

MUTRAP II

DỰ ÁN HỖ TRỢ THƯƠNG MẠI ĐA BIÊN
MULTILATERAL TRADE ASSISTANCE PROJECT

TỔ CHỨC VÀ QUẢN LÝ HIỆU QUẢ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM



MUTRAP is funded
by the European Union

Jointly implemented by the Ministry
of Industry and Trade of Vietnam



**DỰ ÁN HỖ TRỢ THƯƠNG MẠI ĐA BIÊN
(MUTRAP II)
BỘ CÔNG THƯƠNG PHỐI HỢP VỚI ỦY BAN CHÂU ÂU
ASIE/2003/005711**

TỔ CHỨC VÀ QUẢN LÝ HIỆU QUẢ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Hỗ trợ xây dựng các văn bản pháp quy thực thi Luật Chứng khoán và xây dựng một thị trường chứng khoán vận hành hiệu quả tại Việt Nam sau khi gia nhập WTO

**NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI
HÀ NỘI - 2008**

BIÊN SOẠN

Ban Đặc trách Dự án Hỗ trợ Thương mại Đa biên (MUTRAP II) dựa trên báo cáo nghiên cứu của các chuyên gia: Charles Marquand, Paul Backer, Dương Thị Phượng, Phạm Trọng Bình, Nguyễn Vân Chi.

Cuốn sách này được thực hiện với sự hỗ trợ tài chính của Ủy ban Châu Âu. Quan điểm được trình bày ở đây là của tác giả và không thể hiện quan điểm chính thức của Ủy ban hay của Bộ Công Thương.

LỜI MỞ ĐẦU

Cuốn sách này được biên soạn dựa trên Báo Cáo của nhóm chuyên gia Dự án Hỗ trợ Thương mại Đa biên (MUTRAP II): “Hỗ trợ xây dựng các văn bản pháp quy thực thi Luật chứng khoán và xây dựng một thị trường chứng khoán vận hành hiệu quả tại Việt nam”, tháng 3 năm 2007.

Cuốn sách dự báo tác động có thể xảy ra đối với thị trường chứng khoán sau khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), phân tích quá trình phát triển hiện nay của ngành chứng khoán Việt Nam và những thách thức và cơ hội từ việc gia nhập WTO. Các tác giả cho rằng việc gia nhập WTO đem lại nhiều cơ hội, như khả năng hấp dẫn đầu tư gián tiếp của nước ngoài và thúc đẩy sự phát triển của các dịch vụ tài chính. Các tác giả phân tích những thách thức của quá trình gia nhập WTO, như nguy cơ mất thị phần trong ngành dịch vụ tài chính vào tay các nhà cung cấp dịch vụ tài chính nước ngoài, nguy cơ lạm dụng thị trường do các nhà đầu tư gây ra và nguy cơ rối loạn thị trường tiềm ẩn. Các tác giả đã đưa ra nhiều khuyến nghị với mục đích củng cố khuôn khổ pháp lý và nâng cao năng lực của ngành tài chính tại Việt Nam.

Khi phân tích tác động của việc Việt Nam gia nhập WTO đối với thị trường dịch vụ tài chính (chứng khoán) và khuôn khổ pháp lý của Việt Nam các tác giả cho rằng tự do hóa khu vực dịch vụ tài chính theo hướng mở cửa khu vực này cho người nước ngoài sẽ thúc đẩy sự phát triển của khu vực dịch vụ tài chính trong nước. Các tác giả khuyến nghị việc gia nhập WTO nên được xem như sự bắt đầu của quá trình tự do hóa, chứ không phải là giai đoạn cuối của quá trình này. Để đạt được mục đích hỗ trợ và mở cửa khu vực dịch vụ tài chính trong nước, cần có sự cạnh tranh nhằm đảm bảo sự minh bạch và quản lý không được là một rào cản trá hình đối với cạnh tranh.

Các tác giả đề xuất xây dựng khung pháp lý, định chế và tổ chức vận hành thị trường tại Việt Nam trong lĩnh vực chứng khoán, đề cập đến những tác động về mặt luật pháp của Luật Chứng khoán và đưa ra những khuyến nghị đối với các văn bản dưới luật; cụ thể về các vấn đề lạm dụng thị trường, chào bán chứng khoán ra công chúng và niêm yết. Các tác giả cũng

thảo luận việc nâng cấp Sở Giao dịch Chứng khoán tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh cùng các biện pháp có liên quan.

Phân tích về những cách thức quản lý chứng khoán tại các nước khác nhau và đưa ra những khuyến nghị đối với Việt Nam các tác giả đã trình bày các cơ chế quản lý tại Anh, Cộng hòa Séc, Singapore, Hồng Kông và Trung Quốc ở các khía cạnh các nước điều chỉnh các vấn đề địa vị pháp lý và trách nhiệm của cơ quan quản lý, cơ chế kiểm soát lạm dụng thị trường, quyền lực thanh tra của cơ quan quản lý, địa vị pháp lý của Sở Giao dịch chứng khoán, cơ chế chào bán chứng khoán ra công chúng và niêm yết chứng khoán như thế nào. Các tác giả tiếp tục đưa ra những khuyến nghị chi tiết và cụ thể về định nghĩa hợp pháp đối với hành vi lạm dụng thị trường có thể áp dụng được tại Việt Nam, các loại hình chế tài áp dụng trong trường hợp lạm dụng thị trường và thẩm quyền thanh tra có thể trao cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Các tác giả cũng đưa ra những khuyến nghị đối với bản cáo bạch, việc định giá cao đối với các chứng khoán giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam và hoạt động quản lý của các cơ quan quản lý chứng khoán.

BAN ĐẶC TRÁCH DỰ ÁN MUTRAP II

CÁC CHỮ VIẾT TẮT

ABS	Chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản
Annex	Phụ lục về Dịch vụ Tài chính [theo WTO]
CIV	Công cụ Đầu tư Tập thể [các quỹ tương hỗ và các quỹ khác]
ESM	Biện pháp phòng vệ khẩn cấp
ETF	Các quỹ giao dịch theo chỉ số của Sở Giao dịch Chứng khoán
FI	Định chế Tài chính
FS	Dịch vụ Tài chính
FSA	Thỏa thuận Dịch vụ Tài chính [theo GATS]
GATS	Thỏa thuận chung về Thương mại Dịch vụ [theo WTO]
GATT	Thỏa thuận chung về Thuế quan và Thương mại [theo WTO]
GSE	Cổ phần được nhà nước hỗ trợ
IAS	Tiêu chuẩn Kế toán Quốc tế
MAT	Bảo hiểm Hàng hải, Hàng không và Giao thông vận tải
MFN	Tối huệ quốc
MMI	Công cụ thị trường tiền tệ
MOF	Bộ Tài chính, Việt Nam
OECD	Tổ chức Hợp tác Kinh tế và Phát triển
OTC	Thị trường Phi Tập trung [các công ty đăng ký giao dịch]
PPP	Hợp tác Tư nhân và Công cộng
SGDCK	Sở Giao dịch Chứng khoán
SSC	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam
TPRM	Cơ chế Theo dõi Chính sách Thương mại [theo WTO]
UCFS FSA]	Kiến thức về Cam kết trong Dịch vụ Tài chính [Phụ lục cho
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
W&O	“Cô nhi quả phụ”- ám chỉ những đối tượng thiếu kiến thức, hiểu biết về thị trường và cần được bảo vệ
WTO	Tổ chức Thương mại Thế giới

MỤC LỤC

Lời mở đầu	3
Những chữ viết tắt	5
Chương I. Dự báo tác động đối với thị trường chứng khoán khi Việt Nam gia nhập WTO	9
1. Khái quát tác động của việc Việt Nam gia nhập WTO đối với nền kinh tế	10
2. Tác động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam khi gia nhập WTO	12
2.1. Các cam kết gia nhập WTO	12
2.2. Tác động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam khi gia nhập WTO	14
3. Kết luận	28
Chương II. Tác động của việc Việt Nam gia nhập WTO đối với thị trường dịch vụ tài chính (chứng khoán) Việt Nam	31
1. Những thách thức về quản lý khu vực tài chính khi Việt Nam gia nhập WTO	31
1.1. Tuân thủ cam kết	31
1.2. Cạnh tranh	33
2. Một số quan điểm phân đôi tự do hóa dịch vụ tài chính	36
Tài liệu tham khảo chính	40
Chương III. Đề xuất phát triển định chế và tổ chức vận hành trong lĩnh vực chứng khoán của Việt Nam	41
I. Nâng cấp Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành Sở Giao dịch Chứng khoán	41
1.1. Mô hình Sở Giao dịch	41
1.2. Thành viên Sở Giao dịch	44

II. Phát triển Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội	54
III. Thiết lập thị trường giao dịch trái phiếu chính phủ	55
3.1. Mô hình thị trường giao dịch cho Việt Nam	55
3.2. Mô hình tổ chức giao dịch	56
3.3. Hệ thống thanh toán	62
3.4. Công bố thông tin	66
3.5. Cơ sở và điều kiện để phát triển mô hình	67
3.6. Lộ trình thực hiện	68
IV. Xây dựng Trung tâm Lưu ký Chứng khoán	69
4.1. Mô hình hoạt động	69
4.2. Mô hình Tổ chức	71
V. Tổ chức Hoạt động	71
5.1. Tăng cường đầu tư có tổ chức trên thị trường vốn	71
5.2. Tăng cường năng lực tài chính cho công ty chứng khoán	73
5.3. Xây dựng cơ sở hạ tầng cho thị trường	75
5.4. Đào tạo nguồn nhân lực cho ngành chứng khoán	77
VI. Kết luận	81
Phụ lục. Phương thức quản lý thị trường chứng khoán tại một số quốc gia	84
I. Tóm tắt	84
II. Nội dung	86
2.1. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Vương Quốc Anh	86
2.2. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Cộng hòa Séc	94
2.3. Tổng quan về hệ thống pháp luật chứng khoán tại Singapore	99
2.4. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Hồng Kông	105

2.5. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Trung Quốc	111
III. Kết luận và khuyến nghị	115
3.1. Lạm dụng thị trường	115
3.2. Bản cáo bạch và niêm yết	121
3.3. Công ty chứng khoán và đại lý nhận lệnh	123
3.4. Thị trường cổ phiếu “quá nóng”	124
3.5. Xây dựng một cơ quan quản lý thống nhất	125

Chương I

DỰ BÁO TÁC ĐỘNG ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN KHI VIỆT NAM GIA NHẬP WTO

Sau 11 năm đàm phán, vượt qua nhiều chông gai, Việt Nam đã đạt mục đích trở thành thành viên của WTO vào ngày 11 tháng 1 năm 2007. Việc tổ chức thành công Hội nghị APEC năm 2006 và gia nhập WTO đã giúp Việt Nam có một vị thế mới trên trường quốc tế, mở cửa thị trường và dọn đường cho việc tự do lưu thông vốn.

Một đặc điểm nổi bật của thị trường chứng khoán Việt Nam là Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán đã được thành lập trước khi bản thân thị trường chứng khoán hình thành. Năm 1996, Chính phủ Việt Nam đã quyết định thành lập Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Do thị trường chứng khoán vào thời gian đó chưa ra đời, UBCKNN có chức năng xây dựng và phát triển thị trường bên cạnh chức năng là cơ quan quản lý thị trường. Sau nhiều cố gắng của Chính phủ và UBCKNN, vào tháng 7 năm 2000, thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đã đi vào hoạt động với chỉ 3 cổ phiếu niêm yết ban đầu. Tuy nhiên, thị trường đã đạt được sự phát triển thần kỳ sau 5 năm hoạt động. Năm 2005, tổng số công ty niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) thành phố Hồ Chí Minh chỉ có 32 công ty, tăng thêm 7 công ty so với năm 2004. Trong năm 2006, có hơn 76 loại cổ phiếu niêm yết và giao dịch tại Trung tâm, nâng tổng số lượng công ty niêm yết lên tới 108 chỉ trong vòng 1 năm. Tại TTGDCK Hà Nội, chỉ có 9 cổ phiếu được giao dịch trong năm 2005. Tuy nhiên số lượng cổ phiếu được giao dịch tại thị trường này đã lên tới 87 cổ phiếu vào năm 2006. Đây là những con số rất ấn tượng cho thấy lượng cung lớn trên thị trường. Sự phát triển này rất có ý nghĩa nếu nhớ lại chỉ một năm trước đây, UBCKNN và Bộ Tài chính đã phải vất vả đưa ra các biện pháp chính sách nhằm khuyến khích các doanh nghiệp tham gia niêm yết trên thị trường.

Việc gia nhập WTO và tổ chức thành công Hội nghị APEC năm 2006 đã làm cho Việt Nam nổi lên như một điểm đến đầu tư mới trên thế giới. Trở thành thành viên WTO cũng mở ra cơ hội đối với thị trường chứng

khoản Việt Nam. Tuy nhiên, cơ hội sẽ đến kèm theo những thách thức và mối đe dọa.

Cơ hội mang lại từ việc gia nhập WTO bao gồm: (1) Thu hút nhiều hơn đầu tư gián tiếp của nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán; (2) Cơ hội cho các nhà đầu tư hưởng các dịch vụ tốt hơn và hàng hóa đa dạng hơn; (3) Cơ hội phát triển ổn định và bền vững các nhà đầu tư tham gia thị trường; (4) Cơ hội nâng cấp hệ thống các trung gian thị trường; (5) Cơ hội tiếp cận các thị trường quốc tế cho các nhà đầu tư và doanh nghiệp trong nước .

Mối đe dọa đối với thị trường chứng khoán Việt Nam sau khi gia nhập WTO bao gồm: (1) Các nhà cung cấp dịch vụ trong nước phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt và khả năng đánh mất thị phần; (2) Các nhà đầu tư nước ngoài có thể thao túng thị trường; (3) Có thể xảy ra vi phạm các quy định quốc tế và những khó khăn trong việc giám sát thị trường; (4) Mối đe dọa gây ra rối loạn thị trường, mất ổn định kinh tế và khủng hoảng tài chính.

I. KHÁI QUÁT TÁC ĐỘNG CỦA VIỆC VIỆT NAM GIA NHẬP WTO ĐỐI VỚI NỀN KINH TẾ

Việc gia nhập WTO mang lại những cơ hội và thách thức lớn đối với nền kinh tế là điều không còn nghi ngờ gì nữa. Tuy nhiên, các cơ hội không luôn luôn trở thành lợi thế nếu nền kinh tế không tận dụng chúng. Ngược lại thách thức không nhất thiết trở thành yếu tố ngăn cản sự phát triển nếu chúng được biến thành động lực cho sự phát triển kinh tế.

Việc trở thành Thành viên đầy đủ của WTO sẽ mang lại những cơ hội sau đây cho nền kinh tế:

- Tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng thị trường xuất khẩu và dịch vụ, đặc biệt khi rào cản thương mại đã được dỡ bỏ;

- Việc thực hiện đầy đủ các cam kết gia nhập WTO một mặt giúp mở cửa thị trường trong nước cho đầu tư nước ngoài, mặt khác thúc đẩy đầu tư trong nước từ các khu vực kinh tế khác nhau nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển;

- Đồng thời, việc thực hiện đầy đủ các cam kết của WTO sẽ thúc đẩy quá trình cải cách đồng bộ, đặc biệt là quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường;

- Trở thành thành viên WTO mang lại vị thế ngang bằng cho Việt Nam trong đàm phán các chính sách thương mại toàn cầu và tranh chấp;

- Nhiều cơ hội dành cho nước ngoài tham gia vào nền kinh tế trong nước sẽ tạo điều kiện cho việc chuyển giao kiến thức và công nghệ; và

- Việc mở rộng nền kinh tế cho các nhà cung cấp hàng hóa và dịch vụ nước ngoài theo lộ trình cam kết sẽ tạo điều kiện cho người tiêu dùng trong nước và các doanh nghiệp hưởng giá cả, và chất lượng hàng hóa và dịch vụ tốt hơn.

Tuy nhiên, ngay sau khi gia nhập WTO, nền kinh tế sẽ phải đối mặt với những thách thức mà bắt nguồn từ những điểm yếu kém và sự bất cập nội tại của nền kinh tế trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế. Các thách thức bao gồm:

- Cạnh tranh sẽ trở nên khốc liệt về mặt sản phẩm, doanh nghiệp và quốc gia;

- Do sự phát triển không đồng đều, quá trình hội nhập quốc tế sẽ tạo ra những ảnh hưởng khác nhau đối với các ngành công nghiệp và khu vực khác nhau dẫn đến mối hiểm họa về sự bất công bằng giữa những người hưởng lợi từ quá trình hội nhập quốc tế. Phá sản và thất nghiệp là những rủi ro tiềm tàng đối với các doanh nghiệp trong nước và dân cư, những người đã không chuẩn bị tốt hoặc thích ứng để tiếp nhận quá trình này. Khoảng cách giữa người nghèo và người giàu có thể trở nên lớn hơn và mức sinh hoạt khu vực thành thị và nông thôn có thể có sự khác biệt lớn. Và điều này có thể dẫn đến sự bất ổn về kinh tế và các vấn đề về xã hội;

- Gia nhập WTO và hội nhập quốc tế làm tăng sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các nền kinh tế. Với tư cách là thành viên mới, bất kỳ sự rối loạn nào trên thị trường quốc tế sẽ dẫn đến những ảnh hưởng tiêu cực đối với nền kinh tế quốc gia. Nếu Việt Nam không áp dụng các công cụ thích hợp về dự báo và chính sách vĩ mô, nền kinh tế có thể phải đối mặt với các cú sốc tài chính, đặc biệt là di chuyển nguồn vốn ra bên ngoài;

- Chất lượng của nguồn nhân lực trong nước không đáp ứng nhu cầu của quá trình hội nhập quốc tế. Sự phát triển nguồn nhân lực không thích hợp và đầy đủ và các chính sách ưu đãi có thể làm cho nguồn lao động chất lượng cao dịch chuyển sang khu vực đầu tư nước ngoài, làm cho khu vực trong nước phải đối mặt với những khó khăn lớn hơn.

II. TÁC ĐỘNG ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM SAU KHI GIA NHẬP WTO

Việc gia nhập WTO mở cửa thị trường chứng khoán Việt Nam cho các nhà đầu tư và cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài. Các nguồn vốn mới chảy vào sẽ làm cho thị trường chứng khoán trở thành một thị trường quan trọng nhất để các doanh nghiệp huy động vốn.

2.1. Các cam kết gia nhập WTO

<i>Hình thức cung cấp</i>			
1) Cung cấp qua biên giới, (2) Sử dụng ở nước ngoài, (3) Hiện diện thương mại, (4) Hiện diện thể nhân			
Lĩnh vực & ngành	Các giới hạn về tiếp cận thị trường	Các giới hạn về đối xử quốc gia	Cam kết bổ sung
C. Chứng khoán (f) Giao dịch trên tài khoản của mình hoặc khách hàng tại Sở Giao dịch chứng khoán, trên thị trường chứng khoán OTC hoặc trên các thị trường khác, các sản phẩm sau: - Các sản phẩm phái sinh, bao gồm các hợp đồng tương lai và quyền chọn; - Chứng khoán có thể	(1) Chưa cam kết, ngoại trừ dịch vụ C(k) và C(l). (2) Không hạn chế. (3) Kể từ khi gia nhập, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài sẽ được phép thành	(1) Chưa cam kết. (2) Không hạn chế. (3) Không hạn chế. (4) Chưa cam kết, ngoài các cam kết nền chung.	

<p>chuyển nhượng;</p> <p>- Các công cụ có thể thanh toán khác và các tài sản tài chính, ngoại trừ vàng nén.</p> <p>(g) Tham gia vào việc phát hành mọi loại chứng khoán, kể cả bảo lãnh phát hành và chào bán như đại lý (công khai hoặc riêng lẻ), và cung cấp các dịch vụ liên quan đến việc 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 giám sát và uỷ thác.</p> <p>(j) Các dịch vụ bù trừ và thanh toán đối với chứng khoán, các sản phẩm phái sinh và các công cụ liên quan đến chứng khoán khác.</p> <p>(k) Cung cấp và chuyển thông tin tài chính, phần mềm có liên quan của các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán.</p> <p>(l) Tư vấn, trung gian môi giới và các dịch vụ phụ trợ khác về chứng khoán,</p>	<p>lập văn phòng đại diện, công ty liên doanh với đối tác Việt Nam, trong đó phần vốn góp của bên nước ngoài không quá 49%.</p> <p>Sau 5 năm kể từ khi gia nhập, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán với 100% vốn nước ngoài sẽ được phép thành lập.</p> <p>Đối với dịch vụ từ C(i) tới C(l), sau 5 năm kể từ khi gia nhập, các chi nhánh của các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài sẽ được phép thành lập.</p> <p>(4) Chưa cam kết, ngoài các cam kết nền chung.</p>		
--	--	--	--

ngoại trừ (f), bao gồm nghiên cứu và tư vấn đầu tư và danh mục đầu tư, tư vấn về thu tóm, về chiến lược và về tái cơ cấu công ty (đối với các dịch vụ khác theo (l), tham chiếu (l) tại mục ngân hàng).			
---	--	--	--

2.2. Tác động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam khi gia nhập WTO

Phần này được viết theo mô hình phân tích SWOT (Điểm mạnh - Điểm yếu – Cơ hội – Thách thức) Để nhận diện các tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam khi gia nhập WTO.

2.2.1. Những điểm mạnh của thị trường chứng khoán Việt Nam

Không còn nghi ngờ gì nữa về việc thị trường chứng khoán Việt Nam có các lợi thế của một thị trường mới nổi, trở thành một điểm đến đầu tư hấp dẫn trên thế giới. Được thành lập vào năm 2000 với chỉ có 3 công ty niêm yết, thị trường chứng khoán của Việt Nam hiện nay đã có khoảng hơn 200 công ty niêm yết trên cả hai trung tâm giao dịch. Vào ngày 20 tháng 12 năm 2006, chỉ số VN-Index đã đạt được 809,86 điểm. Sự phát triển và lớn mạnh của thị trường chứng khoán được đánh giá trên một số các khía cạnh như sau¹:

1) Thị trường tăng cả về cung và cầu

Vào năm 2005, tổng số các công ty niêm yết tại TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh chỉ có 32 công ty, tăng 7 công ty so với năm 2004. Trong năm 2006, có hơn 76 cổ phiếu niêm yết được giao dịch trên Trung tâm, tăng số lượng công ty được niêm yết lên tới 108 công ty chỉ trong một năm. Tại TTGDCK Hà Nội, chỉ có 9 cổ phiếu được đăng ký giao dịch trong năm 2005. Tuy nhiên số lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường này đã lên tới 87 công ty trong năm 2006. Những con số rất ấn tượng này cho thấy cung thị trường rất lớn. Điều này thực sự có ý nghĩa nếu nhớ lại chỉ một năm

¹ Số liệu của UBCKNN

trước đó, UBCKNN và Bộ Tài chính đã phải vất vả đưa ra các biện pháp chính sách để khuyến khích các doanh nghiệp thực hiện niêm yết trên thị trường. Sự thành công của quá trình cổ phần hóa và sự liên kết giữa cổ phần hóa và niêm yết trên trung tâm giao dịch chứng khoán là yếu tố quan trọng để tăng lượng cung trên thị trường chứng khoán. Sự minh bạch của quy trình đấu giá cũng có những đóng góp lớn làm tăng lượng cung trên thị trường.

Tính đến tháng 11 năm 2006, TTGDCK Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức thành công 188 cuộc đấu giá cho các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa. Lượng cung lớn đã đáp ứng tốt nhu cầu của các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Khối lượng giao dịch đạt được trung bình 6 - 7 trăm tỷ mỗi ngày vào cuối năm 2006. Kênh tiết kiệm truyền thống thông qua tiền gửi ngân hàng và đầu tư vào bất động sản đã được thay thế bằng văn hóa đầu tư chứng khoán².

2) Sự phát triển nhanh của các tổ chức trung gian trong nước trên thị trường

Trong năm 2005, chỉ có 21 công ty chứng khoán hoạt động trên thị trường. Tuy nhiên, vào cuối năm 2006, có 55 công ty chứng khoán hoạt động tốt trên thị trường với tổng số vốn điều lệ là 4.027 tỷ đồng. Trung bình, mỗi công ty nắm giữ khoảng 77 tỷ đồng vốn điều lệ, tăng 25% so với năm 2005. Trong số các công ty này, nhiều công ty có sự tăng trưởng gấp đôi hoặc gấp ba lần, đặc biệt là công ty chứng khoán SSI, đã tăng vốn từ 9 tỷ đồng lên tới 500 tỷ đồng. Hai trong số các công ty chứng khoán đã trở thành công ty niêm yết và ba trong số đó đang giao dịch trên TTGDCK Hà Nội. Khi Việt Nam trở thành thành viên đầy đủ của WTO, các công ty chứng khoán trong nước đã có một số thuận lợi trong khi đối mặt với thách thức của cạnh tranh khốc liệt từ các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài. Họ đã xây dựng được một mạng lưới khách hàng ổn định, đặc biệt là những công ty là công ty con của ngân hàng hoặc công ty bảo hiểm. Đồng thời, các công ty đã có được những thị phần nhất định. Hiện nay, có 6 ngân hàng giám sát, bao gồm 2 công ty trong nước và 4 công ty nước ngoài; có 18 công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán trong nước; 39 quỹ đầu tư

² Số liệu của UBCKNN

chứng khoán đã được cấp phép hoạt động trên thị trường chứng khoán. Trong số đó, có 12 quỹ đầu tư trong nước.

3) Mạng lưới nhà đầu tư được hình thành với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài

Nếu một năm trước đây, một trong những mối lo ngại của UBCKNN là số lượng nhà đầu tư nhỏ trên thị trường chứng khoán, thì trong năm 2006, mạng lưới nhà đầu tư đã dần dần được hình thành. Số lượng nhà đầu tư (dựa trên số tài khoản giao dịch) là 100.000 vào cuối năm 2006 (tăng gấp 3 lần so với cuối năm 2005 và 30 lần so với thị trường thời gian đầu năm 2000). Trong số đó, có 502 các nhà đầu tư có tổ chức và 1.700 nhà đầu tư nước ngoài. Sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài nổi tiếng như JP Morgan và Merrill Lynch đã thúc đẩy sự phát triển văn hóa đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Số lượng các nhà đầu tư nước ngoài năm 2005 là 436 (38 nhà đầu tư có tổ chức và 389 nhà đầu tư cá thể). Nhưng con số này đã tăng lên gấp 4 lần, khoảng gần 1.700 nhà đầu tư (82 nhà đầu tư có tổ chức và 1.564 nhà đầu tư cá thể). Khối lượng giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài tương đối cao, chiếm 25% khối lượng giao dịch trên thị trường vào đầu năm 2006. Con số này tăng lên tới 30% tổng khối lượng giao dịch trên thị trường vào cuối năm 2006, trong đó khoảng 80% là mua chứ không phải là bán³.

2.2.2. Điểm yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam

1) Điểm yếu về quản lý

Khung pháp lý: Việc gia nhập WTO đòi hỏi ngành chứng khoán phải hoàn thành các cam kết mở cửa thị trường theo lộ trình, trong đó yêu cầu sự đồng bộ của khung pháp lý.

Luật Chứng khoán có hiệu lực từ ngày 01 tháng 01 năm 2007 và được coi là nền tảng cho quá trình xây dựng khuôn khổ pháp lý cho thị trường. Các văn bản hướng dẫn dưới luật chưa được ban hành. Văn bản pháp quy điều chỉnh thị trường chứng khoán cần thiết phải được xây dựng hoàn toàn phù hợp với các cam kết trong WTO của Việt Nam. Tuy nhiên, Luật Chứng khoán chỉ quy định cho phép mở cửa thị trường một cách khái

³ Dữ liệu của UBCKNN

quát, không quy định thành bất kỳ điều khoản cụ thể nào về mở cửa thị trường tuân thủ theo thời gian biểu gia nhập WTO. Các văn bản dưới luật cần thiết phải được xem xét bao gồm các cam kết hoặc quy định cho phép Chính phủ hoặc cơ quan quản lý có liên quan có các quy định cụ thể.

Hạn chế về địa vị pháp lý của cơ quan quản lý: Vị thế của UBCKNN là một cơ quan quản lý trực thuộc mà không có quyền tự quyết về hoạt động và tài chính dường như mang lại sự hạn chế về năng lực của UBCKNN (xem Báo cáo về pháp lý và quản lý). Gia nhập WTO sẽ dẫn đến sự tham gia chiếm lĩnh của các nhà cung cấp dịch vụ và đầu tư nước ngoài và họ yêu cầu các cơ quan quản lý phải có đủ quyền lực và thẩm quyền để có các chính sách và quy định phù hợp với tình hình thị trường. Vị thế trực thuộc gây ra những khó khăn cho cơ quan quản lý trong quy trình xây dựng chính sách để đáp ứng một cách nhanh chóng tình hình thị trường. Đồng thời, cơ quan quản lý dường như không có đủ động cơ thúc đẩy để đẩy mạnh thị trường do không có quyền tự chủ về tài chính hoặc không có lợi ích từ việc quản lý thị trường thông qua cơ chế thu phí.

Năng lực giám sát yếu của UBCKNN: Đây là điểm yếu nhất trong hệ thống quản lý mà có thể dẫn đến những khó khăn khi gia nhập WTO nếu không có bất kỳ sự cải thiện nào. Không có sự phân tách rõ ràng giữa trách nhiệm giám sát và cưỡng chế thực thi thuộc chức năng của UBCKNN và TTGDCK, trong khi đó, trên thực tế, cả UBCKNN và TTGDCK đều có những chức năng này.

Bên cạnh đó, hoạt động giám sát của các Ban chức năng thuộc UBCKNN vẫn chưa được phân định rõ ràng và cụ thể. Các Ban chức năng thuộc UBCKNN thực hiện vai trò quản lý thị trường theo một số cách như yêu cầu nộp báo cáo từ các thành viên tham gia thị trường để phân tích, phát hiện khả năng vi phạm Nghị định hoặc Quyết định. Thông tin yêu cầu hoặc thu thập không được tập trung về Bộ phận Giám sát thị trường của UBCKNN mà lại được tập hợp bởi một Ban độc lập và nộp lên Chủ tịch UBCKNN để xem xét. Ban Quản lý Phát hành có trách nhiệm giám sát đối với công ty niêm yết và đại chúng. Ban Quản lý Kinh doanh có trách nhiệm giám sát đối với công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ. Thanh tra Chứng khoán có trách nhiệm thanh tra và xử lý các vi phạm. Hệ thống này

làm cho UBCKNN không có khả năng xây dựng một hệ thống giám sát đồng bộ do không rõ ràng ai làm gì, và không có một quy trình tương thích và tập trung, cũng như chưa xác định rõ các bước thực hiện giám sát và tuân thủ.

Bên cạnh đó, hệ thống giám sát của UBCKNN bị hạn chế về năng lực và chưa tách biệt với các chức năng khác của UBCKNN. Chức năng giám sát được chia sẻ bởi các Ban khác nhau của UBCKNN trong khi đó không có một bất kỳ một bộ phận duy nhất nào thực hiện nhiệm vụ này. Ví dụ, công ty chứng khoán do Ban Quản lý Kinh doanh và TTGDCK giám sát, trong đó các công ty này là thành viên của TTGDCK; công ty niêm yết do Ban Quản lý Phát hành và TTGDCK quản lý, mà các công ty này có cổ phiếu niêm yết trên thị trường; TTGDCK do Ban Phát triển Thị trường quản lý. Trong thời gian tới, Ban Quản lý Kinh doanh và Ban Quản lý Phát hành sẽ gặp khó khăn để làm tốt cả hai chức năng giám sát và cấp phép, trong khi đó, Ban Phát triển Thị trường có thể cần thiết phải chia tách hai chức năng của “nhà phát triển thị trường” (xây dựng chính sách để phát triển thị trường) và “nhà quản lý thị trường” (giám sát thị trường giao dịch). Nếu không, sự hài hoà hóa các chức năng chồng chéo này thậm chí tốn kém nguồn lực hơn. Kiến thức giám sát của các cán bộ UBCKNN với vai trò là người giám sát chuyên nghiệp có nhiều lỗ hổng nên cần được nâng cao, đặc biệt là xử lý trong môi trường kinh doanh có sự tham gia của nước ngoài tiềm ẩn yếu tố vi phạm xuyên biên giới. Việc thiếu quy trình và tiêu chuẩn được sử dụng trong giám sát thị trường đã làm cho cơ quan quản lý bị động khi phải đối mặt với môi trường mới về mở cửa thị trường.

Định chế thị trường yếu kém: Hiện nay, chưa có thị trường riêng cho giao dịch trái phiếu. Các giao dịch trái phiếu chủ yếu được thực hiện trên TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, đấu giá trái phiếu chính phủ được thực hiện tại TTGDCK Hà Nội. Mặc dù TTGDCK Hà Nội được kỳ vọng là nơi cung cấp bảng giao dịch chính cho trái phiếu chính phủ, nhưng hiện nay điều này vẫn chưa quy định rõ ràng và trái phiếu chính phủ vẫn được giao dịch trên hai thị trường. Hệ thống tiêu chí và các tiêu chuẩn cho giao dịch trái phiếu tại mỗi thị trường vẫn chưa được quy định rõ ràng để có sự hướng dẫn đối với nhà đầu tư và nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán. Bên

cạnh đó, khi TTGDCK trực thuộc UBCKNN, thì không có sự phân biệt rõ ràng giữa chức năng quản lý thị trường và chức năng của nhà cung cấp dịch vụ cho thị trường. Thực sự điều này có thể dẫn đến mâu thuẫn lợi ích và từ đó ngăn cản hiệu quả của hai chức năng. Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán Việt Nam tương tự như Hiệp hội các nhà Kinh doanh Chứng khoán tại các nước khác đã được thành lập và hoạt động. Tuy nhiên, Hiệp hội vẫn chưa hoạt động như một tổ chức tự quản để xây dựng Bộ Đạo đức Nghề nghiệp cho ngành, cũng như thảo luận với cơ quan quản lý về các chính sách của ngành.

2) Điểm yếu về cơ sở hạ tầng

Cơ cấu thị trường không được thiết kế tốt và không có thị trường phái sinh: Các cam kết gia nhập WTO bao gồm mở cửa thị trường cho dịch vụ trên thị trường phái sinh và các công cụ có thể chuyển nhượng trên thị trường chứng khoán, trong khi đó các lĩnh vực này vẫn chưa được phát triển tại Việt Nam. Cơ quan quản lý đã không có sự lựa chọn nào khác ngoài việc xử lý một cách thụ động đối với các công cụ này do không có chính sách và khung pháp lý sẵn có để điều chỉnh các vấn đề này. Khuôn khổ pháp lý, cơ cấu thị trường và xây dựng năng lực cho cơ quan quản lý cần thiết được cải thiện nhằm đảm bảo hoàn thành các cam kết liên quan đến lĩnh vực này.

Thị trường giao dịch vẫn còn ở quy mô nhỏ và chưa có hình ảnh quốc tế tốt: Dịch vụ tư vấn tài chính và ngành đầu tư ngân hàng vẫn chưa phát triển là một điểm yếu kém khác của thị trường trong nước so với các thị trường quốc tế mà tại đó có cơ cấu và tính chuyên nghiệp đầy đủ.

3) Điểm yếu về vận hành hoạt động

Các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán trong nước vẫn còn yếu kém về nguồn lực hoạt động: bao gồm vốn, nhân lực, công nghệ như sau:

Nguồn vốn của nhà cung cấp trong nước còn rất hạn chế: tất cả các nhà cung cấp dịch vụ trong nước có quy mô nhỏ so với các nhóm tổ chức kinh doanh chứng khoán lớn. Công ty chứng khoán Việt Nam lớn nhất có vốn điều lệ là 200 tỷ đồng, tương đương với 12,5 triệu USD, trong khi đó hầu hết các công ty chỉ có 43 tỷ đồng, tương đương 2,5 triệu USD. Quy mô

nhỏ sẽ hạn chế sự cạnh tranh của các công ty trong nước với hoàn cảnh kém thuận lợi so với các công ty nước ngoài.

Nguồn nhân lực của các công ty trong nước vẫn thiếu kiến thức và kỹ năng chuyên nghiệp. Về học vấn và kỹ năng chuyên nghiệp thì các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán trong nước vẫn còn yếu kém, không có chiến lược kinh doanh tốt và bị tụt hậu so với các công ty nước ngoài. Nhân viên của các công ty chứng khoán trong nước, đặc biệt là các công ty con của các ngân hàng thương mại, thông thường được chuyển từ lĩnh vực ngân hàng sang thị trường chứng khoán, trong khi đó kiến thức chuyên sâu về kinh doanh chứng khoán vẫn còn rất mơ hồ.

Công nghệ và cơ sở hạ tầng của các công ty trong nước và thậm chí TTGDCK vẫn còn nghèo nàn và tụt hậu do hạn chế về vốn và nguồn nhân lực. Tại TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh, hệ thống giao dịch vẫn thực hiện khớp lệnh định kỳ, chưa phải là khớp lệnh liên tục. Điều này hạn chế khả năng sử dụng phân tích kỹ thuật và các kỹ năng vẽ biểu đồ khác nhau trong hoạt động kinh doanh chứng khoán.

