

Một số đề xuất hoàn thiện pháp luật nhằm phát triển bền vững thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Lê Thị Thu Thủy^{*,1}, Đỗ Minh Tuấn²

¹*Khoa Luật, Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Hà Nội, Việt Nam*

²*Công ty Luật Châu Á, 16 H, Phùng Hưng, Hoàn Kiếm, Hà Nội*

Nhận ngày 04 tháng 12 năm 2012

Tóm tắt. Thị trường chứng khoán (TTCK) đóng vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế. Phát triển bền vững thị trường này là nhu cầu cấp thiết đặt ra trong bối cảnh hiện nay ở Việt Nam. Bài viết nêu ra quan điểm về phát triển bền vững thị trường chứng khoán ở Việt Nam, những yêu cầu đặt ra và một số giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện pháp luật bảo đảm thị trường chứng khoán phát triển bền vững.

Cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008, cũng như thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện nay, buộc chúng ta phải thực hiện chiến lược “phát triển bền vững thị trường chứng khoán”. Để thực hiện được chiến lược này thì hoàn thiện khung pháp lý là một trong những nhiệm vụ quan trọng nhất.

1. Quan điểm về phát triển bền vững thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN) đã bước qua tuổi 12 với nhiều thành tựu đáng kể. Từ ngày đầu mới thành lập, với chỉ 2 công ty niêm yết thì cho đến nay đã có trên 800 công ty niêm yết và đăng ký giao dịch. TTCKVN trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế với số vốn huy động trên 700.000 tỷ đồng [1]. Tuy vậy, TTCKVN vẫn

còn bộc lộ nhiều tồn tại, thể hiện ở những điểm sau đây: Thứ nhất, hàng hóa trên TTCKVN chưa đa dạng về thể loại và còn kém về chất lượng. Thứ hai, cơ cấu nhà đầu tư (NĐT) chưa hợp lý, chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân tham gia TTCK. Thứ ba, mặc dù chúng ta đã có tới hai sở giao dịch chứng khoán, nhưng vẫn chưa có cơ sở pháp lý cho thị trường OTC hình thành. Thứ tư, các công ty chứng khoán (CTCK) của Việt Nam rất đông về số lượng nhưng còn yếu kém về chất lượng. Các CTCK của Việt Nam hiện nay vẫn chủ yếu đóng vai trò là nhà môi giới chứng khoán, không nhiều công ty có khả năng đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường hay là nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán. Thứ năm, trên TTCKVN chưa có sự hiện diện của tổ chức định mức tín nhiệm. Thứ sáu, TTCKVN chưa bảo đảm tính minh bạch. Thứ bảy, việc quản lý, giám sát TTCKVN được thực hiện trực tiếp bởi UBCKNN mặc dù trong những năm qua đạt được rất nhiều thành tựu nhưng vẫn còn bộc lộ những khó khăn, hạn chế nhất định.

Những yếu kém trên tiềm ẩn những rủi ro hệ thống và nếu không kịp thời hoàn thiện sẽ

* Tác giả liên hệ. ĐT: ĐT: 84-4-37548751.
E-mail: lethuthuy70@gmail.com

gây ra những hậu họa khôn lường cho TTCKVN và toàn bộ nền kinh tế. Khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 cho Việt Nam một bài học kinh nghiệm lớn là cần phải phát triển bền vững hệ thống tài chính trong đó có thị trường chứng khoán (TTCK). Bài học đó là cần phải phát triển TTCK một cách vững chắc, không nóng vội với một tầm nhìn lâu dài theo quan điểm phát triển bền vững.

Theo định nghĩa của World Bank thì “Phát triển bền vững thỏa mãn nhu cầu hiện tại mà không làm giảm khả năng thỏa mãn nhu cầu của các thế hệ sau” [2]. Ban đầu khái niệm phát triển bền vững chỉ giới hạn trong quan điểm về môi trường, nhưng cho đến nay phát triển bền vững đã được nhìn nhận dưới ba khía cạnh là môi trường, kinh tế và chính trị - xã hội với sự tương tác cả về không gian và thời gian. PGS.TS. Đinh Văn Sơn định nghĩa phát triển bền vững TTCK “...có thể được hiểu là sự phát triển của TTCK mà ở đó đảm bảo mối quan hệ tương tác lành mạnh giữa các bộ phận, khu vực của bản thân TTCK, giữa TTCK với các khu vực khác của thị trường tài chính và của cả nền kinh tế. Như vậy, sự phát triển bền vững của TTCK không phải thuần túy chỉ là duy trì một tốc độ nhanh chóng và ổn định của thị trường, mà phải là sự phát triển ở đó có sự đảm bảo tương tác lành mạnh theo thời gian và không gian” [3]. Một TTCK phát triển bền vững phải bảo đảm được sự cân bằng lành mạnh giữa các thành tố (bộ phận, chính sách, định chế trung gian,...) của TTCK và giữa TTCK với các khu vực khác của hệ thống tài chính và toàn bộ nền kinh tế. TTCK phát triển bền vững cần phải tạo được niềm tin vững chắc cho NĐT và phòng chống được rủi ro hệ thống. Ngoài ra, PGS.TS Đinh Văn Sơn còn nhận định TTCK phát triển bền vững còn phải bảo đảm sự phát triển bền vững của môi trường [4]. Như vậy, TTCK phát triển bền vững được đánh giá theo những tiêu chí sau đây: (1) Quy mô của thị trường (mức độ vốn hóa, hệ số vòng quay, tỷ lệ giữa tổng giao dịch toàn thị trường so với GDP trong một năm). TTCK phát triển bền vững cần có sự ổn định và tăng tiến theo thời gian của ba chỉ tiêu

này; (2) Khả năng tiếp cận thị trường: các doanh nghiệp, cũng như NĐT dễ dàng nhanh chóng trao đổi vốn trên thị trường; (3) TTCK phải hoạt động hiệu quả: tổng giá trị giao dịch qua thị trường ngày càng tăng về qui mô, an toàn với chi phí ổn định hoặc ngày càng thấp đi; (3) Có sự cân bằng hợp lý giữa lợi ích của các chủ thể tham gia thị trường; (4) Hiệu quả trong hoạt động vận hành, quản lý, giám sát TTCK; (5) Khả năng dự báo, ngăn ngừa và phòng chống rủi ro hệ thống; (6) khung pháp lý hoàn chỉnh và hiệu quả điều chỉnh cao; (7) sự tương tác, cân bằng lành mạnh và sự đồng bộ giữa các thành tố của TTCK và giữa TTCK với các khu vực khác của nền kinh tế; (8) TTCK phát triển ổn định.

