dịch tập trung dưới hình thức công ti cổ phần, trong đó Chính phủ là cổ đông kiểm soát (controlling shareholder). Sự lựa chọn này hoàn toàn khả thi bởi vì trước khi TTGDCK chính thức bước vào hoạt động, Việt Nam đã có tới sáu công ti chứng khoán được cấp giấy phép thành lập và sẵn sàng bước vào kinh doanh.⁽¹¹⁾ Cùng với Chính phủ, các công ti chứng khoán này hoàn toàn có thể hùn vốn để trở thành cổ đông sáng lập của TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh.

Lí do thứ ba cho rằng hình thức sở hữu nhà nước của TTGDCK hoạt động không vì lợi nhuận sẽ đảm bảo tối đa lợi ích của công chúng đầu tư, dường như cũng thiếu thuyết phục. Trên thực tế, phần lớn các SGDCK ở các nước đều thuộc sở hữu của các công ti chứng khoán với tư cách thành viên của doanh nghiệp tập thể hoặc cổ đông của công ti cổ phần nhưng cho tới nay, chưa thấy những SGDCK tổ chức dưới những hình thức này gây thiệt hại gì cho công chúng đầu tư. Nếu doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước có thể thực sự đảm bảo công bằng, hiệu quả và kỉ luật thị trường thì có lẽ các quốc gia trên thế giới đã không cần phải tư hữu hoá các doanh nghiệp nhà nước trong

vài thập kỉ gần đây.

Tất nhiên, cũng có thể lập luận rằng mỗi quốc gia có những điều kiện, hoàn cảnh kinh tế - xã hội khác nhau, vì vậy những gì tốt cho SGDCK của một hoặc thậm chí, nhiều nước, đặc biệt là các nước phát triển, chưa chắc đã tốt cho SGDCK ở những nước đang phát triển như Việt Nam; rằng sẽ không phải là khôn ngoan nếu đưa kinh nghiệm của nước ngoài trực tiếp áp dụng vào trong nước... Tuy nhiên thực tiễn đã cho thấy, các doanh nghiệp nhà nước, dù ở bất cứ đâu trên thế giới, thường bộc lộ nhiều nhược điểm. Vì lẽ đó, tư hữu hoá doanh nghiệp nhà nước (ở Việt Nam gọi là cổ phần hoá) đã trở thành nhu cầu tất yếu ở khắp các châu lục. Việt Nam cũng đã chứng kiến các doanh nghiệp nhà nước làm ăn thua lỗ, kém hiệu quả trong vài thập kỉ.⁽¹²⁾ Và chính thực tế này đã thôi thúc Chính phủ Việt Nam thực hiện chương trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước từ những năm đầu thập kỉ 90 của thế kỉ XX. Có thể thấy các thị trường giao dịch tập trung thuộc sở hữu nhà nước, tương tự như các doanh nghiệp nhà nước, vì vậy không thể đứng ngoài xu thế tư hữu hoá tất yếu này. Hơn nữa, bản thân trào lưu tư hữu hoá các SGDCK trên phạm vi toàn cầu trong những năm gần đây cũng là những minh chứng về tính cấp thiết và tính đúng đắn của việc làm này. Nhận định này dường như cũng được các học giả phương Tây ủng hộ, theo Caroline Bradley: *"... việc tư hữu hoá các SGDCK có thể sánh với phong trào tư hữu hoá các doanh nghiệp nhà nước nói chung"*.⁽¹³⁾

Bên cạnh đó, một trong những mục tiêu

của Chính phủ Việt Nam khi thành lập TTCK chính thức là tạo ra kênh huy động vốn tiềm tàng để thu hút vốn đầu tư từ nước ngoài. Mục tiêu này chỉ có thể hiện thực hoá nếu danh tiếng của TTCK Việt Nam đủ sức hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài. Những yếu tố chủ yếu tạo nên danh tiếng hay sức hấp dẫn của TTCK gồm: (1) mức độ công bằng, minh bạch của thị trường; (2) khả năng tương thích của thị trường với các thị trường ngoài nước; và (3) khả năng cung ứng các dịch vụ trên thị trường hoặc năng lực tài chính cho phép thị trường sử dụng những tiến bộ công nghệ vào kinh doanh. Yếu tố cuối cùng đóng vai trò quan trọng, tạo điều kiện để thị trường giao dịch tập trung của một nước cạnh tranh với các thị trường khác ở ngoài nước về khối lượng giao dịch, về tính thanh khoản và về doanh thu bán các dịch vụ và cơ sở dữ liệu.