2.2.3. Cơ hội mang lại từ việc gia nhập WTO

1) Cơ hội hấp dẫn đầu tư gián tiếp của nước ngoài hơn thông qua thị trường chứng khoán

Rõ ràng là việc gia nhập WTO mang lại nhiều lợi ích bên cạnh việc thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán. Dựa trên quan điểm tích cực của các nhà nghiên cứu kinh tế, tăng trưởng hơn 8%, thành công của Hội nghị APEC 2006 và gia nhập WTO, cộng đồng quốc tế đã nhìn nhận Việt Nam như một điểm đến đầu tư trong thời gian tới. Các nền kinh tế trong khu vực như Hồng Kông, Singapore, Đài Loan, Hàn Quốc hiện đang có xu hướng đầu tư vào Việt Nam, đặc biệt là đầu tư gián tiếp thông qua thị trường chứng khoán. Trước đây nhà đầu tư nước ngoài được phép nắm giữ chỉ có 20% vốn cổ phần của công ty niêm yết. Tuy nhiên, tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài có thể tham gia đã được mở tới 49% đối với công ty niêm yết và 30% đối với ngân hàng thương mại. Hiện nay, nhà đầu tư nước ngoài đang nhanh chóng mua hết phần tỷ lệ dành cho họ tại 106 công ty niêm yết. Việc tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức nổi tiếng của

nước ngoài như Merrill Lynch, City Group and JP. Morgan là một dấu hiệu cho thấy cộng đồng đầu tư quốc tế đã rất chú ý tới thị trường chứng khoán của Việt Nam. Hiện nay, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 25% - 30% cổ phiếu của các công ty niêm yết. Sự phát triển tốt của thị trường chứng khoán Việt Nam đang hấp dẫn nhiều nhà đầu tư nước ngoài thông qua các quỹ đầu tư. Vào cuối năm 2006, có 27 quỹ với số vốn là 2,3 tỷ USD và 50 nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài mở tài khoản giao dịch hoặc có các khoản đầu tư uỷ thác cho công ty chứng khoán⁴.

2) Cơ hội dành cho các nhà đầu tư hưởng dịch vụ tốt hơn và hàng hóa đa dạng

Việc gia nhập WTO và lộ trình mở cửa thị trường chứng khoán cho các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài hiển nhiên tạo điều kiện cho các nhà đầu tư hưởng các lợi ích đáng kể từ giá cả cạnh tranh và chất lượng dịch vụ. Các nhà đầu tư sẽ có các sản phẩm đa dạng hơn với chất lượng tốt hơn, nhiều dịch vụ chuyên nghiệp hơn với chi phí thấp hơn. Việc mở cửa thị trường cho các nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài như các quỹ đầu tư, và các công ty quản lý quỹ sẽ mang lại cho các nhà đầu tư các công cụ đầu tư tập thể mới. Bên cạnh đó, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài của các nước phát triển có thể đến mang theo các sản phẩm chứng khoán mới như sản phẩm phái sinh, bao gồm hợp đồng tương lai và quyền chọn, và các loại hàng hóa đa dạng khác, cho phép các nhà đầu tư có được sự lựa chọn đầu tư khác nhau trên thị trường chứng khoán.

3) Cơ hội phát triển hơn nữa mạng lưới các nhà đầu tư ổn định và lớn mạnh

Việc gia nhập WTO, chính sách đầu tư thông thoáng, cùng với việc mở cửa thị trường vốn tất yếu sẽ giúp xây dựng một mạng lưới các nhà đầu tư ổn định và mạnh mẽ cho thị trường chứng khoán của Việt Nam. Mục đích về mạng lưới đa dạng các nhà đầu tư sẽ đạt được với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài mới trong khu vực và trên thế giới đang nhanh chóng tại Việt Nam như một điểm đến đầu tư mới nổi. Hiện nay, số lượng các nhà đầu tư tăng lên nhanh chóng với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài. Hy vọng rằng các nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài với kinh

⁴ Dữ liệu của UBCKNN

nghiệm và chuyên môn trong đầu tư chứng khoán sẽ trở thành các nhà đầu tư đầu đàn trên thị trường chứng khoán.

4) Cơ hội nâng cấp hệ thống các tổ chức trung gian trên thị trường

Ngay sau khi gia nhập WTO, các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán được phép thành lập văn phòng đại diện tại Việt Nam và kinh doanh với vốn nắm giữ là 49% tại các công ty liên doanh với công ty chứng khoán trong nước. Sau 5 năm kể từ khi gia nhập WTO, chi nhánh của các công ty đầu tư 100% vốn nước ngoài sẽ được phép hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Số lượng các thành viên trên thị trường chứng khoán sẽ tăng đáng kể với sự tham gia của các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài. Điều này sẽ tạo nên một hệ thống các nhà trung gian thị trường lớn mạnh. Với sự tham gia của nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài thông qua liên doanh, thị trường chứng khoán trong nước có thể có được lợi ích về kiến thức và chuyển giao công nghệ. Bên cạnh đó, sự cạnh tranh với các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài sẽ thúc đẩy các nhà cung cấp trong nước tăng vốn và nâng cao năng lực của mình để tồn tại trong môi trường cạnh tranh quốc tế mới.

5) Cơ hội cho các nhà đầu tư trong nước và khu vực doanh nghiệp tiếp cận với thị trường quốc tế

Sau khi gia nhập WTO, các thị trường chứng khoán quốc tế là một cơ hội cho các nhà đầu tư trong nước và khu vực doanh nghiệp tiếp cận với thị trường vốn quốc tế. Hiện nay, UBCKNN cùng với các thành viên của Diễn đàn Thị trường Vốn châu Á (ACMF) thực hiện việc hài hòa hóa khuôn khổ pháp lý và thực hành trên thị trường đối với niêm yết chéo, thiết lập các quỹ tương hỗ công ty được giao dịch tự do trong khu vực, liên kết các Sở Giao dịch chứng khoán, và các hoạt động khác thực hiện liên kết các thị trường vốn trong khu vực. Trong thời gian tới, một chương trình road-show (chương trình quảng bá) dành cho các công ty niêm yết tiềm năng trong nước trao đổi với các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ được tổ chức tại Singapore. Các vấn đề về chào bán chứng khoán ra nước ngoài của các công ty trong nước và của các tổ chức phát hành nước ngoài sẽ được giải quyết đối với khung pháp lý nhằm tạo cơ hội cho các nhà đầu tư và doanh nghiệp tiếp cận với thị trường quốc tế.

2.2.4. Thách thức của việc gia nhập WTO

Tuy nhiên, mỗi đồng xu luôn có hai mặt. Thách thức mới đang chờ đón phía trước khi Việt Nam trở thành thành viên đầy đủ của WTO. Vấn đề hội nhập đòi hỏi sự hài hòa hóa khuôn khổ pháp lý và quản lý, mang lại những rủi ro mới cho hệ thống thị trường và các nhà đầu tư, và đặt các tổ chức trung gian trong nước vào một môi trường kinh doanh cạnh tranh hơn.

1) Thách thức của việc cạnh tranh khốc liệt và mất thị phần của các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán trong nước

Việc gia nhập WTO đem lại cơ hội cho các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán trong nước có được kiến thức và chuyển giao công nghệ từ phía nước ngoài. Tuy nhiên, việc gia nhập WTO cũng mang lại sự cạnh tranh khốc liệt mà có thể dẫn đến mất thị phần, phá sản của các công ty chứng khoán trong nước và làn sóng sáp nhập, thu tóm của các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài. Các công ty chứng khoán trong nước và các công ty quản lý quỹ với quy mô nhỏ và thiếu kinh nghiệm sẽ phải cạnh tranh với các công ty nước ngoài với số vốn khổng lồ, có thời gian dài về hoạt động và kiến thức chuyên sâu. Sự cạnh tranh của các nhà cung cấp dịch vụ trong nước sẽ cần được tăng cường về các mặt giá cả, chất lượng, khối lượng và sự đa dạng của sản phẩm, do đó sẽ không bị đánh bại bởi các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài trên mặt trận giành thị phần trên thị trường.

2) Thách thức về thao túng thị trường của các nhà đầu tư nước ngoài

Hiện nay, hiện tượng có thể thấy sớm trên thị trường chứng khoán Việt Nam là các nhà đầu tư trong nước cá thể chỉ theo các nhà đầu tư nước ngoài để mua và bán cổ phiếu. Do thiếu kinh nghiệm và chuyên môn, các nhà đầu tư trong nước không có chiến lược kinh doanh và hành động theo “bầy đàn”. Các nhà đầu tư nước ngoài chuyên nghiệp hơn có thể lợi dụng điều này và thao túng thị trường chứng khoán trong nước, đặt các nhà đầu tư trong nước vào vị thế những người theo đuôi và chịu rủi ro mất tiền. Đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam chủ yếu thông qua hai kênh. Kênh thứ nhất là thông qua văn phòng đại diện của các công ty giao dịch quốc tế. Kênh thứ hai là đầu tư uỷ thác thông qua việc mở các tài khoản uỷ thác tại các công ty chứng khoán hoặc các quỹ đầu tư chứng khoán.

a) Đầu tư nước ngoài thông qua văn phòng đại diện thông thường dài hạn và mang tính chiến lược, không có rủi ro mất vốn. Tuy nhiên, đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua văn phòng đại diện thường đem lại những mối lo ngại sau đây đối với nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam:

Vi phạm các nguyên tắc về không hoạt động kinh doanh đối với văn phòng đại diện và Chính phủ mất nguồn thu nhập từ thuế: Nhân viên của văn phòng đại diện thực sự là văn phòng của “các công ty kinh doanh Quốc tế”. Lợi nhuận từ các hoạt động của các công ty này được ẩn giấu đằng sau hoạt động của văn phòng đại diện. Với tên và con dấu của công ty nước ngoài, nhân viên của văn phòng đại diện trực tiếp quản lý các dự án đầu tư và tham gia vào các hợp đồng với đối tác Việt Nam. Các hoạt động này được thực hiện mà không vi phạm nguyên tắc không hoạt động kinh doanh của văn phòng đại diện tại Việt Nam. Điều này dẫn đến thực tế là các công ty quốc tế tạo ra lợi nhuận tại lãnh thổ Việt Nam nhưng họ không phải chịu thuế do lỗ hổng về khung pháp lý của nước sở tại. Điều này thực sự không công bằng đối với các công ty quản lý quỹ đầu tư trong nước đang hoạt động theo khung pháp lý trong nước và chịu thuế cho Nhà nước. Trong tương lai gần, loại hình đầu tư nước ngoài này chắc chắn sẽ tăng theo các cam kết của WTO, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán được phép mở văn phòng đại diện tại Việt Nam. Do đó, nguồn thu nhập từ thuế tiềm năng bị mất chắc chắn sẽ tăng lên.

Khó khăn trong việc giám sát và theo dõi: Các “công ty kinh doanh nước ngoài” thường thành lập và quản lý các quỹ khác nhau và các công cụ đầu tư đa dạng phức tạp (như quỹ của quỹ). Điều này gây ra nhiều khó khăn cho cơ quan quản lý thị trường chứng khoán còn non trẻ trong việc giám sát và theo dõi lạm dụng thị trường và các vi phạm khác. Bên cạnh các “công ty kinh doanh Quốc tế” như được đề cập trước đó, thường có các định chế đầu tư nước ngoài được thành lập dưới nhiều tên gọi khác nhau, chứ không phải là quỹ để tránh việc đăng ký với cơ quan quản lý chứng khoán. Thực tế, đầu tư của họ được tập trung vào thị trường chứng khoán. Và điều này dẫn đến

thực tế là họ không phải là đối tượng được điều chỉnh bởi khuôn khổ pháp lý và quản lý về thị trường chứng khoán.

b) Đầu tư uỷ thác thông qua các tài khoản uỷ thác: Hiện nay, có khoảng 50 nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài, bao gồm các quỹ đầu tư và ngân hàng đầu tư thực hiện đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua cơ chế uỷ thác (các công ty chứng khoán trong nước được uỷ quyền đặt lệnh giao dịch cho các nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài). Các khoản đầu tư nước ngoài này thường là các khoản đầu tư dài hạn và đóng góp một lượng vốn lớn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, chúng cũng đem lại những rủi ro tiềm tàng cho thị trường chứng khoán và nền kinh tế nói chung.

Các nhà đầu tư nước ngoài thông qua đầu tư uỷ thác có thể dễ thao túng thị trường, có thể làm méo mó môi trường đầu tư và dẫn đến sự bất ổn cho thị trường chứng khoán: thông qua các tài khoản uỷ thác tại các công ty chứng khoán, các nhà đầu tư có tổ chức của nước ngoài điều chỉnh luồng vốn vào và ra thị trường chứng khoán tương thích với kế hoạch đầu tư ngắn hạn của họ. Nhiều trong số họ là đầu cơ hơn là đầu tư. Lượng vốn lớn trong đầu cơ ngắn hạn với hoàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn nhỏ bé cả về quy mô và khối lượng gây ra sự bất ổn trên thị trường. Sự bất ổn tất yếu sẽ gây ra tính chất bầy đàn của các nhà đầu tư nhỏ lẻ, và các nhà đầu tư có tổ chức còn yếu kém trong nước, thiếu năng lực quản lý và tài chính. Thông thường khi một nhà đầu tư nước ngoài đặt một lệnh mua hoặc bán một cổ phiếu nhất định với khối lượng lớn, thì các nhà đầu tư trong nước sẽ theo và do đó gây ra sự méo mó về giá cả, cung và cầu của loại chứng khoán đó. Do đó, nếu một nhà đầu tư nước ngoài muốn gây ra một tác động đối với giá cả chứng khoán có lợi cho anh ta, thì rất dễ dàng cho họ làm được điều này. Đây là sự nguy hiểm cho thị trường chứng khoán và thách thức đối với cơ quan quản lý thực hiện chức năng bình ổn thị trường.

Nguy cơ về sáp nhập và thôn tính của nhà đầu tư nước ngoài: việc gia nhập WTO và các cam kết về tự do hóa tài khoản vốn, mở cửa thị trường cho các đầu tư nước ngoài có thể gây ra những đe dọa về thôn tính và sáp nhập của các nhà đầu tư nước ngoài. Hiện nay, các nhà đầu tư nước

ngoài rất linh hoạt trong việc mua cổ phiếu của các ngành chiến lược như năng lượng, thủy sản, giao thông và du lịch. Đặc biệt, các nhà đầu tư nước ngoài đã mua 80% - 100% vốn được đầu giá tại các công ty khai thác than. Đây là một xu hướng cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài mong muốn có được sự kiểm soát đối với ngành. Theo lộ trình mở cửa thị trường, giới hạn 49% sở hữu của nước ngoài sẽ được nới rộng, sau đó sẽ bãi bỏ. Khi giới hạn này bị bãi bỏ thì các công ty trong nước sẽ phải đối mặt với đe dọa mất quyền kiểm soát khi các nhà đầu tư nước ngoài có thể thúc đẩy thâm tóm và sáp nhập thông qua các giao dịch trên thị trường chứng khoán. Điều này thực sự nguy hiểm trong bối cảnh cơ quan quản lý thị trường chứng khoán không thể có đủ thông tin về giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài khi mà nhiều giao dịch của họ được thực hiện dưới sự uỷ quyền cho các nhà đầu tư trong nước.

3) Thách thức của các vi phạm quốc tế và thách thức đối với quản lý thị trường

Mối đe dọa lớn nhất của hệ thống thị trường trong bối cảnh gia nhập WTO là thiếu sự giám sát thị trường một cách đồng bộ và tập trung, điều này dẫn đến sự lạm dụng và vi phạm trên thị trường tràn lan. Gia nhập WTO mang lại những thách thức đối với việc giám sát thị trường với sự tham gia của các thành viên mới, công cụ kinh doanh mới, kỹ năng kinh doanh mới, mà yêu cầu hệ thống giám sát thị trường phải được củng cố và đủ tinh xảo để xử lý các tình huống không mong muốn/không dự đoán được. Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức đem đến mối đe dọa về thao túng thị trường, lạm dụng thị trường, lừa đảo quốc tế và rửa tiền.

Mối đe dọa đối với cơ quan quản lý chứng khoán là không có đủ khả năng làm hài hòa hóa vai trò quản lý và phát triển thị trường. Làm thế nào để thực hiện vai trò giám sát thị trường, phát hiện các vi phạm và cưỡng chế thực thi pháp luật trên thị trường chứng khoán trong bối cảnh hội nhập quốc tế là mối lo ngại của UBCKNN. UBCKNN có quyền giám sát và thanh tra (chứ không phải là điều tra). Thanh tra UBCKNN có quyền thực hiện xử phạt vi phạm hành chính, nhưng giới hạn với cảnh cáo và phạt tiền không

quá 100 triệu đồng hoặc 6.250 Đô la. UBCKNN không có quyền cưỡng chế hình sự hoặc có thẩm quyền khởi tố các vi phạm đó (nếu phát hiện vi phạm thì UBCKNN sẽ chuyển sự việc cho công an để tiếp tục điều tra). Mối đe dọa từ sự yếu kém của cơ quan quản lý về mặt cưỡng chế thực thi pháp luật trong khi uỷ viên công tố hoặc quan tòa có thể không có đủ kiến thức để giải quyết những vụ việc liên quan đến tội phạm về chứng khoán, đặc biệt là những tội phạm quốc tế.

4) Thách thức gây ra rối loạn thị trường, bất ổn kinh tế và khủng hoảng tài chính

Các dòng vốn quốc tế có thể mang lại rủi ro và gây ra những yếu kém về vĩ mô và cơ cấu tổ chức, đặc biệt là những dòng vốn vào ngắn hạn được sử dụng đầu cơ có thể dễ dàng có tác động ngược chiều nếu mục đích hoặc sự kỳ vọng thay đổi. Những mặt tiêu cực của dòng vốn nước ngoài chảy vào thông qua thị trường chứng khoán có thể được tóm tắt như sau:

Sức ép đối với đồng nội tệ và giá chứng khoán: Tương đối khác với dòng vốn đầu tư trực tiếp, đầu tư gián tiếp nước ngoài linh hoạt hơn rất nhiều. Các dòng vốn lớn của nước ngoài chảy vào có thể gây ra hiện tượng giá bong bóng trên thị trường chứng khoán. Về mặt kinh tế vĩ mô, dòng vốn chảy vào quá lớn và quá nhanh mà nền kinh tế không thể thấm thâu một cách hiệu quả có thể gây ra sức ép đối với đồng nội tệ, tác động tiêu cực đến cạnh tranh xuất khẩu và dẫn đến áp lực của lạm phát.

Tác động tiêu cực đến chính sách kinh tế vĩ mô: Chính sách kinh tế vĩ mô đôi khi trở nên kém hiệu quả do đầu tư vốn nước ngoài gián tiếp. Ví dụ như, vấn đề chính sách tiền tệ thắt chặt để khống chế lạm phát có thể gây ra sự tăng lãi suất tiền cho vay ngân hàng. Điều này làm cho các doanh nghiệp tìm vốn trên thị trường chứng khoán, đặc biệt từ đầu tư nước ngoài. Trong bối cảnh nguồn vốn đầu tư nước ngoài chảy vào có sẵn nhiều để đáp ứng nhu cầu thì chính sách tiền tệ thắt chặt có thể không hiệu quả. Việc tăng nguồn vốn chảy vào với rủi ro kèm theo như nguồn vốn rút ra bất ngờ sẽ ảnh hưởng đến cung và cầu tiền của nền kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh dự trữ của ngân hàng nhà nước là có giới hạn và quản lý kém hiệu quả nguồn vốn;

Cú sốc tài chính và sụp đổ thị trường do sự đảo chiều của luồng vốn: Thị trường bị sụp đổ dẫn đến khủng hoảng kinh tế là một mối đe dọa khác. Mở cửa thị trường tương tự như kết nối thị trường trong nước với thị trường quốc tế, điều này có nghĩa là thị trường trong nước trở nên nhạy cảm hơn với những cú sốc bên ngoài. Khủng hoảng thị trường chứng khoán tại một nước trong khu vực có thể dễ dàng tác động đến thị trường trong nước trong bối cảnh hội nhập thị trường. Các nhà đầu tư nước ngoài mà không có sự tham gia sâu với nền kinh tế trong nước có thể dễ dàng rút vốn đầu tư với khối lượng lớn, gây ra hiệu ứng domino khi các nhà đầu tư không chuyên nghiệp trong nước thường hành động bầy đàn, dẫn đến nền kinh tế trong tình trạng khủng hoảng tài chính/tiền tệ như đã từng xảy ra vào năm 1997 tại Đông Nam Á.

III. KẾT LUẬN

Như vậy, với mục đích phát triển thành công thị trường chứng khoán hướng tới mục đích tăng trưởng kinh tế ổn định và bền vững, UBCKNN và Chính phủ có nhiều việc phải làm với những cơ hội và thách thức đi kèm với quá trình hội nhập quốc tế. Để đạt được mục đích phát triển thị trường, tận dụng cơ hội và đối phó với những thách thức đề cập trên, các nhiệm vụ sau đây được nhóm chuyên gia khuyến nghị cho UBCKNN:

3.1. Củng cố thực thi Luật Chứng khoán hiệu quả

- Xây dựng các văn bản pháp quy hướng dẫn Luật Chứng khoán mới;
- Xây dựng hệ thống pháp lý và chế tài nhằm phòng chống các giao dịch bị cấm như lừa đảo qua biên giới và rửa tiền trên thị trường chứng khoán.

3.2. Phát triển định chế thị trường

- Xây dựng đồng đều thị trường trái phiếu (Chính phủ và công ty) và thị trường cổ phiếu. Ưu đãi cho các công ty lớn hơn phát hành trái phiếu;
- Xây dựng tổ chức đánh giá định mức tín nhiệm;
- Chuyển TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh thành Sở Giao dịch Chứng khoán với đầy đủ chức năng.

3.3. Nâng cao năng lực quản lý của UBCKNN

- Xây dựng bộ máy tổ chức mới trong UBCKNN nhằm đáp ứng nhu cầu tăng về giám sát và quản lý thị trường;

- Xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và hệ thống phân tích thị trường phục vụ công tác xây dựng chính sách dài hạn và ngắn hạn nhằm bắt kịp với sự phát triển của thị trường;

- Nâng cao năng lực cho cán bộ UBCKNN trong việc quản lý thị trường chứng khoán trong khu vực và toàn cầu với những công cụ mới.

3.4. Xây dựng và thực hiện Chiến lược Hội nhập thị trường chứng khoán

- Thiết lập môi trường pháp lý và quản lý hỗ trợ cho các hoạt động hội nhập trong khu vực;

- Tham gia vào Liên kết các Sở Giao dịch và các hoạt động hội nhập trong khu vực;

- Hoàn thiện cơ sở hạ tầng thị trường (hệ thống giao dịch, hệ thống thanh toán và bù trừ, hệ thống lưu ký chứng khoán) nhằm đáp ứng yêu cầu giao dịch qua biên giới;

- Thiết lập các điều kiện niêm yết chéo hướng tới hài hòa hóa khu vực;

- Xây dựng Cơ chế trao đổi thông tin và hợp tác quản lý giữa UBCKNN và các cơ quan quản lý chứng khoán của nước ngoài;

3.5. Nâng cao lợi thế cạnh tranh của các tổ chức trung gian thị trường trong nước

- Thực hiện chương trình xây dựng năng lực cho tổ chức trung gian thị trường;

- Khuyến khích các ngân hàng thương mại, các công ty bảo hiểm thành lập các công ty quản lý quỹ;

3.6. Xây dựng mạng lưới nhà đầu tư rộng và lớn mạnh

- Thiết lập các quỹ thành viên của các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp;
- Dành ưu đãi thuế cho nhà đầu tư mà góp vốn cho các quỹ đầu tư dạng hợp đồng;
- Áp dụng không giới hạn trong năm giữ cổ phần trong các công ty niêm yết của các nhà đầu tư nước ngoài, điều này nên được quy định tại Luật Đầu tư mới (ngoại trừ lĩnh vực do Chính phủ quy định);
- Đào tạo và giáo dục công chúng về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

3.7. Tăng cường các cố gắng hợp tác về quản lý và trao đổi thông tin với các cơ quan quản lý chứng khoán quốc tế

- Tích cực tham gia vào hợp tác trong khu vực như ASEAN, ACFM;
- Tham gia vào MOU của IOSSCO;
- Phát triển hợp tác song phương ký kết MOU với các cơ quan quản lý trong khu vực về quản lý niêm yết chéo và giao dịch, cũng như cơ chế xử lý các vi phạm liên quan đến nhà đầu tư và tổ chức phát hành nước ngoài.

Trong bối cảnh hội nhập quốc tế thông qua gia nhập WTO, sự hấp dẫn đầu tư nước ngoài là mục đích quan trọng. Tuy nhiên, điều quan trọng hơn là quản lý các dòng vốn chảy ra và vào một cách hiệu quả. Và các nhà hoạch định chính sách trên thị trường chứng khoán nên ghi nhớ rằng một thị trường chứng khoán công bằng, minh bạch và hiệu quả là mục đích cuối cùng của cơ quan quản lý nhằm bảo vệ nhà đầu tư và phát triển thị trường chứng khoán bền vững.

Chương II

TÁC ĐỘNG CỦA VIỆC VIỆT NAM GIA NHẬP WTO ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG DỊCH VỤ TÀI CHÍNH (CHỨNG KHOÁN) VIỆT NAM

Việc gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) của Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển và tự do hóa về thị trường dịch vụ tài chính của Việt Nam. UBCKNN dưới sự lãnh đạo của Bộ Tài chính có vai trò quan trọng nhằm đảm bảo rằng việc phát triển và tự do hóa thị trường đạt được mà không phải đánh đổi lấy sự an toàn và niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường. Bộ Tài chính và UBCKNN đã hỗ trợ tích cực đối với việc xây dựng và áp dụng các thể chế, quy định, luật lệ chuẩn mực cần thiết cho việc thực hiện các cam kết của Việt Nam với tư cách là thành viên WTO.

I. NHỮNG THÁCH THỨC VỀ QUẢN LÝ KHU VỰC TÀI CHÍNH KHI VIỆT NAM GIA NHẬP WTO

1.1. Tuân thủ cam kết

Việc gia nhập WTO đem lại thách thức gấp bội cho Bộ Tài chính Việt Nam và cho các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán thuộc Bộ Tài chính: UBCKNN, các Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, Trung tâm Lưu ký v.v... Những thách thức này là những vấn đề về sự tuân thủ, giao tranh, cạnh tranh đối với khu vực dịch vụ tài chính, cụ thể là thị trường chứng khoán.

Vấn đề về tuân thủ cam kết là nhằm đảm bảo rằng các quy định về chứng khoán trong nước của Việt Nam phù hợp với các cam kết có liên quan của Chính phủ Việt Nam như là một phần của gia nhập WTO⁵. Các cam kết này bao gồm tỷ lệ cổ phần nước ngoài được phép nắm giữ trong các công ty đại chúng của Việt Nam, tỷ lệ sở hữu nước ngoài, và vai trò

⁵. Khuôn khổ pháp lý về chứng khoán của Việt Nam bao gồm ba mức. Đầu tiên là các thoả thuận và hiệp ước quốc tế tác động đến quy định về chứng khoán. Thứ hai là luật trong nước như gần đây có Luật Chứng khoán. Ba là các Nghị định, thông tư, chỉ thị và các văn bản pháp quy của cơ quan có thẩm quyền đối với quy định về chứng khoán.

trong khu vực chứng khoán của Việt Nam, các hoạt động có liên quan đến chứng khoán của các công ty có sở hữu nước ngoài, v.v...

Biểu cam kết WTO so với pháp luật trong nước

Biểu cam kết WTO thường rộng hơn so với chính sách. Pháp luật trong nước (Luật, Quy chế, Nghị định, Quyết định v.v...) đưa các thỏa thuận về gia nhập vào khung pháp lý về chứng khoán trong nước và tạo ra “môi trường” cho đầu tư vào chứng khoán trong nước.

Các điều kiện giao dịch cơ bản như các quy định quản lý cẩn trọng, quy định về cấp phép, được đưa vào khung pháp lý trong nước của quốc gia thành viên chứ không nằm trong biểu cam kết WTO. Ví dụ, biểu cam kết WTO có thể thiết lập một công ty nước ngoài “hợp lệ” sở hữu 49% một tổ chức niêm yết, tuy nhiên điều kiện giao dịch cụ thể (mua cổ phiếu, đăng ký cổ phiếu, mở tài khoản ngân hàng ra sao) nằm trong luật trong nước.

Nói chung, điều khoản WTO về sở hữu tối đa 49% trong công ty chứng khoán không tạo ra các quyền giao dịch, nhưng là một tiêu chuẩn cho chính sách của quốc gia. Pháp luật về chứng khoán và cấp phép trong nước tạo ra các quyền giao dịch. Khung pháp lý và quy định về hình thức ban hành các văn bản pháp quy luôn đòi hỏi quốc gia thành viên phải đặt mục tiêu là điều chỉnh thực tiễn giao dịch.

Do có đặc điểm tự nhiên của thị trường tài chính, đặc biệt là chứng khoán nên việc tự do hóa các thị trường này trong khuôn khổ WTO mang lại nhiều thách thức. WTO không thể và không nhằm mục tiêu bắt buộc các nước thành viên phải tự do hóa dịch vụ tài chính một cách không tự nguyện. Trích một văn bản chuyên ngành: “có nhiều yếu kém trong việc cải cách dựa trên cơ sở rà soát theo WTO. Thành công tính đến nay là rất hạn chế và WTO không bắt buộc cũng không khuyến khích các thành viên trực tiếp hay gián tiếp giải quyết các rào cản đối với việc hội nhập vào thị trường tài chính toàn cầu”⁴⁸.

⁴⁸ Viện Doanh nghiệp Mỹ, Tăng cường Hội nhập Thị trường Tài chính Quốc tế, 15 tháng 11 năm 2004, Báo cáo tổng hợp về Châu Á, Châu Âu, Nhật Bản, Nam Mỹ và Hoa Kỳ, các Ủy ban Giám quản Tài chính phi chính thức.

1.2. Cạnh tranh

Vấn đề cạnh tranh khi thực hiện việc tự do hóa thị trường dịch vụ tài chính trong WTO là nhằm đảm bảo sự cạnh tranh bình đẳng trên “cùng một sân chơi” giữa các thành viên tham gia thị trường trong nước và nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Như đã được thảo luận sâu trong cuốn sách này, đối với vấn đề chứng khoán trong WTO - GATS, sự giao tranh không đòi hỏi đối xử quốc gia đối với tất cả các công ty chứng khoán, mà nó đòi hỏi quy định về chứng khoán được áp dụng trên cơ sở không phân biệt đối xử và tránh sự phân biệt đối xử đối với người nước ngoài.

Cạnh tranh nhằm triệt tiêu các rào cản phân biệt đối xử trước khi tham gia, ngăn cản khả năng của các công ty nước ngoài tham gia hoặc trở thành thành viên thị trường. Cạnh tranh để giảm các rào cản phân biệt đối xử sau khi tham gia, hy sinh sự cẩn trọng trong luật pháp quốc gia và quyền lực quản lý của cơ quan quản lý. Xin ghi chú ở đây là WTO không có ý định thay thế hoặc ngăn cản Bộ Tài chính và UBCKNN là cơ quan quản lý chứng khoán, không thực hiện trách nhiệm của mình, đó là trách nhiệm đảm bảo sự an toàn và toàn vẹn của các thị trường chứng khoán trong nước và cụ thể là đảm bảo bảo vệ nhà đầu tư chứng khoán.

WTO không triệt tiêu trách nhiệm quan trọng của các cơ quan quản lý thuộc các nước thành viên là đảm bảo sự an toàn và ổn định của thị trường chứng khoán. Quy định trong WTO - GATS yêu cầu những mối lo ngại về sự cẩn trọng và quyền lực quản lý của Bộ Tài chính và UBCKNN Việt Nam sẽ được giải quyết thông qua các biện pháp về dịch vụ và thương mại minh bạch nhất và ít hà khắc và méo mó nhất⁶.

Sự giao tranh đã đem lại một số thách thức đối với UBCKNN và Bộ Tài chính. Sự giao tranh đòi hỏi UBCKNN phải mang lại một sân chơi bình đẳng cho tất cả các thành viên tham gia thị trường và đối xử với tất cả các bên liên quan trên thị trường chứng khoán Việt Nam với sự mở rộng nhất có thể, không tính đến quyền sở hữu. Cần lưu ý rằng sự giao tranh không đòi

⁶. Quy định trong WTO - GATS công nhận cơ quan quản lý của các nước thành viên phải có quyền và khả năng đảm bảo sự an toàn của thị trường chứng khoán trong nước và bảo vệ nhà đầu tư. Bên tranh luận cho rằng trách nhiệm của nước thành viên là đảm bảo có được sự bảo vệ đối với khu vực tài chính trong nước, cụ thể là chứng khoán đã thế chỗ cho mục đích kỳ vọng của WTO là giao dịch tự do đối với khu vực tài chính.

hỏi UBCKNN và Bộ Tài chính xây dựng khung pháp lý, chính sách, cách thức đối xử với sự ưu đãi cho các công ty chứng khoán được nước ngoài sở hữu hoàn toàn hoặc một phần.

Nguyên tắc giao tranh cho phép các nước thành viên thiết lập và duy trì trong khuôn khổ WTO giới hạn về sở hữu nước ngoài, thậm chí cấm (như Trung Quốc) Các công ty có sở hữu nước ngoài lớn tham gia vào một số lĩnh vực trong kinh doanh chứng khoán. Cần ghi chú rằng một số rào cản áp dụng cho nước ngoài tham gia thị trường tài chính là tương thích với các quy định của các nước thành viên trong WTO, trong khi đó các nghiên cứu chuyên sâu phản đối mạnh mẽ việc áp dụng này, trừ khi chúng được sử dụng nhằm mục đích giải quyết rõ ràng các vấn đề về sự cân trọng và quyền lực kiểm soát⁷.

⁷. Kinh nghiệm lịch sử cho thấy rằng các rào cản đối với việc tham gia thị trường và các biện pháp tiêu cực khác sẽ gây ra các vấn đề về quản lý và vấn đề về thị trường nhằm giải quyết các mối lo ngại đối với chính sách xã hội hơn là tác động đến thị trường. Các rào cản đối với sự tham gia thị trường làm giảm cạnh tranh và hạn chế các sản phẩm tài chính sẵn có cho người tiêu dùng, làm cho các sản phẩm này trở nên kém sẵn có, kém an toàn và khó tiếp cận. Có thể tranh luận rằng các rào cản tham gia thị trường chống lại mục đích cơ bản của nhà đầu tư trong nước là các sản phẩm và thị trường thuộc khu vực tài chính cần phải an toàn, có thể tiếp cận và có thể mua bán được. Các rào cản đối với việc tham gia thị trường được xem như đang phá hoại cơ quan quản lý trong nước bằng cách đẩy các giao dịch thương mại ra khỏi đất nước. Các rào cản thị trường cũng được xem như phá hoại đến các công ty bởi sự ngăn cản các công ty trong nước được tăng trưởng thông qua cạnh tranh và tiếp cận với phần cứng, phần mềm, các công cụ tài chính mới, kinh nghiệm quốc tế, v.v...

Ví dụ, thị trường chứng khoán của Trung Quốc được xem như đặc trưng bởi sự tuân thủ, báo cáo tài chính kém, và nói chung chịu thiệt hại từ việc kém minh bạch. Điều này làm chi thị trường chứng khoán của Trung Quốc trở nên nhạy cảm với những thay đổi lớn và đột ngột.

Các biện pháp phân biệt đối xử mang tính chất thủ thuật “làm đối thủ đáng trí” bằng cách các công ty theo đuổi các biện pháp quản trị công ty khác biệt với các công ty có sở hữu nước ngoài và có vai trò quan trọng đối với các giao dịch ngoài nước và ngoài thị trường. Các giao dịch này dẫn đến sự mất mát lợi nhuận của các bên liên quan tham gia thị trường chứng khoán trong nước và mất mát thông tin và sự kiểm soát của cơ quan quản lý trong nước. Các biện pháp phân biệt đối xử như bất kỳ biện pháp quản lý nào có các quy định khác nhau dành cho các thành phần tham gia thị trường khác nhau trong cùng một khu vực thị trường và cách đối xử quản lý đặc biệt hoặc/và có thể thương lượng cho thấy xu hướng tạo ra tham nhũng, trò đánh lừa, bóp méo thị trường và kém hiệu quả.

Các rào cản đối với sự tham gia của các công ty “nước ngoài” cũng gây ra những vấn đề như liệu rằng một cách logic và theo lịch sử sự khác biệt (thành kiến?) giữa các định chế và công ty chứng khoán trong nước và nước ngoài là nên. Các thị trường tài chính đang ngày càng theo hướng quốc tế, có hiệu quả kinh tế, bao gồm các tổ chức phân bổ nguồn nhân lực, phần mềm, phần cứng, bộ phận tác nghiệp, cơ sở hạ tầng về mạng, đào tạo, và các chi phí khác trên nhiều thị trường. Các thành viên tham gia thị trường của các công ty quốc tế được coi là mang lại lợi ích cho người tiêu dùng, thực hiện các giao dịch rẻ hơn và đáng tin cậy hơn do hiệu quả về kinh tế (đối với phần mềm, cơ sở hạ tầng, tiếp cận thị trường nước ngoài, tự bảo hiểm, và năng

Cần phải lưu ý rằng hoạt động nghiên cứu chuyên sâu, các cuộc họp với các bên có liên quan và các cuộc đối thoại trong và ngoài nước đã cho thấy Bộ Tài chính và/hoặc UBCKNN không tham gia vào một cơ chế thiên vị trong hoạt động cấp phép, quản lý và cưỡng chế thực thi đối với các tổ chức nước ngoài⁸.