2. Những yêu cầu đặt ra của việc hoàn thiện pháp luật nhằm bảo đảm thị trường chứng khoán phát triển bền vững

Để phát triển bền vững TTCK thì việc hoàn thiện khung pháp lý là điều kiện tiên quyết. TTCK chỉ có thể phát triển nếu quốc gia đó ban hành được một hệ thống văn bản pháp lý đầy đủ, đồng bộ, có tính tiên liệu và hiệu lực pháp lý cao, ... ổn định trong thời gian dài. Một hệ thống pháp lý chấp vá, không đồng bộ, tính pháp lý thấp và thay đổi thường xuyên sẽ làm cho TTCK hoạt động không ổn định, hiệu quả thấp kém và chậm phát triển” [5]. Theo IOSCO thì mục tiêu điều chỉnh pháp luật đối với thị trường chứng khoán là: “bảo vệ nhà đầu tư; bảo đảm thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch; giảm thiểu rủi ro hệ thống” [6]. Vì vậy, một hệ thống pháp luật ổn định đáp ứng những chỉ tiêu dưới đây mới có thể bảo đảm cho sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

2.1. Pháp luật chứng khoán phải đồng bộ với toàn bộ hệ thống pháp luật của Việt Nam

Mâu thuẫn, chồng chéo vẫn đang tồn tại trong hệ thống pháp luật Việt Nam. Hiện nay đang có sự mâu thuẫn giữa các qui định của luật doanh nghiệp với các qui định của pháp luật

chứng khoán. Ví dụ, theo qui định của Điều 96, Điều 115 của Luật Doanh nghiệp năm 2005 thì Đại hội đồng cổ đông có thẩm quyền bầu, miễn nhiệm và bãi nhiệm thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát. Tuy nhiên, Điều 11 Thông tư số 121/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính ngày 26/7/2012 qui định về quản trị công ty của công ty đại chúng lại qui định Hội đồng quản trị có quyền bổ nhiệm một người làm thành viên Hội đồng quản trị tạm thời. Sự mâu thuẫn làm giảm hiệu quả điều chỉnh của pháp luật. Vì vậy, cần nghiên cứu hoàn thiện hệ thống pháp luật theo hướng bảo đảm tính đồng bộ, không mâu thuẫn, chồng chéo.

2.2. Pháp luật chứng khoán cần tương thích với chuẩn mực quốc tế và tiếp thu những nhân tố hợp lý của pháp luật nước ngoài

Ngày nay, pháp luật chứng khoán của các nước khá gần gũi với nhau. Đặc biệt, ISOCO đã đưa ra nhiều hướng dẫn liên quan đến các khía cạnh khác nhau của chứng khoán và TTCK, như các mục tiêu và nguyên tắc quản lý TTCK, nguyên tắc tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm, nguyên tắc điều chỉnh công cụ phái sinh... Các nguyên tắc và hướng dẫn này được nhiều nước trên thế giới vận dụng và cụ thể hóa trong pháp luật của họ. Do vậy, để TTCKVN có thể gia nhập TTCK khu vực và thế giới thuận lợi, thì pháp luật chứng khoán Việt Nam không nên quá xa lạ với các hướng dẫn của ISOCO và pháp luật của các nước.

2.3. Pháp luật chứng khoán phải là công cụ hữu hiệu bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư

NĐT là nhân vật chính trên TTCK, quyết định sự tồn tại và phát triển của TTCK. NĐT là người cấp vốn cho các doanh nghiệp. NĐT bao gồm NĐT cá nhân và NĐT có tổ chức. Trong đó “Thị trường với số lượng lớn các nhà đầu tư có tổ chức có khuynh hướng khá ổn định và phân bổ nguồn lực và nguồn vốn cho các doanh nghiệp có nhu cầu hiệu quả hơn... Bằng việc tập hợp tài sản, nhà đầu tư có tổ chức có thể đạt

được qui mô kinh tế nhất định, thuê được những chuyên gia đầu tư giỏi, xây dựng được chiến lược đầu tư tốt hơn và xây dựng được hệ thống quản lý rủi ro vững chắc, tất cả những thứ đó sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn và ổn định hơn cho nhà đầu tư” [7]. Như vậy, NĐT có tổ chức là một thiết chế rất quan trọng để bảo đảm cho TTCK phát triển ổn định và hiệu quả. Tuy nhiên, NĐT trên TTCKVN mặc dù đã phát triển mạnh mẽ về mặt số lượng nhưng tỷ trọng của các NĐT có tổ chức còn rất khiêm tốn, chỉ chiếm 4% số lượng tài khoản giao dịch. Thực trạng này do cơ sở pháp lý cho hoạt động đầu tư của NĐT cũng như các thiết chế bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT chưa đầy đủ. “Nếu lợi ích hợp pháp của NĐT không đảm bảo, khả năng thu hút đầu tư vào thị trường cũng sẽ gặp nhiều khó khăn” [8]. Vì vậy pháp luật cần có cơ chế hiệu quả để thu hút được NĐT tham gia TTCK.

2.4. Pháp luật cần bảo đảm tính công bằng, hiệu quả và minh bạch của thị trường chứng khoán

Tính công bằng tạo điều kiện cho mọi chủ thể có thể tham gia TTCK và được bảo vệ các quyền và lợi ích hợp pháp của mình. Luật Chứng khoán (Điều 4) đã khẳng định một trong các nguyên tắc hoạt động của TTCK là công bằng, công khai, minh bạch. Vậy điều này có được cụ thể hóa bởi các văn bản dưới luật không? hay chỉ dừng lại ở khẩu hiệu. Tính thực thi của điều luật này như thế nào trong thực tiễn? Một điều rõ ràng rằng, tính công bằng có mối liên hệ mật thiết với các cơ chế bảo vệ NĐT và các biện pháp ngăn ngừa hành vi kinh doanh không lành mạnh. Một TTCK lành mạnh khi mà các qui chế và thiết chế vận hành của nó không có sự phân biệt đối xử đối với các chủ thể tham gia thị trường. Tính hiệu quả của thị trường được thể hiện ở chỗ thông tin liên quan luôn kịp thời và rộng rãi và được phản ánh trong giá của sản phẩm chứng khoán với chi phí hợp lý. Tính minh bạch của thị trường là NĐT và các chủ thể có khả năng tiếp cận thông tin một cách dễ dàng. Cung cấp thông tin là nghĩa

vụ bắt buộc của nhà phát hành, công ty chứng khoán và các chủ thể khác.