Để có được thị trường công bằng và minh bạch, cần phải hoàn thiện chế độ công bố thông tin và những chế độ liên quan mật thiết với chế độ công bố thông tin như chế độ kế toán và chế độ kiểm toán; hoàn thiện các điều khoản chống gian lận trên thị trường đồng thời đề ra các chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp cho các chủ thể kinh doanh trên TTCK. Đây là vấn đề lớn không thể giải quyết thấu đáo trong khuôn khổ của bài viết này, mà cần một công trình nghiên cứu độc lập mới có thể đi sâu phân tích hết các khía cạnh của pháp luật đảm bảo một TTCK công bằng, minh bạch.

Để có được một TTCK có khả năng tương thích với các TTCK ở các nước khác, trước tiên cần xét đến hình thức tổ chức thị

trường. Đây có lẽ là vấn đề dễ làm cho các nhà đầu tư nước ngoài phân vân, do dự khi ra quyết định đầu tư vào một TTCK nào đó. Lí do là: các nhà đầu tư nước ngoài, trong nhiều thế kỉ, đã rất quen với những SGDCK ngoài quốc doanh, có thể sẽ không tránh khỏi hoài nghi, ngần ngại trước một thị trường giao dịch tập trung thuộc sở hữu nhà nước, một mô hình ít thấy trên thế giới.⁽¹⁴⁾ Một khi phải lựa chọn giữa một thị trường khá quen thuộc với một thị trường khá xa lạ, vì mục tiêu an toàn cho đồng vốn đầu tư của mình, nhà đầu tư sẽ có xu hướng chọn những thị trường có mô hình quen thuộc, trừ một số rất ít những nhà đầu tư mạo hiểm.

Để TTCK có khả năng sử dụng những tiến bộ về công nghệ, điều kiện tiên quyết là TTCK đó phải có khả năng về tài chính. Chính nhu cầu lớn về tiền này đã hướng các SGDCK ở hầu hết các nước trên thế giới vào con đường tư hữu hoá, chuyển thành các công ti cổ phần đại chúng (public corporation) để có thể khai thác nguồn vốn tiềm tàng từ công chúng đầu tư.

Các nhà khoa học còn dự đoán rằng trong vài năm tới, các công ti công nghệ viễn thông có thể sẽ sở hữu hoặc sẽ bị sở hữu bởi các SGDCK; các SGDCK khi đó sẽ cạnh tranh không chỉ về khối lượng giao dịch và về tính thanh khoản mà còn cạnh tranh cả về cung cấp các dịch vụ và cơ sở dữ liệu cần thiết cho nhà đầu tư. Sự phát triển này trong ngành công nghiệp chứng khoán cho phép các nhà đầu tư, ví dụ ở Nhật Bản, có thể truy cập INTERNET để có được những thông tin cần thiết về một công ti niêm yết tại Mỹ trong giây lát và ngược lại

mà không gặp phải trở ngại gì. Trên cơ sở đó, nhà đầu tư này có thể đặt lệnh mua hoặc bán chứng khoán của một công ti niêm yết ở một quốc gia xa xôi nào đó, đơn giản bằng cách bấm chuột của máy tính. Nếu Việt Nam không thể cung cấp dịch vụ giao dịch chứng khoán vượt qua khuôn khổ biên giới quốc gia bằng con đường đơn giản và tiết kiệm thời gian như vậy, Việt Nam sẽ mất một số lượng lớn các nhà đầu tư nước ngoài.

Giả sử Chính phủ Việt Nam đứng ra để tài trợ cho việc vi tính hoá toàn bộ các dịch vụ trên thị trường giao dịch tập trung của Việt Nam, đó cũng vẫn không phải là giải pháp tối ưu, vì làm như vậy ngân sách nhà nước sẽ phải tài một khoản chi phí khổng lồ, trong khi đó gánh nặng về tài chính này hoàn toàn có thể san sẻ cho công chúng đầu tư nếu Việt Nam lựa chọn mô hình công ti cổ phần đại chúng cho thị trường giao dịch tập trung của mình. Đến đây, rõ ràng hình thức sở hữu nhà nước của thị trường giao dịch tập trung lại càng bộc lộ thế bất lợi vì mô hình này có thể làm các nhà đầu tư nước ngoài e ngại khi quyết định đầu tư; và cũng chính mô hình này có nguy cơ làm cho tình trạng thâm hụt ngân sách nhà nước thêm phần nghiêm trọng. Vậy hiển nhiên rằng một thị trường giao dịch tập trung thuộc sở hữu nhà nước và là bộ phận của Ủy ban chứng khoán Nhà nước khó có thể tránh khỏi những bất lợi này.