Tuy nhiên, một số thành viên thị trường nước ngoài trên TTCK Việt Nam đã gián tiếp nêu lên một thực trạng rằng giải quyết các vấn đề quản lý liên quan tới giao dịch của các công ty có vốn nước ngoài thường phức tạp hơn và tốn nhiều thời gian hơn.

Ngoài ra, nhu cầu phát triển hơn nữa khung pháp lý điều chỉnh vấn đề minh bạch và chứng khoán đã được nhấn mạnh nhiều lần. Theo phần kế hoạch hành động của cuốn sách này, UBCKNN sẽ cần phải ban hành các văn bản mang tính chuẩn hoá điều chỉnh các giao dịch chứng khoán sao cho vừa phù hợp với các thông lệ tốt nhất và cũng phải phù hợp với yêu cầu của

lực tuân thủ v.v...) và kinh nghiệm giao dịch. Sự cạnh tranh đã chứng minh làm cho các sản phẩm tài chính trở nên dễ tiếp cận hơn với nhiều người có thể giao dịch và có thể mua bán hơn do chi phí chuyển giao rẻ hơn trên mỗi giao dịch. Sự tham gia quốc tế giúp cho thị trường khu vực tài chính trở nên minh bạch và tuân thủ hơn. Sự tham gia thị trường của các công ty quốc tế lớn thuộc khu vực tài chính cho các khách hàng trên thế giới thấy rằng thị trường này là phù hợp để thực hiện giao dịch. Sự quản lý mang tính chất địa phương với sự ưu đãi đối với các bên liên quan trong nước mà kém cạnh tranh bị coi là đã đẩy nhà nước và/hoặc dân chúng phải bảo hộ với chi phí cao và rủi ro lớn trên thị trường tài chính.

Sự khác biệt giữa công ty chứng khoán và định chế tài chính trong nước và nước ngoài chủ yếu là do duy ý chí hơn là kinh nghiệm giao dịch hay lịch sử quản lý. Lịch sử đã chứng minh rằng thật khó có thể chỉ ra có những bất lợi về nhận diện quốc gia, an toàn, và/hoặc sự cân trọng đối với sở hữu nước ngoài tại các định chế tài chính. Trong các cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, vào cuối những năm 1990, các nước như Liên bang Nga đã trải qua sự thất bại hàng loạt của các ngân hàng trong nước, trong khi đó các công ty con nước ngoài của các định chế tài chính như (ABN AMRO, Citibank và Ngân hàng Raiffeisen) như là một nhóm cất giữ tài sản của những người Nga gửi tiền ngân hàng. Lập luận cho rằng sự ổn định lớn của các định chế tài chính có sự pha trộn sở hữu trong nước và nước ngoài là do khả năng của họ dựa trên sự hỗ trợ hữu hình và vô hình (sự nổi tiếng) của các công ty “mẹ”. Đồng thời cũng thật khó để giữ quan điểm rằng chi nhánh tại Pháp của HSBC tuyển dụng người Pháp, trả thuế theo luật pháp nước Pháp, mua và cho thuê bất động sản, máy móc, đồ đạc, v.v... của Pháp thì kém “Pháp” hơn chi nhánh trong nước của một ngân hàng nhỏ của Pháp, có Pháp hơn thì cũng chỉ là tên trên thư gửi.

⁸. Cần xác định rõ những rào cản như là giới hạn sở hữu nước ngoài tối đa trong một công ty mô giới/ tự doanh vốn đã có nhiều ý kiến không tán thành, tuy nhiên lại được phép theo WTO-GATS mặc dù đó cũng là một hình thức phân biệt đối xử đối với các công ty có sở hữu nước ngoài, vi phạm WTO - GATS. Ví dụ, hạn chế phần sở hữu của nước ngoài ở mức 49% là được phép trong khi việc áp dụng mức phí cấp phép cao hơn hoặc tiền phạt cao hơn đối với các công ty có sở hữu nước ngoài là không tuân thủ WTO - GATS.

việc gia nhập WTO cũng như tiếp tục nỗ lực hướng tới việc đối xử như nhau đối với tất cả các thành viên thị trường.

II. MỘT SỐ QUAN ĐIỂM PHẢN ĐỐI TỰ DO HOÁ DỊCH VỤ TÀI CHÍNH

Tự do hóa thị trường theo WTO gặp phải nhiều ý kiến phản đối. Một số ý kiến phản đối tự do hóa thị trường dịch vụ tài chính dường như chịu ảnh hưởng bởi một thời kỳ “tồn tại” lâu dài của quan điểm “duy trì sự toàn vẹn về văn hóa (hoặc lãnh thổ quốc gia)”. Các ý kiến khác xuất phát từ mong muốn tránh cạnh tranh và duy trì trợ cấp cạnh tranh và tài chính. Tuy nhiên, có nhiều ý kiến phản đối tự do hóa dịch vụ tài chính cần được cân nhắc kỹ. Các ý kiến đó bao gồm:

- Bất buộc các Chính phủ tư nhân hóa các dịch vụ thiết yếu (ví dụ hưu trí). Khi các dịch vụ như hưu trí và quỹ phúc lợi xã hội giảm đi trở thành một công cụ tài chính được giao dịch quốc tế, công dân trong nước sẽ có thể chịu rủi ro mất an toàn khi về hưu.

- Làm ảnh hưởng tới thẩm quyền quản lý trong nước, quốc tế hóa hoạt động quản lý dẫn tới làm giảm hoặc pha loãng trách nhiệm của các cơ quan quản lý trong nước. Thường có xu hướng cho rằng quốc tế hóa có thể dẫn các cơ quan quản lý tới chỗ phải hy sinh lợi ích của nhà đầu tư trong nước và những người tham gia trên thị trường dịch vụ tài chính.

- Làm suy giảm khả năng của Chính phủ trong việc xây dựng chính sách như chính sách quản lý ngoại hối và quản lý giao dịch chứng khoán, đào thoát vốn v.v...

- Nguy cơ pha loãng quyền sở hữu trong sự vận động của luồng vốn.

- Gây tổn hại tới những đối tượng dễ bị tổn thương, đặt gánh nặng lên Chính phủ trong việc quản lý những đối tượng tham gia hoạt động trên thị trường có thể không chịu sự quản lý đầy đủ của pháp luật trong nước⁴⁹.

⁴⁹ “Những đối tượng dễ bị tổn thương” (W&O- mẹ góa con côi) là khái niệm cơ bản trong xây dựng khung quản lý đồng thời nhấn mạnh tới việc quản lý dựa trên cơ sở rủi ro. Lý tưởng nhất là các cơ quan quản lý có khả năng bảo vệ được mọi nhà đầu tư tại mọi thời điểm đồng thời giao dịch được thực hiện một cách dễ dàng, an toàn và hợp lý. Tuy nhiên, nỗ lực giám sát giao

- Thị trường tài chính trong nước dễ chịu ảnh hưởng và bị thao túng bởi nước ngoài. Các nhà quản lý trong nước không thể phát hiện và xử phạt một cách hiệu quả đối với các đối tượng vi phạm là người nước ngoài.

Tuy nhiên gia nhập WTO sẽ mang lại nhiều thay đổi cho thị trường dịch vụ tài chính Việt Nam với một số lợi ích cụ thể như:

- Tăng cạnh tranh về đầu tư nước ngoài, lợi ích kinh tế nhờ quy mô, cơ sở hạ tầng phát triển, các công cụ tài chính đa dạng.

- Tiếp cận nguồn vốn lớn hơn (có nhiều nguồn hơn).

dịch và bảo vệ đầy đủ cho mọi nhà đầu tư tại mọi thời điểm thường khó thực hiện được. Điều này chỉ thực hiện được khi thị trường không vận động đồng thời không có cơ quan quản lý trong nước nào có đủ nguồn lực tài chính, cán bộ và kỹ thuật để bảo vệ kịp thời cho mỗi người tham gia giao dịch trong mỗi giao dịch.

Việc công nhận các nhu cầu quản lý không giới hạn trong điều kiện nguồn lực rất hạn chế về con người, công nghệ và tài chính đã làm cho nhiều cơ quan quản lý chứng khoán trên thế giới phải trực tiếp hoặc gián tiếp chấp nhận cơ chế quản lý dựa trên cơ sở rủi ro. Quản lý trên cơ sở rủi ro tập trung nguồn lực quản lý khan hiếm vào hai mục tiêu quản lý cơ bản. Thứ nhất, bảo vệ những nhà đầu tư cá nhân ít kinh nghiệm nhất. Thứ hai, tập trung nguồn lực vào các giao dịch nhiều rủi ro đối với sự lành mạnh và an toàn của toàn bộ thị trường chứng khoán. Do đó, các đợt chào bán IPO được giám sát chặt chẽ hơn do liên quan tới số lượng lớn các nhà đầu tư dễ bị tổn thương và mang nhiều rủi ro hệ thống. Hàng ngàn nhà đầu tư có nguy cơ mất khoản rủi ro của mình do tổ chức phát hành có những vi phạm hoặc lừa đảo. Trái phiếu phát hành bằng đồng Euro thường ít bị quản chế, do loại trái phiếu này không nhắm vào nhà đầu tư cá nhân, thường do những nhà đầu tư chuyên nghiệp giao dịch thứ cấp và có chi phí danh nghĩa trên mỗi chứng khoán rất cao.

Những người dễ bị tổn thương là một lĩnh vực thường được ưu tiên, đây là một khái niệm để chỉ những nhà đầu tư ít kiến thức nhất và những nhà đầu tư có năng lực hạn chế và có nhiều khả năng mất đi khoản đầu tư của mình. Bảo vệ những nhà đầu tư đó thường được coi là một ưu tiên trong quản lý. Nói chung, việc áp dụng rộng rãi tiêu chuẩn của nhà đầu tư nhiều kiến thức (thường được gọi là nhà đầu tư chuyên nghiệp) phản ánh khía cạnh khác của phạm vi quản lý là chỉ công nhận một số nhà đầu tư có nguồn tài chính và kỹ năng tham gia vào một số hình thức giao dịch nhiều rủi ro để tránh lỗ. Ví dụ, ở một số nước, những nhà đầu tư ít kỹ năng không được phép tham gia và các loại hình đầu tư chứng khoán rủi ro hơn ví dụ như giao dịch vay bảo chứng hoặc mua các công cụ phái sinh tài chính. Xu hướng này được chú trọng tại Mỹ và nhiều thị trường chứng khoán khác thông qua việc đưa ra quy định về “tính phù hợp” của giao dịch chứng khoán. Những nhà đầu tư chuyên nghiệp, mặt khác, có thể được phép đầu tư vào chứng khoán như trái phiếu Euro, thường được coi là không phù hợp với đại bộ phận nhà đầu tư cá nhân.

Chúng tôi đặc biệt khuyến nghị rằng Bộ Tài chính và UBCKNN ưu tiên cho việc hướng tới áp dụng quản lý chứng khoán trên cơ sở rủi ro như là một công cụ để phân bổ hợp lý nguồn lực nhằm bảo vệ nhà đầu tư một cách tối ưu. Một vấn đề không thể tránh khỏi khi Việt Nam gia nhập WTO là sự tăng trưởng bùng nổ của thị trường, sự xuất hiện của các loại hình người giao dịch mới (các công ty nước ngoài, các công ty hải ngoại, các quỹ đầu tư tập thể, mức độ đầu tư cao hơn của công chúng vào chứng khoán, v.v.) và các loại hình công cụ tài chính mới. Điều này không chỉ mang đến nhiều thách thức mới cho quản lý đối với UBCKNN mà còn có nhiều thách thức đối với nguồn nhân lực của UBCKNN do họ sẽ phải cạnh tranh với nhân lực tốt nhất của khu vực tư nhân.

- Tiếp cận nguồn vốn rẻ hơn (nhiều nguồn tiết kiệm hơn).
- Tiếp cận một số lượng giao dịch lớn hơn.
- Nhiều đối tác giao dịch hơn.
- Các công cụ tài chính mới (thị trường tiền tệ, cầm cố, chứng khoán đảm bảo bằng tài sản, quỹ giao dịch theo chỉ số - ETF).
- Tăng trưởng (kinh tế, GDP, thuế, Chính phủ có thể làm được nhiều hơn cho công dân).
- Lợi ích kinh tế đã từng được thấy trong nhiều lĩnh vực của cộng đồng.

Để vượt qua những thách thức của hội nhập dịch vụ tài chính và khai thác các lợi ích của tiến trình này, cần lưu ý các yếu tố sau:

- Quản lý thống nhất, đồng bộ⁵⁰.
- Cung cấp dịch vụ tài chính ra toàn cầu.
- Hợp tác khu vực để phòng chống việc đào thoát vốn.
- Áp dụng các mô hình giao dịch hiệu quả, hạn chế các mô hình/sản phẩm kém hiệu quả.
- Sự thống nhất về các tiêu chuẩn kế toán.
- Sự hợp tác giữa các nhà kiểm toán.

⁵⁰ Quản lý đồng bộ (hay thống nhất) là một hiện tượng đi cùng với toàn cầu hoá dịch vụ tài chính. Nói một cách rộng rãi, tất cả các mục tiêu quản lý ở mọi nước đều tương đồng: bảo đảm cho việc bảo vệ nhà đầu tư, dễ dàng trong giao dịch, an toàn và an ninh trong các thị trường tài chính. Vì vậy, mỗi hệ thống quản lý kể cả có nguồn gốc từ chế độ cộng sản, xã hội chủ nghĩa hay tư bản cũng theo đuổi những mục đích như thế: bảo vệ các nhà đầu tư trong nước, tiếp cận các thông tin giao dịch và cưỡng chế thực thi các quy định.

Vì vậy, mặc dù các quá trình phát triển rất khác nhau, các kết quả của hoạt động quản lý chứng khoán đều được nhìn nhận một cách rộng rãi là đều tương tự như nhau. Các hệ thống quản lý của các nước thành viên Liên minh châu Âu đại diện cho những thế kỷ của sự tăng trưởng hữu cơ trong khi các hệ thống của Liên bang Nga hay Cộng hoà dân chủ nhân dân Trung Hoa phát triển một cách giả tạo trong một giai đoạn rất ngắn. Nhưng tất cả những hệ thống này có mục tiêu là công bố chính xác, kịp thời những thông tin về tổ chức phát hành và xử phạt những người vi phạm. WTO và những khuôn khổ khác khuyến khích hợp tác quốc tế giữa những nhà quản lý cũng là một động lực mạnh mẽ cho việc thống nhất quản lý. Trong khuôn khổ việc gia nhập WTO, Bộ Tài chính và UBCKNN cần quyết tâm quản lý đồng bộ và thiết lập các hiệp định quản lý hợp tác song phương với các đối tác quản lý chiến lược trên toàn cầu. Việc tiêu chuẩn hoá các hồ sơ giao dịch chứng khoán là một phần rất quan trọng của tiến trình này.

- Thực hiện và ứng dụng nhất quán các kế hoạch hoạt động đối với các dịch vụ tài chính.
- Hoạt động của các cơ quan đánh giá hệ số tín nhiệm.
- Thống nhất các tiêu chuẩn quản trị công ty.
- Xây dựng các thị trường tài chính có chiều sâu hơn và vững mạnh hơn⁵¹.

Dịch vụ tài chính là một khu vực kinh tế rất quan trọng trong các quốc gia có nền kinh tế phát triển, thống kê về kinh tế của Mỹ năm 2000 có thể được coi là một ví dụ: Các dịch vụ tài chính đóng góp 820 tỷ USD vào GDP và tạo việc làm cho 6.000.000 người. Năm 2001, các dịch vụ tài chính đạt doanh thu xuất khẩu 15,2 tỷ USD, với thặng dư thương mại là 6,3 tỷ USD (quản lý danh mục đầu tư, tư vấn toàn cầu, lưu ký toàn cầu, các sản phẩm theo cơ cấu). Các thị trường bên ngoài nước Mỹ (mới nổi) là những khu vực có mức tăng trưởng cao. Hoạt động tự do hoá có hiệu quả phần lớn là thông qua các Điều ước song phương (Mỹ/Chilê, Mỹ/Singapore).

⁵¹ Xem Phụ lục II. Các nguồn chính, Amatong, p. 2.

TÀI LIỆU THAM KHẢO CHÍNH

Amatong. Regulatory Equivalence and the U.S. – E.U. Financial Services Dialogue. International Finance Seminar. Professors Hal S. Scott and Howell E. Jackson. Harvard Law School, May 2006.

Britton. The roadmap and direction for securities regulation – a European perspective, February 2, 2005.

European Financial Market Lawyers Group. The Money Market: Legal Aspects of Short-Term Securities. September 2, 2002 and December 15, 2003.

HM Treasury. UK FSA. After the EU Financial Services Action Plan: A new strategic approach. May 2004.

Judge. China's Capital Markets. August 22, 2006. Testimony Before the U.S. – China Economic and Security Review Commission.

Lackritz. Opening Trade in Financial Services – The Chilê Singapore Example. April 1, 2003, Statement for the Record before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology.

OECD (OCDE). The Second International Roundtable on Securities Markets in China, June 6-7, 2002, Shanghai, China.

Sauve and Steinfeld. Financial Services and the WTO: What Next?. 2001.

Trachtman. The WTO and Development Policy in China and India. National University of Singapore. August 11, 2006.

WTO Secretariat. Opening Markets in Financial Services and the Role of the GATS. 1997.

WTO Secretariat. The Results of the Financial Services Negotiations Under the General Agreement on Trade in Services (GATS), available electronically. www.wto.org.

WTO Secretariat. Technical Note on the Accession Process. WT/ACC/10/Rev.3, November 28, 2005.

Chương III

ĐỀ XUẤT PHÁT TRIỂN ĐỊNH CHẾ VÀ TỔ CHỨC VẬN HÀNH TRONG LĨNH VỰC CHỨNG KHOÁN CỦA VIỆT NAM

Toàn bộ cơ chế quản lý nên dựa vào hoạt động hợp tác và phối hợp giữa các cơ quan chính phủ khác nhau, thực hiện giám sát trong khu vực tài chính cũng như các tổ chức tự quản trên thị trường chứng khoán. Vì các tổ chức tự quản bao gồm các công ty thực sự tham gia vào hoạt động giao dịch, họ thường biết rõ nhất về các vấn đề và những hạn chế trên thị trường hơn là cơ quan quản lý nhà nước. Về việc này, các tổ chức tự quản có thể và nên tăng cường chức năng quản lý của UBCKNN. Đối với các tổ chức tự quản, để thực hiện có hiệu quả vai trò tự quản lý của mình, cần thiết phải giao cho các tổ chức này thẩm quyền như các tổ chức tự quản. Cơ quan quản lý nhà nước sẽ giám sát hoạt động tự quản của các tổ chức tự quản và các chương trình tuân thủ của các tổ chức này, và trong trường hợp cần thiết sẽ áp dụng các chế tài xử phạt hành chính/hình sự. Cơ chế phối hợp này thường được gọi là “regulatory consortium - tập đoàn quản lý” và mô hình này được khuyến nghị áp dụng tại Việt Nam.

I. NÂNG CẤP TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

Theo Kế hoạch hành động phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSTC) sẽ được nâng cấp thành Sở Giao dịch Chứng khoán thực hiện việc niêm yết và giao dịch cổ phiếu của các công ty lớn. Đề án nâng cấp Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh như sau:

1.1. Mô hình Sở Giao dịch

Mô hình giao dịch không sàn

Theo kết luận của Bộ Tài chính ngày 17/6/2004 về mô hình tổ chức và phát triển thị trường giao dịch chứng khoán của Việt Nam, “sau năm 2007, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán sẽ được xây dựng thành Sở Giao dịch Chứng khoán theo mô hình giao dịch không sàn”.

Bên cạnh đó, trong điều kiện Việt Nam hiện nay, các công ty chứng khoán vẫn còn hạn chế về nguồn nhân lực; các đại diện giao dịch trên sàn cũng chỉ có một chức năng là nhập lệnh vào hệ thống của TTGDCK; cơ sở vật chất của hệ thống thông tin liên lạc (đường truyền, mạng) vẫn còn lạc hậu với tiêu chuẩn quốc tế về dung lượng và đường truyền. Tuy nhiên, cơ sở vật chất đang trong quá trình phát triển nhanh chóng, một số công ty chứng khoán gửi lệnh qua internet, các sai sót về nhập lệnh và truyền lệnh vẫn còn phổ biến vì các quá trình này chủ yếu được thực hiện thủ công. Do đó, việc áp dụng mô hình giao dịch không sàn dường như không phù hợp với hệ thống giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán, đang cần tiết kiệm chi phí đầu tư và bảo trì và có thể tạo điều kiện thực hiện STP⁹.

Phương thức giao dịch

Trong điều kiện hiện nay của thị trường chứng khoán Việt Nam, vẫn chưa có các nhà môi giới chứng khoán có đủ tiêu chuẩn thích hợp và vốn để tiến hành hoạt động tạo lập thị trường. Bên cạnh đó, để tăng cường lòng tin của công chúng trong giai đoạn đầu phát triển, cần thiết phải đảm bảo tính minh bạch và khớp lệnh theo nguyên tắc đấu lệnh. Vì lý do đó, chúng tôi khuyến nghị áp dụng hệ thống đấu lệnh trong giai đoạn đầu phát triển thị trường. Tuy nhiên, hệ thống giao dịch nên được thiết kế mở cho các ứng dụng của một hệ thống kết hợp (hybrid) Khi thị trường phát triển hơn nữa với nhiều phân đoạn thị trường¹⁰.

Phương thức khớp lệnh

Theo các dữ liệu thống kê quốc tế trên thế giới, 36% các Sở Giao dịch áp dụng phương thức khớp lệnh liên tục, 2% áp dụng khớp lệnh định kỳ, còn lại 62% áp dụng phương pháp kết hợp giữa khớp lệnh liên tục và định kỳ. Đối với thị trường Việt Nam, các cổ phiếu được giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh với tính thanh khoản thấp và không ổn định. REE, VNM, SAM là những cổ phiếu có khối lượng giao dịch trong ngày lớn. Tuy nhiên, có rất nhiều chứng khoán khác

⁹ Straight Through Processing là phương thức khá phổ biến trên nhiều thị trường (theo khảo sát năm 2003 của Hiệp hội thế giới các Sở GDCK, 79% trong số 42 Sở GDCK được khảo sát có hệ thống giao dịch không sàn và 72% áp dụng STP)

¹⁰ Hệ thống Hybrid: Mô hình kết hợp cả hệ thống đấu giá và hệ thống đấu lệnh

có khối lượng giao dịch thấp như BTC, PNC, NHC, v.v... Bên cạnh đó, việc công bố thông tin của những chứng khoán này vẫn chưa thường xuyên, đặc biệt là những chứng khoán có thanh khoản thấp. Vì lý do đó, chúng tôi không khuyến nghị áp dụng một cơ chế giao dịch cho tất cả các chứng khoán.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị áp dụng cả phương thức khớp lệnh liên tục và khớp lệnh định kỳ. Hệ thống khớp lệnh định kỳ sẽ được áp dụng để xác định giá mở cửa và giá đóng cửa; còn phương thức khớp lệnh liên tục sẽ được áp dụng trong suốt phiên giao dịch. Đối với những chứng khoán có tính thanh khoản thấp (về khối lượng giao dịch trước đó, mức vốn đăng ký, số lượng cổ phiếu hiện hành hay số lượng nhà đầu tư ...), nên áp dụng phương thức khớp lệnh định kỳ.

Ngoài ra, giao dịch theo lô các cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và trái phiếu có thể theo phương thức giao dịch thỏa thuận như quy chế của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Các quy chế giao dịch

Sở Giao dịch Chứng khoán sẽ ban hành Quy chế Giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán bao gồm cả các quy định giao dịch cho tất cả các chứng khoán niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán.

Sở Giao dịch Chứng khoán sẽ nắm quyền quyết định những vấn đề về việc thay đổi và áp dụng các phương thức giao dịch, giờ giao dịch, cấm giao dịch; giới thiệu những hệ thống giao dịch mới sau khi hoàn tất các thủ tục tư vấn với UBCKNN.

Nếu cần thiết, Sở Giao dịch Chứng khoán có thể quyết định dừng, đình chỉ hoặc hủy giao dịch chứng khoán theo quy định tại Quy chế Giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Một vài đặc điểm kỹ thuật của hệ thống giao dịch

Hệ thống giao dịch phải được chia thành nhiều modul áp dụng cho các loại chứng khoán khác nhau. Mỗi loại chứng khoán có thể được chia thành nhiều nhóm theo khả năng thanh khoản, xuất xứ hoặc các tiêu chuẩn khác do Sở Giao dịch Chứng khoán đề ra. Sở Giao dịch Chứng khoán phải

áp dụng các phương thức giao dịch khác nhau cho từng nhóm nhằm đảm bảo hiệu quả của việc thực hiện khớp lệnh.

Các chức năng của hệ thống phải được thiết kế theo hướng có thể tắt/mở và cài đặt các dữ liệu nhằm đảm bảo khả năng quản lý linh hoạt trong từng giai đoạn phát triển. Việc niêm yết của từng loại lệnh có thể được cài đặt theo tính thanh khoản thị trường hoặc thể hiện toàn bộ số lượng lệnh.

Hệ thống giao dịch phải được kết nối với các hệ thống lưu ký và giám sát để có thể kiểm tra kép hiệu lực của các lệnh trước khi nhập vào hệ thống (tránh bán khống), cho phép theo dõi chứng khoán trực tuyến¹¹ và sử dụng hệ thống ngắt lệnh tự động circuit breaker¹² trong trường hợp đạt đến mức giới hạn đã xác định trước theo quy chế.

Hệ thống phải có khả năng lưu trữ, truy tìm, tích hợp, đếm thông tin, dữ liệu phục vụ nhiều mục đích khác nhau, để hỗ trợ cho việc thực hiện giao dịch qua internet và có khả năng kết nối với các thị trường khác.

1.2. Thành viên Sở Giao dịch

Tiêu chuẩn thành viên

Sở Giao dịch Chứng khoán có một loại thành viên là các công ty chứng khoán được Sở Giao dịch Chứng khoán chấp thuận làm thành viên giao dịch.

Do đó, để tăng cường năng lực tự quản của Sở Giao dịch Chứng khoán, đảm bảo hoạt động giao dịch của các công ty chứng khoán nói riêng và của toàn bộ thị trường nói chung, duy trì tính linh hoạt của hoạt động trên thị trường, các tiêu chuẩn của các thành viên theo quy định của Điều lệ Sở Giao dịch và các quy định liên quan phải bao gồm:

- Được UBCKNN cấp phép tiến hành hoạt động môi giới chứng khoán và tự doanh;
- Có mức vốn điều lệ tối thiểu là 30 triệu đồng;

¹¹ Real-time stock watch- giám sát thực tế theo thời gian

¹² Circuit breaker- hệ thống ngắt lệnh tự động

- Là thành viên thanh toán, được một ngân hàng đứng ra bảo lãnh thanh toán;

- Có tình trạng tài chính lành mạnh, có đầy đủ các trang thiết bị kỹ thuật quan trọng, có đủ nhân viên để giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán;

- Có Ban Giám đốc đủ tiêu chuẩn và có kinh nghiệm;

- Được 2 thành viên khác giới thiệu.

Các tiêu chuẩn có thể sửa đổi theo những thay đổi về chính sách và điều kiện của thị trường.

Cơ chế đăng ký thành viên

Các công ty chứng khoán được UBCKNN cấp phép thành lập có thể đăng ký làm thành viên với Sở Giao dịch Chứng khoán qua các bước sau đây:

1) Công ty chứng khoán nộp đơn đăng ký làm thành viên Sở Giao dịch Chứng khoán;

2) Sở Giao dịch Chứng khoán xem xét các điều kiện để trở thành thành viên Sở Giao dịch Chứng khoán của công ty chứng khoán;

3) Được Ban cấp phép thành viên thông qua;

4) Công ty chứng khoán trả phí thành viên, phí cấp phép và các loại phí khác theo quy định;

5) Được chấp thuận làm thành viên.

Sở Giao dịch Chứng khoán có quyền cấp phép cho các công ty chứng khoán trở thành thành viên thông qua Ban Cấp phép thành viên. Một công ty chứng khoán được chấp thuận làm thành viên của Sở Giao dịch Chứng khoán nếu có sự chấp thuận của hơn $\frac{3}{4}$ số thành viên trong Ban cấp phép thành viên.

Ban Cấp phép thành viên gồm những thành phần sau đây:

- Giám đốc điều hành Sở Giao dịch Chứng khoán;

- Phó Giám đốc điều hành phụ trách khối quản lý thị trường;

- Trưởng phòng Quản lý thành viên;
- Trưởng phòng Giao dịch;
- Trưởng phòng IT;
- Trưởng phòng Pháp chế;
- Đại diện của Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán

Quyền hạn và Nghĩa vụ của thành viên

** Quyền của các thành viên Sở Giao dịch Chứng khoán:*

- Giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán;
- Sử dụng (tiếp cận) các dịch vụ mà Sở Giao dịch Chứng khoán cung cấp;

** Nghĩa vụ của các thành viên Sở Giao dịch:*

- Công bố thông tin kịp thời, định kỳ hoặc theo yêu cầu của Sở Giao dịch Chứng khoán;
- Trả phí thành viên: Phí thường niên và phí giao dịch;
- Tuân thủ khuôn khổ pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán và các Quy chế của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Quản lý Thành viên

Sở Giao dịch Chứng khoán thực hiện chức năng quản lý thành viên của mình như sau:

- Quản lý Giao dịch của các thành viên, bao gồm cả môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư, tạo lập thị trường cho chứng khoán niêm yết;
- Giám sát tình trạng tài chính của thành viên; giám sát việc thực hiện yêu cầu về vốn của các thành viên và cảnh báo những rủi ro tiềm tàng có thể dẫn đến phá sản;
- Quản lý nguồn nhân lực và các trang thiết bị quan trọng của các thành viên, giám sát năng lực của thành viên về việc đảm bảo đủ nhân viên hành nghề được cấp phép và có kinh nghiệm theo quy định.

1.2.1. Niêm yết chứng khoán

Tiêu chuẩn Niêm yết: Việc niêm yết chứng khoán trên Sở Giao dịch Chứng khoán phải đáp ứng những tiêu chuẩn sau đây:

** Quy định niêm yết cổ phiếu:*

1) Là công ty cổ phần đại chúng có mức vốn điều lệ tối thiểu là 50 tỷ đồng theo giá trị trên sổ tại thời điểm đăng ký niêm yết;

2) Kinh doanh có lãi ít nhất là 2 năm liên tiếp trước năm đăng ký niêm yết và không có lỗ lũy kế cho đến năm đăng ký niêm yết. Đối với những doanh nghiệp nhà nước đăng ký niêm yết trong vòng một năm sau khi hoàn tất cổ phần hóa, năm ngay trước năm đăng ký niêm yết phải kinh doanh có lãi và không có lỗ lũy kế.

3) Có ít nhất 20% cổ phần được sở hữu bởi ít nhất là 100 cổ đông, không tính những nhà đầu tư chuyên nghiệp.

** Quy định niêm yết trái phiếu*

1) Là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp sở hữu nhà nước phát hành trái phiếu ra công chúng; có mức vốn điều lệ tối thiểu là 50 tỷ đồng theo giá trị trên sổ sách tại thời điểm đăng ký niêm yết;

2) Kinh doanh có lãi ít nhất 2 năm liên tiếp trước năm đăng ký niêm yết và không có lỗ lũy kế đến năm niêm yết, không có nợ không thực hiện trong vòng hơn 1 năm; và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính đối với Nhà nước.

3) Có ít nhất 100 cổ đông sở hữu trái phiếu.

Trái phiếu chính phủ được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán theo đề nghị của cơ quan phát hành trái phiếu.

** Quy định niêm yết đối với các chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán:*

1) Là quỹ đóng có tổng giá trị các chứng chỉ quỹ tối thiểu là 50 tỷ đồng;

2) Có ít nhất 100 nhà đầu tư sở hữu chứng chỉ quỹ.

Thẩm định và cấp phép niêm yết

Sở Giao dịch Chứng khoán có trách nhiệm thực hiện việc thẩm định và cấp phép niêm yết chứng khoán. Ban Thẩm định hồ sơ niêm yết có thẩm quyền quyết định việc cấp phép niêm yết trên cơ sở hồ sơ đánh giá của Phòng niêm yết.

Ban thẩm định niêm yết: Chịu trách nhiệm ra quyết định cấp phép hoặc từ chối cấp phép niêm yết; thu hồi, hủy bỏ niêm yết. Quyết định được đưa ra trên cơ sở biểu quyết của các thành viên Ban thẩm định niêm yết. Ban Thẩm định niêm yết nên bao gồm các thành viên sau:

- Giám đốc điều hành của Sở Giao dịch Chứng khoán;
- Phó Giám đốc Sở Giao dịch phụ trách khối quản lý thị trường;
- Trưởng phòng Quản lý niêm yết;
- Trưởng phòng Pháp chế;
- Trưởng phòng Nghiên cứu thị trường và Phát triển;
- Đại diện của Hiệp hội các công ty niêm yết;
- Đại diện của Hiệp hội Kinh doanh chứng khoán.

Thủ tục thẩm định niêm yết: việc thẩm định niêm yết được thực hiện trong vòng 30 ngày kể từ khi Sở Giao dịch Chứng khoán (Phòng Quản lý Niêm yết) nhận được hồ sơ xin phép đầy đủ và hợp lệ. Việc thẩm định được thực hiện theo các bước sau:

- 1) Kiểm tra hồ sơ mà tổ chức phát hành nộp;
- 2) Truy vấn tổ chức phát hành về hồ sơ xin phép;
- 3) Tổ chức phát hành trả lời những câu hỏi của tổ thẩm định hồ sơ;
- 4) Xem xét các điều kiện của tổ chức phát hành;
- 5) Lập báo cáo thẩm định và đưa ra kết luận ban đầu về việc cấp hoặc từ chối cấp phép niêm yết;
- 6) Ban Thẩm định hồ sơ niêm yết xem xét báo cáo thẩm định và ra quyết định;

7) Sở Giao dịch Chứng khoán ra quyết định về việc chấp thuận niêm yết hoặc gửi thông báo bằng văn bản về những lý do từ chối cấp phép niêm yết;

Giám sát sau niêm yết

Sau khi được cấp phép niêm yết, các công ty đăng ký niêm yết phải ký một cam kết với Sở Giao dịch Chứng khoán nhằm đảm bảo việc tuân thủ các quy định về chứng khoán và thị trường chứng khoán cũng như các quy định của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Sở Giao dịch Chứng khoán kiểm soát các hoạt động của công ty niêm yết trên nguyên tắc đảm bảo các hoạt động của công ty niêm yết sẽ tuân thủ các quy định về chứng khoán và thị trường chứng khoán, cũng như các công ty chứng khoán phải duy trì những chuẩn mực cơ bản về quản trị công ty, duy trì đáp ứng những quy định niêm yết và nghĩa vụ công bố thông tin.

Giám sát tuân thủ cơ chế quản trị công ty bao gồm những nội dung sau:

- Cơ cấu tổ chức, quyền lợi và trách nhiệm của Hội đồng quản trị;
- Quyền của cổ đông;
- Quy trình thực hiện công bố thông tin nội bộ;
- Những vấn đề liên quan đến hoạt động của Ban kiểm soát đối với hoạt động của công ty;
- Giám sát các cuộc họp Đại hội cổ đông và các Nghị quyết của Đại hội cổ đông;
- Tuân thủ Điều lệ Mẫu;
- Giám sát duy trì tuân thủ các quy định niêm yết;
- Tiếp tục hoạt động kinh doanh;
- Số lượng của các cổ đông đại chúng và cổ đông nước ngoài;
- Khả năng kinh doanh có lãi của công ty niêm yết;
- Các điều kiện tài chính;

- Tính thanh khoản của cổ phiếu niêm yết;
- Cam kết giữ cổ phiếu của các thành viên quan trọng;
- Giám sát tuân thủ các quy định về công bố thông tin.

Giám sát việc tuân thủ các nghĩa vụ về công bố thông tin được thực hiện thông qua Quy chế về công bố thông tin đối với các tổ chức có cổ phiếu được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán, trong đó bao gồm cả các quy định về công bố thông tin định kỳ, công bố thông tin bất thường, công bố thông tin theo yêu cầu và hoãn công bố thông tin.

Để giám sát thông tin một cách hiệu quả, Sở Giao dịch Chứng khoán phải thiết lập một hệ thống công bố thông tin điện tử ở một đường truyền biệt lập với Sở giao dịch, theo đó các phòng chức năng có nhiệm vụ kiểm tra thông tin và cung cấp thông tin trực tiếp cho thị trường sau khi kiểm tra.

Giám sát các giao dịch đặc biệt liên quan đến các công ty niêm yết. Việc giám sát được thực hiện nhờ một hệ thống giám sát tự động, được kết nối với hệ thống lưu ký. Các giao dịch cần kiểm soát bao gồm:

- Giao dịch cổ phiếu của các cổ đông có thông tin nội bộ;
- Giao dịch cổ phiếu quỹ;
- Giao dịch cổ phiếu của cổ đông chủ chốt;
- Kiểm soát giao dịch sáp nhập và thu tóm liên quan đến công ty niêm yết;
- Những vấn đề về thay đổi niêm yết.