2.5. Pháp luật phải có khả năng ngăn ngừa và kiểm soát được rủi ro hệ thống

Rủi ro hệ thống được định nghĩa là “Rủi ro làm rối loạn các hoạt động tài chính mà (i) bị gây ra bởi sự suy yếu của toàn bộ hoặc một số bộ phận của hệ thống tài chính; và (ii) có nguy cơ gây ra hậu quả tiêu cực cho nền kinh tế... Cơ sở của định nghĩa này là quan điểm rằng rủi ro hệ thống không chỉ gắn với sự đổ vỡ của những bộ phận đáng kể của hệ thống tài chính mà còn với những tiêu cực bên ngoài, và cụ thể là nền kinh tế vận hành trong tình trạng suy yếu”[9]. Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 khởi nguồn từ sự đổ vỡ của thị trường bất động sản, sau đó lan sang thị trường ngân hàng và TTCK, ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế Mỹ là một ví dụ điển hình cho rủi ro hệ thống. Để ngăn ngừa rủi ro hệ thống có thể gây ra bởi TTCK hoặc có thể tác động đến TTCK, pháp luật cần: (1) xây dựng một cơ chế kiểm soát và dự báo sớm rủi ro hệ thống. Công tác này phải gắn liền với thẩm quyền và trách nhiệm của một cơ quan cụ thể trên cơ sở có sự phối hợp với các cơ quan quản lý chuyên ngành; (2) tăng cường phát triển các công cụ ngăn ngừa rủi ro; (3) tiêu chuẩn hóa các điều kiện gia nhập thị trường của hàng hóa và các chủ thể; (4) xây dựng và hoàn thiện các chuẩn mực hành vi của các chủ thể tham gia thị trường, nhằm ngăn ngừa và chống các hành vi kinh doanh không lành mạnh như thao túng thị trường, nội gián, lừa dối,...; (5) tiếp tục duy trì và nâng hợp lý các điều kiện về chỉ tiêu tài chính đối với các CTCK và chủ thể hoạt động chuyên nghiệp khác trên TTCK; (6) xây dựng cơ chế quản trị nội bộ trong các công ty đại chúng, công ty niêm yết, các ngân hàng và các định chế tài chính khác nhằm ngăn ngừa và kiểm soát rủi ro từ nội bộ các tổ chức này; (7) xây dựng cơ chế quản lý đa tầng có sự phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan quản lý với các tổ chức tự quản trong quản lý và giám sát TTCK; (8) tạo cơ sở pháp lý cho sự hợp tác quốc tế giữa cơ

quan quản lý của Việt Nam với cơ quan quản lý của nước ngoài trong việc trao đổi thông tin, phối hợp giám sát, kiểm soát thị trường.

3. Một số giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện pháp luật bảo đảm thị trường chứng khoán phát triển bền vững

Để thị trường chứng khoán phát triển bền vững, pháp luật cần phải được xây dựng và hoàn thiện theo những phương hướng cụ thể sau đây.

3.1. Đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường

Một thị trường chứng khoán sẽ không thể phát triển nếu như sản phẩm trên thị trường nghèo nàn, đơn điệu. Vì vậy, điều kiện tiên quyết là cần phải xây dựng cơ sở pháp lý cho sự hình thành và phát triển của nhiều sản phẩm chứng khoán theo những lộ trình phù hợp.

Ngoài cổ phần phổ thông, chúng ta cần bổ sung thêm một số loại cổ phần ưu đãi nhằm làm đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường cổ phiếu như: cổ phần ưu đãi tích lũy, cổ phần ưu đãi không tích lũy, cổ phần ưu đãi tham dự chia phần, ... để NĐT có nhiều lựa chọn theo nhu cầu của mình. Trên cơ sở cổ phiếu, nên phát triển chứng khoán phái sinh là quyền mua cổ phần và chứng quyền. Ngoài ra, pháp luật cần qui định cụ thể hơn về tách, gộp cổ phần để tạo điều kiện thuận lợi cho nhà phát hành có công cụ để đáp ứng những đòi hỏi của thị trường trong từng thời kỳ. “Việc tách cổ phần nhằm điều chỉnh cho giá thị trường của cổ phiếu hạ xuống, còn việc gộp cổ phần nhằm điều chỉnh cho giá thị trường của cổ phiếu tăng lên” [10].

Bên cạnh đó, TTCK có liên quan mật thiết với thị trường bất động sản. Các khoản cho vay của tổ chức tín dụng ở Việt Nam chủ yếu có bảo đảm bằng nhà, đất. Sự “thăng trầm” của TTCK ảnh hưởng không nhỏ đến vấn đề thu hồi nợ của các tổ chức tín dụng. Hiện nay thị trường bất động sản đang đóng băng. Một trong những nguyên nhân là người có nhu cầu mua

nhà không có nguồn tài chính. Một trong những giải pháp dài hạn là phát triển các kênh hỗ trợ vốn cho người mua nhà. Trong đó, chứng khoán hóa là một phương án hiệu quả. “Chứng khoán hóa là nghiệp vụ phổ biến trên thị trường vốn vay toàn cầu, theo đó một tổ chức bán tài sản phát sinh ra dòng tiền mặt cho một công ty khác được thành lập vì mục đích này, công ty này sẽ phát hành ra một trái phiếu. Trái phiếu này được bảo đảm bằng dòng tiền mặt phát sinh từ tài sản gốc” [11]. Trong nghiệp vụ chứng khoán hóa sẽ có hai giao dịch chính. Giao dịch thứ nhất là chủ sở hữu gốc sẽ bán đứt (chuyển nhượng quyền sở hữu) tài sản phát sinh ra dòng tiền mặt (ví dụ như quyền đòi nợ từ hợp đồng vay, quyền yêu cầu thanh toán phí li-xăng,...) cho một công ty có nghiệp vụ chứng khoán hóa (gọi tắt là SPV). Giao dịch thứ hai là SPV sẽ phát hành trái phiếu được bảo đảm bằng tài sản được chuyển nhượng, cụ thể là dòng tiền mặt phát sinh từ tài sản này. Như vậy, bằng nghiệp vụ chứng khoán hóa, một lượng vốn không lộ được huy động và rủi ro được phân tán.