3. Mô hình tương lai cho thị trường giao dịch chứng khoán tập trung ở Việt Nam

Từ những phân tích trên, có thể đi đến kết luận: Việt Nam nên lựa chọn hình thức công ti cổ phần cho thị trường giao dịch tập

trung. Tuy nhiên, trường hợp Nhà nước thấy cần thiết phải có sự can thiệp của mình vào quản trị thị trường, Nhà nước có thể giữ lại số lượng cổ phần cần thiết, đủ để Nhà nước trở thành cổ đông kiểm soát ngay sau khi kết thúc cổ phần hoá. Với sự lựa chọn này, chủ sở hữu của thị trường giao dịch tập trung sẽ được đa dạng hoá và nhờ đó hoạt động quản trị thị trường giao dịch tập trung sẽ được tiến hành một cách hiệu quả hơn,⁽¹⁵⁾ trong khi Nhà nước vẫn có thể chi phối các quyết định của Hội đồng quản trị của thị trường giao dịch tập trung với tư cách là một cổ đông lớn, khi cần. Hình thức công ti cổ phần này nên tiếp tục được duy trì ngay cả khi SGDCK ra đời, thế chỗ cho TTGDCK hiện hữu.

Lựa chọn mô hình này cho thị trường giao dịch tập trung của Việt Nam không có nghĩa là khẳng định sự hoàn hảo của một thị trường giao dịch tập trung thuộc sở hữu của các cổ đông. Vì hoạt động kinh doanh của SGDCK khác với hoạt động của các công ti kinh doanh trên các lĩnh vực thông thường, cần phải có những bước đi cần thiết tiếp theo để ngăn chặn những vấn đề bất lợi có thể nảy sinh sau khi cổ phần hoá thị trường tập trung này.

Thứ nhất, cần bổ sung những quy định pháp luật xác định rõ ranh giới thực hiện chức năng quản lý về tổ chức và hoạt động của sàn giao dịch giữa TTGDCK/SGDCK, với tư cách một tổ chức tự quản và UBCKNN, với tư cách một tổ chức công quản, trong việc quản lý TTGDCK/SGDCK. Sau khi cổ phần hoá thị trường giao dịch tập trung, thị trường này sẽ có địa vị pháp lý của một công ti cổ phần, bởi vậy thị trường này (dù là

TTGDCK hay SGDCK) sẽ phải tuân thủ pháp luật doanh nghiệp như những công ti cổ phần khác.

Thứ hai, UBCKNN cần giữ lại quyền giám sát đối với một số hoạt động của thị trường giao dịch tập trung. Là một công ti cổ phần, cổ phiếu của các TTGDCK/SGDCK sẽ được niêm yết trên chính sàn giao dịch của mình và được mua, bán bởi công chúng đầu tư. Để loại trừ khả năng xảy ra xung đột lợi ích khi TTGDCK/SGDCK phải tự cường chế mình tuân thủ những tiêu chuẩn niêm yết và nguyên tắc giao dịch, UBCKNN nên giữ lại quyền giám sát sự tuân thủ các tiêu chuẩn và nguyên tắc này của các TTGDCK/SGDCK.

Thứ ba, cần có hướng đi rõ ràng trong việc xử lý các hoạt động thôn tính, sáp nhập thị trường giao dịch tập trung. Là công ti cổ phần, thị trường giao dịch tập trung rất có thể sẽ bị thôn tính hoặc sáp nhập bởi một công ti khác. Để đối phó với tình huống này, có hai giải pháp. *Một là*, Nhà nước phải trở thành cổ đông kiểm soát của TTGDCK/SGDCK tổ chức dưới dạng công ti cổ phần. Với tư cách của cổ đông chi phối, Nhà nước hoàn toàn có thể can thiệp vào quá trình quản trị thị trường giao dịch tập trung, vào việc ra quyết định của hội đồng quản trị. *Hai là*, Nhà nước không phải là cổ đông, không hề sở hữu cổ phần của của thị trường giao dịch tập trung. Trong trường hợp này, để tránh khả năng thị trường giao dịch tập trung bị thôn tính hay sáp nhập, có hai sự lựa chọn: (1) pháp luật cần quy định một vài giới hạn về số lượng cổ phần tối đa một cổ đông được phép sở hữu để không một cổ đông nào có thể giành

quyền kiểm soát thị trường tập trung; hoặc (2) pháp luật định ra một số điều kiện bắt buộc đối với trường hợp thôn tính hay sáp nhập thị trường giao dịch tập trung. Ví dụ: Cần có quy định pháp luật buộc mọi trường hợp thôn tính hay sáp nhập thị trường giao dịch tập trung phải được sự chấp thuận của Chính phủ.

(1).Xem: O. Hart and J. Moore, 'The Governance of Exchange: Members' Cooperative Versus Outside Ownership' (1996) 12(4), Oxford Review of Economic Policy 53, tr. 54.

(2).Xem: O. Hart and J. Moore, Sdd.