Sở Giao dịch Chứng khoán cũng chịu trách nhiệm kiểm tra các kế hoạch và hướng dẫn các công ty niêm yết thực hiện theo đúng các quy định và thủ tục liên quan khi tiến hành các hoạt động có thể dẫn đến thay đổi niêm yết:

- Thủ tục thay đổi trụ sở chính, tên công ty niêm yết, địa diện pháp lý của công ty, nhân viên công bố thông tin v.v...;
- Các bước và thủ tục chia tách và sáp nhập cổ phiếu;

- Các bước và thủ tục phát hành cổ phiếu thưởng, cổ phiếu trả cổ tức và cổ phiếu thưởng cho cán bộ nhân viên;

- Các điều kiện và thủ tục phát hành thêm cổ phiếu tăng vốn thông qua phát hành các quyền, chào bán ra công chúng và chào bán riêng;

- Các điều kiện, các bước và thủ tục chia tách và sáp nhập.

1.2.2. Giám sát thị trường

Phân quyền giám sát

UBCKNN có trách nhiệm chính trong việc giám sát Sở Giao dịch nhằm đảm bảo sự tuân thủ các nghĩa vụ được quy định trong Luật Chứng khoán đồng thời đảm bảo sự tuân thủ của các thành viên, các công ty niêm yết và cả các nhà đầu tư đối với các quy định của luật và cưỡng chế thi hành các quy định của Luật.

Sở Giao dịch có trách nhiệm chính trong việc đảm bảo các quy chế của Sở, các quy định và việc cưỡng chế thực thi luật và các quy định phù hợp với nguyên tắc hiệu quả, an toàn, minh bạch và công bằng. Việc giám sát phải bao gồm cả các giao dịch trên thị trường chứng khoán, các hoạt động của công ty chứng khoán và các công ty chứng khoán thành viên.

Hoạt động của hệ thống giám sát giao dịch tại Sở Giao dịch

Vai trò của việc giám sát giao dịch là nhằm phát hiện, kiểm tra và xác định những giao dịch nội gián, thao túng thị trường cũng như giám sát nghĩa vụ công bố thông tin của các công ty chứng khoán.

Giám sát giao dịch được thực hiện qua những phương thức sau:

Kiểm tra những vi phạm nghi ngờ qua việc tuân thủ của các nhà đầu tư đại chúng, các thành viên thị trường, khách hàng của các công ty chứng khoán; các thông tin chung của thị trường thông qua các phương tiện thông tin đại chúng, tin đồn, các giao dịch bất thường và cả những giao dịch có cảnh báo.

Cảnh báo khi giá hoặc khối lượng giao dịch của chứng khoán vượt ngưỡng xác định trước. Cảnh báo này sẽ được thực hiện qua phân tích hoặc

điều tra. Các công cụ cảnh báo là tiêu chuẩn cho các mẫu giao dịch và giới hạn cảnh báo.

Phân tích: sau khi có cảnh báo, dữ liệu sẽ được truyền đến Phòng phân tích để phân tích sâu hơn. Các bước phân tích bao gồm kiểm tra tất cả giao dịch bị cảnh báo; xem xét các ghi chép trước và sau cảnh báo; xác định tất cả các giao dịch và lệnh được thực hiện có liên quan đến chênh lệch giữa giá mua và giá bán của chứng khoán bị nghi ngờ; nhận diện những bất cân đối giữa cung và cầu cũng như những thay đổi bất thường.

Giám sát: Sau khi phân tích, nếu cảnh báo không thể giải thích được bằng các thông tin đại chúng hoặc các thông tin do công ty niêm yết công bố, vụ việc sẽ được chuyển đến Phòng Kiểm soát để phân tích sâu trong một quãng thời gian nhất định. Sau khi kết thúc quá trình phân tích sâu, kết quả sẽ được chuyển đến Phòng Thanh tra hoặc vụ việc sẽ được khép lại. Vụ việc sẽ được khép lại khi có những lý do để giải thích cho cảnh báo và không có yêu cầu điều tra thêm. Các báo cáo, ghi chép về cảnh báo sẽ được lưu trữ lại để tham khảo.

Thanh tra: Sau khi kết thúc phân tích và thu được những thông tin cần thiết, cảnh báo sẽ được chuyển đến phòng thanh tra để tiếp tục điều tra trong trường hợp có yêu cầu hợp lý về việc điều tra thêm.

- Thanh tra - Bước 1: Sử dụng phương pháp phân tích chuỗi thời gian để xác định xem giao dịch bị nghi ngờ có phải là giao dịch thao túng, giao dịch nội gián hay một vi phạm khác.

- Thanh tra - Bước 2: Một cuộc thảo luận giữa các chuyên gia phân tích cao cấp sẽ được thực hiện. Trong bước này, việc thanh tra được chia thành 3 loại: cơ bản, trung bình và toàn diện. Việc áp dụng loại hình thanh tra nào tùy thuộc sự việc có thu hút sự quan tâm của các phương tiện đại chúng hoặc cơ quan quản lý nhà nước như UBCKNN hay không; vào mức độ lợi nhuận tiềm năng hoặc thực tế của các bên liên quan, vào phạm vi điều tra và các nguồn tiền có liên quan.

- Thanh tra - Bước 3: lập kế hoạch thanh tra tập trung vào phạm vi thanh tra, các bên liên quan và thời hạn thanh tra. Trường hợp thanh tra toàn

diện sẽ được bắt đầu bằng việc tái hiện lại thị trường tại thời điểm nghi ngờ có hành vi thao túng. Các nhân tố được phân tích là giá mua và giá bán liên quan. Kết quả thanh tra toàn diện sẽ được lập thành báo cáo mật chuyển cho các chuyên gia phân tích cấp cao để thảo luận và xem xét thêm. Nếu giao dịch nghi vấn không bị xác định là giao dịch nội gián, thao túng thị trường hay vi phạm các quy định về công bố thông tin, vụ việc sẽ được đóng lại và những bên liên quan sẽ được thông báo. Trong trường hợp phát hiện ra có giao dịch nội gián, thao túng thị trường, một báo cáo mật sẽ được gửi đến Thanh tra viên để xử lý.

1.2.3. Công bố thông tin

Công bố thông tin: thông tin được công bố thông qua hệ thống công bố thông tin của Sở Giao dịch Chứng khoán, bao gồm:

Thông tin về Giao dịch thị trường, bao gồm những thông tin giao dịch trực tuyến và báo cáo tổng hợp định kỳ về ngày giao dịch;

Thông tin về công ty niêm yết, công ty quản lý quỹ và công ty chứng khoán thành viên, bao gồm các thông tin chung, thông tin định kỳ, thông tin bất thường và các thông tin theo yêu cầu được cung cấp theo quy định về công bố thông tin của Sở Giao dịch Chứng khoán, Luật Chứng khoán và các văn bản pháp quy khác;

Thông tin về quản lý thị trường những thông tin về đình chỉ giao dịch hoặc hủy treo lệnh của công ty niêm yết; các chứng khoán bị kiểm soát hoặc được chấm dứt kiểm soát; giao dịch của các cổ đông chủ chốt, chào bán, giao dịch nội gián, thu tóm công ty niêm yết; xử lý các vi phạm luật và các quy định, các văn bản hướng dẫn, các thông báo của UBCKNN, TTGDCK hoặc Sở Giao dịch Chứng khoán về quản lý thị trường.

Các phương tiện công bố thông tin

Sở Giao dịch Chứng khoán cung cấp thông tin cho những người cần thông tin qua một quy trình hoàn chỉnh, trong đó thông tin đi từ các công ty niêm yết, công ty quản lý quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, hệ thống giao dịch v.v... đến các phương tiện công bố thông tin của Sở Giao dịch Chứng khoán.

Việc công bố thông tin được hỗ trợ bởi một hệ thống phần mềm, được kết nối với hệ thống của các phòng chức năng trong Sở giao dịch, trở

thành một cơ sở dữ liệu hoàn chỉnh của toàn bộ Sở giao dịch. Thông tin được lựa chọn từ các nguồn khác nhau, sau đó được tổng hợp, xử lý và công bố qua các kênh khác nhau. Thông tin được ghi chép và quản lý sao cho có thể việc tìm kiếm, thống kê và thu nhận thông tin có thể thực hiện bằng nhiều dạng khác nhau. Hệ thống công bố thông tin có một hệ thống phân bổ để cung cấp kênh truy cập dễ dàng cho những dạng sử dụng khác nhau. Một loại sử dụng cụ thể là cho phép truy cập vào mạng thông qua một chương trình chức năng đặc biệt, được kiểm soát một cách chặt chẽ.

Các phương tiện công bố thông tin bao gồm bảng điện tử và hệ thống mạng WAN, chủ yếu phục vụ các công ty chứng khoán thành viên; bản tin thị trường hàng ngày; các ấn phẩm của Sở Giao dịch Chứng khoán và các phương tiện đại chúng khác.

Thông tin do Sở Giao dịch Chứng khoán cung cấp được thu phí, trừ những thông tin cung cấp cho cơ quan quản lý, chính quyền và các thành viên của Sở giao dịch. Các mức phí khác nhau sẽ được áp dụng cho những đối tượng sử dụng thông tin khác nhau và phụ thuộc vào từng hợp đồng cung cấp thông tin.

II. PHÁT TRIỂN TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

Khi Luật Chứng khoán có hiệu lực vào ngày 01/01/2007, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC) sẽ thực hiện những bước đi như sau:

- Tổ chức hệ thống giao dịch từ xa tại TTGDCK Hà Nội. Điều này mang lại lợi ích cho các công ty chứng khoán và các nhà đầu tư trong việc tiết kiệm chi phí, nguồn nhân lực, liên lạc, quản lý và đặc biệt là trong việc truy cập vào hệ thống của Trung tâm từ các công ty chứng khoán;

- Chuyển giao dịch trái phiếu thứ cấp từ TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh sang TTGDCK Hà Nội để thực hiện thị trường trái phiếu chuyên biệt; Trong giai đoạn đầu, giao dịch trái phiếu sẽ được thực hiện thông qua hệ thống giao dịch hiện thời. Khi hệ thống giao dịch từ xa được thiết lập, thị trường trái phiếu sẽ được tách ra và các ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác có thể tham gia vào thị trường như một thành viên giao dịch;

- Cần thiết phải có một quan điểm rõ ràng về việc phát triển hai Trung tâm giao dịch theo đúng Luật Chứng khoán.

III. THIẾT LẬP THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

3.1. Mô hình thị trường giao dịch cho Việt Nam

Thành viên tham gia

Do đặc thù của trái phiếu chính phủ (TPCP), các nhà đầu tư trên thị trường TPCP chủ yếu là các tổ chức tài chính, các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp. Phát triển cơ sở nhà đầu tư tại Việt Nam giai đoạn trước mắt dựa trên các tổ chức tài chính và đầu tư sau:

Ngân hàng thương mại: trước mắt các ngân hàng thương mại quốc doanh sẽ đóng vai trò chủ chốt trên thị trường. Các ngân hàng thương mại cổ phần hiện tại nhìn chung có quy mô vốn nhỏ, năng lực tài chính thấp và khả năng tham gia vào thị trường TPCP cả sơ cấp và thứ cấp còn hạn chế.

Công ty bảo hiểm: Thị trường bảo hiểm của Việt Nam đã phát triển nhanh chóng trong vòng 5 năm trở lại đây với sự gia tăng cả về số lượng các công ty bảo hiểm trong nước và công ty bảo hiểm nước ngoài và doanh thu từ phí bảo hiểm.

Quỹ hưu trí (Bảo hiểm xã hội): Đây là nguồn vốn nhàn rỗi khá dồi dào và chưa được sử dụng vào mục đích đầu tư an toàn: không mất vốn và có lãi. Nếu có cơ chế thích hợp để Bảo hiểm xã hội Việt Nam đầu tư vào thị trường TPCP thì có thể nói đây là một trong số các thành viên tham gia lớn và đầy tiềm năng trên thị trường.

Trong trung hạn, tức là từ 3 - 5 năm tới, các thành viên tham gia thị trường TPCP sẽ mở rộng hơn:

Ngân hàng thương mại cổ phần và chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam: Xu hướng chung là quy mô vốn và hoạt động của các ngân hàng thương mại trong nước sẽ gia tăng mạnh trước thềm hội nhập WTO và theo lộ trình mở cửa thị trường tài chính của Việt Nam. Do vậy trong tương lai, các ngân hàng thương mại cổ phần sẽ có vai trò ngày càng lớn hơn trên thị trường TPCP. Cũng không thể không nói đến khả năng tham

gia trong tương lai của các chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam với tiềm lực tài chính không hề nhỏ cũng như bề dày kinh nghiệm hoạt động trên thị trường các công cụ thu nhập cố định trên thế giới.

Quỹ đầu tư: Theo thống kê của Bộ Tài chính, tính đến nay có khoảng 19 quỹ đầu tư nước ngoài hoạt động tại Việt Nam với tổng số vốn đầu tư lên tới trên 2 tỷ USD. Tuy nhiên, mục tiêu của các quỹ là đầu tư vào các doanh nghiệp Việt Nam hơn là các công cụ ổn định và có thu nhập thấp hơn như TPCP. Trong tương lai có thể có thêm các quỹ đầu tư hải ngoại (offshore fund), quỹ phòng ngừa rủi ro (hedge fund) và các hình thức đầu tư tập thể khác.

Công ty quản lý tài sản: Cùng với sự thâm nhập của các ngân hàng nước ngoài vào Việt Nam thì các công ty quản lý tài sản của các tập đoàn ngân hàng tài chính lớn trên thế giới cũng sẽ tham gia đầu tư vào thị trường Việt Nam. Không loại trừ khả năng các tổ chức này sẽ đa dạng hoá danh mục đầu tư cho các khách hàng vào TPCP để giảm bớt rủi ro.

Công ty tài chính: Hiện tại, các công ty tài chính có vai trò hạn chế trên thị trường tài chính Việt Nam do nguồn vốn hạn hẹp, khả năng huy động vốn hạn chế và chủ yếu phục vụ nhu cầu quản lý vốn của công ty mẹ.

Công ty chứng khoán: Các công ty chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam phần lớn đều có nguồn vốn nhỏ, chủ yếu tập trung cho các nghiệp vụ liên quan đến thị trường cổ phiếu. Đối với thị trường trái phiếu và đặc biệt là TPCP, phần lớn mới chỉ dừng ở mức độ môi giới giao dịch hoặc thay mặt cho khách hàng tham gia đấu thầu TPCP trên thị trường chứng khoán.

3.2. Mô hình tổ chức giao dịch

Các lựa chọn mô hình tổ chức giao dịch

Các mô hình cấu trúc thị trường TPCP thứ cấp¹³ đã và đang được vận hành tại một số thị trường trên thế giới, bao gồm:

¹³ Đây là một nội dung trong buổi Hội thảo về “Cơ chế giao dịch cho Thị trường trái phiếu chính phủ liên định chế - kinh nghiệm quốc tế và khả năng thành lập ở Việt Nam” do UBCKNN tổ chức, diễn giả là ông Noritaka Akamasu – Chuyên gia tài chính trưởng, Điều phối viên về Tài chính và Phát triển Khu vực Tài chính và tư nhân của WB.

Hệ thống đơn định chế (single dealer system): nhà đầu tư kết nối với 1 nhà kinh doanh trái phiếu để thương lượng và thực hiện giao dịch. Nhà kinh doanh trái phiếu sẽ đưa ra yết giá 2 chiều mua - bán TPCP (Vietcombank hiện đang thực hiện theo mô hình này).

Hệ thống liên định chế (interdealer system): hệ thống giao dịch chỉ gồm các nhà kinh doanh trái phiếu chuyên nghiệp làm chức năng môi giới và mua/bán cho chính mình; các tổ chức đầu tư có thể biết được cách chào giá tốt nhất trên thị trường tại một thời điểm và tiến hành giao dịch thông qua nhà môi giới.

Các hệ thống đa định chế (multi-dealer system): nhà đầu tư kết nối với nhiều nhà kinh doanh trái phiếu; cho phép xem tất cả các chào giá có trên hệ thống tại một thời điểm để so sánh và tìm chào giá tốt nhất. Nhà đầu tư liên hệ với nhà kinh doanh có chào giá tốt nhất để thương lượng mua/bán.

Các hệ thống khớp lệnh chéo (cross-matching system): các nhà đầu tư kết nối với nhau thông qua các nhà kinh doanh trái phiếu (chỉ đóng vai trò môi giới).

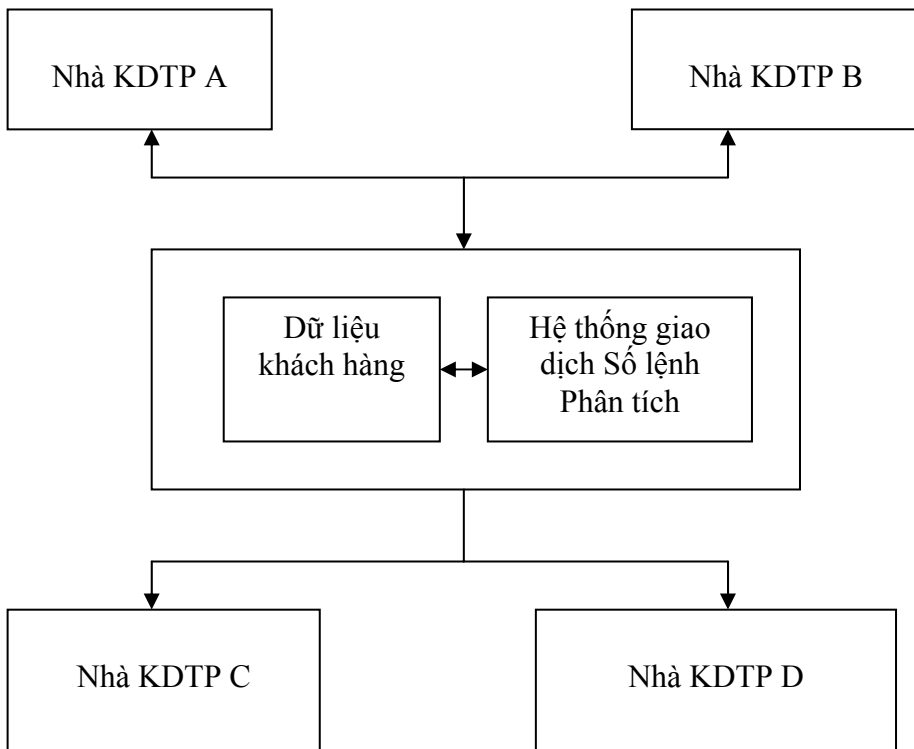
Các hệ thống đấu giá (auction system).

Bảng 1
So sánh các hệ thống giao dịch Trái phiếu chính phủ (TPCP) thứ cấp

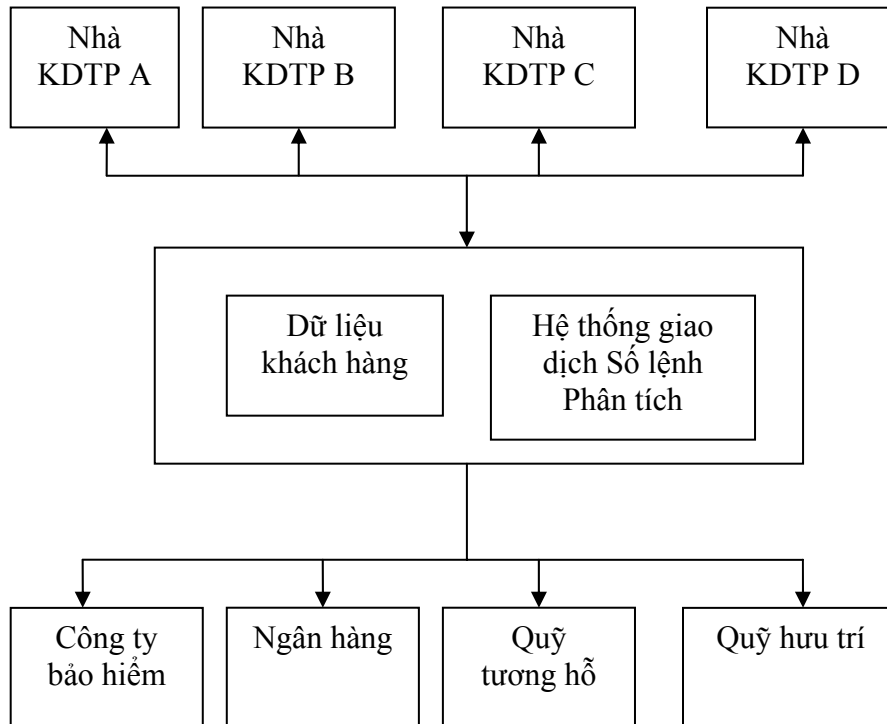
Loại hệ thống	Điểm mạnh	Điểm yếu	Ví dụ
Hệ thống đơn định chế	Thay thế hệ thống giao dịch sử dụng điện thoại	Cần thiết cho nhà đầu tư cuối cùng kết nối với hơn 1 hệ thống nhà kinh doanh đơn để có một cái nhìn tổng quát về thị trường.	Autobahn Electronic Trading (Deutsche Bank Securities), CSFB, Goldman Sachs, J.P. Morgan Express, MSDW, BondsinAsia, v.v...
Hệ thống liên	Mở rộng vai trò môi giới	Bỏ qua việc tập hợp nguồn thanh	MTS (including Coredeal and

định chế	liên định chế truyền thống. Tăng tính thanh khoản	khoản lớn bằng việc loại trừ nhà đầu tư cuối cùng	BrokerTec), Garban-ICAP ETC, eSpeed, BondsinAsia, v.v...
Hệ thống đa định chế	Tăng khả năng tiếp cận thông tin cho nhà đầu tư cuối cùng và có nhiều lựa chọn giao dịch.	Thông tin thị trường hạn chế và phụ thuộc vào nhà kinh doanh để tăng thanh khoản.	Market Axess, TradeWeb, Bloomberg BondTrader, BondsinAsia, v.v.
Hệ thống khớp lệnh chéo	Cải tiến lớn về thông tin thị trường và tiết kiệm chi phí giao dịch.	Không khuyến khích tạo lập thị trường và không bảo đảm tính thanh khoản.	BondBook, BondLink, Bond Connect, Bond-Net, BondMart, LIMITrader, Visible Market, v.v...

Hình 1- Hệ thống liên định chế



Hình 2- Hệ thống đa định chế



Ngoài việc cân nhắc điểm mạnh, yếu của từng hệ thống, điều kiện cơ sở hạ tầng kỹ thuật và triển vọng phát triển thị trường, việc lựa chọn hệ thống giao dịch cho thị trường thứ cấp TPCP cần xem xét các yếu tố:

- Hình thức tổ chức thị trường: tập trung hay là một tổ chức tự quản;
- Vai trò của UBCKNN, NHNN hay Bộ Tài chính trên thị trường;
- Các quy định về giao dịch, thanh toán đối với thành viên, quy định về đạo đức nghề nghiệp và quy tắc ứng xử;
- Năng lực giám sát của cơ quan quản lý.

Lựa chọn mô hình cho Việt Nam

Trong số các hệ thống kể trên, hệ thống liên định chế và hệ thống đa định chế có nhiều khả năng được lựa chọn áp dụng được cho thị trường trái phiếu Việt Nam (Xem Hình 1 và Hình 2).

Hệ thống liên định chế sẽ phù hợp với thị trường đã hình thành một cơ sở nhà đầu tư và nhà kinh doanh trái phiếu đủ lớn, quy mô thị trường lớn và các công cụ chuẩn trên thị trường và đặc biệt là trên thị trường sơ cấp đã có 1 hệ thống các nhà kinh doanh trái phiếu cấp I (Primary Dealer) có nghĩa vụ tạo lập thị trường cho TPCP trên thị trường thứ cấp.

Hệ thống đa định chế trước mắt sẽ phù hợp hơn với điều kiện thị trường hiện nay của Việt Nam do:

- Thị trường sơ cấp chưa có hệ thống các nhà kinh doanh trái phiếu cấp I;
- Chưa có một cơ sở nhà đầu tư trái phiếu đủ lớn và tham gia tích cực trên thị trường sơ cấp. Số lượng các tổ chức tham gia đầu tư trái phiếu là không nhiều và có thể ước đoán thông qua số lượng các tổ chức đủ điều kiện tham gia đấu thầu qua TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh;
- Cho phép các tổ chức tài chính lớn có tiềm lực vốn đứng ra tạo lập thị trường TPCP; đáp ứng các nhu cầu sử dụng vốn đầu tư đa dạng và không thường xuyên phát sinh của các tổ chức đầu tư TPCP tiềm năng.

Các giai đoạn phát triển của thị trường giao dịch TPCP

Giai đoạn 1 (2006-2007): Tổ chức thị trường trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội

Mô hình: sử dụng hệ thống giao dịch báo giá và thoả thuận hiện tại cho giao dịch trái phiếu (cổ phiếu và trái phiếu khác), giao dịch thông qua các công ty chứng khoán thành viên làm môi giới trên thị trường.

Thành viên: Các công ty chứng khoán là thành viên của TTGDCK Hà Nội.

Thời gian thanh toán: T+1.

Công bố thông tin: Công bố thông tin liên quan đến đấu thầu, kết quả đấu thầu, ngày đăng ký giao dịch, ngày đáo hạn, khối lượng, giá thực hiện và giá trị giao dịch của từng loại TPCP theo ngày giao dịch... trên Bản tin TTGDCK Hà Nội hoặc Website TTGDCK Hà Nội.

Giai đoạn 2 (Từ 2007-2010): Mô hình thị trường – mô hình đa định chế (multi-dealer system)

Thành viên thị trường:

- Thành viên chính: Công ty chứng khoán
- Thành viên phụ: Các tổ chức là thành viên tham gia đấu thầu trái phiếu. Tiêu chuẩn xem xét là năng lực tài chính và khả năng tham gia thị trường (ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, định chế quỹ...).

Cơ chế giao dịch:

- Giao dịch báo giá từ xa (Không có đại diện tại sàn): Hệ thống mạng riêng biệt kết nối giữa các thành viên tham gia thị trường và nhà quản lý. Nhà quản lý có vai trò giám sát thị trường. Các thành viên chính truy cập hệ thống, xem thông tin trước và sau giao dịch, đưa ra các báo giá 2 chiều cho từng loại TPCP muốn giao dịch cho chính mình hoặc cho khách hàng.

Hệ thống cho phép thành viên phụ tham gia yết giá và giao dịch cho chính mình bằng cách thoả thuận trực tiếp với các thành viên chính hoặc thành viên phụ khác để tìm giá tốt nhất. Các nhà đầu tư có thể truy cập hệ thống để tìm báo giá tốt nhất của một loại TPCP bất kỳ do các thành viên chính yết và mức giá thực hiện tốt nhất tại một thời điểm.

- Yết giá trái phiếu theo lãi suất.

Thanh toán giao dịch: ngày T+0.

Lưu ý:

Nhà đầu tư tham gia thị trường trái phiếu chỉ được phép đặt lệnh mua - bán trái phiếu thông qua thành viên chính.

Thành viên phụ được trực tiếp giao dịch trên thị trường thông qua hệ thống, nhưng không được phép nhận lệnh môi giới trái phiếu cho khách hàng.

Mô hình này đòi hỏi phải xây dựng lại phần mềm giao dịch trái phiếu (yết giá theo lãi suất).

Giai đoạn 3 (Từ sau 2010): Mô hình thị trường liên định chế (interdealer system)

Mô hình này còn phụ thuộc vào mô hình tổ chức của thị trường phát hành. Sau 2010 có khả năng Việt Nam sẽ xây dựng được một hệ thống như vậy.

Trong trường hợp Việt Nam vẫn chưa hội đủ các điều kiện để ra đời một hệ thống các nhà kinh doanh TPCP sơ cấp thì mô hình đa định chế vẫn là lựa chọn tối ưu.

3.3. Hệ thống thanh toán

Các định hướng tổ chức hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu

Theo kế hoạch chuẩn bị xây dựng và phát triển thị trường giao dịch trái phiếu, lộ trình thiết lập một hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu cần tập trung vào những giai đoạn cụ thể như sau:

Quan điểm ngắn hạn (2006-2008): cùng với việc tái tổ chức thị trường giao dịch trái phiếu gồm việc chuyển các hoạt động niêm yết và giao dịch trái phiếu chính phủ từ Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh sang TTGDCK Hà Nội mặc dù chưa có nhiều điều chỉnh lớn về mặt tổ chức hệ thống giao dịch trái phiếu, sau đó về cơ bản hệ thống thanh toán có thể giống như hệ thống hiện tại của Trung tâm Lưu ký (TTLK). Theo đó, hệ thống thanh toán các giao dịch trái phiếu hiện tại của TTLK được quản lý và điều hành bởi hệ thống của Chi nhánh TTLK tại thành phố Hồ Chí Minh. Hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu tại Trụ sở chính của TTLK hiện hành sẽ tiếp tục đảm bảo cho các dịch vụ thanh toán cho các giao dịch trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội. Tuy nhiên, theo một số khía cạnh kỹ thuật cụ thể, trong giai đoạn này cần phải tính đến một sự điều chỉnh hay bổ trợ cho một số chức năng kỹ thuật nhất định để đảm bảo thống nhất cho hệ thống thanh toán và lưu ký trái phiếu giữa trụ sở chính và các chi nhánh của TTLK để đảm bảo một sự thống nhất trong các hoạt động thanh toán cho các giao dịch trái phiếu trên hai thị trường.

Quan điểm dài hạn (sau 2008): định hướng trong tương lai sẽ tổ chức một thị trường giao dịch trái phiếu chuyên biệt tại TTGDCK Hà Nội, theo

quan điểm dài hạn của chúng tôi, cần thiết phải tổ chức một hệ thống thanh toán riêng biệt cho các giao dịch trái phiếu - hệ thống này sẽ được tách biệt khỏi hệ thống thanh toán của các giao dịch cổ phiếu và một số loại chứng khoán khác. Kế hoạch này cũng khá phù hợp với định hướng tổ chức một hệ thống giao dịch riêng biệt cho trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội. Hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu sẽ cho phép TTLK được phép xây dựng các qui định tiêu chuẩn về thành viên, các loại chứng khoán, hình thức thanh toán, chế độ để đảm bảo được việc khắc phục tình trạng mất khả năng thanh toán..., một hệ thống hoàn toàn khác so với hệ thống thanh toán cho các loại chứng khoán khác. Ngoài ra, để thực hiện việc lưu ký và thanh toán cho các giao dịch trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội, hệ thống thanh toán mới phải đảm bảo các chức năng lưu ký, đăng ký và thanh toán cho các giao dịch trái phiếu được thực hiện tại TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh, điều này tốt hơn việc duy trì hai hệ thống hoàn toàn khác biệt và tách biệt hiện nay.

Đề xuất về mô hình cho hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu

Với quan điểm tập trung vào việc xây dựng một hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu theo 2 giai đoạn như đã đề cập ở trên, một mô hình cụ thể cho hệ thống thanh toán các giao dịch trái phiếu trong mỗi giai đoạn sẽ được xây dựng theo hướng như sau:

Mô hình hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu - Giai đoạn 1

Tổ chức hệ thống:

Hệ thống thanh toán các giao dịch trái phiếu của TTLK hiện tại vẫn được tổ chức riêng biệt cho 2 thị trường thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, trong đó trụ sở chính của TTLK sẽ vận hành và quản lý hệ thống lưu ký và thanh toán cho các giao dịch trái phiếu được thực hiện tại TTGDCK Hà Nội, chi nhánh của TTLK sẽ quản lý hệ thống lưu ký và thanh toán cho các trái phiếu được giao dịch tại TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh. Cả hai hệ thống này đều hoạt động độc lập nhưng đồng bộ với nhau về cách thức hoạt động. Hệ thống lưu ký và thanh toán các giao dịch trái phiếu sẽ được tổ

chức như là một phần trong hệ thống lưu ký, đăng ký và thanh toán tổng thể có liên quan đến chứng khoán.

Các qui định liên quan đến thành viên của Trung tâm Lưu ký và cách thức thanh toán giao dịch trái phiếu: như qui định hiện hành.

Phương thức giao dịch: các giao dịch trái phiếu sẽ chỉ được thực hiện theo phương thức thoả thuận.

Phương thức thanh toán: chỉ áp dụng phương thức thanh toán trực tiếp cho tất cả các giao dịch trên cả hai thị trường.

Thời gian thanh toán: áp dụng đồng thời phương thức thanh toán T+1

Thanh toán các giao dịch:

Tại 2 địa điểm: trụ sở chính và chi nhánh của TTLK, việc thanh toán các giao dịch trái phiếu được thực hiện thông qua các tài khoản lưu lý trái phiếu cho các giao dịch được thực hiện trên hai thị trường thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội.

Các ngân hàng thanh toán chỉ định: việc thanh toán và giao dịch trái phiếu được thực hiện bởi hai nơi được coi là các ngân hàng thanh toán chỉ định là: chi nhánh Nam Kỳ Khởi Nghĩa cho các giao dịch tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh và Chi nhánh Hà Thành cho các giao dịch tại thị trường Hà Nội.

Nguyên tắc thanh toán: thanh toán ngay DVP.

Các qui định về hệ thống: Mô hình tổ chức hệ thống thanh toán được đề cập ở trên về cơ bản không qui định các điều chỉnh lớn về mặt kỹ thuật, các qui định quản lý cũng như các thủ tục tiến hành. Tuy nhiên, để có một mô hình đồng bộ cho cả Trụ sở chính và Chi nhánh cho Trung tâm lưu ký, cần phải có sự hỗ trợ và điều chỉnh nhất định cho hệ thống hiện hành, như:

Liên quan đến hệ thống thanh toán cho các giao dịch tại TTGDCK Hà Nội: (1) chỉ cho phép phương thức thoả thuận cho các giao dịch trái phiếu; (2) cho phép tự động lựa chọn phương thức thanh toán trực tiếp với

thời gian thanh toán cố định T+1 cho các giao dịch trái phiếu mà không cần yêu cầu phải thoả mãn bất kỳ điều kiện nào về khối lượng giao dịch.

Liên quan đến hệ thống thanh toán cho các giao dịch tại TTGDCK thành phố Hồ Chí Minh : nên có một điều chỉnh về việc phương thức thanh toán bù trừ đa phương thay thế cho phương thức thanh toán trực tiếp.

Mô hình hệ thống thanh toán cho các giao dịch trái phiếu - Giai đoạn 2

Tổ chức hệ thống:

Để xây dựng một hệ thống tập trung cho việc lưu ký và thanh toán cho các giao dịch trái phiếu cho cả hai thị trường, trong đó trái phiếu chính phủ sẽ được thực hiện chủ yếu tại TTGDCK Hà Nội. Hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán cho các giao dịch trái phiếu được tổ chức độc lập với các hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán cho các giao dịch chứng khoán khác.

Các qui định về thành viên lưu ký và thanh toán trái phiếu: thành viên của hệ thống lưu ký được mở rộng không chỉ dành cho các công ty chứng khoán, ngân hàng lưu ký mà còn cho tất cả các ngân hàng, tổ chức tài chính và các công ty bảo hiểm.

Phương thức giao dịch: các giao dịch trái phiếu chỉ được thực hiện theo phương thức thoả thuận.

Phương thức thanh toán: chỉ áp dụng phương thức thanh toán tổng theo thời gian thực cho các giao dịch trên cả hai thị trường.

Thời gian thanh toán: đều là T+1.

Thanh toán các giao dịch:

Địa điểm thực hiện duy nhất của TTLK là Trụ sở chính sẽ thực hiện việc thanh toán bù trừ cho các giao dịch trái phiếu thông qua các tài khoản lưu ký trái phiếu đối với các giao dịch trên cả hai thị trường.

Chức năng của Ngân hàng thanh toán chỉ định do Ngân hàng Nhà nước qui định (qui định rằng Ngân hàng Nhà nước phải đáp ứng mọi điều

kiện về mặt pháp luật và kỹ thuật để cung cấp các dịch như trên, bao gồm cả hoạt động của hệ thống RTGS)

Nguyên tắc thanh toán: thanh toán ngay khi giao hàng DVP.

Các qui định về hệ thống: Mô hình trên đòi hỏi một số thay đổi lớn về mặt kỹ thuật, các qui định quản lý cũng như qui trình thực hiện. Những điều chỉnh này gồm:

Liên quan đến hệ thống lưu ký và thanh toán của TTLK: phải xây dựng một hệ thống thanh toán và lưu ký mới cho trái phiếu và đồng thời phải xây dựng một hệ thống mới cho các giao dịch của các trung tâm giao dịch chứng khoán.

Thiết lập một sự kết nối dữ liệu giữa hệ thống thanh toán của TTLK với các hệ thống của các thành viên của TTLK và Ngân hàng nhà nước để đảm bảo hệ thống RTGS giữa các thành viên này với nhau.

Phác thảo và xây dựng một hệ thống thanh toán mới cho các thành viên lưu ký và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, bao gồm việc áp dụng hệ thống RTGS. Tại thời điểm hiện tại, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam vẫn chưa sử dụng hệ thống này.

Chế độ đảm bảo thanh toán:

Chế độ đảm bảo khả năng thanh toán chứng khoán: Giai đoạn này cho phép triển khai các giao dịch cho vay và đi vay chứng khoán. Đây là lí do để các thành viên có thể tìm kiếm các nguồn cung chứng khoán để có thể trang trải được các khoản thâm hụt tạm thời. Ngoài ra, hệ thống giao dịch mới cũng đòi hỏi phải có một bảng giao dịch riêng biệt cho các giao dịch mua, đây được coi là giải pháp bổ sung để xử lý các khoản thâm hụt trái phiếu. Các giao dịch này phù hợp với thông lệ chung.