Ngoài ra, cần phải đa dạng hóa kênh phân phối chứng khoán. Ngoài phát hành riêng lẻ và chào bán chứng khoán ra công chúng, chúng tôi đề xuất pháp luật cần bổ sung thêm các phương thức phát hành linh hoạt khác đáp ứng yêu cầu thực tế của thị trường. Ví dụ, phát hành cho NĐT có tổ chức, phương thức phát hành đăng ký linh hoạt,... Ngoài ra, cần tiếp tục nghiên cứu, hoàn thiện pháp luật về thị trường OTC để bảo đảm thị trường OTC là một thị trường giao dịch chính thức ở Việt Nam với những quy tắc đầy đủ và toàn diện.

3.2. Nâng cao chất lượng sản phẩm chứng khoán trên thị trường chứng khoán

Chất lượng của chứng khoán được thể hiện ở năng lực của nhà phát hành, độ tin cậy của chứng khoán, các cơ chế bảo vệ quyền và lợi ích của NĐT mà chứng khoán mang lại và những tiêu chí khác.

Hiện nay cơ sở pháp lý để xác định giá cổ phiếu chưa đầy đủ, do vậy việc xác định giá trị

cổ phiếu nhiều khi còn cảm tính và không có độ tin cậy cao. Để khắc phục điều này, chúng tôi đề nghị cần sớm hoàn thiện các qui định pháp luật về định giá tài sản doanh nghiệp phù hợp với các chuẩn mực quốc tế hiện hành (nhất là các hướng dẫn của Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế). Tiếp đến, chất lượng của cổ phiếu còn được thể hiện ở quyền và lợi ích của cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số. Để bảo đảm được điều này cần hoàn thiện pháp luật doanh nghiệp liên quan đến quản trị doanh nghiệp theo hướng bảo đảm tính minh bạch, nâng cao vai trò của ban kiểm soát, xây dựng cơ chế ủy quyền (các cổ đông nhỏ ủy quyền cho một tổ chức chuyên nghiệp hoặc cổ đông lớn đại diện cho tiếng nói của mình trong công ty cổ phần).

Thị trường trái phiếu hiện nay vẫn chủ yếu là trái phiếu chính phủ. Trái phiếu doanh nghiệp chiếm một tỷ trọng rất khiêm tốn trên thị trường, chỉ chiếm 3% GDP. Một trong những nguyên nhân này là chất lượng trái phiếu doanh nghiệp chưa cao. Trước hết lãi suất và giá của trái phiếu chưa có độ tin cậy cao vì chưa được xác định trên cơ sở vững chắc. Do vậy, theo chúng tôi, cần qui định lãi suất trái phiếu được tính trên cơ sở lãi suất trái phiếu kho bạc nhà nước cộng/trừ một tham số nhất định và nhanh chóng hoàn thiện cơ sở pháp lý cho việc hình thành đường cong lợi suất chuẩn. Đồng thời, cần qui định điều kiện bắt buộc phải được định mức tín nhiệm đối với phát hành trái phiếu với qui mô vốn lớn hoặc có thời hạn vay dài hạn. Mặc dù là chủ nợ, nhưng thông thường NĐT luôn luôn có vị trí bất lợi hơn nhà phát hành xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin và thiếu cơ chế giám sát nhà phát hành sử dụng vốn. Do vậy, cần phải hoàn thiện các qui định pháp luật về minh bạch hóa thông tin và các biện pháp bảo vệ quyền và lợi ích của NĐT. Ở Mỹ, để bảo vệ NĐT có cơ chế “cam kết kiểm soát rủi ro sự kiện”. Cam kết kiểm soát rủi ro sự kiện là bộ phận cấu thành của khế ước vay được ký kết giữa tổ chức phát hành trái phiếu với NĐT. Các cam kết kiểm soát rủi ro sự kiện ở Mỹ chủ yếu là các cam kết về lập và sử dụng quỹ dự phòng trả nợ, chia cổ tức, hạn chế vay, không cầm cố... Tổ chức phát hành có nghĩa vụ tuân thủ các cam kết này và có nghĩa vụ báo cáo việc tuân thủ các cam kết này

theo qui định của luật hợp đồng vay tín thác năm 1939 của Mỹ. Ngoài ra, pháp luật cần hoàn thiện theo hướng qui định cụ thể quyền và trách nhiệm của đại diện người sở hữu trái phiếu nhằm bảo đảm đại diện người sở hữu trái phiếu có nhiều quyền năng trong việc giám sát việc sử dụng vốn của nhà phát hành, cũng như bảo vệ quyền và lợi ích của trái chủ.

Mặt trái của nghiệp vụ chứng khoán hóa, như đã thể hiện ở cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008, là rất khủng khiếp nếu không kiểm soát chặt chẽ. Do vậy, chúng tôi cho rằng để có thể triển khai được nghiệp vụ chứng khoán hóa thì trước hết phải xây dựng cơ sở pháp lý để hình thành và cho đi vào hoạt động các SPV. SPV có tư cách pháp nhân. Tiếp đến là tiêu chuẩn hóa các tài sản được chứng khoán hóa, chủ thể được phép bán tài sản cho công ty nghiệp vụ chứng khoán hóa. Theo chúng tôi, các khoản vay dưới chuẩn [12] không được phép chứng khoán hóa, ngoài ra cần buộc nhà phát hành phải giữ lại ít nhất 5% tổng giá trị tài sản gốc như là một nguồn quỹ phòng ngừa rủi ro cho NĐT[13]. Quy trình nghiệp vụ chứng khoán hóa phải minh bạch rõ ràng, nhà phát hành phải công bố đầy đủ thông tin cho NĐT, các bên có nghĩa vụ báo cáo với các cơ quan quản lý và thực hiện các thủ tục khác sao cho cơ quan quản lý có thể tiếp cận thông tin, hoặc can thiệp kịp thời khi có dấu hiệu bất thường. Trái phiếu hình thành từ nghiệp vụ chứng khoán hóa phải được xếp hạng tín nhiệm ở mức đầu tư trở lên mới được phát hành. Ngoài ra chủ sở hữu gốc phải có nghĩa vụ thông tin đầy đủ về bản chất, tình trạng của tài sản gốc. Trong trường hợp chủ sở hữu gốc cố ý che giấu thông tin, đưa thông tin sai sự thật về tài sản gốc thì phải mua lại tài sản gốc và bồi thường thiệt hại cho các bên liên quan.