(3).Xem: F. Donnan, 'Self-regulation and the Demutualization of the Australian Stock Exchange' (1999)10, Aus. Journal of Corp. L. 1, tr. 5, 15. SGDCK của Úc được sở hữu bởi tập thể các thành viên, là những người có trách nhiệm giới hạn trong phạm vi mà họ đã cam kết. Thành viên SGDCK cũng đồng thời là những người sử dụng các thiết bị của sàn giao dịch trong quá trình kinh doanh.

(4). Thị trường này được gọi là ECNs (Electronic Communication Networks) hoặc ATSS (Automated Trading Systems): Là những thuật ngữ hàm chỉ hệ thống giao dịch điện tử qua internet. Hệ thống giao dịch này là sản phẩm của sự phát triển của công nghệ thông tin, thể hiện sự tồn tại và hoạt động của TTCK gắn liền với sử dụng công nghệ thông tin. Hệ thống giao dịch chứng khoán này được cung cấp bởi các công ti môi giới trực tuyến: online brokers (gọi tắt là CTMGTT), cho phép các nhà đầu tư truy cập internet để trực tiếp đặt lệnh mua hoặc bán chứng khoán của các công ti niêm yết trên website của CTMGTT. Các công ti muốn niêm yết trên website của CTMGTT sẽ phải trả một khoản phí nhất định cho CTMGTT.

(5). Để có thêm những phân tích chi tiết về lý do chuyển đổi hình thức tổ chức thị trường giao dịch tập trung và những lợi thế của sự chuyển đổi hình thức tổ chức này, xem: Nguyễn Thị Ánh Vân, "Toward a Well Functioning Securities Market in Vietnam", Nagoya Universiti CALE Books 1 (2004), tr. 114 -122.

(6).Xem: Khoản 1 Điều 21 Nghị định số 48-1998/ND-CP ngày 11/07/1998 của Chính phủ về chứng khoán và

TTCK (Nghị định số 48/1998); Quyết định số 127-1998/QĐ-TTg ngày 11/ 07/1998 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập TTGDCK (Quyết định số 127/1998).

(7). Toàn bộ nội dung của khoản 1 Điều 21 Nghị định số 48/1998 được giữ nguyên và đưa vào khoản 1 Điều 61 Nghị Định số 144/2003/ND-CP ngày 28/11/2003 (Nghị định số 144/2003 được ban hành để thay thế Nghị định số 48/1998).

(8).Xem: Trần Đức Sinh (chủ nhiệm đề tài), "Những vấn đề cơ bản trong quản lý, tổ chức, vận hành và phát triển Trung tâm giao dịch chứng khoán ở Việt Nam", (Đề tài khoa học của TTGDCK TPHCM, UBCKNN, 2000) tr. 76 - 77; xem: Trần Cao Nguyên (chủ nhiệm đề tài), "SGDCK Việt Nam: Mô hình tổ chức, quản lý và giám sát", (Đề tài khoa học UBCKNN, 1999) tr. 48-49.

(9).Xem: Louis Loss (eds.), Japanese Securities Regulation, (1983), tr.27-28.

(10).Xem: Louis Loss (eds.), Sdd, tr.27.

(11).Xem: Danh mục các công ti chứng khoán được cấp phép hoạt động tại: <http://www.ssc.gov.vn/>.

(12).Xem: "State Owned Enterprises: Govt Determined to Push up SOEs Reform", <http://www.vietnampanorama.com/>.

(13).Xem: C. Bradley, "Demutualization of Financial Exchanges: Business as Usual?" (2001) 21 Journal of Interl. L. and Bus. 657, 661.

(14). Hiện nay ngoài Việt Nam, chỉ có Cayman là có SGDCK thuộc sở hữu Nhà nước, xem 'The Cayman Islands Stock Exchange': <http://www.cxs.com.ky>. Có quan điểm cho rằng các SGDCK của Trung Quốc cũng thuộc sở hữu nhà nước, tuy nhiên để xác định hình thức sở hữu của các SGDCK Trung Quốc, cần nghiên cứu kỹ Luật chứng khoán Cộng hoà nhân dân Trung Hoa 1998 (*Securities Law of the People's Republic of China 1998*, Arts. 95, 98, 99, 100): <http://www.csrc.gov.cn/>.

(15). Thực tiễn ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển cho thấy, các công ti đại chúng có cơ chế quản trị hiệu quả hơn các công ti khác vì các công ti này phải tuân thủ yêu cầu nghiêm ngặt về công bố thông tin và vì sự bóc tách giữa quyền sở hữu và quyền quản lý ở các công ti này. Xem thêm: Nguyễn Thị Ánh Vân, Sdd, tr. 116-118.