Chế độ đảm bảo khả năng thanh toán tiền: Cần thiết phải xây dựng một chế độ được coi như một chế độ bổ sung cho chế độ về Quỹ Thanh toán và Hỗ trợ vốn vay cho ngân hàng chỉ định thanh toán hiện hành. Trong tương lai, với việc chuyển đổi chức năng thanh toán tiền từ ngân hàng chỉ định thanh toán hiện hành là BIDV, sang Ngân hàng Nhà nước, chế độ hỗ trợ vốn vay của ngân hàng chỉ định thanh toán sẽ không tiếp tục được áp

dụng nữa. Ngoài ra, liên quan đến các giao dịch trái phiếu, quỹ hỗ trợ thanh toán không thể được coi là nguồn cung chính hỗ trợ cho các thành viên phải đối mặt xử lý với vấn đề thâm hụt tiền tệ. Như vậy, phương thức thanh toán từ các ngân hàng lớn cho các thành viên có thể được cân nhắc. Có một hệ thống đảm bảo thanh toán liên ngân hàng có thể sẽ được coi là điều kiện để trở thành thành viên thanh toán của hệ thống.

3.4. Công bố thông tin

Nhu cầu cần công bố thông tin cho việc sử dụng nội bộ trong hệ thống giao dịch và việc công bố ra bên ngoài cần phải được làm rõ. Các loại thông tin cần công bố ra thị trường gồm các thông tin trước và sau giao dịch cũng cần phải được xem xét.

Để thêm các công thức tính toán mới cho việc tính và phân tích các giao dịch, gồm bảng phân tích tự động, các biểu đồ phân tích, các mô hình tính toán lợi tức, các công cụ tìm kiếm...

Các thông tin được công bố công khai trên các trang web nên được quản lý riêng biệt và độc lập.

Các nỗ lực cần phải được thực hiện để nghiên cứu và điều chỉnh những giao diện để thực hiện các giao dịch và các thông tin giao dịch theo đúng yêu cầu về nâng cấp hệ thống (ví dụ việc chất lọc các thông tin từ hệ thống để công bố thông tin ra ngoài hệ thống, phát triển các giao diện cho các thông báo về giá trái phiếu, phát triển các giao diện cho các thông tin để phục vụ cho việc tham khảo và phân tích).

Khả năng hội nhập hệ thống cho các giao dịch trái phiếu tại TTGDCK Hà Nội với các hệ thống cung cấp thông tin quốc tế, như Bloomberg, Reuter... cũng cần phải được xem xét.

3.5. Cơ sở và điều kiện để phát triển mô hình

Với việc chuyển sang sử dụng mô hình chuyên biệt cho các giao dịch trái phiếu theo đúng kế hoạch nâng cấp hệ thống, sau đây là các vấn đề cần phải cân nhắc:

Nâng cấp bảng giao dịch trái phiếu hiện tại:

Nâng cấp (hoặc xây dựng mới) hệ thống phần mềm cho các giao dịch trái phiếu, gồm:

- Nâng cấp các hệ thống phần mềm cho các giao dịch hiện tại để cho phép các giao dịch từ các thành viên;
- Điều chỉnh các chức năng yết giá và các giao dịch thoả thuận trong hệ thống
- Thêm chương trình cho việc báo cáo về các kết quả giao dịch và hỗ trợ cho việc thanh toán liên quan đến các giao dịch tự doanh nằm ngoài hệ thống được thực hiện bởi các thành viên tham gia giao dịch trái phiếu thực hiện các giao dịch tự doanh.

Nâng cấp hoặc xây dựng mới một hệ thống cho các thông tin trái phiếu, gồm

- Phần mềm thông tin về các thành viên giao dịch cung cấp các thông tin và công cụ để phân tích.
- Nâng cấp trang web của TTGDCK Hà Nội, thêm một modul riêng cho thị trường trái phiếu.

Hoàn chỉnh các thiết bị phần cứng, cơ sở vật chất đảm bảo an ninh, bảo mật và xây dựng hệ thống để đáp ứng được các yêu cầu về một phần mềm mới cho các giao dịch.

Phối hợp với Trung tâm Lưu ký chứng khoán để hoàn chỉnh hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ cho trái phiếu.

Hoàn chỉnh hệ thống cơ sở hạ tầng cho việc kết nối giữa TTGDCK Hà Nội với các thành viên.

Các vấn đề kỹ thuật để tích hợp hệ thống giao dịch trái phiếu tại TTGDCK HN với các hệ thống giao dịch và thông tin quốc tế như Bloomberg, Reuter... cũng cần phải được xem xét.

3.6. Lộ trình thực hiện

	Miêu tả	Dự kiến
1	Xác định mô hình tổ chức thị trường (lựa chọn	Quý VI - 2006

- hệ thống giao dịch)
- 2 Xây dựng khuôn khổ pháp lý cho thị trường: các qui định về công bố thông tin, các qui định về giám sát thị trường Quý I - 2007
 - 3 Xây dựng thị trường: xây dựng các điều kiện qui định về tư cách thành viên, lợi ích và nghĩa vụ của các thành viên, các qui định về các giao dịch trái phiếu chính phủ. Quý II- 2007
 - 4 Chuyển các giao dịch trái phiếu chính phủ sang TTGDCK Hà Nội Quý III - 2007
 - 5 Xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu chính phủ tuân thủ theo hệ thống giao dịch đa định chế 2008
 - 6 Chuyển sang hệ thống giao dịch liên định chế Sau 2010

IV. XÂY DỰNG TRUNG TÂM LƯU KÝ CHỨNG KHOÁN

Trung tâm Lưu ký chứng khoán được thành lập theo Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg ngày 27 tháng 7 năm 2005 của Thủ tướng Chính phủ và chính thức hoạt động từ ngày 01 tháng 5 năm 2006 theo Quyết định số 1602/QĐ-BTC ngày 07 tháng 4 năm 2006 của Bộ trưởng Bộ Tài chính. Trung tâm Lưu ký có chức năng đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ các chứng khoán từ các TTGDCK được chuyển đến TTLK.

4.1. Mô hình hoạt động

Trung tâm Lưu ký có các chức năng hoạt động sau:

Đăng ký chứng khoán

TTLK chứng khoán thực hiện chức năng đăng ký các chứng khoán đã được phát hành ra công chúng, các chứng khoán đã được niêm yết, các chứng khoán đã được đăng ký giao dịch và các loại chứng khoán khác theo yêu cầu của tổ chức phát hành. Chứng khoán được đăng ký tại Trung tâm Lưu ký dưới hình thức chứng chỉ hoặc ghi sổ. Ngoài chức năng đăng ký quyền sở hữu, hoạt động đăng ký chứng khoán còn gồm có các dịch vụ khác liên quan như: thực hiện quyền bỏ phiếu, tham dự đại hội cổ đông, thanh

toán cổ tức, lãi suất và tiền vốn ban đầu của trái phiếu, thực hiện các quyền và chuyển giao quyền sở hữu của các cổ đông và vãn vãn.

Lưu ký chứng khoán

Trung tâm thực hiện chức năng lưu ký các chứng khoán được phát hành ra công chúng, các chứng khoán được đăng ký giao dịch và các loại chứng khoán khác tùy theo yêu cầu đề nghị của tổ chức phát hành. Việc lưu ký chứng khoán được quản lý theo hai cấp: gồm (i) các nhà đầu tư lưu ký chứng khoán tại các công ty thành viên của TTLK, và (ii) các thành viên lưu ký lưu ký lại tại TTLK. Các chứng khoán cùng loại lưu ký tại Trung tâm dưới hình thức có thể thay thế được. Để tách bạch tài sản của nhà đầu tư với tài sản của thành viên lưu ký, mỗi thành viên lưu ký phải mở một tài khoản lưu ký riêng (tài khoản của chủ sở hữu) và các tài khoản có thể thay thế được cho các khách hàng của các công ty thành viên lưu ký (được coi như các tài khoản của công ty môi giới) được mở tại Trung tâm lưu ký.

Thanh toán bù trừ

Việc thanh toán bù trừ được áp dụng với tất cả các chứng khoán tại các Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Việc thanh toán các giao dịch chứng khoán được áp dụng theo nguyên tắc thanh toán DVP. Việc bù trừ các chứng khoán và tiền được TTLK thực hiện trong khi việc thanh toán chứng khoán do TTLK thực hiện còn việc thanh toán tiền do Ngân hàng chỉ định thanh toán thực hiện dựa trên các kết quả thanh toán của TTLK. Phương pháp thanh toán bù trừ được thực hiện cả hai hình thức song phương và đa phương. Chu kỳ thanh toán tại TTLK là T + 3 đối với các giao dịch khớp lệnh và là T+1 đối với các giao dịch thảo thuận và giao dịch trái phiếu.

Quỹ hỗ trợ thanh toán

Quỹ hỗ trợ thanh toán được thành lập bởi sự đóng góp của các thành viên lưu ký và quỹ này được sử dụng cho việc thanh toán tiền cho các thành viên lưu ký trong trường hợp các thành viên lưu ký không có khả năng thanh toán khi thực hiện các giao dịch chứng khoán. Các thành viên của TTLK phải thanh toán cho quỹ hỗ trợ thanh toán trong vòng 5 ngày làm việc kể từ ngày sử dụng tiền của quỹ. Ngoài ra, TTLK chứng khoán qui định việc cho vay bắt buộc từ ngân hàng chỉ định thanh toán trong một số

trường hợp cụ thể, ví dụ sẽ áp dụng khi thành viên lưu ký thiếu vốn hơn 5 tỷ đồng.

Quản lý thông tin các nhà đầu tư nước ngoài

Các nhà đầu tư - là những người muốn sở hữu và đầu tư chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam phải đăng ký mã giao dịch chứng khoán tại Trung tâm thông qua các thành viên lưu ký. Mã giao dịch do TTLK phát hành sẽ được thông báo cho các thành viên và được sử dụng cho các nhà đầu tư để mở tài khoản giao dịch tại công ty lưu ký thành viên. Việc sở hữu chứng khoán của các nhà đầu tư nước ngoài được giám sát thông qua các tài khoản môi giới tách biệt với các tài khoản môi giới của các nhà đầu tư trong nước tại các thành viên lưu ký.

Giám sát tại TTLK

Trung tâm Lưu ký chịu trách nhiệm giám sát hoạt động của các thành viên lưu ký khi áp dụng các quy định về đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ và các nguyên tắc do TTLK phát hành. Việc giám sát của TTLK được thực hiện thông qua các hoạt động hàng ngày và các báo cáo định kỳ của các thành viên lưu ký gửi cho TTLK.

4.2. Mô hình Tổ chức

Với thời gian, TTLK là một thể chế - tức là một cơ quan hành chính sự nghiệp có thu dưới sự quản lý của UBCKNN. TTLK có con dấu và tài khoản riêng. Trong tương lai, TTLK sẽ được tổ chức lại theo hướng công ty cổ phần có sự nắm giữ chi phối của Chính phủ, Sở giao dịch/ TTGDCK, các thành viên lưu ký và vãn vãn.

V. TỔ CHỨC HOẠT ĐỘNG

5.1. Tăng cường đầu tư có tổ chức trên thị trường vốn

Tăng cường sự hấp dẫn của thị trường vốn bằng việc tăng nguồn cung của các cổ phiếu có chất lượng, xây dựng một hệ thống giao dịch hiệu quả hơn, và đưa ra các chiến dịch đầu tư chứng khoán... tất cả sẽ góp phần làm tăng nhu cầu về chứng khoán. Tuy nhiên, các khuyến nghị chính sách trên thị trường này cơ bản giải quyết vấn đề về việc tham gia một cách hạn chế của các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường vốn Việt Nam. Điều này là

vì thiếu các nhà đầu tư có tổ chức ở Việt Nam có nhận thức được các vấn đề trở ngại chính cho sự phát triển của thị trường vốn.

Các nhà đầu tư có tổ chức quan trọng không chỉ cho việc giải quyết tiến trình tăng nhu cầu chứng khoán mà còn giúp đem lại những đánh giá chứng khoán một cách chuyên nghiệp cho thị trường, chính vì vậy sẽ làm giảm tính không ổn định của thị trường do các giao dịch đầu cơ gây nên. Sự hiện diện trên thị trường vốn cũng chứng tỏ việc thúc đẩy tình hình quản trị công ty tại các công ty niêm yết thông qua việc thực hiện chủ động các quyền của các cổ đông. Việc phối hợp và xây dựng kế hoạch có tính hệ thống của Chính phủ là yêu cầu thiết yếu để tăng cường vai trò của các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Các nhà đầu tư có tổ chức đầu tư vào các quỹ mà họ giao phó những quyền lợi cho các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp và thận trọng. Nhiệm vụ hàng đầu là quản lý các quỹ để đem lại các lợi ích tốt nhất cho các nhà đầu tư. Do vậy điều quan trọng cần phải lưu ý là vai trò phát triển của các nhà đầu tư có tổ chức cần phải được hài hoà với các nhiệm vụ uỷ thác cho những người hưởng lợi. Sáng kiến quan trọng nhất của Chính phủ là tạo nên một môi trường có lợi cho các nhà đầu tư có tổ chức. Khuôn khổ pháp lý hiện tại cần phải được rà soát lại và sửa đổi để mở đường cho sự tham gia một cách năng động của các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường vốn.

Đầu tiên phạm vi đầu tư của các nhà đầu tư có tổ chức cần phải được công nhận trong các qui định của các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty đầu tư, quỹ hưu trí và các quỹ tín dụng nhân dân. Trong số các nhà đầu tư có tổ chức này, các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và các công ty chứng khoán là những nhà đầu tư tổ chức quan trọng nhất trên thị trường vốn. Thứ hai, khung quản lý hiện hành đối với hoạt động quản lý danh mục chứa các nhà đầu tư có tổ chức cần được rà soát. Mỗi loại hình nhà đầu tư có tổ chức cần được áp dụng mức rủi ro và mức ưu tiên về lợi nhuận khác nhau cũng như phạm vi thời gian đầu tư khác nhau. Mục tiêu cần đạt được là cho phép nhà đầu tư định chế có cơ hội tối đa hóa lợi nhuận có được do đánh đổi rủi ro đối với khoản đầu tư của họ.

Ngoài ra, do được coi là biện pháp hữu ích trong việc khuyến khích các định chế đầu tư tham gia vào thị trường chứng khoán nên hệ thống thuế

của Việt Nam cũng nên được xem xét và chỉnh sửa lại. Ví dụ, đối với các khoản đầu tư dài hạn của các định chế tài chính có thể được hưởng ưu đãi thuế. Khi xây dựng khung thuế áp dụng cho các định chế đầu tư, một điều tối quan trọng là hệ thống này phải được áp dụng cho tất cả các kế hoạch đầu tư và cho các loại chứng khoán.

Ngoài các quỹ bảo hiểm và quỹ hưu trí, cũng cần phải lưu ý đến các nhà đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư nước ngoài được coi là nguồn lực bổ sung trong việc huy động nguồn lực cho việc tăng trưởng kinh tế tài chính và góp phần vào tình hình phát triển thị trường vốn của Việt Nam. Để tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nước ngoài tham gia trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Chính phủ cần tiến hành các chính sách tích cực đối với các khoản đầu tư nước ngoài cho cả chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết. Cũng có một số cản trở cần phải được xem xét lại. Trước tiên là quy định hạn chế hiện tại 49% cho các khoản đầu tư nước ngoài vào các công ty niêm yết và chưa niêm yết cần phải được nới lỏng để khuyến khích đầu tư nước ngoài vào các công ty cổ phần. Điểm thứ hai là các nhà đầu tư nước ngoài quan niệm rằng các giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch, bù trừ và thanh toán hiện tại hết sức rủi ro. Cần phải có nhiều nỗ lực để nâng cấp hệ thống đăng ký, thanh toán, lưu ký tập trung và bù trừ chứng khoán, không chỉ có lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài mà còn thúc đẩy thêm lòng tin của các nhà đầu tư tiềm năng trên thị trường chứng khoán.

Khi các định chế đầu tư bắt đầu nắm giữ một tỷ lệ khá lớn cổ phiếu của các công ty niêm yết thì nhu cầu cần có các công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả và tiết kiệm chi phí sẽ tăng lên cùng với cầu về một loạt các công cụ tài chính để có thể thực hiện các chiến lược đầu tư ngày càng phức tạp hơn. Để giải quyết được các nhu cầu này các công cụ phái sinh sẽ được đưa ra tại thời điểm thị trường chứng khoán có sự phát triển rõ nét. Công cụ phái sinh không chỉ góp phần làm tăng tính thanh khoản của thị trường và đưa ra các biện pháp để phòng ngừa rủi ro cho các nhà đầu tư đang nắm giữ vị thế mua mà còn là phương tiện định giá chứng khoán hiệu quả thông qua nghiệp vụ arbit trên thị trường.

Trước khi thành lập thị trường phái sinh, cũng nên cân nhắc đến các yếu tố: quy mô thị trường, phạm vi điều chỉnh và xu hướng tự do hoá trên

các thị trường tài chính. Cùng với việc xây dựng khuôn khổ pháp lý cần thiết, việc nâng cao năng lực cho cơ quan quản lý, Sở Giao dịch và các trung gian thị trường cần phải được thực hiện trước khi khai trương thị trường phái sinh. Những hoạt động để nâng cao nhận thức đúng đắn cho công chúng cũng cần phải được thực hiện. Trong số một loạt các sản phẩm phái sinh tài chính thì sản phẩm hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán nên được đưa ra đầu tiên vì nó được trông chờ là sẽ có một khối lượng giao dịch khá lớn, sau đó mới là sản phẩm hợp đồng quyền chọn chỉ số chứng khoán và các quyền chọn cho chứng khoán riêng lẻ.

5.2. Tăng cường năng lực tài chính cho công ty chứng khoán

Để thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán, khái niệm kinh doanh cũng nên được mở rộng hơn. Trước tiên, nên cho phép các công ty chứng khoán được tham gia vào các hoạt động môi giới và giao dịch tự doanh các cổ phiếu chưa niêm yết trên tài khoản chủ sở hữu của họ. Thứ hai, để khuyến khích nghiệp vụ bảo lãnh phát hành, các công ty chứng khoán nên đóng vai trò chủ chốt trong tiến trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước thông qua việc kết nối giữa cổ phần hoá với bảo lãnh phát hành chứng khoán. Một loạt các dịch vụ khác nhau như giao dịch tự doanh các công cụ trên thị trường tiền tệ, mở rộng định mức tín dụng và giao dịch margin, giao dịch hợp đồng tương lai và quyền chọn, cung cấp các kế hoạch tiết kiệm bằng chứng khoán, cung cấp dịch vụ giám sát... là các dịch vụ nên được mở thêm cho các công ty chứng khoán. Ngoài những biện pháp nhằm mở rộng phạm vi kinh doanh cho các công ty chứng khoán, các công ty chứng khoán của Việt Nam cũng nên củng cố và cải tiến cơ sở và khả năng kỹ thuật của mình. Ngoài những nỗ lực trên, sự tham gia của các công ty nước ngoài sẽ góp phần chuyển giao các kiến thức và kinh nghiệm của họ cho thị trường vốn của Việt Nam.

Hoạt động tác nghiệp của các công ty chứng khoán là yếu tố sống còn trong hoạt động kinh doanh của họ. Tuy nhiên hầu hết các công ty chứng khoán ở Việt Nam hiện chưa có đủ trang thiết bị hiệu quả cho hoạt động tác nghiệp. Việc xây dựng và phát triển hệ thống tác nghiệp là đặc quyền của các công ty chứng khoán tư nhân và thường được thiết kế để phù hợp với nhu cầu cụ thể của họ. Tuy nhiên, một hệ thống tác nghiệp tập trung

và chuẩn hoá sẽ đem lại những lợi ích nhất định và những ưu thế cạnh tranh. Trước hết, nó sẽ đem lại hiệu quả kinh tế bằng cách chia sẻ chi phí cho việc phát triển các hệ thống. Thứ hai, một hệ thống tập trung sẽ cải thiện chất lượng của qui trình giao dịch và các dịch vụ hành chính của các công ty chứng khoán. Bộ phận IT của Trung tâm giao dịch (hay bộ phận IT của Sở Giao dịch tương lai) sẽ triển khai một hệ thống tác nghiệp chung được coi là biện pháp tiết kiệm chi phí hiệu quả hỗ trợ cho việc nâng cấp hệ thống tác nghiệp trong giai đoạn ngắn hạn.

Cùng với việc củng cố các hoạt động tác nghiệp một cách hiệu quả, một làn sóng về xu hướng máy tính hoá và số hoá của ngành chứng khoán đang làm thay đổi phương thức giao dịch chứng khoán trên toàn thế giới. Ví dụ minh hoạ cho điều này là hình thức giao dịch trực tuyến. Thông qua việc giao dịch trực tuyến, các nhà đầu tư cá nhân có thể đặt lệnh thông qua hệ thống tự động điện tử và tiếp cận với tất cả các loại thông tin (tin tức, các bài báo nghiên cứu và các dữ liệu thị trường). Việc cho phép các nhà đầu tư cá nhân được phép làm như vậy sẽ góp phần làm tăng một cách đáng kể số lượng sự tham gia của các thành viên trên thị trường. Việt Nam cần khai thác triệt để các lợi thế của giao dịch trực tuyến và sự tăng giá nhảy vọt khi phát triển thị trường chứng khoán. Để có thể nắm bắt được các cơ hội này, các qui định hiện hành cũng cần phải mở rộng thêm qui định về giao dịch trực tuyến và Chính phủ cũng cần phải có sự hỗ trợ thêm các công ty chứng khoán trong việc phát triển hệ thống IT.

Về dài hạn, các công ty chứng khoán có thể sẽ trở thành một phần trong tập đoàn có tham gia vào hoạt động kinh doanh tài chính dưới dạng các giao dịch chứng khoán. Xu hướng toàn cầu hiện nay đang hướng đến việc hội nhập các dịch vụ tài chính, chủ yếu là do tình hình cạnh tranh giữa các định chế tài chính đa quốc gia đang ngày càng tăng. Kết quả là, khái niệm về các tập đoàn tài chính đã được đưa ra giới thiệu với công chúng và đang trở nên hết sức thịnh hành. Công ty tài chính là công ty nắm giữ quyền kiểm soát các định chế tài chính và các công ty khác có liên quan chặt chẽ với các hoạt động kinh doanh của các định chế tài chính. Việc thành lập công ty tài chính đã đưa đến khả năng áp dụng rộng lớn trong khuôn khổ quản lý của khu vực tài chính.

5.3. Xây dựng cơ sở hạ tầng cho thị trường

Khi thực hiện hiện đại hoá sàn giao dịch, có 3 hình thức hệ thống giao dịch cần phải được xem xét. Thứ nhất, hệ thống khớp lệnh định kỳ là loại hệ thống đầu lệnh cơ bản, xác định giá chứng khoán sau khi khớp lệnh bán và mua với một khoảng thời gian cho phép. Do các lệnh của các nhà đầu tư được tích lũy nên hệ thống khớp lệnh định kỳ có thể ngăn chặn được xu hướng giao động giá mạnh từ việc có lệnh mua đơn với khối lượng lớn, rải rác hoặc không đều đặn. Tiếp theo nữa, hệ thống khớp lệnh định kỳ được sử dụng rộng rãi để xác định giá đóng cửa và mở cửa ở nhiều Sở Giao dịch Chứng khoán trên thế giới. Hình thức khớp lệnh định kỳ nhìn chung được chấp nhận để làm ổn định giá chứng khoán trên hệ thống đầu lệnh, cụ thể tại các thị trường mới nổi khi cơ sở nhà đầu tư bị giới hạn và có thể áp dụng tại giai đoạn đầu cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mặt khác, hệ thống khớp lệnh liên tục cũng cần được chấp nhận khi tính thanh khoản trên thị trường trở nên hiệu quả hơn nhờ vào các lệnh mua và bán sẽ được đưa ra liên tục. Cùng với cấp độ thanh khoản, khả năng của hệ thống giao dịch cũng cần phải được tính đến khi chấp nhận sử dụng hệ thống khớp lệnh liên tục. Hệ thống này thích hợp với cho việc thực hiện các lệnh lớn trên cơ sở thời gian thực. Ngoài ra, tất cả các thông tin thị trường bao gồm các lệnh chào bán và chào mua cũng sẽ được phổ biến cho các thành viên thị trường và các hãng cung cấp thông tin tài chính thông qua mạng thông tin tức thời.

Hình thức thứ ba là một loại hệ thống lai, là loại hệ thống được kết hợp giữa hệ thống đầu lệnh và hệ thống tạo lập thị trường. Ví dụ về hệ thống lai này là hệ thống NMAX Amsterdam, hệ thống cho thị trường mới của Sở Giao dịch Copenhagen, và hệ thống Nouveau Marche của Sở Giao dịch Paris. Cần phải cân nhắc kỹ lưỡng khi lựa chọn hệ thống giao dịch nào thích hợp nhất cho Việt Nam. Các yếu tố cần xem xét đến khi tiến hành cân nhắc lựa chọn là khả năng tăng trưởng về khối lượng giao dịch, có hỗ trợ cho hệ thống cơ sở hạ tầng gồm hệ thống máy tính, khả năng sẵn sàng tham gia của các đối tượng nằm trong khối nhà đầu tư cá nhân và năng lực của các cơ quan quản lý thị trường.

Xét dưới khía cạnh các loại giao dịch được phép thực hiện tại các trung tâm giao dịch chứng khoán, điều này cần phải được xem xét để tiến đến mở rộng hơn nữa về mặt phạm vi. Hiện tại chỉ cho phép các lệnh giới hạn. Việc đa dạng hoá các loại lệnh được chấp nhận giao dịch tại các TTGD sẽ góp phần khuyến khích tính hiệu quả của thị trường và dẫn đến làm tăng khả năng tăng trưởng thị trường. Trong tương lai, việc áp dụng các lệnh thị trường cùng với việc chấp nhận hệ thống khớp lệnh liên tục có thể sẽ được xem xét. Khi áp dụng lệnh thị trường, cần tiến hành các đánh giá sau: tạo cơ hội cho các nhà đầu tư và các công ty chứng khoán được làm quen với các lệnh thị trường; (ii) tác động của tình hình giao động giá đến thị trường; (iii) tính đồng bộ với hệ thống giao dịch hiện hành; (iv) khả năng của hệ thống; (v) chi phí. Nhìn chung các lệnh thị trường sẽ trở nên phổ biến hơn đối với các nhà đầu tư lớn, các công ty chứng khoán và các định chế đầu tư chứ không phải là cho các nhà đầu tư nhỏ. Ưu thế của lệnh thị trường là tốc độ và tính chắc chắn của các lệnh khi được thực hiện. Tuy nhiên rủi ro đi kèm với việc thực hiện đặt lệnh thị trường cũng cần phải được đưa ra một cách rõ ràng cho công chúng.

Không kể đến các loại hệ thống giao dịch, các thông tin thị trường cơ bản sau đây cũng cần phải được đưa ra công bố: giá và số lượng của các giao dịch cuối cùng; giá cao nhất - giá thấp nhất - giá đóng cửa - giá mở cửa; chỉ số giá và giá bình quân, khối lượng giao dịch tích lũy; giá chào bán và chào mua tốt nhất; và số lượng các giá chào bán và chào mua tốt nhất. Với hệ thống IT hiện tại của Việt Nam, các TTGD có thể cân nhắc đến việc giới thiệu hệ thống công bố thông tin trên Internet.

5.4. Đào tạo nguồn nhân lực cho ngành chứng khoán

Việc đào tạo cho đội ngũ cán bộ của UBCKNN cần được ưu tiên. Các chương trình đào tạo thực tế cũng như đào tạo lý thuyết cơ bản cũng cần phải được triển khai thực hiện. Các chương trình đào tạo nên bao trùm các mảng như: giám sát, tuân thủ và cưỡng chế thực thi để đảm bảo một thị trường công bằng, minh bạch và có tính cạnh tranh cao. Nội dung của các chương trình cần phải phù hợp với các thông lệ tốt nhất do các tổ chức quốc tế như IOSCO khuyến nghị. Các cố gắng nỗ lực để học hỏi tiếp thu các thông tin từ các cơ quan quản lý thị trường khác và các tổ chức quốc tế sẽ là

yếu tố thuận lợi cho việc đuổi kịp ngang bằng với xu hướng quản lý trên các thị trường vốn quốc tế cũng như từng bước làm quen với các vấn đề thực tiễn như thanh tra và giám sát chéo. UBCKNN cũng nhận thấy các thách thức của việc đáp ứng nhu cầu về đào tạo cho đội ngũ quản lý trong môi trường đầu tư ngày càng phức tạp và có những thay đổi nhất định, và UBCKNN cũng cần xem xét để nỗ lực thực hiện mục tiêu xây dựng UBCKNN là một cơ quan quản lý đáng tin cậy có đội ngũ cán bộ được đào tạo cơ bản.

Đối với các thành viên thị trường, UBCKNN phải chịu trách nhiệm thực hiện các đợt kiểm tra để cấp giấy phép nhằm đảm bảo các tiêu chuẩn tối thiểu đầu vào cho thị trường chứng khoán như các đại diện có giấy phép hoặc giấy chứng nhận được đáp ứng. Các đợt kiểm tra này được tổ chức để đáp ứng yêu cầu quản lý cơ bản và cũng là biện pháp phản hồi đến nhu cầu đang thay đổi của thị trường vốn. Về nguyên tắc, các đợt kiểm tra sát hạch sẽ được tiến hành phù hợp với các chuẩn quốc tế và điều này đòi hỏi việc phải xây dựng lại các module kiểm tra hiện tại. Việc chấp nhận và duy trì tốc độ ngang bằng với các chuẩn quốc tế sẽ củng cố lòng tin của các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam và cũng giúp UBCKNN đi theo xu hướng phát triển hiện tại như xu hướng toàn cầu hoá, tự do hoá và phát triển công nghệ để định nghĩa lại về thị trường và các việc xuất hiện các hình thức nhà kinh doanh chuyên nghiệp kiểu mới trên thị trường chứng khoán.

Do chỉ có các định chế chính thức được đào tạo trở thành các nhà kinh doanh chuyên nghiệp trên thị trường nên Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo Chứng khoán cần được cung cấp nhiều nguồn lực hơn nữa để được củng cố và để trở thành học viên nghiên cứu và đào tạo hàng đầu cho thị trường vốn Việt Nam. Trung tâm nghiên cứu và đào tạo chứng khoán có thể đưa ra các nhu cầu đào tạo trong ngành chứng khoán và cùng phối hợp với các học viên và các tổ chức đào tạo tư nhân để tổ chức và xây dựng các chương trình đào tạo theo yêu cầu. Sau này, Trung tâm nghiên cứu và đào tạo chứng khoán có thể chuyển giao các chức năng nghiên cứu và đào tạo cho một cơ quan tự quản khác thực hiện như Hiệp hội kinh doanh chứng khoán, hay Hiệp hội các công ty niêm yết và Hiệp hội các quỹ đầu tư chứng

khoán. Hiện tại, nhu cầu về giáo dục và đào tạo có chất lượng cho các nhà tạo lập thị trường, các cơ quan quản lý, các nhà đầu tư và các công ty niêm yết còn đang cấp thiết và Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo chứng khoán nên bắt đầu triển khai các khoá học cho các đối tượng rộng hơn như:

- Khoá cơ bản về phân tích cổ phiếu ;
- Khoá cơ bản về phân tích chứng khoán có thu nhập cố định;
- Luật Chứng khoán;
- Khoá đào tạo về các khoản thuế liên quan đến chứng khoán;
- Luật Doanh nghiệp;
- Phân tích kỹ thuật;
- Phân tích thống kê;
- Thâu tóm và sáp nhập;
- Hướng dẫn tuân thủ đạo đức nghề nghiệp .

Để các chương trình đào tạo luôn ở trạng thái sẵn sàng đặc biệt là ở các địa phương vùng sâu vùng xa của Việt Nam, UBCKNN nên thành lập hiệp hội có sự kết hợp với các tổ chức đào tạo khác và các trung gian thị trường thực hiện các khoá đào tạo thông qua Trung tâm nghiên cứu và đào tạo chứng khoán. Hình thức đào tạo online cũng sẽ được xem xét để có thể mở rộng khả năng tiếp cận được các khoá giáo dục và đào tạo. Việc học trên mạng có lợi thế tạo cơ hội học tập dễ dàng cho các đối tượng đang đi làm có cơ hội được tham gia vào các khoá đào tạo cũng như tạo cơ hội giúp các nhà đầu tư có thể tiếp cận được các tài liệu và các thông tin công khai trên mạng có liên quan.

Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo chứng khoán có chức năng như một trung tâm đào tạo nguồn lực cho quốc gia cũng như cho các thị trường trong khu vực bằng cách thu thập thông tin, dữ liệu và các nghiên cứu về tài chính giao dịch chứng khoán, luật kinh doanh và các thông lệ, các hệ thống pháp luật, các nghiên cứu xây dựng thị trường. Ngoài ra, Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo chứng khoán nên bắt đầu triển khai các chương trình và sáng kiến về việc chia sẻ thông tin với các tổ chức trong khu vực và quốc tế. Các nỗ lực để xây dựng các chương trình đào tạo cho các nền kinh tế đang

phát triển trong khu vực sẽ là lợi ích cho những nước hiện đang xem xét đến khả năng xây dựng thị trường chứng khoán cho mình. Những chương trình đào tạo như vậy nên chia sẻ thêm kinh nghiệm của Trung tâm Đào tạo trong việc đào tạo các nghiệp vụ và kiến thức quản lý cho thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ngoài việc cung cấp các thông tin liên quan và thúc đẩy các nghiên cứu khoa học về các vấn đề trên thị trường chứng khoán, cần phải có thêm nhiều nỗ lực hơn nữa để phát triển mạnh mẽ các thành viên thị trường tiềm năng cho thị trường chứng khoán. Về vấn đề này, việc phối hợp thực hiện nghiên cứu và đào tạo với các trường đại học được coi là có hiệu quả hơn cả. Các chương trình đào tạo về thị trường chứng khoán được cấp chứng chỉ nên được áp dụng cho các sinh viên tại các trường đại học. Các trường đại học nên được cấp kinh phí cho các khoá đào tạo chuyên biệt. UBCKNN đã bắt đầu thực hiện một số sáng kiến hợp tác với một số trường đại học và đã có kế hoạch mở rộng hình thức này.

Để thực hiện đào tạo các chuyên gia tại tất cả các chứng chỉ đào tạo về chứng khoán và thị trường chứng khoán, Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo chứng khoán nên tuyên truyền các khái niệm về đào tạo chuyên gia liên tục để tạo nên một văn hoá học tập suốt đời về các nghiệp vụ trên thị trường chứng khoán. Mục tiêu cơ bản là nhằm duy trì và củng cố các kiến thức kỹ thuật và chuyên môn về các vấn đề nổi bật của thị trường chứng khoán Việt Nam. Chương trình đào tạo chuyên gia liên tục vẽ ra con đường nghề nghiệp tiềm năng cho các chuyên gia chứng khoán trong ngắn hạn, trung và dài hạn, và cũng chỉ ra các cấp độ cạnh tranh đi cùng với các yêu cầu về đào tạo tương ứng sẽ là một hình thức thực tiễn và hữu ích cho việc hướng dẫn nghề nghiệp.

Tuy nhiên, các chuyên gia chứng khoán không chỉ là một nhóm những người cần được giáo dục và đào tạo. Để cho hệ thống quản lý dựa trên công bố thông tin có thể hoạt động các công ty niêm yết cũng phải có nhận thức và có khả năng hoàn thành các nghĩa vụ của mình một cách đầy đủ, chính xác và đúng hạn trong việc công bố thông tin. Nhận thức càng cao của các Giám đốc, CEO, tư vấn, kiểm toán và các bộ phận giám sát về các quyền, nghĩa vụ và trách nhiệm của họ cũng như việc xử phạt khi không

tuân thủ các qui định pháp luật và các qui định liên quan sẽ là yếu tố cần thiết để thực hiện đúng chức năng của thị trường chứng khoán.

Trong khi Chính phủ đang chú trọng đến việc đào tạo và giáo dục tập trung cho các chuyên gia tham gia trên thị trường chứng khoán thì vẫn cần phải có khoá đào tạo cơ bản nhất định để giáo dục kiến thức cho công chúng nói chung. Để nâng cao hơn nữa việc giáo dục và bảo vệ nhà đầu tư, UBCKNN cần cùng với các đơn vị chức năng trong ngành triển khai các chương trình để công bố thông tin một cách công khai về các loại hình sản phẩm và dịch vụ tài chính khác nhau, các rủi ro và lợi ích đi kèm, các qui định để bảo vệ nhà đầu tư. Điều này bao gồm các thông tin về các vấn đề hiện tại trên thị trường, các tác động của chúng tới môi trường đầu tư dưới khía cạnh của các nhà đầu tư tư nhân. Điểm nhấn mạnh cụ thể này sẽ được thực hiện để nâng cao nhận thức cho công chúng tại các tỉnh thành và khu vực nông thôn trên cả nước. Những nỗ lực này đòi hỏi phải có sự phối kết hợp với các Sở giao dịch, các hiệp hội người tiêu dùng và các trung gian tài chính.