3.3. Duy trì hạn mức đầu tư và xây dựng cơ chế tự đánh giá rủi ro trong nội bộ nhà đầu tư có tổ chức

NĐT có tổ chức là các định chế không thể thiếu trên TTCK, do vậy cần cho phép các NĐT từ ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, quỹ

đầu tư...tham gia vào TTCK. Tuy nhiên, để hạn chế rủi ro cho các tổ chức này và ngăn chặn rủi ro lây lan sang các chủ thể khác, thì cần tiếp tục duy trì và hoàn thiện các qui định về hạn mức đầu tư vào TTCK của các tổ chức này. Ngoài ra, các NĐT có tổ chức phải tự xây dựng bộ máy hoặc cơ chế ngăn ngừa rủi ro bao gồm cả cơ chế tự soát xét thông tin liên quan đến chứng khoán mục tiêu mà không được lệ thuộc hoàn toàn vào thông tin, tư vấn của bên thứ ba.

3.4. Hình thành và phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro

Các công cụ phòng ngừa rủi ro phổ biến là hợp đồng quyền chọn, hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai (hợp đồng giao sau), hợp đồng hoán đổi rủi ro vỡ nợ và các chứng khoán tổng hợp. Các công cụ này được sử dụng để phòng ngừa rủi ro giá cả. Các công cụ phái sinh có thể được giao dịch trên TTCK và chủ yếu là trên thị trường OTC. Trong đó, hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai rất phổ biến trên thị trường. Trong giai đoạn đầu, Việt Nam nên tập trung xây dựng và phát triển hai công cụ này.

“Quyền chọn là một hợp đồng cho phép người mua quyền được phép lựa chọn việc thực hiện hay không thực hiện việc mua hay bán một số lượng chứng khoán nhất định trước hoặc trong một khoảng thời gian xác định với một mức giá được xác định trước. Các hàng hóa cơ sở của hợp đồng quyền chọn có thể là cổ phiếu, trái phiếu, ngoại tệ, hợp đồng tương lai, nhóm chứng khoán hay chỉ số chứng khoán,...” [14]. Quyền chọn gồm có quyền chọn mua hoặc quyền chọn bán. Trong hợp đồng quyền chọn người mua quyền chọn có nghĩa vụ trả phí quyền chọn cho người bán quyền chọn. Phí quyền chọn là mức giới hạn tối đa thiệt hại của người mua quyền chọn. Nghĩa là giả sử nếu người mua quyền chọn mua xét thấy giá chứng khoán cơ sở tại thời điểm thực hiện quyền mua giảm rất nhiều so với giá thực hiện quyền chọn nên không thực hiện quyền chọn thì sẽ mất phí quyền chọn. Người bán quyền chọn phải thực hiện nghĩa vụ bán hàng hoặc mua hàng tùy

thuộc vào loại hợp đồng quyền chọn khi người mua quyền chọn thực hiện quyền chọn.

“Hợp đồng tương lai là một hợp đồng mua hoặc bán hàng hóa được giao trong tương lai mà (1) theo giá tại thời điểm giao kết hợp đồng; (2) các bên có nghĩa vụ thực hiện hợp đồng bao gồm giao hàng và thanh toán theo giá xác định; (3) được thiết kế để chấp nhận hoặc chuyển rủi ro; (4) được thanh toán bù trừ thông qua tổ chức thanh toán bù trừ trung gian; (5) hợp đồng được hoàn thành bằng việc giao hàng và thanh toán thực tế hoặc cân đối lời lỗ trước thời điểm giao hàng”⁽¹⁾. Không phải hàng hóa nào cũng có thể trở thành hàng hóa cơ sở cho hợp đồng tương lai. Chỉ có những hàng hóa thỏa mãn những điều kiện luật định mới được giao dịch theo hợp đồng tương lai, thông thường là các hàng hóa có tính thanh khoản cao như cổ phiếu phổ thông, trái phiếu chính phủ, chứng chỉ quỹ, ... và khối lượng giao dịch của chứng khoán cơ sở phải đạt được mức tối thiểu nhất định. Bên mua và bên bán trong hợp đồng tương lai buộc phải đóng tiền bảo chứng (tiền ký quỹ) vào tổ chức thanh toán bù trừ. Nếu xảy ra lỗ cho một hợp đồng tương lai thì tổ chức thanh toán bù trừ sẽ chuyển tiền từ tài khoản bảo chứng để bù đắp khoản lỗ, nếu số dư tiền bảo chứng không đủ đạt mức tối thiểu thì khách hàng phải nộp bổ sung cho đủ. Nếu một hợp đồng tương lai có lãi, số tiền lãi sẽ được chuyển vào tài khoản bảo chứng của khách hàng. Khách hàng có quyền rút số tiền này ra nhưng phải bảo đảm mức bảo chứng tối thiểu. Hợp đồng tương lai có thể chấm dứt khi đáo hạn và các bên hoàn thành nghĩa vụ giao hàng và thanh toán trên thực tế hoặc trước thời điểm giao hàng, một vị thế mở được đóng lại bằng cách ký một hợp đồng ở vị thế ngược lại. Trong trường hợp này, số tiền

bảo chứng còn lại không còn cần thiết và khách hàng có thể rút lại số tiền này.

Nội dung của hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai phải phù hợp với những qui tắc kinh doanh chung về loại hàng hóa cơ sở nếu không thị trường hàng hóa cơ sở có nguy cơ bị bóp méo. Vì vậy pháp luật về chứng khoán phải sinh cần phải qui định rõ nguyên tắc này và trao cho cơ quan quản lý hoặc sở giao dịch có quyền buộc các bên phải sửa đổi nội dung của hợp đồng hoặc phải giao kết hợp đồng theo mẫu chuẩn do cơ quan quản lý hoặc sở giao dịch phát hành. Tùy từng loại hợp đồng (quyền chọn hay tương lai) mà phải có những nội dung bắt buộc theo luật định. Các hợp đồng này phải phản ánh được hoạt động của thị trường cơ sở và không được có các điều khoản ngăn cản việc giao hàng và thanh toán hoặc các điều khoản trái với luật hoặc tập quán kinh doanh thông thường liên quan đến hàng hóa cơ sở. Ví dụ, giá của hợp đồng tương lai tại thời điểm đáo hạn phải phản ánh được giá thị trường của hàng hóa cơ sở.