VI. KẾT LUẬN

Thị trường vốn và những người tiêu dùng các dịch vụ trên thị trường vốn đòi hỏi tính minh bạch, có thể nhìn thấy trước và một số yếu tố khác trên thị trường để tạo nên một môi trường quản lý lành mạnh. Các qui định được lập ra để bảo vệ các nhà đầu tư, cải tiến thị trường công bằng, minh bạch và hiệu quả và giảm các rủi ro mang tính hệ thống sẽ là các qui định quan trọng và cần thiết cho một thị trường lành mạnh và hiệu quả. Các cá nhân và các công ty đang tìm kiếm cơ hội đầu tư hay tăng vốn không phụ thuộc vào thị trường vốn trừ khi họ có lòng tin rằng những thị trường này được quản lý tốt. Những thay đổi cần thiết liên quan đến khung pháp lý, các tổ chức và các hoạt động nên được triển khai theo đúng thông lệ và tiêu chuẩn quốc tế tốt nhất và đi theo xu hướng hội nhập quốc tế với các thị trường chứng khoán trên thế giới. Thay đổi về thời gian cũng đóng vai trò quan trọng trong việc giúp đạt được thành tựu đáng kể trong khi đáp ứng được yêu cầu cấp thiết của thị trường. Ngoài ra, thị trường vốn cũng tồn tại song song cùng với các thị trường khác như thị trường tiền tệ và bảo hiểm. Do vậy, những thay đổi dự kiến cần phải được thực hiện trong sự phối hợp

và hợp tác chặt chẽ với các tổ chức liên quan để đảm bảo tính thống nhất của các văn bản quản lý về chứng khoán và thị trường chứng khoán cũng như các chính sách phát triển thị trường.

Trên cơ sở tổng kết kinh nghiệm hoạt động quản lý thị trường chứng khoán được trình bày trong phần phụ lục, một số các khuyến nghị sau được đề xuất:

- Cần có khuôn khổ quản lý về các hành vi lạm dụng thị trường ở Việt Nam, tập trung vào các loại lạm dụng thị trường sau:

- Giao dịch nội gián, là việc sử dụng thông tin nội bộ (tức là thông tin không được phổ biến tới công chúng, nhưng nếu công khai thì chắc chắn sẽ có ảnh hưởng nghiêm trọng tới giá của chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu...), hay một loại chứng khoán phái sinh (ví dụ hợp đồng tương lai, quyền chọn) nhằm giao dịch chứng khoán hay các chứng khoán phái sinh; hoặc công bố thông tin nội bộ tới những người không được phép nhận thông tin đó.

- Lũng đoạn thị trường, là việc lôi kéo các hoạt động (bằng bất kỳ cách nào) để đưa ra một sự thông tin sai lệch hay lừa dối về giá cả, cung, cầu về một loại chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh, hoặc về mức độ hoạt động của thị trường có liên quan đến một loại chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh nào đó.

- Việc công bố thông tin thiếu thận trọng hay cố ý công bố các thông tin sai lệch hoặc lừa dối (bằng bất kỳ phương tiện nào) liên quan đến một loại chứng khoán hay chứng khoán phái sinh nào đó.

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam - với các quy định xử lý hiện tượng lạm dụng thị trường hiện hành - cũng cần ban hành hướng dẫn xử lý đối với các hoạt động mà có chứa đựng hành vi lạm dụng thị trường, và các hoạt động khác ngoài hành vi lạm dụng thị trường. Hướng dẫn này có thể giúp tạo ra một số cơ sở vững chắc liên quan đến phạm vi của khuôn khổ quy định về lạm dụng thị trường mới.

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam phải có quyền chất vấn những người mà xét thấy có hành vi lạm dụng thị trường cũng như những người mà xét thấy có thông tin liên quan về các trường hợp bị nghi ngờ có hành vi lạm dụng thị trường. Hơn nữa, Ủy ban phải có các tìm kiếm bằng

chúng và nắm giữ tài liệu cần thiết cho việc điều tra và truy tố về các trường hợp lạm dụng thị trường. Trách nhiệm đầu tiên đối với điều tra các trường hợp nghi ngờ có hành vi lạm dụng thị trường là thuộc về UBCKNN, tuy nhiên, mục tiêu dài hạn là phải thiết lập được các thị trường chứng khoán độc lập và tự quản tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh.

- UBCKNN phải có quyền áp đặt các hình phạt cụ thể đối với các trường hợp lạm dụng thị trường:

- Khiển trách trước công chúng; và
- Các khoản tiền phạt, được tính toán dựa trên việc tính toán người vi phạm kiếm được mức lợi nhuận là bao nhiêu hoặc tránh được tổn thất là bao nhiêu nhờ thực hiện hành vi lạm dụng thị trường.
- Trong các trường hợp không có khả năng ước tính được các khoản lợi nhuận kiếm được cũng như các khoản tổn thất tránh được, thì các tiền phạt sẽ được tính toán theo phần trăm của thu nhập.

- Một người bị UBCKNN phát hiện là có hành vi lạm dụng thị trường sẽ có quyền yêu cầu một cơ quan pháp lý độc lập phản đối kết quả điều tra và/ hoặc hình phạt mà UBCKNN đưa ra. Cơ quan pháp lý độc lập này sẽ có quyền nghe trình bày lại trường hợp và đưa ra các kết luận khác để đi đến quyết định./.

PHỤ LỤC
PHƯƠNG THỨC QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA

I. TÓM TẮT

Phần này mô tả ngắn gọn về sự phân công trách nhiệm và mối quan hệ giữa các cơ quan quản lý với các cơ quan trung ương tương ứng và phương pháp soạn thảo Luật Chứng khoán cũng như các quy định về chứng khoán.

Trọng tâm của Phần này tập trung nghiên cứu các nước sau:

- Vương quốc Anh;
- Cộng hoà Séc;
- Singapore;
- Hồng Kông; và
- Cộng hoà Nhân dân Trung Hoa.

Vương quốc Anh được lựa chọn như một ví dụ về một trung tâm tài chính quốc tế rộng lớn và có lịch sử lâu đời.

Cộng hoà Séc được lựa chọn bởi vì nền kinh tế của nước này đã trải qua quá trình chuyển đổi thành công từ nền kinh tế mệnh lệnh (với một trong các cấp độ hoạt động tư nhân thấp nhất trong khối Xô viết) sang nền kinh tế thị trường (với một trong những nền kinh tế có mức sống cao nhất thuộc các nền kinh tế chuyển đổi), hội nhập đầy đủ vào các nền kinh tế của Liên minh châu Âu (khối thương mại lớn nhất thế giới) trong gần 20 năm qua.

Singapore và Hồng Kông được lựa chọn vì các nước này được đánh giá như các trung tâm tài chính thành công ở Đông Nam Á.

Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa được coi như một ví dụ về một khu vực tài chính châu Á đang trong quá trình chuyển đổi.

Mặc dù có lịch sử phát triển rất khác nhau, nhưng thực tế cho thấy có những đặc trưng cơ bản chung đối với từng cơ chế quản lý:

Có xu hướng là việc quản lý toàn bộ khu vực dịch vụ tài chính sẽ chỉ do một cơ quan quản lý duy nhất. Cơ quan quản lý dịch vụ tài chính ở Vương quốc Anh có lẽ là một ví dụ điển hình nhất về điều này, nhưng tại Cộng hòa Séc và Singapore thì Ngân hàng Nhà nước Séc và Cơ quan Tiền tệ Singapore cũng có trách nhiệm quản lý đối với toàn bộ khu vực dịch vụ tài chính. Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai Hồng Kông và Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc có năng lực hạn chế hơn. Cơ quan Quản lý dịch vụ tài chính Anh, Ngân hàng Nhà nước Cộng hòa Séc và Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai Hồng Kông cũng được coi như các đối tượng điển hình (ví dụ niềm tin thị trường, ngăn chặn vi phạm tài chính...).

Trừ Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc, tất cả các cơ quan quản lý khác đều có sự độc lập về chức năng, tổ chức và pháp lý đối với các cơ quan thuộc chính quyền trung ương. Sự độc lập về chức năng của các cơ quan quản lý là tất yếu (được củng cố bởi sự độc lập về tổ chức và pháp lý). Các chức năng quản lý thường phức tạp và cần được áp dụng thử nghiệm trong một khoảng thời gian ngắn, và không có sự can thiệp về chính trị.

Mỗi hệ thống quản lý có một cơ chế giải quyết các hành vi lạm dụng thị trường. Nhìn chung, việc sử dụng thông tin nội bộ sai mục đích, sự lũng đoạn thị trường và việc công bố các thông tin sai sự thật đều bị cấm. Tuy nhiên, chi tiết về các quy định cấm cụ thể là khác nhau giữa các hệ thống; đối với Vương quốc Anh và Cộng hòa Séc bao gồm cả các hoạt động liên quan đến sự phá sản của hàng hóa trong các cơ chế lạm dụng thị trường. Tuy nhiên, ở Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa thì có một số điều khác hơn, các cơ chế có - phạm vi lớn hơn hoặc nhỏ hơn - tầm với vượt ra khỏi ranh giới lãnh thổ một cách rõ ràng. Nói cách khác, các hành vi sai phạm xảy ra từ các nước khác mà có tác

động tới các thị trường do một cơ quan trong nước quản lý thì vẫn thuộc phạm vi của nước đó. Tương tự như vậy, các hành động sai phạm diễn ra trong phạm vi một nước mà có tác động đến nước khác thì có thể vẫn thuộc phạm vi xử lý của nước đầu tiên. Sự vượt ra khỏi ranh giới lãnh thổ của các cơ chế quản lý đòi hỏi phải có sự hợp tác liên biên giới chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý.

Mỗi hệ thống quản lý đều có các quyền điều tra trên một phạm vi rộng lớn; bao gồm quyền chất vấn cả những người bị nghi ngờ lạm dụng thị trường lẫn những người có thông tin liên quan đến việc lạm dụng thị trường, thậm chí họ là những người không bị nghi ngờ thực hiện hành vi lạm dụng thị trường.

Mỗi hệ thống quản lý đều có một cơ chế công nhận các thị trường chứng khoán như các tổ chức tài chính đặc biệt và riêng rẽ. Nhìn chung, để vận hành thị trường chứng khoán, người tham gia phải chỉ ra rằng thị trường có tính thanh khoản, sự hình thành giá cả là hiệu quả và minh bạch, các giao dịch có thể được thực hiện một cách hợp lý và nhanh chóng, đồng thời thị trường cũng không bắt buộc người tham gia phải tuân thủ các nguyên tắc của bản thân nó. Các thị trường tài chính sau đó sẽ được cung cấp một mức độ tự quản trong việc quản lý các hoạt động của mình cũng như bản thân các thị trường này. Trừ thị trường chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển, các thị trường chứng khoán trong các nước kể trên là các tổ chức tư nhân và hoạt động vì mục đích lợi nhuận.

Mỗi qui định đưa ra cơ chế cho việc kiểm soát hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng. Nói chung, người chào bán phải tạo ra các thông tin công khai có giá trị, mang tính cạnh tranh và trung thực liên quan đến các chứng khoán được chào bán trong một tài liệu nào đó. Bản thân tài liệu này phải được cơ quan quản lý thông qua. Ở từng nước cũng có một cơ chế niêm yết riêng (tức là các yêu cầu đối với việc tham gia kinh doanh trên thị trường chính). Tuy nhiên, trong một số trường hợp cơ quan quản lý chịu trách nhiệm đối với việc áp dụng cơ chế niêm yết; trong khi ở một số nước khác thì vấn đề này lại thuộc trách nhiệm của sở giao dịch.

II. NỘI DUNG

2.1. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Vương Quốc Anh

Giới thiệu

Cơ quan đứng đầu có liên quan đến việc quản lý thị trường chứng khoán tại Vương quốc Anh đó là Cơ quan Quản lý Dịch vụ tài chính (FSA). FSA chịu trách nhiệm quản lý tất cả các nhà cung cấp và những ngành cung ứng dịch vụ tài chính, ví dụ các ngân hàng, những người môi giới, các công ty bảo hiểm, các thị trường chứng khoán (bao gồm cả Thị trường chứng khoán London)...¹⁴, đảm nhận nhiệm vụ quản lý các công ty bảo hiểm thuộc Bộ Thương mại và Công nghiệp, và quản lý các ngân hàng thuộc Ngân hàng Anh.

Ngân hàng Anh, cũng là ngân hàng trung ương, do đó không tiếp tục đóng vai trò quản lý. Nó liên quan trực tiếp đến việc xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ (ví dụ thiết lập các tỷ lệ lãi suất, kiểm soát cung tiền tệ...).

Thị trường chứng khoán London không phải là một cơ quan quản lý mà là một trong số các Sở Giao dịch Chứng khoán do FSA quản lý.

Quyền và trách nhiệm của FSA được quy định tại Luật về Dịch vụ và Thị trường tài chính 2000 (FSMA).

Luật về Dịch vụ và Thị trường tài chính 2000 - Hướng tiếp cận cơ bản

Cơ sở pháp lý của hệ thống quản lý Vương quốc Anh là FSMA 2000. Đây là một đạo luật có phạm vi rộng lớn, cố gắng tạo ra một khuôn khổ linh hoạt và có khả năng áp dụng rộng rãi đối với việc quy định các dịch vụ tài chính và các thị trường tài chính. Do đó, cách tiếp cận được FSMA thông qua là nhằm trao cho Kho bạc Hoàng gia (HMT) và FSA quyền ban hành luật và các nguyên tắc theo quy trình cần thiết nhằm giải quyết những vấn đề trong khu vực tài chính.

¹⁴ FSA không chịu trách nhiệm đối với việc quản lý lòng tin của người tiêu dùng. Nhiệm vụ này do Office of Fair Trading (ND: Một hình thức Hiệp hội người tiêu dùng) thực hiện.

Về bản chất, FSMA 2000 trao cho HMT quyền lập pháp thuộc cấp mình (tất nhiên là phải được sự thông qua của Quốc hội) mà có thể mở rộng (hoặc thoả thuận) phạm vi của hệ thống quản lý (tức là các hoạt động cơ bản và là những người có thể đưa ra các quy định). FSMA 2000 trao cho FSA quyền thiết lập các nguyên tắc quản lý việc cấp phép cho những người đang muốn thực hiện hoạt động dịch vụ tài chính và cũng quản lý việc thực hiện hoạt động dịch vụ tài chính của những người được cấp phép.

FSMA 2000 – FSA

Phần 1 của FSMA 2000 đưa ra các quy định liên quan đến FSA. FSA là một công ty tư nhân bị giới hạn bởi người bảo lãnh. Nó không phải là một cơ quan thuộc Chính phủ, và nhân viên của nó không phải là công chức nhà nước. Nó do một Chủ tịch và cơ quan quản lý chi phối, tất cả đều do HMT bổ nhiệm và bãi nhiệm. Ngoài ra, FSA còn phải bầu một Ủy ban phi hành chính mà Chủ tịch của Ủy ban này do HMT chấp thuận. Nhiệm vụ của Ủy ban này là tiến hành xem xét các hoạt động của FSA và theo dõi việc tuân thủ các nghĩa vụ cũng như thực hiện các chức năng của FSA.

FSMA 2000 đưa ra 4 mục tiêu quản lý đối với FSA như sau:

- Niềm tin của thị trường;
- Nhận thức của công chúng;
- Bảo vệ người tiêu dùng;
- Giảm các sai phạm/tội phạm tài chính.

Đây là các mục tiêu chính sách cơ bản của FSA và có nhiệm vụ củng cố tất cả các hoạt động của FSA.

FSMA 2000 cũng thiết lập các chức năng cơ bản của FSA:

- Xây dựng các nguyên tắc trên cơ sở FSMA 2000;
- Xây dựng các điều luật trên cơ sở FSMA 2000;
- Xây dựng hướng dẫn; và

- Hoạch định chính sách.

Trong quá trình thực hiện các chức năng của mình theo FSMA 2000, FSA cần phải quan tâm đến các nhân tố sau:

- Sự cần thiết phải sử dụng các nguồn lực của mình một cách hiệu quả;
- Trách nhiệm của những người quản lý các công ty và các tổ chức tài chính;
- Nguyên tắc là gánh nặng hay sự giới hạn đối với một người phải tương xứng với lợi ích mà họ nhận được từ việc gánh vác trọng trách hay sự hạn chế đó;
- Mong muốn thúc đẩy việc đổi mới trong khu vực tài chính;
- Mong muốn duy trì danh tiếng và tính cạnh tranh Quốc tế của khu vực tài chính Anh quốc;
- Cần giảm thiểu mọi tác động tiêu cực đối với tính cạnh tranh trong khu vực tài chính do các hoạt động của FSA gây ra; và
- Mong muốn nâng cao tính cạnh tranh trong khu vực tài chính.

Do đó, ba bộ điều khoản này đưa ra một ma trận pháp lý mà có thể quản lý và chỉ rõ các hoạt động của FSA. Đặc biệt, tập trung vào cách thức thực hiện chức năng của FSA, đảm bảo rằng gánh nặng quản lý phải tương xứng với lợi ích mà nó nhận được. Nếu lợi ích nhận được từ một hoạt động quản lý nhỏ hơn nhiều so với chi phí quản lý, thì việc quản lý sẽ là trái pháp luật, và theo lý thuyết sẽ bị phản đối chính thức tại toà.

Tuy nhiên trên thực tế, có rất nhiều cơ chế được thiết lập nhằm tối thiểu hoá rủi ro xảy ra khi FSA có thể lạm dụng quyền của mình theo FSMA 2000.

Trước hết, FSA cần phải thiết lập một nhóm người (“nhóm những người hành nghề”) đại diện cho lợi ích của tất cả những người bị quản lý (ví dụ các công ty và các thị trường chứng khoán được FSA cho phép thực hiện hoạt động dịch vụ tài chính). FSA cũng phải thiết lập một nhóm người (“nhóm những người tiêu dùng”) đại diện cho lợi ích của những người sử dụng các dịch vụ tài

chính (ví dụ cá nhân và các công ty). Cả nhóm những người hành nghề và nhóm những người tiêu dùng đều có thể đề xuất các khuyến nghị về hoạt động của FSA. Nếu FSA không đồng ý với các khuyến nghị này thì phải đưa ra các lý do cụ thể. Nếu không thể đưa ra các lý do cụ thể, hoặc các lý do đưa ra là chưa đầy đủ thì đây có thể là nguyên do cho việc phản đối các hoạt động của FSA trước toà.

Thứ hai, HMT có thể cử một người độc lập thực hiện việc xem xét các hoạt động của FSA cũng như tính hiệu quả của FSA trong quá trình thực hiện các chức năng của mình theo quy định của FSMA 2000. Bản photo của báo cáo phải được đưa ra trước Quốc hội mà có thể sau đó mới yêu cầu HMT và/ hay FSA ra hầu toà.

Như vậy, FSMA tạo ra một cấu trúc yêu cầu FSA phải tính đến lợi ích và các mối quan tâm khác nhau trong quá trình thực hiện các chức năng của mình.

Quản lý thị trường

Phần VIII của FSMA 2000 đưa ra một cơ chế kiểm soát “sự lạm dụng thị trường”. Cơ chế lạm dụng thị trường bị tác động nặng nề bởi các chỉ thị và quy định của Liên minh châu Âu (phần lớn là Chỉ thị 2003/6/EC đối với việc giao dịch nội gián và thao túng thị trường) và phù hợp với bản chất của cơ chế lạm dụng thị trường do FSMA 2000 đưa ra là tương đồng với những gì do các nước thành viên của EU xây dựng (bao gồm cả Cộng hoà Séc).

Theo nghĩa rộng, “lạm dụng thị trường” được định nghĩa là hành vi thuộc về một hoặc nhiều hơn 7 dạng dưới đây và liên quan đến một khoản đầu tư hay phái sinh tại chính hoặc hàng hoá được thừa nhận trong giao dịch trên thị trường được quản lý tại một nước thành viên của Liên minh châu Âu¹⁵. Do đó, cơ chế lạm dụng thị trường có phạm vi vượt ra khỏi biên giới quốc gia. FSA liên quan đến hành vi lạm dụng được thực hiện ở Vương Quốc Anh, liên

¹⁵ Phụ lục 1 được trích từ FSMA 2000, đưa ra định nghĩa về các hoạt động chứa đựng hành vi lạm dụng thị trường.

quan đến các thị trường đặt trụ sở tại Anh và những thị trường đặt tại các nước thành viên của EU. Nó cũng liên quan đến hành vi được thực hiện ở nước khác mà có tác động đến thị trường do Vương quốc Anh quản lý. Chính vì vậy, điều quan trọng là FSA phải hợp tác chặt chẽ với các cơ quan quản lý tại các quốc gia khác nhằm kiểm soát cơ chế lạm dụng thị trường Anh Quốc một cách hiệu quả.

Nhìn chung, hành vi cấu thành sự lạm dụng thị trường gồm những hình thức sau:

- Giao dịch nội gián, cụ thể là giao dịch trên cơ sở thông tin nội bộ về một khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá. Nói chung “thông tin nội bộ” là thông tin không được phổ biến tới công chúng nhưng nếu được công khai thì chắc chắn sẽ gây ảnh hưởng tới giá cả của khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá.

- Công bố không hợp lý các thông tin nội bộ.

- Hành động trên cơ sở thông tin không phải là thông tin nội bộ nhưng nói chung là không sẵn có, nhưng được xem như có liên quan đến các khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá và là hành vi mà một người sử dụng thông tin bình thường của thị trường đánh giá là thấp dưới mức chuẩn của thị trường.

- Thực hiện các giao dịch hay các đơn đặt hàng mà chắc chắn đưa ra một dấu hiệu sai trái hoặc lừa dối liên quan đến cung, cầu hay giá cả của một khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá, hoặc cố gắng cố định giá của một khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá ở mức độ cố ý.

- Sử dụng các phương sách hoặc mách khéo lừa đảo khi thực hiện các giao dịch đối với một khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá.

- Phổ biến/công bố thông tin sai lệch hoặc lừa dối liên quan đến một khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá.

- Thực hiện hành vi không thuộc phạm vi 3 loại trên nhưng đưa ra một dấu hiệu sai trái hoặc lừa dối liên quan đến cung, cầu hay giá cả của một khoản đầu tư hay một loại phái sinh tài chính hoặc hàng hoá và được đánh giá dưới mức tiêu chuẩn của thị trường.

Các dạng hành vi này là khá rộng và có sự cân nhắc. Các thị trường tài chính đang thay đổi nhanh chóng và rất khó để dự đoán xem hành vi thay đổi như thế nào theo thời gian. Khuôn khổ quy định về hành vi lạm dụng thị trường phải đủ linh hoạt để đối phó với những thay đổi này. Tuy nhiên, khuôn khổ này không hoàn toàn mang tính mở.

Trước hết, cần chú ý rằng loại thứ 3 và loại thứ 7 của hành vi lạm dụng thị trường (mà không bắt nguồn từ cơ chế lạm dụng thị trường của EU) liên quan đến hành vi thấp dưới các mức tiêu chuẩn được mong đợi trong thị trường liên đới. Các chuẩn mực này có vai trò tạo ra một phạm vi rộng lớn về các nguyên tắc chính thức và các thực tiễn không chính thức của bản thân các thị trường tài chính.

Thứ hai, phổ biến hơn, FSA cần phải tạo ra một tập hợp các chuẩn mực xây dựng chi tiết hơn về các dạng hành vi cấu thành nên sự lạm dụng thị trường và những hành vi không cấu thành nên sự lạm dụng thị trường.

Thứ ba, (sau khi tiến hành điều tra) ở đâu mà FSA xét thấy có trường hợp lạm dụng thị trường xảy ra thì cần áp đặt một mức tiền phạt¹⁶ hay khiển trách công khai đối với những người có liên quan. Những hình phạt này có thể mâu thuẫn với các phát hiện của FSA trước Toà án về Dịch vụ và Thị trường Tài chính (FSMT). FSMT hoàn toàn độc lập với FSA và về cơ bản là một toà án thuộc chuyên môn, do một quan toà điều khiển.

¹⁶ Không có một giới hạn chính thức nào về mức độ của tiền phạt, nhưng hướng dẫn của FSA chỉ ra rằng số tiền phạt sẽ được xác định theo một loạt các nhân tố, bao gồm tiềm lực (của cải) của người phạm tội và tính nghiêm trọng của hành vi phạm tội. Cũng cần nói thêm rằng các dạng lạm dụng thị trường cơ bản, đặc biệt là hành vi giao dịch nội gián và tạo ra hoặc tham gia vào việc tuyên bố sai lệch hay lừa đảo, cũng là các hành vi phạm tội và có thể bị phạt tù nhiều hơn 7 năm (mặc dù mức phạt tù với khoảng thời gian này không phải là thường xuyên).

Các thị trường được quản lý

Phần XVIII FSMA 2000 đưa ra một cơ chế đối với việc công nhận các sở giao dịch. Một Sở Giao dịch được công nhận không phải chịu sự quản lý giám sát của FSA và có quyền tự quản tương đối lớn đối với các hoạt động nội bộ của mình.

Đơn đề nghị công nhận được gửi tới FSA, mặc dù các yêu cầu để được công nhận do HMT soạn. Các yêu cầu này bao gồm:

- SGD phải có các nguồn lực tài chính đầy đủ cho việc thực hiện hợp lý các chức năng của mình như một thị trường đầu tư được công nhận.
- SGD phải là một thực thể hợp lý.
- SGD phải có các hệ thống và các thủ tục kiểm soát đầy đủ và phù hợp với quy mô và bản chất hoạt động kinh doanh của mình (ví dụ thanh toán, bù trừ các giao dịch).
- SGD phải đảm bảo rằng hoạt động kinh doanh được thực hiện thông qua việc sử dụng các điều kiện của mình được thực hiện trong một khuôn khổ hợp lý và có đủ khả năng bảo vệ thích đáng cho các nhà đầu tư (ví dụ nó phải có các nguyên tắc cơ bản liên quan đến việc hình thành giá cả, tính thanh khoản, truyền phát thông tin...).
- SGD phải có khả năng và có mong muốn nâng cao các chuẩn mực tối cao về tính trung thực và giao dịch công bằng.
- SGD phải có các nguyên tắc ngầm định mà trong trường hợp một thành viên không thực hiện được nghĩa vụ của mình thì có thể đưa ra hướng giải quyết các giao dịch gây rối và nhằm giảm thiểu sự phá vỡ thị trường.

Các yêu cầu để được công nhận thường được đưa ra và tạo cho FSA một sự thận trọng nhất định. Tuy nhiên, điều này rất được mong đợi. Bản chất của các SGD là khá khác biệt (ví dụ bản chất của một thị trường hàng hoá rất khác so với một thị trường phái sinh tài chính) sẽ không hợp lý nếu không có một cơ chế phản ánh điều này.

Quyết định cuối cùng liên quan đến việc công nhận một SGD tùy thuộc vào HMT. Tuy nhiên, HMT có thể chỉ phản đối quyết định của FSA nếu, sau khi xem xét sự phân tích có tính cạnh tranh, HMT thấy rằng việc công nhận sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tính cạnh tranh (hoặc bởi vì các hoạt động nội bộ của thị trường không mang tính cạnh tranh hoặc bởi vì tác động tới khu vực dịch vụ tài chính là không cạnh tranh).

Hiện tại có 18 SGD được công nhận đúng nghĩa là SGD, bao gồm cả thị trường chứng khoán London.

Quyền điều tra - hành vi lạm dụng thị trường

Phần XI FSMA 2000 trao cho FSA các quyền sau:

- FSA có thể chất vấn “bất kỳ người nào” bị nghi ngờ có hành vi lạm dụng thị trường hoặc bất kỳ người nào khác. FSA có thể cũng yêu cầu “bất kỳ một người nào” cung cấp thông tin liên quan đến hành vi bị nghi là lạm dụng thị trường.
- Những người mà bị FSA chất vấn phải trả lời các câu hỏi. Nếu người này không trả lời câu hỏi, thì có thể sẽ bị tòa án xử phạt như thể anh ta không tuân lệnh tòa (đặc biệt, tùy thuộc vào mức phạt, hoặc đối với các trường hợp nghiêm trọng, có thể bị tống giam trong một khoảng thời gian ngắn).
- Tuy nhiên, các câu trả lời thu được do ép buộc một người nào đó trả lời có thể không được sử dụng để chống lại người này trong bất kỳ vụ kiện nào về lạm dụng thị trường. Điều này được ngầm hiểu như là quyền được từ chối buộc tội chính mình.
- FSA có thể cũng phải tìm kiếm các giả thuyết cho các tài liệu và thông tin liên quan đến trường hợp bị nghi ngờ là có hành vi lạm dụng thị trường. Tuy nhiên, trước khi làm điều này, FSA phải yêu cầu một cơ quan pháp lý độc lập cho phép làm điều này và phải thuyết phục cơ quan này rằng có các lý lẽ hợp lý để tin rằng các tài liệu hay thông tin này đang được nghiên cứu dựa trên các giả thuyết và rằng không tạo ra được các tài liệu theo yêu cầu và/ hay tài liệu đã bị phá hủy hoặc bị làm giả.

Chào bán chứng khoán...

Phần VI FSMA 2000 đưa ra quy định đối với các nguyên tắc về bản cáo bạch cũng như các nguyên tắc niêm yết. Phần này chịu ảnh hưởng nặng nề bởi luật của EU và được xây dựng nhằm thực hiện các nghĩa vụ của Vương quốc Anh đối với EU trong lĩnh vực này. Vì vậy, các cơ chế tương tự cũng được thấy ở các nước thành viên của EU. FSA cần phải soạn thảo và áp dụng cả nguyên tắc về bản cáo bạch cũng như nguyên tắc về niêm yết.

Các nguyên tắc về bản cáo bạch chi phối việc chào bán chứng khoán (đặc biệt là cổ phiếu và các công cụ nợ do nhóm các cơ quan phát hành) tới công chúng và/ hoặc sự thừa nhận chứng khoán giao dịch trên thị trường được quản lý¹⁷. Các nguyên tắc về bản cáo bạch quy định rằng một bản báo bạch (tài liệu chào bán) phải chứa đựng, "... thông tin cần thiết để giúp các nhà đầu tư có thể đưa ra một sự đánh giá dựa trên sự am hiểu về các tài sản và các khoản nợ, vị thế tài chính, các khoản lỗ - lãi, cũng như khả năng thành công của tổ chức phát hành chứng khoán... và các quyền tiếp cận với chứng khoán...".

Khi đó các nguyên tắc về bản cáo bạch tiếp tục đưa ra quy định chi tiết và có phạm vi rộng lớn đối với việc yêu cầu cơ bản này được đáp ứng như thế nào. Không có hình thức chào bán chứng khoán ra công chúng hoặc việc áp dụng quyền chấp nhận giao dịch có thể được thực hiện nếu bản cáo bạch không được FSA thông qua sớm.

Đặc biệt, các nguyên tắc niêm yết quản lý việc tham gia thị của một người nào đó (thường là nhà phát hành) vào thị trường chứng khoán (đặc biệt là cổ phiếu và các công cụ nợ do nhóm các cơ quan phát hành) được đưa vào "danh sách niêm yết chính thức". Các chứng khoán được đưa vào danh sách niêm yết chính thức thì có thể được giao dịch trên thị trường chứng khoán London (là thị trường chính thức ở Anh mà trên đó cổ phiếu và các công cụ nợ được giao dịch)¹⁸. Nguyên tắc niêm yết thường đòi hỏi phải có sự công khai về

¹⁷ Thị trường mong muốn được thừa nhận chắc chắn phải có thêm các yêu cầu để được thừa nhận, ví dụ liên quan đến tính chuyển nhượng của chứng khoán được đề cập.

¹⁸ Cổ phiếu và các công cụ nợ - thường thuộc các công ty nhỏ - cũng được giao dịch trên thị trường đầu tư khác nhau ("AIM"). AIM do thị trường chứng khoán London sở hữu, nhưng là một thị

các thông tin niêm yết mà có chứa đựng, “tất cả các thông tin mà các nhà đầu tư yêu cầu và mong đợi một cách hợp lý... vì mục đích đưa ra một sự đánh giá trên cơ sở am hiểu về tài sản và các khoản nợ, vị thế tài chính, các khoản lãi - lỗ và khả năng thành công của tổ chức phát hành chứng khoán cũng như các quyền tiếp cận với chứng khoán”.

Khi đó các nguyên tắc niêm yết sẽ đưa ra các yêu cầu chi tiết và có phạm vi rộng lớn liên quan đối với việc quy định cơ bản này được đáp ứng như thế nào. Các chi tiết về việc niêm yết cũng phải được cơ quan niêm yết thông qua, ở đây là FSA. Khi một loại chứng khoán được niêm yết, thì tổ chức phát hành sẽ phải tuân thủ các quy định hiện hành nhằm thông báo cho thị trường về bất kỳ sự phát triển nào liên quan đến tổ chức phát hành, đặc biệt là sự phát triển/thay đổi có ảnh hưởng nghiêm trọng tới giá chứng khoán. Nếu tổ chức phát hành không tuân thủ các qui định niêm yết thì có thể phải chịu hình thức kỷ luật của FSA và cuối cùng là một khoản tiền phạt, khiển trách công khai và xóa tên trong danh sách niêm yết (liên quan đến các phiên tòa trước FSMT).

Thông tin về việc niêm yết được FSA thông qua có thể được sử dụng cho việc niêm yết và/ hoặc cho một hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng hoặc tham gia giao dịch tại mọi quốc gia thành viên của EU mà không cần có sự can thiệp pháp lý của các cơ quan tại bất kỳ quốc gia nào. Tương tự như vậy, thông tin về việc niêm yết và các bản cáo bạch do các cơ quan quản lý của các nước thành viên khác thuộc EU cũng có thể được sử dụng tại Vương quốc Anh mà không cần sự thông qua nào của FSA.

2.2. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Cộng hòa Séc

Giới thiệu

Trước Chiến tranh Thế giới lần thứ II, Cộng hòa Séc (một phần của Tiệp Khắc) Đã có một nền công nghiệp dịch vụ tài chính khá phát triển và một thị trường chứng khoán đã được hình thành. Tuy nhiên, từ năm 1939 đến năm

trường tách biệt với hệ thống các nguyên tắc và các yêu cầu về việc thừa nhận riêng. Việc thừa nhận nhằm mục đích không bao gồm một “danh sách niêm yết”.

1989, không có một nền công nghiệp dịch vụ tài chính cơ bản nào. Vào đầu những năm 1990, hoạt động dịch vụ tài chính mới được bắt đầu trở lại. Thị trường chứng khoán Praha đã được tái thiết vào năm 1991 và bắt đầu giao dịch vào năm 1993. Cũng vào năm đó, hệ thống RM cũng bắt đầu cung cấp một hệ thống giao dịch ngoài sàn. Hoạt động đầu tiên được giới hạn trước hết ở giao dịch coupon tư nhân hóa (đặc biệt là các quyền, được phân bổ rộng rãi tới tất cả người dân Séc một cách miễn phí, tiếp theo là cổ phiếu trong các công ty mới được tư nhân hóa). Việc quản lý còn rất thô sơ và có hàng loạt các vụ bê bối (xôn xao dư luận).

Tuy nhiên, vào năm 1998, Ủy ban Chứng khoán Séc (CSC) Đã được thiết lập theo Đạo luật số 15/1998 Coll. Về Ủy ban Chứng khoán với tư cách là một cơ quan quản lý chịu trách nhiệm quản lý những người tham gia các thị trường vốn cũng như bản thân các thị trường này. CSC tiếp tục hoạt động với tư cách là một thực thể riêng biệt, với một Chủ tịch và Đoàn Chủ tịch do Tổng thống Cộng hòa Séc bổ nhiệm. CSC tiếp tục hoạt động cho đến tận ngày 31 tháng 3 năm 2006, khi các chức năng của nó được chuyển sang cho Ngân hàng Quốc gia Séc (CNB) Như một phần của quy trình tạo ra một cơ quan quản lý thống nhất¹⁹. Theo đó, việc quản lý chứng khoán hiện nay do Ban Quản lý và Giám sát thị trường vốn của CNB đảm nhận, các báo cáo của nó được trình lên Ban Điều hành của CNB. Tuy nhiên, các điều luật liên quan mà phù hợp với CSC khi thực hiện nhiệm vụ này thì trong thời gian hiện tại vẫn phù hợp với ban liên đới của CNB.

CNB, với tư cách là Ngân hàng Trung ương của Cộng hòa Séc là một cơ quan độc lập có nhiệm vụ thực hiện các chức năng liên quan đến công chúng. Nó tách biệt so với Chính phủ Cộng hòa Séc, mặc dù Chủ tịch Ngân hàng Quốc gia do Tổng thống bổ nhiệm.

Các mục tiêu quản lý

Đạo luật 15/1998 quy định nhiệm vụ của CSC gồm 4 nội dung sau:

¹⁹ CNB cũng đảm nhận việc quản lý bảo hiểm và các dạng hoạt động dịch vụ tài chính khác.

- Củng cố niềm tin của các nhà đầu tư và những nhà phát hành về các công cụ đầu tư cũng như thị trường vốn;
- Bảo vệ các nhà đầu tư;
- Phát triển các thị trường vốn; và
- Nâng cao nhận thức của công chúng về các thị trường vốn.

Trong quá trình thực hiện các chức năng quản lý này, Đạo luật 15/1998 quy định rằng CSC phải hợp tác chặt chẽ với Bộ tài chính và CNB, đồng thời báo cho các cơ quan này về sự phát triển liên quan đến các chức năng cụ thể của họ. Bộ Tài chính và CNB cũng cần phải phối hợp chặt chẽ với CSC, và phải thông báo cho CSC về sự phát triển liên quan đến phạm vi hoạt động của CSC.

Đạo luật 15/1998 cũng quy định rằng CSC phải nộp một bản báo cáo quý cho Bộ Tài chính và một bản báo cáo thường niên cho Quốc hội Séc về hoạt động của mình cũng như sự phát triển của các thị trường vốn.