3.5. Nâng cao năng lực và trách nhiệm của các công ty chứng khoán

CTCK là một trong những trụ cột chính của TTCK, là một định chế tài chính trung gian kết nối NĐT với các chủ thể khác trên thị trường. Pháp luật chứng khoán Việt Nam có khá đầy đủ các qui định điều chỉnh tổ chức và hoạt động của CTCK. Tuy nhiên, thực tiễn hoạt động của các CTCK trên thị trường đã bộc lộ nhiều vấn đề. Những vấn đề tồn tại trong tổ chức và hoạt động của CTCK không những gây thiệt hại trực tiếp cho NĐT mà còn có nguy cơ gây ra rủi ro hệ thống. Do vậy, việc hoàn thiện pháp luật theo hướng nâng cao năng lực và trách nhiệm của CTCK là rất cần thiết.

Thứ nhất, cần nâng mức vốn pháp định của CTCK: Hiện nay mức vốn pháp định của CTCK được qui định tại điều 18 Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/7/2007 của Chính phủ qui định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán: Môi giới chứng khoán: 25 tỷ đồng; tự doanh chứng khoán là 100 tỷ đồng;

⁽¹⁾ Xem: Báo cáo cuối cùng của Ủy ban kỹ thuật thuộc Tổ chức quốc tế các ủy ban chứng khoán, *Các nguyên tắc điều chỉnh và giám sát thị trường giao dịch các chứng khoán phái sinh*, Tháng 9/2011 (*Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets - Final Report*, Technical Committee of International Organisation of Securities Commission, September 2011).

bảo lãnh phát hành chứng khoán là 165 tỷ đồng và tư vấn đầu tư chứng khoán là 10 tỷ đồng. Mức vốn pháp định quá thấp dẫn đến một thực trạng là khi TTCK gặp khó khăn, một loạt các CTCK làm ăn thua lỗ và có nguy cơ lâm vào tình trạng phá sản. “Theo công bố của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), tính đến hết năm 2011, cả nước có 65/105 CTCK báo lỗ, 71/105 CTCK có lỗ lũy kế. Chủ tịch UBCKNN Vũ Bằng cho biết, hoạt động của các CTCK đạt hiệu quả kém, chỉ tiêu an toàn tài chính thấp, do đó, nếu không thực hiện tái cấu trúc triệt để (trong đó mấu chốt là tái cấu trúc hoạt động tài chính) thì các CTCK - trụ cột chính của TTCK - sẽ không thể trụ vững và thực hiện được vai trò, vị trí và nhiệm vụ được giao” [15]. Như vậy, việc tăng mức vốn pháp định là bắt buộc nhằm nâng cao năng lực tài chính của CTCK, đặc biệt đối với CTCK tự doanh và thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành. Theo kinh nghiệm của Trung Quốc thì CTCK đa năng phải có mức vốn đăng ký thấp nhất là 500 triệu nhân dân tệ, công ty môi giới chứng khoán phải có mức vốn đăng ký thấp nhất là 50 triệu nhân dân tệ.

Thứ hai, hoàn thiện các qui định pháp luật liên quan đến hoạt động môi giới của CTCK: Hoạt động môi giới chứng khoán là hoạt động chủ yếu của các CTCK của Việt Nam. Hoạt động môi giới cũng được hầu hết các nước trên thế giới quan tâm và có những qui định rất chi tiết tạo cơ sở pháp lý vững chắc cho nghiệp vụ này. “Tuy nhiên những quy định của pháp luật Việt Nam về hoạt động môi giới chứng khoán còn khá mờ nhạt và quá ít, thực tế chưa tạo được một cơ sở pháp lý chung nhất cho hoạt động môi giới phát triển” [16]. Thực trạng hoạt động môi giới chứng khoán hiện nay cho thấy các CTCK xâm phạm quyền và lợi ích của NĐT là rất phổ biến. “Các sai phạm chủ yếu mà nhà đầu tư hay tổ nhân viên hành nghề chứng khoán là tự ý sử dụng tiền và chứng khoán của khách hàng, gây thua lỗ nghiêm trọng cho khách; tự ý rút tiền, chuyển chứng khoán từ tài khoản này sang tài khoản khác; tự ý dùng tài sản của khách hàng để cầm cố, thế chấp vay

tiền; tự vẫn cho khách một đảng, hành động một nẻo... Khi vấn đề bùng vỡ (nhà đầu tư có đơn kiện đến cơ quan chức năng và gửi báo chí), nhưng CTCK nơi sử dụng lao động thường có thái độ đổ hết lỗi cho nhân viên, quá trình xử lý vì thế thường nghiêng về phần thiệt cho nhà đầu tư là chính” [17]. Sờ dĩ, xảy ra thực trạng này cũng xuất phát nguyên nhân chưa có bộ qui tắc hành nghề kinh doanh chứng khoán với những chế tài đủ mạnh để ngăn ngừa những hành vi méo mó nêu trên. Do vậy, theo chúng tôi cần sớm ban hành bộ qui tắc hành nghề kinh doanh chứng khoán là cơ sở pháp lý cho việc điều chỉnh hoạt động môi giới chứng khoán, trong đó phân định rõ trách nhiệm của CTCK, người môi giới chứng khoán, nhân viên của CTCK. Đồng thời, cần phải tách bạch tài khoản của khách hàng để tránh tình trạng lạm dụng tài khoản của khách hàng để trục lợi. “Các cơ quan quản lý cần ban hành văn bản hướng dẫn cụ thể về vấn đề này, theo đó yêu cầu CTCK quản lý tách bạch từng tài khoản của khách hàng, tạo cơ sở bảo vệ tốt hơn nữa quyền và lợi ích của nhà đầu tư chứng khoán” [18]. Ngoài ra, các qui định của pháp luật về việc nhận lệnh và chuyển lệnh trên thị trường, mở tài khoản giao dịch và thời gian thanh toán, về phí và lệ phí trong hoạt động môi giới chứng khoán cần phải được tiếp tục nghiên cứu và hoàn thiện.

Thứ ba, hoàn thiện các qui định của pháp luật về tự doanh chứng khoán: Hoạt động tự doanh chứng khoán cũng là một nghiệp vụ quan trọng của công ty chứng khoán. Các công ty tự doanh chứng khoán sẽ đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường giúp cho chứng khoán có tính thanh khoản cao. Tuy nhiên, hiện nay hoạt động tự doanh của CTCK còn rất hạn chế. Để phát triển hoạt động tự doanh trên thị trường, ngoài việc phải tăng vốn pháp định như đã nêu ở trên, chúng tôi cho rằng cần phải giải quyết được những vấn đề sau: Tách biệt rõ ràng giữa nghiệp vụ môi giới chứng khoán và nghiệp vụ tự doanh chứng khoán; Pháp luật cần qui định rõ ràng và cụ thể những chuẩn mực ứng xử của CTCK hoạt động tự doanh như: nghĩa vụ ưu tiên khách hàng; không được xung đột lợi ích

với khách hàng, ... Đồng thời cần phải có những chế tài nghiêm khắc và cụ thể xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động tự doanh.

Ngoài ra pháp luật liên quan đến các nghiệp vụ bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư chứng khoán của CTCK cũng cần được tiếp tục nghiên cứu hoàn thiện nhằm bảo đảm nâng cao hiệu quả và trách nhiệm của CTCK, bảo đảm cho TTCK phát triển bền vững.

3.6. Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam

Theo định nghĩa của ISOCO thì: “Định mức tín nhiệm là sự đánh giá được hiển thị bằng hệ thống hệ số tín nhiệm đã được thiết lập và xác định về khả năng thanh toán nợ của một chủ thể, một khoản nợ, một chứng khoán nợ hoặc của người phát hành các nghĩa vụ này”⁽²⁾. Với qui tắc “nhà phát hành thanh toán” và “công khai kết quả định mức tín nhiệm”, NĐT có thể đánh giá được khả năng trả nợ của người đi vay hoặc rủi ro tín dụng của chứng khoán nợ mà ra quyết định đầu tư mà không phải mất chi phí. Xác định được hệ số định mức tín nhiệm còn giúp nhà phát hành xác định được mức lãi suất vay hợp lý, vừa phản ánh được mức độ rủi ro, vừa đảm bảo khả năng thanh toán nợ của nhà phát hành. Vì vậy, để thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển, việc thành lập và cho đi vào hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm là điều kiện tiên quyết.

Cho đến nay, Việt Nam chưa có một văn bản qui phạm pháp luật nào qui định một cách chi tiết về tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm. Do vậy, theo chúng tôi cần nghiên cứu và sớm ban hành một văn bản điều chỉnh về tổ chức hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm theo hướng: (1) Tổ chức định mức tín nhiệm có tư cách pháp nhân và được tổ chức theo loại hình công ty trách nhiệm hữu

hạn hoặc công ty cổ phần; (2) Không chế tỷ lệ nắm giữ cổ phần có quyền biểu quyết hoặc tỷ lệ vốn góp trong tổ chức định mức tín nhiệm; (3) Qui định cụ thể về điều kiện thành lập tổ chức định mức tín nhiệm, chú trọng đến điều kiện vốn pháp định và nhân lực; (4) Có cơ chế kiểm soát chặt chẽ nhằm ngăn ngừa xung đột lợi ích phát sinh từ hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm. Ví dụ, cấm hoặc kiểm soát mối quan hệ kinh tế giữa tổ chức định mức tín nhiệm và/hoặc người có liên quan của tổ chức này với chủ thể được định mức tín nhiệm và/hoặc bên có liên quan của chủ thể này; (5) công khai, minh bạch về phương pháp, qui trình, kết quả định mức tín nhiệm; (6) tổ chức định mức tín nhiệm phải chịu trách nhiệm về các hành vi vi phạm và phải bồi thường thiệt hại cho NĐT. Cần phải qui định chặt chẽ về tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm nhằm kiểm soát và hạn chế những rủi ro mà tổ chức này có thể gây ra cho NĐT và toàn bộ thị trường. “Hệ số xếp hạng tín nhiệm không chính xác gây ra rủi ro hệ thống cho thị trường tài chính của Mỹ và là một trong những nguyên nhân chính gây ra khủng hoảng tài chính ở Mỹ” [19].

3.7. Nâng cao hiệu quả hoạt động quản lý, giám sát thị trường

Pháp luật cần trao cho cơ quan quản lý các công cụ quản lý hiệu quả và đặc thù, như tiêu chuẩn hóa thông tin thu thập, quyền thu thập thông tin từ bất kỳ bên liên quan nào, nghĩa vụ báo cáo ngay khi thực hiện giao dịch, hệ thống cập nhật thông tin tự động, quyền tiến hành kiểm tra, thanh tra khi phát hiện giao dịch có bất thường. Cơ quan quản lý có quyền can thiệp hoặc ngăn chặn các giao dịch hoặc hành vi gây phương hại đến thị trường. Ví dụ trong quản lý thị trường phái sinh, cơ quan quản lý có quyền: áp đặt hạn mức dao động giá, yêu cầu tính thêm tiền bảo chứng, thanh khoản hoặc chuyển nhượng vị thế mở, đình chỉ hoặc rút gọn lại giao dịch, ... Cơ quan quản lý có quyền áp dụng các biện pháp chế tài như cảnh cáo, khiển trách, buộc trả lại các khoản thu bất chính, phạt vi phạm, áp đặt điều kiện giao dịch, áp đặt trình trạng nhất định, đình chỉ giao dịch, cấm giao

⁽²⁾ Xem: *Hướng dẫn các vấn đề cơ bản đối với công ty định mức tín nhiệm*, Báo cáo của Ủy ban kỹ thuật thuộc Tổ chức quốc tế các ủy ban chứng khoán, năm 2008, tr. 3 (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, the Technical Committee of IOSCO, 2008, p.3)

dịch, đình chi hoạt động, thu hồi giấy phép, đề nghị áp dụng các biện pháp chế tài hình sự trong trường hợp nghiêm trọng. Pháp luật cũng cần cho phép cơ quan quản lý được quyền khởi kiện một chủ thể nào đó ra tòa để buộc phải chịu trách nhiệm dân sự. Như vậy, pháp luật cần qui định chi tiết và đầy đủ các biện pháp chế tài là công cụ hữu hiệu để cơ quan quản lý sử dụng quản lý và giám sát thị trường. Tuy nhiên, nếu chỉ đơn thuần sử dụng các biện pháp cưỡng chế nhiều khi chưa chắc đã bảo đảm hiệu quả quản lý. Do vậy, chúng tôi đề xuất nên đưa thêm cơ chế cảnh báo sớm, tức là cơ quan quản lý sẽ cảnh báo cho đối tượng quản lý về những sai phạm, rủi ro hoặc vấn đề khác để đối tượng quản lý điều chỉnh, khắc phục. Cơ quan quản lý cũng có quyền và nghĩa vụ cảnh báo sớm cho toàn bộ thị trường và áp dụng các biện pháp cần thiết để ngăn ngừa và kiểm soát rủi ro. Ngoài ra, cần bổ sung thêm cơ chế tham vấn và đồng thuận, theo cơ chế này cơ quan quản lý và đối tượng quản lý sẽ cùng trao đổi và thống nhất các biện pháp mà đối tượng quản lý phải thực hiện nhằm tránh, hạn chế hoặc kiểm soát rủi ro.