Theo cách đó, CSC phải liên kết chặt chẽ với chính quyền trung ương hơn FSA ở Vương quốc Anh. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa các cơ quan thuộc chính quyền trung ương và việc quản lý thị trường chứng khoán bây giờ vẫn đóng cho thấy có sự quản lý dịch vụ tài chính thống nhất tại Cộng hòa Séc dưới sự che chở của CNB.

Đạo đức thị trường

Phần 8 của Luật 256 về các hoạt động kinh doanh trên thị trường vốn tạo ra khung pháp lý nhằm ngăn chặn các hoạt động lạm dụng thị trường²⁰. Đối với Cộng hòa Séc, các qui định pháp lý bị ảnh hưởng bởi các nước thuộc Liên minh châu Âu. Mặc dù vậy, các hoạt động sau đây cũng bị ngăn cấm:

- Giao dịch nội gián
- Lũng đoạn thị trường

²⁰ Phụ lục 2 trích từ Bộ Luật 256/2004 có các quy định liên quan.

- Công bố thông tin sai sự thật hoặc thiếu thông tin

Về vấn đề giao dịch nội gián; một người có sở hữu “thông tin nội gián” có thể không sử dụng thông tin đó để tiến hành (hoặc huỷ bỏ) trực tiếp hoặc gián tiếp một vụ đầu tư có liên quan tới thông tin nội gián này. “Thông tin nội gián” được định nghĩa khá phổ biến là một lượng thông tin trong một trường hợp cụ thể có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp tới một vụ đầu tư được chấp nhận giao dịch tại một thị trường chính thức của một nước thành viên trong khối cộng đồng châu Âu, trong đó có tác động tới một nhóm đông làm ảnh hưởng nghiêm trọng tới giá và lợi tức của một vụ đầu tư. Vì vậy, các hoạt động liên quan tới “phái sinh hàng hoá” được xác định rõ bởi chính phủ. Ngoài ra, định nghĩa về giao dịch nội gián bao gồm cả hoạt động trên thị trường nước ngoài, cụ thể là sử dụng thông tin nội gián liên quan tới bất kỳ một thị trường chính thức nào trên bất kỳ một nước thành viên nào của khối cộng đồng châu Âu, ngoại trừ Cộng hoà Séc. Vì vậy rõ ràng là những cơ quan có thẩm quyền của Séc sẽ phải cần thời gian để hợp tác với những cơ quan có thẩm quyền của những nước thành viên khác của khối cộng đồng châu Âu.

Về vấn đề thao túng thị trường; thao túng thị trường được định nghĩa khá phổ biến là có tham gia vào hoạt động làm bóp méo “nhận thức về giá trị” của các thành viên tham gia thị trường vốn, cung cầu hoặc giá của một vụ đầu tư được chấp nhận giao dịch tại một thị trường chính thức của một nước thành viên của khối cộng đồng châu Âu, và cũng bao gồm cả “phái sinh hàng hóa”. Ngoài ra, định nghĩa cũng bao gồm cả hoạt động ngoại vi, có nghĩa là hoạt động hợp tác chặt chẽ giữa các cơ quan có thẩm quyền của Séc và các cơ quan có thẩm quyền của những nước thành viên khác trong khối cộng đồng châu Âu.

Những người tham gia những hành vi sai trái trên thị trường có thể bị cảnh cáo công khai hoặc phạt tiền. Trường hợp giao dịch nội gián thì số tiền phạt tối đa là 10 triệu CZK (khoảng 375 nghìn euro); và trường hợp thao túng thị trường thì số tiền phạt tối đa là 20 triệu CZK (khoảng 750 nghìn euro). Số tiền phạt được ấn định bởi CSC (nay là CNB)²¹.

²¹ Mức tiền phạt được nêu trong báo cáo này chưa được cập nhật tại thời điểm viết, nhưng cũng có giá trị tham khảo

Quyền điều tra

CNB với vai trò quản lý ngành chứng khoán có quyền được phỏng vấn người tình nghi có hoạt động thao túng thị trường và yêu cầu họ cung cấp những tài liệu liên quan tới những hoạt động bị nghi ngờ là thao túng thị trường.

Các thị trường được quản lý

Luật 256/2004, phần 5, tạo khung pháp lý cho hai thị trường tài chính: “sàn chứng khoán chính thức” và một thị trường phi chính thức. Hiện tại có một sàn chứng khoán chính thức ở cộng hòa Séc (thị trường chứng khoán Praha) và một thị trường phi chính thức (hệ thống RM). Sàn chứng khoán chính thức được thành lập lại vào năm 1993, trong khi đó thị trường phi chính thức được thành lập để cung cấp những điều kiện dễ dàng cho công dân Séc mua bán “giấy tờ có giá về cổ phần hóa” mà đã được phát hành ra công chúng.

Một “sàn chứng khoán chính thức” được định nghĩa là một pháp nhân (không phải là một cá nhân hay một tổ chức một thành viên) mà điều hành một thị trường giao dịch với các công cụ đầu tư. Để hoạt động này được diễn ra thì phải có một giấy phép từ CSC. Luật 262/2004 đã nêu rõ các điều kiện cấp phép là:

- Công ty xin cấp phép phải là một công ty cổ phần và có văn phòng trụ sở tại cộng hòa Séc²².
- Vốn đăng ký tối thiểu là 100 triệu CZK (khoảng 3,75 triệu euro)
- Nguồn gốc của lượng vốn đăng ký phải cho thấy là rõ ràng và minh bạch (không có nguồn gốc trực tiếp hoặc gián tiếp từ những hoạt động bất hợp pháp).
- Công ty phải có đủ các nguồn lực cần thiết như là nguyên liệu, nhân lực và cơ cấu tổ chức hợp lý.

²² Vấn đề đặt ra là điều kiện này có phù hợp với luật Châu Âu không. Về nguyên tắc, các nước thành viên Liên minh Châu Âu trong hoạt động quản lý kinh tế không được phép phân biệt đối xử với những người tham gia vào nền kinh tế từ những nước khác thuộc Liên minh Châu Âu trên cơ sở phân biệt quốc tịch.

- Giám đốc của công ty xin phép phải là người có đủ năng lực về trình độ và kinh nghiệm.
- Những cổ đông của công ty phải “phù hợp” với quan điểm quản lý thị trường một cách lành mạnh và an toàn.
- Bất kỳ liên kết chặt chẽ nào của công ty với bên thứ ba đều không được cản trở sự giám sát của sàn giao dịch.
- Điều lệ và yêu cầu cấp phép của sàn giao dịch phải hợp lý.

Những điều kiện này rõ ràng là rất chung chung, vì thế, cho phép CSC (nay là CNB) Có rất nhiều linh hoạt trong quyết định cấp phép cho các hồ sơ xin phép. Như đã trình bày ở trên, hoạt động đầu tư là rất đa dạng vì thế khung pháp lý phải khá linh hoạt để có thể thích ứng với các hoạt động đầu tư khác nhau.

Khái niệm của “thị trường phi chính thức” không được định nghĩa trong Luật 256/2004. Về căn bản, đó là một thị trường đầu tư, là một thị trường giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, sự khác nhau giữa hai loại thị trường này là điều kiện để truy nhập vào thị trường phi chính thức là dễ dàng đối với bất kỳ ai; còn đối với “sàn chứng khoán chính thức” thì chỉ có thành viên của “sàn chứng khoán chính thức” mới có thể truy nhập được vào. Trên thực tế, chứng khoán của những công ty lớn sẽ giao dịch trên “sàn chứng khoán chính thức”, như là sàn giao dịch chứng khoán Praha; sàn giao dịch này được cho là có tính thanh khoản cao hơn hệ thống RM.

Cũng như “sàn chứng khoán chính thức”, thị trường chứng khoán phi chính thức cũng yêu cầu giấy phép hoạt động. Điều kiện để cấp phép giống với điều kiện của “sàn chứng khoán chính thức”, trừ điều kiện vốn tối thiểu yêu cầu là 10 triệu CZK (tương đương 375 ngàn euro).

Cả “sàn chứng khoán chính thức” và thị trường phi chính thức đều yêu cầu bởi Luật 256/2004 là phải đảm bảo thanh toán các giao dịch tham gia trên thị trường và cũng phải công bố mức giá của các hoạt động đầu tư. Ngoài ra, Luật này yêu cầu “sàn chứng khoán chính thức” công bố những “thông tin nhạy cảm với giá chứng khoán” cho những thành viên thị trường.

Chào bán chứng khoán...

Theo luật của cộng đồng chung châu Âu, Luật 256/2004 quy định chào bán chứng khoán công chúng hoặc hồ sơ xin phép giao dịch trên thị trường phải được gửi kèm cùng một bản cáo bạch (được cấp phép bởi CSC). Nhìn chung, bản cáo bạch phải bao gồm:

“... toàn bộ thông tin cho nhà đầu tư và những chuyên gia tư vấn của họ để lập một bản đánh giá chính xác và đúng đắn về chứng khoán, tài sản và các khoản vay nợ của bên phát hành, tình hình tài chính, báo cáo kết quả kinh doanh, và triển vọng của các hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính trong tương lai...”

Những yêu cầu nội dung cụ thể hơn cũng được quy định bởi CSC.

Một doanh nghiệp muốn niêm yết chứng khoán trên sàn giao dịch thì phải có một bản cáo bạch được chấp thuận bởi CSC. Nếu bản cáo bạch của doanh nghiệp được chấp thuận thì về nguyên lý là doanh nghiệp có thể được niêm yết chứng khoán trên sàn giao dịch chứng khoán chính thức (được công nhận bởi CSC). Bản thân chính sàn giao dịch cũng sẽ quy định thêm các yêu cầu về niêm yết (như là tính chuyên nhượng). Tổ chức phát hành chứng khoán được niêm yết trên thị trường phải có nghĩa vụ công bố, cập nhật thường xuyên những thông tin có tính chất nhạy cảm với sự phát triển của thị trường.

2.3. Tổng quan về hệ thống pháp luật chứng khoán tại Singapore

Giới thiệu

Cơ quan chính thức có thẩm quyền quản lý chứng khoán là Cơ quan Quản lý tiền tệ Singapore (MAS). MAS là Ngân hàng Trung ương của Singapore và đồng thời quản lý cả ngành ngân hàng và ngành bảo hiểm. Vì thế, Singapore chấp nhận lựa chọn mô hình quản lý dựa trên một cơ quan quản lý đơn nhất.

Văn bản pháp qui chính về quản lý chứng khoán là Luật Chứng khoán và Hợp đồng tương lai 2005 (SFA 2005). Trong hoạt động quản lý ngành chứng khoán, Cơ quan Quản lý tiền tệ Singapore (MAS) dựa trên quyền lực

được cho phép theo Luật Chứng khoán và Hợp đồng tương lai 2005 (SFA 2005).

Cơ quan quản lý

MAS được thành lập theo Luật Quản lý tiền tệ năm 1970. Luật này cho phép MAS được thành lập theo mô hình công ty cổ phần có tư cách pháp nhân và vốn hoạt động. Vì thế, MAS hoạt động độc lập đối với Chính phủ Singapore. Những mục tiêu chính của MAS là:

- Hoạt động với chức năng là một tổ chức tài chính, ngân hàng của Chính phủ;
- Phát triển bền vững thị trường tiền tệ, tín dụng và chứng khoán tạo điều kiện thuận lợi phát triển kinh tế;
- Gây dựng một thị trường tài chính lành mạnh và tiến bộ;
- Phát hành tiền giấy và tiền xu;
- Thực hiện các quyền lực được quy định bởi những điều luật khác (như SFA 2003) qua các giai đoạn.

MAS do một Hội đồng quản trị điều hành. Chủ tịch và các thành viên khác của Hội đồng quản trị do Tổng thống bổ nhiệm.

Đạo đức thị trường

Phần XIII của SFA 2005 xác định hành vi lạm dụng thị trường dưới 2 mục nhỏ riêng biệt:

- Hành vi lạm dụng thị trường về “chứng khoán” (đặc biệt là cổ phiếu và các giấy nợ do các công ty phát hành, các phái sinh của cổ phiếu và giấy nợ cũng như các hợp đồng về sự khác biệt liên quan đến cổ phiếu và giấy nợ này, và các chứng chỉ được phát hành bởi các quỹ tín thác); và
- Sai phạm trên thị trường dưới góc độ hợp đồng tương lai và giao dịch công cụ “đòn bẩy”.

Tùy từng trường hợp, khuôn khổ pháp lý điều chỉnh các hành vi lạm dụng thị trường mở rộng tới các hoạt động diễn ra trong phạm vi Singapore liên quan đến chứng khoán, các hợp đồng tương lai và các hợp đồng ngoại hối đòn bẩy được phát hành hoặc giao dịch ở khắp mọi nơi; và các hoạt động diễn ra bên ngoài Singapore liên quan đến chứng khoán, các hợp đồng tương lai và các hợp đồng ngoại hối đòn bẩy được giao dịch trên một thị trường ở Singapore và trường hợp chứng khoán do một công ty tín thác đầu tư hoặc quỹ tín thác phát hành theo Luật của Singapore hoặc kinh doanh tại Singapore. Như vậy, khuôn khổ pháp lý vượt ra ngoài lãnh thổ và phạm vi Cơ quan Quản lý Tiền tệ của Singapore (MAS) đòi hỏi sự hợp tác của các cơ quan quản lý tại các nước khác nhằm làm cho chế tài của Singapore có hiệu lực.

Nói chung, đối với chứng khoán, những trường hợp sau đây bị cấm²³:

- Tạo ra một sự lừa dối hoặc sai lệch trong giao dịch tích cực về chứng khoán hoặc giá cả hay thị trường chứng khoán;
- Tham gia vào các giao dịch không có thật hoặc các mảnh khoe cố gắng duy trì, thổi phồng, làm suy giảm hoặc tạo ra các dao động về giá của chứng khoán trên thị trường;
- Tham gia vào 2 hoặc nhiều giao dịch chắc chắn gây ảnh hưởng đối với việc tăng, giảm, duy trì hoặc ổn định giá của chứng khoán trên một thị trường chứng khoán với chủ ý của một số người xúi giục nhằm đặt mua, mua hoặc bán chứng khoán;
- Đưa ra các báo cáo hoặc phổ biến các thông tin lừa đảo hay sai lệch mà chắc chắn khiến người khác đặt mua, mua hoặc bán chứng khoán hoặc chắc chắn gây ảnh hưởng về việc tăng, giảm, duy trì hay ổn định giá của chứng khoán trên thị trường;
- Đưa ra bất kỳ các báo cáo, hứa hẹn hoặc dự báo sai lệch, lừa đảo hoặc gây nhầm lẫn nhằm xúi giục một người quan tâm đến chứng khoán;

²³ Phụ lục 3 trích từ SFA 2005

- Thuê người khác đặt mua, mua hoặc bán chứng khoán, thực hiện bất kỳ mảnh khoe, âm mưu hoặc thủ đoạn nào, hoặc tham gia bất kỳ hành vi gian lận nào hoặc đưa ra một bản báo cáo sai lệch;

- Phổ biến các báo cáo hoặc thông tin với hàm ý rằng giá của chứng khoán sẽ tăng, giảm hoặc được duy trì như kết quả của giao dịch trong khi vi phạm về bất kỳ các điều ngăn cấm nói trên, ở những nơi mà người phổ biến báo cáo hoặc thông tin này có lợi ích vật chất trong hoạt động giao dịch hoặc thu được bất kỳ lợi ích gì từ việc phổ biến thông tin này.

Ngoài ra, giao dịch chứng khoán nội gián cũng bị cấm. Điều này có nghĩa là, một người có các thông tin nội bộ (đặc biệt là các thông tin không được công khai, nhưng nếu được công khai sẽ có tác động tới giá hoặc giá trị của chứng khoán) không thể đặt mua, mua hoặc bán những chứng khoán này.

Nói chung, đối với các hợp đồng tương lai và ngoại hối đòn bẩy, những trường hợp sau đây bị cấm:

- Tạo ra một sự lừa dối hoặc sai lệch đối với giao dịch năng động về các hợp đồng tương lai hoặc các hợp đồng ngoại hối đòn bẩy, hoặc đối với thị trường hoặc giá cả của các hợp đồng tương lai hay hợp đồng ngoại hối đòn bẩy;

- Thực hiện hoặc yêu cầu ai đó thực hiện lệnh bán hoặc mua một hợp đồng tương lai, hoặc liên quan đến giao dịch ngoại hối đòn bẩy, mà không thực hiện việc mua hoặc bán trung thực (tức là giả vờ thực hiện lệnh);

- Thao túng giá của hợp đồng tương lai hoặc hàng hóa nguồn của hợp đồng tương lai, hoặc mua vét (tức là đạt được vị trí chi phối) hàng hóa nguồn của một hợp đồng tương lai;

- Đưa ra các báo cáo, lời hứa hoặc dự báo không trung thực, sai lệch hoặc dối trá nhằm xúi giục người khác giao dịch hợp đồng tương lai hoặc tham gia giao dịch ngoại hối đòn bẩy;

- Thuê người khác thực hiện một giao dịch về hợp đồng tương lai hoặc trao đổi ngoại hối đòn bẩy, với bất kỳ mảnh khoe, âm mưu hoặc thủ đoạn

nào, gian lận hoặc lừa đảo, hoặc đưa ra các báo cáo không trung thực với các hợp đồng hoặc giao dịch này;

- Phổ biến các báo cáo hoặc các thông tin với hàm ý rằng giá của hợp đồng tương lai hoặc ngoại hối đòn bẩy sẽ tăng, giảm hoặc duy trì như kết quả của giao dịch trong sự vi phạm về bất kỳ các điều ngăn cấm nói trên, ở những nơi mà người phổ biến báo cáo hoặc thông tin có mối quan tâm vật chất trong hoạt động giao dịch hoặc nhận được bất kỳ lợi ích gì từ việc phổ biến này.

Trong từng trường hợp, SFA 2003 đưa ra hai loại hình phạt khác nhau. Vi phạm các nhóm hành vi được mô tả ở trên có thể bị truy tố tại tòa án và có thể dẫn đến bị phạt tù tối thiểu là 7 năm. Ngoài ra, người vi phạm có thể phải bị đưa ra các vụ kiện dân sự. Đặc biệt bị đơn có thể bị yêu cầu nộp cho MAS một khoản tiền lớn gấp ba lần khoản lợi nhuận thu được từ hành vi sai phạm. Các khoản tiền phạt phải nộp cho MAS.

Quyền điều tra

Phần IX SFA 2003 trao cho MSA quyền điều tra các trường hợp bị nghi ngờ là lạm dụng thị trường.

- MAS có thể yêu cầu người đang bị điều tra đưa ra “sự giúp đỡ hợp lý” liên quan đến việc điều tra và nếu cần thiết đưa cho MAS các bằng chứng và tuyên thệ. Điều này có hàm ý rằng nếu bằng chứng đưa ra là không đúng sự thật, thì người này có thể bị truy tố do khai man trước tòa. Người này cũng có thể bị yêu cầu phải trả lời các câu hỏi, nếu không thực hiện thì người này có thể bị bắt phạt hoặc tống giam.

- MAS có quyền yêu cầu bất kỳ người nào cung cấp thông tin và tài liệu liên quan đến việc điều tra.

- MAS có thể cũng tìm kiếm các giả thuyết và tịch thu tài liệu. Việc áp dụng quyền này là tùy thuộc vào sự cho phép của cơ quan pháp lý độc lập và việc MAS nhận thấy rằng có các lý lẽ hợp lý để tin rằng các tài liệu thể hiện trong các giả thuyết và rằng chúng được tạo ra theo một yêu cầu của MAS.

Các thị trường được quản lý

Phần II của SFA 2005 đưa ra điều khoản về việc phê chuẩn các Sở Giao dịch và việc công nhận những người tham gia thị trường. Về cơ bản, sự khác biệt giữa hai điều này đó là các Sở Giao dịch được phê chuẩn được coi là quan trọng, trong khi đó những người tham gia thị trường được công nhận thì không được coi là quan trọng. Điều này có nghĩa là, sự sụp đổ của một Sở Giao dịch được phê duyệt hoặc các dao động nghiêm trọng đối với một Sở Giao dịch được phê chuẩn có thể dẫn đến sự phá vỡ của toàn bộ hệ thống tài chính của Singapore.

Hơn nữa, một Sở Giao dịch được phê chuẩn có thể (tùy vào sự phê chuẩn của MAS) điều hành cơ chế niêm yết chứng khoán. Thực tế cho thấy, điều này được thực hiện bởi Giới hạn giao dịch chứng khoán của Sở Sở Giao dịch chứng khoán Singapore, thị trường tài chính quan trọng nhất ở Singapore. Khả năng niêm yết chứng khoán (và thi hành các yêu cầu niêm yết liên quan đến việc truyền thông tin và thông báo về sự phát triển...) được coi như một lợi thế cạnh tranh quan trọng.

MAS được quyền tự do phê chuẩn một Sở Giao dịch hoặc công nhận một người tham gia thị trường và có thể phê chuẩn hoặc công nhận về “các điều kiện hoặc hạn chế khi thích hợp...”. Đưa ra sự khác biệt về tầm quan trọng kinh tế giữa hai dạng thị trường, các điều kiện và các hạn chế cũng khác nhau. Đặc biệt, một cơ quan điều hành thị trường được công nhận có thể tùy theo các hạn chế đối với các dạng công cụ được giao dịch với các điều kiện thuận lợi của nó hoặc những người có thể là thành viên của thị trường. Tuy nhiên, khi được phê chuẩn hoặc được công nhận, một Sở Giao dịch Chứng khoán sẽ phải tuân thủ khung pháp lý ít chặt chẽ hơn so với những người cung cấp dịch vụ hoặc sản phẩm tài chính khác.

Phần II của SFA 2005 cũng đặt ra các nghĩa vụ cho các Sở Giao dịch được phê chuẩn:

- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải đảm bảo rằng thị trường mà nó hoạt động là công bằng, nghiêm chỉnh và minh bạch.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải quản lý các rủi ro kết hợp với hoạt động của Sở một cách thận trọng.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải quan tâm đến lợi ích của công chúng.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải đảm bảo rằng việc tiếp cận với các điều kiện thuận lợi của nó là tiêu chuẩn về công bằng, khách quan và những điều kiện này được xây dựng nhằm đảm bảo cho việc thực hiện chức năng của thị trường một cách nghiêm chỉnh và nhằm bảo vệ lợi ích của công chúng.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải duy trì các nguyên tắc cung cấp đầy đủ quy định cho các thành viên của mình một cách thích hợp.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải tuân thủ các nguyên tắc của nó.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải có đầy đủ các nguồn lực về nhân lực, tài chính và hệ thống vì các mục đích thực hiện được các nghĩa vụ kể trên và đối phó được những sự kiện bất thường hoặc các thảm họa.
- Một Sở Giao dịch được phê chuẩn phải thuê được những người thích hợp vào các vị trí chủ chốt.

Các nghĩa vụ của một người được công nhận tham gia thị trường được tóm tắt như sau:

- Một người được công nhận tham gia thị trường phải đảm bảo rằng thị trường là công bằng, tuân thủ nghiêm chỉnh và minh bạch.
- Một người được công nhận tham gia thị trường phải quản lý các rủi ro kết hợp với hoạt động của mình một cách thận trọng.

- Một người được công nhận tham gia thị trường phải quan tâm đến lợi ích của công chúng.
- Một người được công nhận tham gia thị trường phải có đầy đủ các nguồn lực về tài chính, nhân lực và hệ thống để hoàn thành các nghĩa vụ kể trên và giải quyết các vấn đề bất thường hoặc các thảm họa.

Chào bán chứng khoán...

Phần XIII của SFA 2005 về quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ở Singapore. Về cơ bản, không ai có thể chào bán chứng khoán tại Singapore nếu việc chào bán không đi kèm với các bản cáo bạch mà đáp ứng tiêu chuẩn nào đó và được trình lên MAS. Không tuân thủ các yêu cầu này là một hành vi vi phạm.

Một bản cáo bạch cần phải bao gồm: "... tất cả thông tin mà các nhà đầu tư và các nhà tư vấn chuyên môn của họ sẽ yêu cầu đưa ra một sự đánh giá trên cơ sở sự hiểu biết về... các quyền và nghĩa vụ gắn liền với chứng khoán; [và] các tài sản cũng như các khoản nợ, lợi nhuận và các khoản lỗ, tình hình tài chính, hoạt động và các triển vọng của tổ chức phát hành..."²⁴.

Trong đó cũng phải chứa đựng các thông tin khác như quy định của MAS. Điều này có phạm vi rất rộng, chi tiết và được xây dựng nhằm đạt được yêu cầu cơ bản tóm lược ở trên.

Các nguyên tắc niêm yết là trách nhiệm của Công ty TNHH giao dịch chứng khoán Singapore, là một bộ phận của Sở Giao dịch Chứng khoán của Singapore. Các nguyên tắc này đưa ra điều khoản cho phép chứng khoán giao dịch trên thị trường và áp đặt các nghĩa vụ công bố thông tin liên tục đối với các tổ chức phát hành.

²⁴ Lưu ý rằng các yêu cầu cơ bản là tương tự quy định bắt buộc tại Vương Quốc Anh và Cộng hòa Séc.

2.4. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Hồng Kông

Giới thiệu

Cơ quan quản lý Ngành kinh doanh chứng khoán ở Hồng Kông là Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng Tương lai Hồng Kông (SFC). Không giống như FSA ở Vương quốc Anh, CNB ở Cộng hòa Séc và MAS ở Singapore, Ủy ban này không chịu trách nhiệm quản lý quản lý toàn bộ tất cả những nhà cung ứng dịch vụ tài chính. Về thực chất, SFC quản lý những người kinh doanh chứng khoán, những người tư vấn chứng khoán và các thị trường chứng khoán.

Cơ sở pháp lý đầu tiên cho việc quản lý chứng khoán tại Hồng Kông là Sắc lệnh về Chứng khoán và Hợp đồng Tương lai 2003 (SFO).

Cơ quan quản lý

Phần I của SFO 2003 cho thấy rằng sự tồn tại liên tục của SFC ngay từ đầu đã dựa trên cơ sở pháp luật. SFC là một công ty độc lập, tách biệt với chính quyền của Khu vực quản lý đặc biệt của Hồng Kông (“HKSAR”), và được trao quyền tự quản quan trọng theo SFO 2003. Tuy nhiên, Chủ tịch của SFC và các thành viên trong Ban Điều hành của Ủy ban này do Trưởng ban Điều hành của HKSAR bổ nhiệm.

Ngoài ra, vào tháng 10 năm 2000, chính quyền HKSAR đã thiết lập một bồi thẩm đoàn độc lập, gồm 12 thành viên từ khu vực tài chính, trường học, các chuyên gia về nghề luật và kế toán nhằm xem xét các hoạt động thuộc phạm vi điều chỉnh của SFO.

SFO 2003 đã đặt ra các mục tiêu quản lý cho SFC:

- Nhằm duy trì và thúc đẩy tính công bằng, tính hiệu quả, tính cạnh tranh, tính minh bạch và sự tuân thủ trong ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai;
- Nhằm thúc đẩy sự hiểu biết của công chúng về hoạt động và chức năng của ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai;

- Bảo vệ công chúng đầu tư;
- Giảm thiểu sự vi phạm và sai phạm trong ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai;
- Giảm rủi ro cố hữu trong ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai; và
- Hỗ trợ cho Bộ trưởng Bộ Tài chính trong việc duy trì tình hình tài chính của Hồng Kông thông qua việc đưa ra các bước đi thích hợp liên quan đến ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai.

Trong quá trình theo đuổi các mục tiêu trên, SFC đã quan tâm đến các vấn đề sau:

- Đặc điểm quốc tế của ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai cũng như mong muốn duy trì vị thế của Hồng Kông như một trung tâm tài chính quốc tế có tính cạnh tranh;
- Mong muốn tạo điều kiện thuận lợi cho việc đổi mới trong ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai;
- Không làm ngăn cản nguyên tắc cạnh tranh giữa những người do SFC quản lý;
- Tầm quan trọng của việc hoạt động trong một môi trường minh bạch; và
- Cần sử dụng hiệu quả các nguồn lực.

Các chức năng chính của SFC cũng được trình bày trong SFO 2003. Các chức năng này bao gồm các nội dung sau:

- Đưa ra những bước đi nhằm đảm bảo tính công bằng, hiệu quả và cạnh tranh;
- Giám sát, kiểm soát và quản lý những người tham gia trên thị trường cũng như các thị trường trong ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai;
- Thúc đẩy việc tự quản lý;
- Thúc đẩy, khuyến khích và bắt buộc việc thực hiện đúng đắn;

- Khuyến khích việc cung cấp những lời tư vấn lành mạnh, có sự cân nhắc và có sự am hiểu;
- Duy trì và nâng cao niềm tin đối với ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai;
- Hợp tác với các cơ quan quản lý khác ở Hồng Kông và những nơi khác.

Do đó, về bản chất một tập hợp mục tiêu, yêu cầu và các chức năng có phạm vi rộng cho SFC được xây dựng nhằm đảm bảo rằng ngành kinh doanh chứng khoán và hợp đồng tương lai của Hồng Kông duy trì được tính cạnh tranh và phản ứng nhanh²⁵. Những mục tiêu và yêu cầu này chứa đựng nhiều mục đích của SFC như việc quản lý chi tiết hơn đối với những người tham gia thị trường và các thị trường trong ngành kinh doanh này.

Hành vi thị trường

Phần XIII của SFO 2003 tạo ra một cơ chế ngăn cấm các dạng hành vi lạm dụng thị trường²⁶ sau:

- 89.1. Giao dịch nội gián;
- 89.2. Giao dịch không trung thực;
- 89.3. Áp đặt giá;
- 89.4. Công bố không trung thực hoặc sai lệch các thông tin;
- 89.5. Thao túng thị trường.

Giao dịch nội gián được định nghĩa như việc kinh doanh của một người “có quan hệ” với nhà phát hành “chứng khoán được niêm yết” trên cơ sở “thông tin có liên quan”. Một người có quan hệ với một nhà phát hành khi anh ta là người quản lý của mình hoặc một cổ đông quan trọng. “Các chứng khoán được niêm yết” là những chứng khoán được niêm yết trên một “thị trường

²⁵ Chú ý: có nhiều điểm tương đồng giữa các mục tiêu và các yêu cầu của SFC của Hồng Kông và FSA của Vương quốc Anh. Cả hai này đều phải duy trì vị trí ưu việt của các trung tâm tài chính thuộc phạm vi điều chỉnh của mình.

²⁶ Phụ lục 4 được trích từ các điều khoản liên quan.

chứng khoán được công nhận” (tức là một thị trường do SFC công nhận và quản lý). “Thông tin liên quan” là thông tin liên quan đến các chứng khoán này, nhưng nhìn chung là không sẵn có và chắc chắn có ảnh hưởng trọng yếu tới giá của chứng khoán. Giao dịch nội gián cũng có thể được thực hiện bởi một người nhận được thông tin liên quan từ một người khác có quan hệ với nhà phát hành, hoặc khi một người có quan hệ với nhà phát hành hoặc người nhận được thông tin liên quan từ một người khác khuyến khích một bên thứ ba kinh doanh chứng khoán được niêm yết.

Cần lưu ý rằng, phạm vi điều chỉnh vi phạm chỉ hạn chế đối với các chứng khoán được niêm yết trên các thị trường được quản lý ở Hồng Kông. Do đó, chế tài về giao dịch nội gián không vượt ra khỏi phạm vi lãnh thổ của nền kinh tế.

Giao dịch không trung thực được định nghĩa là việc tạo ra hành vi không trung thực hoặc sai lệch về một thị trường chứng khoán hoặc các hợp đồng tương lai được giao dịch tích cực trên một “thị trường liên quan được công nhận” (tức là thị trường tài chính do SFC công nhận và quản lý) hoặc giá của các chứng khoán hoặc hợp đồng tương lai diễn ra ở Hồng Kông hoặc ở những nơi khác. Như vậy giao dịch không trung thực bao trùm các hoạt động được thực hiện ở Hồng Kông mà tạo ra những hành vi lừa đảo hoặc sai lệch hoặc giá cả chứng khoán hay các hợp đồng tương lai được giao dịch trên thị trường chứng khoán hoặc thị trường hợp đồng tương lai bên ngoài phạm vi lãnh thổ của Hồng Kông. Do đó, hành vi vi phạm giao dịch không trung thực có phạm vi vượt ra khỏi biên giới lãnh thổ; và vì vậy đòi hỏi SFA phải hợp tác với các cơ quan quản lý của các quốc gia khác.

Thao túng giá được định nghĩa như việc tham gia vào các giao dịch, ở Hồng Kông hoặc các nước khác, nơi nào không có sự thay đổi nào trong quyền sở hữu chứng khoán có lợi nhằm duy trì, tăng, giảm, ổn định hoặc dẫn đến những dao động trong giá chứng khoán; hoặc tham gia các giao dịch chứng khoán và các hợp đồng tương lai không có thật hoặc giả tạo với cùng mục đích. Trong cả hai trường hợp, chứng khoán phải được giao dịch trên một thị trường

liên quan được công nhận (tức là một thị trường của Hồng Kông). Việc thao túng giá có thể cũng xảy ra ở nơi mà các hành vi này được thực hiện ở Hồng Kông nhưng lại liên quan đến các chứng khoán hoặc các hợp đồng tương lai được giao dịch trên một thị trường bên ngoài phạm vi lãnh thổ của Hồng Kông. Vì vậy, yếu tố vượt ra khỏi phạm vi lãnh thổ một lần nữa lại được đưa vào chế tài quản lý.

Công bố sai sự thực được định nghĩa là việc phổ biến thông tin ảnh hưởng tới giá của chứng khoán hoặc hợp đồng tương lai giao dịch trên một “thị trường được công nhận liên quan” (tức là một thị trường của Hồng Kông) nhằm mục đích duy trì, tăng, giảm hoặc bình ổn thị trường này bởi việc giao dịch trái phép các dạng hàng hóa nói trên, đồng thời người thực hiện việc phổ biến thông tin này tham gia vào giao dịch trái phép hoặc kỳ vọng thu được lợi ích từ việc phổ biến thông tin này²⁷.

Việc công bố sai lệch được định nghĩa như việc công bố thông tin sai sự thực hoặc lừa đảo trên phạm vi lãnh thổ Hồng Kông hoặc quốc gia khác, nhằm xúi giục một người đặt lệnh mua, mua hoặc bán chứng khoán hoặc hợp đồng tương lai tại Hồng Kông; hoặc nhằm duy trì, tăng, giảm hoặc ổn định giá chứng khoán hoặc hợp đồng tương lai tại Hồng Kông. Khía cạnh vượt ra khỏi phạm vi lãnh thổ lại được đề cập trong cơ chế.

Thao túng thị trường chứng khoán được định nghĩa là việc tham gia hai hoặc nhiều giao dịch, tại Hồng Kông hoặc các nước khác, về chứng khoán được giao dịch trên một Sở Giao dịch được công nhận liên quan (tức là Sở Giao dịch Hồng Kông) mà chắc chắn làm tăng, giảm hoặc duy trì giá của chứng khoán, nhằm xúi giục người khác mua, đặt lệnh mua hoặc bán hoặc kiềm chế việc mua, đặt lệnh mua hoặc bán chứng khoán. Việc thao túng thị trường chứng khoán có thể cũng xảy ra khi một người ở Hồng Kông thực hiện các giao dịch này trên một Sở Giao dịch ngoài phạm vi lãnh thổ của Hồng Kông với cùng mục đích. Cơ chế này cũng có khía cạnh vượt ra khỏi biên giới một quốc gia.

²⁷ Chú ý rằng quy định cơ bản ở Singapore có nhiều điểm tương đồng với quy định ở Vương quốc Anh hoặc Cộng hòa Séc nhưng không được thực hiện song song.

Các hành vi vi phạm thị trường có khả năng bị truy tố pháp luật dẫn đến mức phạt tù lên đến 10 năm. Mặt khác, theo khuyến nghị của SFC, Bộ trưởng Bộ Tài chính (đặc biệt là Bộ Tài chính) có thể bắt đầu các vụ kiện trước khi Tòa án về Hành vi lạm dụng thị trường (một tòa án về chuyên môn được tạo ra theo SFO). Tòa án này truất quyền Giám đốc công ty, cấm người này không được kinh doanh chứng khoán, hợp đồng tương lai hoặc ngoại hối đòn bẩy, hoặc buộc họ phải trả bất kỳ khoản lợi nhuận nào thu được hoặc tránh tổn thất cho chính quyền HKSAR. Cuối cùng, một người có hành vi hành vi lạm dụng thị trường cũng có thể bị những người phải chịu thua lỗ kiện ra tòa dân sự.

Quyền điều tra

Theo phần IX của SFO 2003, SFC có quyền điều tra trong các trường hợp có nghi ngờ lạm dụng thị trường:

- SFO có thể điều tra bất kỳ người nào có thông tin liên quan đến hành vi lạm dụng thị trường và/ hoặc yêu cầu bất kỳ người nào cung cấp các tài liệu liên quan đến cuộc điều tra.
- Một người không trả lời các câu hỏi có thể bị phạt hoặc bị tòa án tổng giám. Tuy nhiên, các câu trả lời không được sử dụng để chống lại người ngày trong bất kỳ vụ kiện nào.
- SFO có thể được một cơ quan pháp lý độc lập trao quyền tìm kiếm các giả thuyết và tịch thu tài liệu.