Ngoài ra, để hỗ trợ cho hoạt động quản lý, giám sát TTCK, chúng tôi đề nghị cần xây dựng cơ chế pháp lý để các tổ chức tự quản bao gồm sở giao dịch chứng khoán, hiệp hội ngành nghề chứng khoán, trung tâm lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán tham gia sâu vào hoạt động quản lý và giám sát TTCK. Theo đó, các tổ chức tự quản này có quyền được ban hành qui chế điều chỉnh hoạt động của thành viên, giám sát hoạt động của các thành viên tham gia thị trường, điều tra các hành vi bất thường, và áp dụng một số biện pháp chế tài dưới sự giám sát của Ủy ban chứng khoán nhà nước.

Tài liệu tham khảo

- [1] Ngọc Quang, Thị trường chứng khoán đã hết mang tiếng là “sòng bạc”, <http://sggp.org.vn/taichinhnganhangchungkhoan/2012/7/293537/>, truy cập ngày 10/7/2012
- [2] <http://www.worldbank.org/depweb/english/sd.html>, truy cập ngày 29/10/2012
- [3] Đinh Văn Sơn, *Phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam*, NXB Tài chính, 2009.
- [4] Xem [3] trang 115
- [5] Xem [3] trang 123
- [6] Mục tiêu và nguyên tắc của điều chỉnh pháp luật về chứng khoán, Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán - IOSCO, Tháng 6/2010, tr. 3
(*Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Organization of Securities Commissions, June 2010)
- [7] Sự phát triển và điều chỉnh pháp luật về các nhà đầu tư có tổ chức tại các thị trường mới nổi, Ủy ban các thị trường mới nổi của Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán - IOSCO, 6/2012, tr.iv
(*Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets*, Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions, June 2012)
- [8] Phạm Thị Giang Thu, Luật chứng khoán với việc mở rộng cơ hội đầu tư và khuyến khích đầu tư, *Tạp chí Luật học* số 8 (2006) 52.
- [9] Sebastian Schich and Byoung - Hwan Kim: Các cuộc khủng hoảng tài chính mang tính hệ thống: Tìm cách nào để giải quyết, *Tạp chí: Những định hướng phát triển thị trường tài chính*, số 2(2010) 4 (tiếng Anh).
- [10] Trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, Khoa Ngân hàng, PGS.TS. Bùi Thị Kim Yến-TS. Thân Thị Thu Thùy, *Thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê, 2009.
- [11] Moorad Choudhry, *Trái phiếu công ty và những sản phẩm tài chính được cơ cấu lại* (Corporate bonds and structured financial products), Elsevier Butterworth Heineman, 2004, trang 296.
- [12] Theo tiêu chuẩn của hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ, vay dưới chuẩn được hiểu là “(1) Có 2 hoặc nhiều lần chậm thanh toán 30 ngày trong 12 tháng gần nhất hoặc một hoặc nhiều lần chậm thanh toán 60 ngày trong 24 tháng gần nhất; (2) bị phán quyết bởi tòa án hoặc bị xử lý tài sản bảo đảm trước đó 24 tháng; (3) bị phá sản trong 5 năm gần nhất; (4) có chứng cứ về khả năng vỡ nợ cao, ví dụ xếp hạng tín dụng dưới 660 điểm theo thang điểm của FICO; (5) tỷ lệ nợ trên thu nhập trên 50%.” Xem: *Phố Wall và Cuộc khủng hoảng tài chính: Những phân tích về sự sụp đổ tài chính* (Wall Street and the Financial crisis: Anatomy of a financial collapse) - April 13, 2011, source: <http://www.hsgac.senate.gov>, trang 19)

- [13] Ở Châu Âu, qui định nhà phát hành phải giữ lại một khoản để ngăn ngừa rủi ro tương ứng với một tỷ phần ròng không thấp hơn 5% của tài sản cơ sở (Điều 122a của Chỉ thị về nhu cầu vốn (CRD II), có hiệu lực từ tháng 01/2011). (Xem Hans J. Blommestein, Ahmet Keskinler and Carrick Lucas, *Triển vọng đối với thị trường chứng khoán hóa, Tạp chí của tổ chức phát triển và hợp tác kinh tế “Những định hướng phát triển thị trường tài chính”, số 1/2011, tr.9*
(*Outlook for the Securitisation Market*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011 - Issue 1, OECD 2011, tr.9)
- [14] Bùi Thị Kim Yến, Thân Thị Thu Thủy, *Thị trường chứng khoán*, Trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, Khoa Ngân hàng, NXB Thống kê, 2009.
- [15] Báo Nhân dân điện tử, *Tái cấu trúc thị trường chứng khoán theo lộ trình phù hợp*, <http://www.nhandan.org.vn/cmmlink/nhandandientu/hoisu/kinh-te/kinh-t-tin-chung/tai-c-u-truc-th-tr-ng-ch-ng-khoan-theo-l-trinh-phu-h-p-1.339330>, cập nhật ngày 20/3/2012
- [16] Lê Thị Thu Thủy (chủ biên), *Pháp luật về công ty chứng khoán ở Việt Nam*, NXB Tư pháp, 2011.
- [17] Tường Vi, *Nhân sự chứng khoán 50% không chứng chỉ hành nghề, tại sao?*, <http://tinhanhchungkhoan.vn/GL/N/CIFCCA/nhan-su-chung-khoan-50--khong-chung-chi-hanh-nghe-tai-sao.html>, cập nhật ngày 2010
- [18] Lê Thị Thu Thủy (chủ biên), *Pháp luật về công ty chứng khoán ở Việt Nam*, NXB Tư pháp, năm 2011.
- [19] Đỗ Minh Tuấn, Một số vấn đề về thực tiễn chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp ở Mỹ, *Tạp chí Châu Mỹ ngày nay*, số 06 (2012) 13.

Some Proposals for Improving the Law for Sustainable Development of the Security Market in Vietnam

Lê Thị Thu Thủy¹, Đỗ Minh Tuấn²

¹VNU School of Law, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hanoi, Vietnam

²Châu Á (Asia) Law Firm, 16 H, Phùng Hưng, Hoàn Kiếm, Hanoi, Vietnam

The security market plays an important role in economic development. Thus, the sustainable development of the security market is an urgent requirement for Vietnam in the recent context. This article presents a point of view on sustainable development of security market in Vietnam, figuring out inadequate issues, and proposing some detailed solutions aiming at sustainable development of security market.