Các thị trường được công nhận

Phần III của SFO 2003 quy định rằng không ai được hoạt động trên thị trường chứng khoán nếu không phải là Sở Giao dịch Chứng khoán Hồng Kông hoặc một công ty giao dịch được công nhận; và không ai được hoạt động trên thị trường hợp đồng tương lai nếu đó không phải là công ty giao dịch được công nhận. Một công ty mong muốn trở thành một công ty giao dịch được công nhận phải đưa ra yêu cầu chính thức với SFC. Ở đâu mà SFC thấy rằng phù hợp với các lợi ích của công chúng đầu tư hoặc vì lợi ích của công chúng và vì sự quản lý hợp lý các thị trường chứng khoán và hợp đồng tương lai, sau khi

tham khảo ý kiến công chúng và bàn bạc với Bộ trưởng Bộ Tài chính, sẽ công nhận công ty này là một công ty giao dịch được công nhận. Vì vậy ở đây, yếu tố lợi ích công chúng và vai trò của Bộ Tài chính²⁸ có ý nghĩa đối với việc quyết định.

Một công ty giao dịch được công nhận có các nghĩa vụ chính sau:

- Đảm bảo một thị trường hợp pháp và công bằng;
- Quản lý các rủi ro liên quan đến hoạt động kinh doanh một cách cẩn thận;
- Hoạt động vì lợi ích của công chúng trong quá trình thực hiện các nhiệm vụ của mình; và
- Đảm bảo rằng các sắp xếp thị trường/ các điều khoản được xây dựng một cách hợp pháp, công bằng và rõ ràng.

Những điều trên rõ ràng là nghĩa vụ của một công ty giao dịch được công nhận. Như vậy, những nghĩa vụ trên cung cấp cho SFC một phạm vi hợp lý cho việc đảm bảo rằng các hoạt động trao đổi được công nhận một cách thích hợp. Ngoài ra, SFC còn có quyền tự quyết về các điều kiện đặt ra đối với việc công nhận một sở giao dịch. Hơn nữa, không có quy định nào của một Sở Giao dịch có thể có hiệu lực trước khi được SFC thông qua. Vì vậy, thực tế cho thấy, việc quản lý các Sở Giao dịch dựa trên các quy định cơ bản.

Chào bán chứng khoán

Việc chào bán chứng khoán và các giấy nợ (tức là các công cụ nợ) của các công ty được quản lý theo Quy định về các công ty 1993. Nó quy định rằng việc phát hành trái phép bất kỳ hình thức áp dụng đối với cổ phiếu hoặc các giấy nợ nếu hình thức này không kèm theo một bản cáo bạch. Bản cáo bạch phải đưa ra: "... đầy đủ các dữ liệu và thông tin cho phép một người nào đó

²⁸ Có sự tương đồng tại Vương Quốc Anh, nơi mà HMT đóng vai trò trong việc công nhận các sở giao dịch đầu tư.

hình thành nên một quan điểm đánh giá có giá trị và thích đáng về các cổ phiếu hoặc giấy nợ cũng như các điều kiện tài chính và khả năng sinh lợi của công ty tại thời điểm phát hành bản cáo bạch...”.

Các yêu cầu chi tiết và có phạm vi rộng khác được đề cập trong Quy định về các công ty được xây dựng nhằm đảm bảo việc cung cấp cho các nhà đầu tư tiềm năng tất cả các thông tin cần thiết cho việc đưa ra một quyết định dựa trên sự am hiểu.

Trước khi công bố, bản cáo bạch do SFC quản lý, sau đó do cán bộ lưu trữ của các công ty lưu giữ.

Các nguyên tắc niêm yết thuộc trách nhiệm của Sở Giao dịch Chứng khoán Hồng Kông. Các nguyên tắc này đưa ra quy định đối với việc công nhận chứng khoán được giao dịch và đặt ra các nghĩa vụ công bố thông tin liên tục cho các tổ chức phát hành.

2.5. Tổng quan hoạt động quản lý thị trường chứng khoán tại Trung Quốc

Giới thiệu

Cơ quan chịu trách nhiệm quản lý các hoạt động chứng khoán Trung Quốc là Ủy ban Giám quản chứng khoán Trung Quốc (CSRC). Riêng hệ thống ngân hàng và bảo hiểm chịu sự quản lý của 2 cơ quan khác nhau (Ủy ban quản lý ngân hàng Trung Quốc và Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, và Ủy ban quản lý bảo hiểm Trung Quốc).

Văn bản pháp lý cao nhất quản lý về chứng khoán tại Trung Quốc là Luật chứng khoán, có hiệu lực thi hành năm 1999 (SLPRC 1999) và Luật Doanh nghiệp, có hiệu lực thi hành năm 1994 (CLPRC 1994).

Cơ quan quản lý

CSRC là một tổ chức trực thuộc Quốc vụ viện Trung Hoa, là cơ quan hành pháp chính của Chính phủ Trung Quốc, song song với các Bộ và cơ quan

hành chính của Nhà nước khác. CSRC được xem như một thực thể tạo nên sự hoàn chỉnh của hệ thống Nhà nước Trung Quốc²⁹.

Hành vi vi phạm thị trường

Khung pháp lý ngăn ngừa hành vi vi phạm thị trường qui định tại Chương IV của Luật Chứng khoán 1999³⁰. Những hành vi sau bị ngăn cấm:

- Sử dụng thông tin nội bộ bởi những nhân viên thuộc SGDCK hoặc các cá nhân khác để giao dịch chứng khoán. “Thông tin nội gián” được định nghĩa rất rộng, như thông tin liên quan đến những “sự kiện lớn” mà có thể “tác động lớn” đến giá chứng khoán; kế hoạch của công ty về việc chia cổ tức và tăng vốn; những thay đổi quan trọng về cơ cấu sở hữu cổ phiếu công ty; những thay đổi lớn về các khoản thế chấp của công ty như các khoản nợ, cầm cố và/hoặc số nợ tài sản vượt quá 33,3% tài sản công ty; tư cách của người quản lý công ty; kế hoạch thôn tính các công ty niêm yết; những thông tin khác mà CSRC có thể xác định như có tác động dễ nhận thấy đối với giá chứng khoán giao dịch. Do vậy, thực tế thì danh sách những hành động được coi là giao dịch nội gián có thể được mở rộng bởi cơ quan quản lý CSRC.

- Kiểm soát giá chứng khoán thông qua hoạt động: (a) Chung tiền và cổ phiếu để mua hoặc bán chứng khoán theo thông tin; (b) Thông đồng với người khác để mua hoặc bán chứng khoán tại nhiều thời điểm, với nhiều mức giá và/hoặc sử dụng các phương pháp giao dịch đã được thoả thuận trước; hoặc (c) Tác động tới giá chứng khoán hoặc khối lượng giao dịch thông qua việc mua hoặc bán chứng khoán mà không thay đổi quyền sở hữu, hoặc (d) Thao túng giá chứng khoán thông qua các phương thức khác. Do vậy, CSRC có thể tự quyết định việc thay đổi hành vi phạm tội điều khiển giá chứng khoán.

- Công bố những thông tin sai sự thật có tác động nghiêm trọng đến giao dịch Chứng khoán thực hiện bởi cán bộ cơ quan chức năng, nhà báo, người làm việc tại cơ quan thông tin đại chúng và những “cá nhân liên quan khác”. Tương tự như vậy, SGDCK, công ty chứng khoán, các tổ chức liên quan

²⁹ Khác với vị thế của cơ quan tương đương tại Anh, Singapore, HKSAR và CH Séc.

³⁰ Phụ lục 5 là bản sao của SLPRC 1999.

đến việc đăng ký và thanh toán chứng khoán, các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán, “các tổ chức trung gian và người làm việc cho các tổ chức đó”, và cơ quan quản lý và những người làm việc cho cơ quan quản lý không được công bố những thông tin sai sự thật. Sau cùng, tất cả các phương tiện truyền thông có trách nhiệm công bố thông tin trung thực, khách quan và không sai lệch.

Cũng lưu ý rằng khung pháp lý ngăn ngừa hành vi vi phạm thị trường không bao gồm bất kỳ điều khoản nào chỉ nhằm để áp dụng cho những nước ngoài lãnh thổ.

Chương XI của Luật Chứng khoán 1999 qui định các xử phạt, bao gồm:

- Việc sử dụng thông tin nội gián (như nói ở trên) có thể dẫn đến hậu quả là bị thu hồi những “khoản thu nhập”³¹ bất hợp pháp, và phạt gấp 5 lần mức lợi nhuận kiếm được và phạt với số lượng tăng lên đối với những giao dịch chứng khoán bất hợp pháp. Những người làm việc cho cơ quan quản lý sẽ được lựa chọn để chịu “hình phạt nặng nề”. Sau cùng, cũng có những sự việc bị khởi tố hình sự.

- Điều khiển giá chứng khoán (như nói ở trên) có thể dẫn đến kết quả bị thu hồi bất kỳ “khoản thu nhập”³² nào và phạt gấp 5 lần mức lợi nhuận bất hợp pháp trên. Cũng có trường hợp bị truy cứu hình sự.

- Công bố thông tin sai sự thật (như nói ở trên) có thể dẫn đến việc bị phạt từ 30.000 nhân dân tệ (xấp xỉ 3.000 EU) tới 200.000 nhân dân tệ (xấp xỉ 20.000 EU). Bị truy cứu hình sự (nếu cần thiết).

Quyền điều tra

CSRC có quyền điều tra đối với những trường hợp nghi ngờ có hành vi vi phạm thị trường. Về cơ bản, CSRC có quyền yêu cầu những cá nhân bị nghi ngờ là có hành vi vi phạm thị trường trả lời những câu hỏi và/hoặc xuất trình

³¹ Không rõ nghĩa thuật ngữ “khoản thu nhập” (nó có thể được coi là tổng số tiền kiếm được từ 1 giao dịch), khác với “khoản lãi” (nó có thể được coi là số lợi nhuận ròng kiếm được từ 1 giao dịch).

³² Không rõ nghĩa thuật ngữ “khoản lợi nhuận” (nó có thể được coi là tổng số tiền kiếm được từ 1 giao dịch), khác với “khoản lãi” (nó có thể được coi là số lợi nhuận ròng kiếm được từ 1 giao dịch).

giấy tờ. CSRC cũng có quyền rà soát tài sản của bất kỳ người nào liên quan tới cuộc điều tra về hành vi vi phạm thị trường³³.

Quy định về SGDCK

Chương V Luật Chứng khoán Trung Quốc 1999 có những điều khoản qui định về "SGDCK". "SGDCK" được định nghĩa, về cơ bản, là "một tổ chức pháp nhân phi lợi nhuận cung cấp địa điểm cho việc tập hợp các giao dịch chứng khoán thông qua việc đấu giá". Định nghĩa này khác nhiều so với quan niệm về SGDCK hiện hành tại các nước khác được mô tả tại Cuốn sách này. Những nước khác không bị cấm tổ chức địa điểm giao dịch chứng khoán vì lợi nhuận.

Thực tế là, hoàn toàn thông thường khi SGDCK là một tổ chức hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận. Những khoản lợi nhuận như vậy do một SGDCK hoạt động ở Trung Quốc tạo ra được cho rằng các thành viên của Sở đó sở hữu, nhưng không được phân chia cho đến khi kết thúc hoạt động.

Chương V Luật Chứng khoán Trung Quốc qui định việc hình thành và giải thể một SGDCK do Hội đồng Nhà nước quyết định, Hội đồng Nhà nước là cơ quan thực thi của Chính phủ Trung Quốc. Trong những nước khác được đề cập trong cuốn sách này, SGDCK là một tổ chức tư nhân, được hình thành hoặc giải thể không thông qua Nhà nước, mặc dù giấy phép hoạt động có thể do cơ quan Nhà nước cấp hoặc thu hồi.

Chương V Luật Chứng khoán Trung Quốc qui định rằng SGDCK phải có người quản lý do CSRC bổ nhiệm hoặc miễn nhiệm. SGDCK còn có những nghĩa vụ khác như sau:

- SGDCK phải có những quy định chi tiết về giao dịch, thành viên, hoạt động của các nhân viên, tất cả phải được phê chuẩn bởi CSRC.
- SGDCK phải cung cấp những phương tiện để tổ chức giao dịch chứng khoán công bằng thông qua phương pháp đấu giá.

³³ Đoạn này dựa trên "Hướng dẫn về quản lý dịch vụ tài chính châu Á", Herbert Smith, 2006, và đặc biệt dựa trên chương về Trung Quốc bởi King & Wood.

- SGDCK phải công khai ngay lập tức ra công chúng về giá chứng khoán suốt phiên giao dịch trong ngày.
- SGDCK chịu trách nhiệm về việc cho phép hoặc huỷ bỏ niêm yết chứng khoán (cổ phiếu và các công cụ nợ), được qui định tại qui định của SGDCK và được phê chuẩn bởi CSRC.
- SGDCK thực hiện việc giám sát và điều hành giao dịch chứng khoán và tạm ngừng giao dịch trong trường hợp khẩn cấp.
- SGDCK phải hình thành “quỹ đảm bảo giao dịch” và “quỹ ngăn ngừa rủi ro” được thu từ phí thành viên và phí giao dịch.

Có hai SGDCK chính ở Trung Quốc: SGDCK Thượng Hải và SGDCK Thẩm Quyển. Cả hai SGDCK được hình thành năm 1990 và có 1200 cổ phiếu và trái phiếu được giao dịch trên 2 SGDCK. Trước năm 2005, phần lớn số cổ phiếu của các công ty trên có thể được giao dịch không qua SGDCK và do Nhà nước sở hữu. Trong năm 2005, các cổ phiếu trên được giao dịch trên SGDCK. Mức vốn hoá thị trường của các công ty này đã lên tới 400 tỷ EU.

Chào bán chứng khoán ra công chúng

Chương II Luật Chứng khoán 1999 qui định việc chào bán chứng khoán ra công chúng. Luật qui định rằng tổ chức phát hành trước khi thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng phải nhận được sự phê chuẩn của CSRC. Bản đệ trình xin sự phê chuẩn của CSRC phải bao gồm “những thông tin đầy đủ, chính xác và trung thực” liên quan đến chứng khoán phát hành. CSRC phải đảm bảo rằng các tài liệu đệ trình phải tuân thủ qui định này và những qui định chi tiết khác và phải được công bố ra công chúng. Trước khi chứng khoán được chào bán ra công chúng, “Thông báo về việc phát hành chứng khoán ra công chúng” phải được niêm yết tại những nơi mà công chúng có thể đọc được.

Luật Doanh nghiệp 1993 qui định những vấn đề nền tảng của việc niêm yết chứng khoán. Nhà phát hành muốn niêm yết cổ phiếu của mình (khả năng để giao dịch trên SGDCK) phải đáp ứng những yêu cầu sau (qui định tại Điều 152 Luật DDoanh nghiệp):

- Cổ phiếu phát hành ra công chúng phải được sự phê chuẩn của CSRC và lượng cổ phiếu phát hành ra công chúng tối thiểu bằng 15% vốn của tổ chức phát hành, khi mức vốn của tổ chức phát hành đó nhiều hơn 400 triệu nhân dân tệ (xấp xỉ 40 triệu Euro);
- Vốn của tổ chức phát hành phải trên 50 triệu nhân dân tệ (xấp xỉ 5 triệu Euro);
- Tổ chức phát hành phải có hoạt động kinh doanh tối thiểu 3 năm;
- Tổ chức phát hành phải có ít nhất 1.000 cổ đông nắm giữ trên 1.000 nhân dân tệ (xấp xỉ 100 Euro).

Ngoài ra, tại Chương 2 Luật Chứng khoán 1999, nhà phát hành phải nộp hồ sơ xin niêm yết cổ phiếu cho CSRC cùng với các thông tin liên quan đến nhà phát hành. Nếu hồ sơ niêm yết được CSRC phê chuẩn, Sở Giao dịch Chứng khoán liên quan phải chấp nhận cho chứng khoán đó vào giao dịch trong vòng 6 tháng. Tổ chức niêm yết có trách nhiệm nộp báo cáo tới CSRC và SGDCK khi xảy ra bất kỳ “sự kiện lớn nào ... mà có thể tác động lớn đến giá chứng khoán niêm yết ... bao gồm cả những nhà đầu tư không hiểu biết...”

III. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phần này nêu lên những vấn đề quan trọng được đặt ra tại Phần 3 của Tài liệu “Đề xuất về phát triển khung pháp lý, tổ chức và hoạt động của TTCK Việt Nam” của UBCKNN Việt Nam và một số vấn đề khác được đặt ra tại cuộc họp trong tháng 1/2007.

UBCKNN đang dự thảo những qui định liên quan đến các vấn đề sau:

- Cách thức kiểm soát những hành vi lạm dụng thị trường;
- Bản cáo bạch và niêm yết;
- Nhà kinh doanh chứng khoán và đại lý nhận lệnh.

3.1. Lạm dụng thị trường

Bao gồm những vấn đề sau:

- Những định nghĩa thích hợp về các hành vi lạm dụng thị trường;

- Trách nhiệm và quyền hạn điều tra của các cơ quan quản lý;
- Mức hình phạt thích hợp đối với các hành vi lạm dụng thị trường;
- Thị trường chứng khoán “quá nóng”;
- Khả năng hình thành một cơ quan quản lý duy nhất.

Định nghĩa về lạm dụng thị trường

Như đã nêu tại Chương I của cuốn sách này, Việt Nam nên chú trọng vào việc phân định các hành vi vi phạm thị trường thành 3 loại chính: giao dịch nội gián, thao túng thị trường và công bố thông tin sai sự thật. Định nghĩa về từng hành vi lạm dụng thị trường là rất phức tạp và khác nhau tùy theo từng nước. Tuy nhiên, tất cả các quốc gia nói trên đều cấm những hành vi sau:

Thứ nhất, các quốc gia đều cấm giao dịch nội gián. Điều đó có nghĩa là, các quốc gia đều chú trọng vào việc sử dụng các thông tin không thể công bố rộng rãi ra công chúng, vì nếu công bố rộng rãi ra công chúng có thể tác động đến giá giao dịch chứng khoán. Nhìn chung, những người liên quan trong quá trình xử lý những thông tin nội bộ bị cấm giao dịch dựa trên những thông tin đó và cũng bị cấm công bố thông tin đó cho bên thứ ba.

Thứ hai, các quốc gia đều cấm việc thao túng thị trường. Vấn đề này bao gồm 2 hiện tượng cơ bản sau: thao túng giá chứng khoán và đưa ra một quan niệm gây hiểu nhầm về hoạt động thị trường liên quan đến chứng khoán đó.

Thứ ba, các quốc gia đều cấm việc cố ý hoặc khinh suất trong việc công bố thông tin sai sự thật hoặc thông tin gây hiểu nhầm liên quan đến chứng khoán giao dịch.

Ngoài ra, có thể nói rằng những định nghĩa về hành vi lạm dụng thị trường của những quốc gia khác nhau là rất rộng. Nói cách khác, các quốc gia đều nỗ lực ngăn cấm các hành vi vi phạm rơi vào một trong ba loại nói trên.

Tuy nhiên, cũng có sự khác nhau giữa các phương pháp tiếp cận để được chấp thuận tại các quốc gia mô tả ở phần trên.

Tất cả những cách thức để ngăn cấm hành vi lạm dụng thị trường đều chứa đựng mối liên hệ với “chứng khoán” (công cụ căn bản phát hành của công ty hoặc cơ quan đại chúng, như cổ phiếu, trái phiếu...). Thêm nữa tất cả những cách thức đó, ngoại trừ cách thức của Trung Quốc³⁴, cũng ngăn cấm việc lạm dụng thị trường đối với chứng khoán phái sinh (như quyền chọn, hợp đồng tương lai liên quan đến cổ phiếu, trái phiếu công ty³⁵...). Tuy nhiên, hai cách thức (của Anh và Séc) Ngăn cấm đặc biệt đối với hành vi liên quan đến công cụ phái sinh.

Tất cả những cách thức của các quốc gia, trừ trường hợp của Trung Quốc, đều chỉ ra thêm những hành vi ngoài lãnh thổ, ví dụ như các hành vi từ quốc gia này có tác động đến quốc gia liên quan. Anh và Séc cũng cấm các hành vi vi phạm thị trường thực hiện từ quốc gia của họ nhưng có tác động đến các quốc gia khác thuộc khối Liên minh châu Âu.

Đối với trường hợp của Việt Nam được khuyến nghị như sau:

Thứ nhất, ba kiểu lạm dụng thị trường được mô tả ở trên (giao dịch nội gián, thao túng thị trường và công bố thông tin sai sự thật hoặc thông tin gây hiểu lầm) nên được ngăn cấm. Những định nghĩa chính xác về các hành vi lạm dụng thị trường được do Nhà nước Việt Nam phê chuẩn không nằm trong phạm vi của cuốn sách này³⁶. Tuy nhiên, các định nghĩa này cần được mở rộng hơn nữa³⁷. Nếu như các định nghĩa quá hạn hẹp, các diễn viên thao túng thị trường sẽ dễ dàng thoát khỏi cơ chế kiểm soát hành vi lạm dụng thị trường. Tuy nhiên, nếu qui định về các hành vi bị cấm được phác thảo quá rộng sẽ tạo ra khung luật pháp không rõ ràng và có thể ngăn chặn các hoạt động của thị trường ngay từ khi nó bắt đầu. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị UBCKNN đưa

³⁴ Bản Luật chứng khoán Trung Quốc hoặc những vấn đề của Trung Quốc trong cuốn sách này có thể chưa chính xác. Chính vì vậy, những kết luận trên cần được xem xét cẩn trọng.

³⁵ Singapore cũng ngăn cấm hành vi lạm dụng thị trường liên quan tới các kiểu giao dịch phái sinh về ngoại hối và các công cụ phái sinh tương tự.

³⁶ Phụ lục 1-5 minh họa những qui định của Anh, Séc, Singapore, Hồng Kông và Trung Quốc. Phụ lục 6 trích dẫn từ Qui định 2003/6/EC về giao dịch nội gián và thao túng thị trường, mô tả những hành vi vi phạm pháp luật bị ngăn cấm tại các nước thành viên của Liên minh Châu Âu.

³⁷ Phụ lục 7 ví dụ về những định nghĩa khả thi, dựa trên những định nghĩa của Qui định 2003/6/EC (như nói trên).

ra những văn bản hướng dẫn chi tiết về các hành vi bị cấm (nằm trong những hành vi lạm dụng thị trường theo qui định của pháp luật) và, chủ yếu là những hành vi đó được xem xét là có thể chấp nhận được³⁸. Ví dụ, bảo lãnh phát hành và cam kết bình ổn giá liên quan tới việc phát hành mới có thể được xem xét là hành vi chấp nhận được. Tương tự như vậy, giao dịch theo đúng qui định của pháp luật có thể được xem là hành vi chấp nhận được, mặc dù người giao dịch có thể có thông tin nội gián. Sẽ là sai lầm khi đưa ra một văn bản hướng dẫn chi tiết về các kiểu hành vi hợp pháp nhưng lại rơi vào các định nghĩa của luật pháp về lạm dụng thị trường.

Thứ hai, chúng tôi cũng khuyến nghị rằng các định nghĩa về lạm dụng thị trường được Việt Nam phê chuẩn phải bao gồm các hoạt động liên quan tới các loại chứng khoán do công ty hoặc cơ quan chính quyền phát hành (cổ phiếu, trái phiếu...) mà được giao dịch trên SGDCK Việt Nam. Và các định nghĩa này cũng phải bao gồm những hoạt động liên quan đến các công cụ chứng khoán phái sinh. Tuy nhiên, trong ngắn hạn chưa cần thiết phải xem xét đến các hành vi vi phạm liên quan đến công cụ chứng khoán phái sinh vì thị trường này vẫn chưa được hình thành ở Việt Nam. Tất nhiên, nếu một thị trường phái sinh được hình thành, những hành vi này cần được xem xét cẩn trọng và cần mở rộng cơ chế kiểm soát các hành vi vi phạm thị trường liên quan đến chứng khoán phái sinh.

Thứ ba, cơ chế kiểm soát hành vi lạm dụng thị trường nên bao gồm cả các hoạt động ngoài lãnh thổ Việt Nam mà tác động đến các chứng khoán giao dịch trên SGDCK Việt Nam. Việc mở rộng cơ chế kiểm soát để bao trùm các hoạt động như vậy là rất quan trọng nhằm ngăn ngừa thị trường chứng khoán Việt Nam bị lạm dụng, thao túng từ các quốc gia khác. Việc mở rộng cơ chế kiểm soát đối với những hoạt động như vậy đòi hỏi phải có sự hợp tác chặt chẽ giữa cơ quan quản lý chứng khoán Việt Nam và các tổ chức liên quan ở nước khác. Cũng cần phải xem xét mở rộng cơ chế kiểm soát hành vi lạm dụng thị

³⁸ Phụ lục 8 là 1 ví dụ về trường hợp như vậy được Cơ quan Dịch vụ tài chính Anh xử lý (United Kingdom Financial Services Authority).

trường đối với các hoạt động tại Việt Nam nhưng có tác động đến các chứng khoán giao dịch trên SGDCK nước ngoài, Việc mở rộng cơ chế kiểm soát như vậy giúp ngăn ngừa Việt Nam trở thành một căn cứ tiến hành các hành vi lạm dụng thị trường đối với nước khác, và cũng giúp nâng cao danh tiếng của khu vực tài chính Việt Nam.

Báo cáo kiểm toán sai

Các hành vi như tạo ra các báo cáo kiểm toán sai và tạo ra tuyên bố sai sự thật về tính độc lập cần được đưa vào phạm vi qui định về hành vi phát tán thông tin sai sự thật hoặc gây hiểu nhầm. Có thể đoán những hành vi như vậy tác động đến độ tin cậy của các báo cáo tài chính công ty công bố ra thị trường và do vậy rơi vào hành vi lạm dụng thị trường. Việc không tuân thủ các tiêu chuẩn kế toán/kiểm toán cũng có thể quy là hành vi lạm dụng thị trường. Giả sử là những báo cáo tài chính như vậy chứa đựng tuyên bố rằng báo cáo được lập dựa trên Nguyên tắc kế toán được chấp nhận của Việt Nam (GAAP). Nếu tuyên bố này sai sự thật, thì các báo cáo tài chính sẽ tiếp tục có những thông tin sai hoặc gây hiểu lầm. Nếu không có những qui định về công bố thông tin về các báo cáo tài chính phải được lập theo chuẩn mực GAAP của Việt Nam, thì chúng tôi khuyến nghị nên có những qui định như vậy. Hơn nữa, nếu được yêu cầu để chỉ ra trường hợp báo cáo kiểm toán sai, rất phù hợp để cho rằng những báo cáo như vậy là hành vi vi phạm thị trường trong văn bản hướng dẫn các hành vi vi phạm thị trường.

Mua lại cổ phiếu

Đề cập đến những vấn đề liên quan đến cơ chế mua lại cổ phiếu quỹ của công ty và khả năng họ có thể thao túng thị trường thông qua công cụ này, các nước EU qui định rằng, một công ty có thể mua lại cổ phiếu của chính mình chỉ tại mức giá giao dịch đơn nhất cuối cùng trước thời điểm mua lại cổ phiếu. Điều kiện mua lại cổ phiếu như vậy (kết hợp với một vài điều kiện khác) Giúp công ty không rơi vào hành vi thao túng thị trường. Thực hiện mua lại cổ phiếu quỹ tại mức giá khác sẽ bị coi là hành vi lạm dụng thị trường.

Thẩm quyền điều tra

Như các nội dung đề cập tại phần trên, thẩm quyền điều tra của các cơ quan quản lý được phép điều tra trong các trường hợp nghi ngờ hành vi vi phạm thị trường bao gồm:

- Xét hỏi cá nhân và tổ chức nghi ngờ lạm dụng thị trường;
- Xét hỏi cá nhân và tổ chức không bị nghi ngờ lạm dụng thị trường, nhưng lại có thông tin về các hành vi lạm dụng thị trường.
- Yêu cầu các cá nhân và tổ chức xuất trình tài liệu liên quan;
- Khám xét tài sản của các tổ chức và cá nhân liên quan.

Hơn nữa, rất thông thường đối với việc áp dụng các khoản phạt lên những người không trả lời chính xác hoặc không cung cấp đầy đủ tài liệu.

Tuy nhiên, có một vài biện pháp an toàn chung, ví dụ, tại Anh, Singapore, Hồng Kông cơ quan quản lý khi khám xét tài sản của người bị nghi ngờ cần phải có “giấy phép” từ cơ quan tài phán độc lập và cơ quan quản lý phải chứng tỏ rằng việc khám xét tài sản là “kế sách cuối cùng”, trong bối cảnh là tài liệu cung cấp không đáp ứng với yêu cầu điều tra hoặc có thể tài liệu đã bị phá hủy hay làm giả mạo.

Ngoài ra, ví dụ tại Anh, những câu trả lời của người được thẩm vấn (người có thể bị phạt nếu không trả lời) không được sử dụng để thực hiện các thủ tục tố tụng chống lại người đó về hành vi lạm dụng thị trường. Những người như vậy không bị yêu cầu phải buộc tội cho chính bản thân người đó. Nói cách khác, việc thẩm vấn bắt buộc chỉ sử dụng trong mối liên hệ với đối tác thứ ba, người chưa chắc đã phải đối mặt với việc khởi tố hành vi lạm dụng thị trường. Những biện pháp an toàn tương tự như vậy nên được giới thiệu tại Việt Nam.

Hơn nữa, chúng tôi cũng khuyến nghị rằng UBCKNN nên có qui định yêu cầu những người (như các nhà tự doanh chứng khoán, người làm việc tại

SGDCK...) ghi âm lại tất cả các cuộc điện thoại với tư cách cá nhân và lưu giữ các băng ghi âm đó trong vòng 2 năm, và ghi âm tất cả những giao dịch được thực hiện với tư cách cá nhân (trong trường hợp là nhà tự doanh chứng khoán) và/hoặc trên phương tiện của chính họ (trường hợp là SGDCK). Những tài liệu như vậy có thể là bằng chứng sống về địa điểm xảy ra hành vi lạm dụng thị trường. Các công ty chứng khoán và SGDCK cũng phải báo cáo giao dịch thông thường cho UBCKNN.

Cuối cùng, trong dài hạn để hình thành SGDCK độc lập tại thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, chúng tôi khuyến nghị rằng UBCKNN nên duy trì trách nhiệm điều tra các vụ lạm dụng thị trường (do vậy việc hợp tác chặt chẽ giữa các SGDCK là rất cần thiết). Chúng tôi cũng khuyến nghị rằng hành vi lạm dụng thị trường có thể thực hiện bởi bất cứ ai, không chỉ các thành viên của SGDCK. Giới hạn quyền lực của một SGDCK (chỉ có quyền kiểm soát các thành viên của mình) không đủ để giải quyết tất cả những hành vi lạm dụng thị trường có thể xảy ra.

Xử phạt

Có hai kiểu hình phạt có thể áp dụng đối với những người bị qui kết là lạm dụng thị trường:

- Phạt tiền, và
- Khiển trách công khai (công bố ra công chúng những hành động sai phạm).

Tuy nhiên, có một số phương pháp tiếp cận khác nhau để áp dụng những hình phạt đó. Ví dụ như tại Anh, cơ quan quản lý có quyền tự chủ rất lớn trong việc đưa ra mức phạt thích hợp, theo đó các hình phạt được áp dụng phù hợp với từng hành vi vi phạm. Tại một số nước khác, như Cộng hoà Séc, các mức phạt tối đa được qui định rõ ràng hoặc các mức phạt được tham chiếu bởi các tiêu chí cụ thể (ví dụ như mức lợi nhuận tạo ra hoặc khoản lỗ tránh được do lạm dụng thị trường, như đối với Singapore).

Đối với trường hợp của Việt Nam, chúng tôi khuyến nghị UBCKNN nên tùy ý áp dụng hai mức phạt sau:

- Khiển trách công khai (công bố ra công chúng những hành động sai phạm), và
- Phạt tiền.

Khiển trách ra công chúng có thể là hình phạt thích hợp đối với những tổ chức danh tiếng mà giá trị về danh tiếng của họ đối với công chúng là quan trọng và những khoản phạt hành chính có thể ít tác động tới tổ chức đó.

Về các khoản phạt, chúng tôi khuyến nghị rằng Việt Nam cần ban hành một hệ thống các tiêu chuẩn cụ thể để xác định các mức phạt thích hợp. Với phương pháp tiếp cận như vậy có thể giúp đưa ra những mức phạt cụ thể đối với những người đang hành nghề trên thị trường như là một hệ quả tất yếu cho hành vi của họ. Do vậy, việc phạt tiền nên qui định là bội số của khoản lợi nhuận kiếm được hoặc của khoản lỗ tránh được do lạm dụng thị trường. Thêm vào đó, những người lạm dụng thị trường phải trả thêm khoản bồi thường cho những người bị lỗ liên tục do hành vi lạm dụng thị trường gây ra. Thực tế là trong những trường hợp cụ thể (ví dụ như công bố thông tin sai sự thật) có thể rất khó xác định số lợi nhuận tạo ra hay số lỗ tránh được. Do vậy, thật hữu hiệu để bổ sung phương pháp tiếp cận như trên dựa trên doanh thu của công ty chứng khoán liên quan. Điều đó muốn nói lên rằng, UBCKNN nên có quyền tự chủ để áp dụng các mức phạt được tính toán dựa trên mức lợi nhuận tạo ra hoặc khoản lỗ tránh được bởi hành vi lạm dụng thị trường hoặc khoản phạt được tính theo phần trăm doanh thu hoặc lợi nhuận hàng năm của người lạm dụng thị trường (ví dụ: 10%).

Chúng tôi cũng khuyến nghị thêm rằng bất kỳ hành vi lạm dụng thị trường nào được phát hiện bởi UBCKNN thì các mức phạt nên được xem xét lại bởi một tổ chức tư pháp độc lập. Điều này đòi hỏi những ý kiến của những chuyên gia trong tổ chức tư pháp đó, và do vậy, có thể hình thành một nhóm các chuyên gia xử lý những trường hợp như vậy.

Những vấn đề khác - giới hạn thời gian

Một hệ thống hiệu quả để kiểm soát các hành vi lạm dụng thị trường đòi hỏi hành động mau lẹ của cơ quan quản lý. Hơn nữa, các thành viên thị trường yêu cầu chắc chắn rằng sau một thời gian cụ thể các hoạt động kinh doanh của họ sẽ không dẫn đến việc giám sát, điều tra bởi cơ quan quản lý. Do vậy chúng tôi cũng khuyến nghị rằng UBCKNN nên qui định rằng quá trình thẩm tra những người nghi ngờ lạm dụng thị trường chỉ trong vòng 2 năm kể từ thời điểm phát hiện các sự kiện được cho là hành vi nghi vấn lạm dụng thị trường.

3.2. Bản cáo bạch và niêm yết

Bản cáo bạch đối với việc niêm yết

Bản cáo bạch dùng cho IPO cũng có thể dùng cho niêm yết. Nói chung, có thể xác định rằng một điều khoản như vậy có thể chấp nhận được, giúp tối thiểu các khoản chi phí của tổ chức phát hành. Tại Cộng hòa Séc bản cáo bạch cũng được sử dụng cho mục đích niêm yết (xem tại phần trên).

Báo cáo tài chính có kiểm toán

Các báo cáo tài chính có kiểm toán của tổ chức phát hành trái phiếu phải có trong bất kỳ bản cáo bạch nào liên quan đến trái phiếu. Điều này là rất cần thiết. Các báo cáo tài chính có kiểm toán là một phần thông tin thiết yếu cần thiết cho việc đánh giá triển vọng của tổ chức phát hành và khả năng bảo trợ cho trái phiếu đó. Bản cáo bạch liên quan đến việc chào bán trái phiếu đảm bảo nên bao gồm các báo cáo tài chính như một vật bảo đảm. Điều này cũng được xem xét như là một qui định có thể chấp nhận được. Chất lượng của vật bảo đảm, được mong đợi là một phần thông tin mà nhà đầu tư tiềm năng về trái phiếu có đảm bảo yêu cầu phải có để tạo ra những quyết định chính xác có nên đầu tư hay không.

Trách nhiệm phê chuẩn niêm yết

Các chuyên gia cho rằng, SGDCK HCM và Hà Nội chịu trách nhiệm chính trong việc hình thành và thực thi các tiêu chuẩn niêm yết. Có sự phân cách trong phương pháp tiếp cận. Tại Anh, Cộng hòa Séc, Trung Quốc đơn niêm yết được cơ quan quản lý phê chuẩn, chứ không phải là SGDCK. Tại

Singapore, Hồng Kông SGDCK chịu trách nhiệm phê chuẩn các đơn niêm yết. Trong giai đoạn đầu, Việt Nam chuyển giao trách nhiệm phê chuẩn niêm yết cho SGDCK, và điều này có thể dẫn tới sự phân cách trong phương pháp tiếp cận với những tiêu chuẩn khác nhau và do vậy tốt hơn là nên để cho UBCKNN phê chuẩn niêm yết.

Lựa chọn thị trường

Các chuyên gia cho biết nhà phát hành đáp ứng các điều kiện niêm yết có thể chọn lựa thị trường để niêm yết. Nói chung, đây là một phương án phù hợp. Tuy nhiên, vì SGDCK được quyền phê chuẩn niêm yết, do vậy dẫn tới sự phân cách trong phương pháp tiếp cận, SGDCK có thể ngăn ngừa việc chọn lựa chọn thị trường như vậy (being exercised)

Quy định về mức vốn tối thiểu để niêm yết

Theo các chuyên gia cho biết mức vốn tối thiểu để niêm yết ban đầu cũng như việc duy trì niêm yết tại TTGDCK Hà Nội là 10 tỷ VNĐ (xấp xỉ 500.000 EU) và 80 tỷ VNĐ đối với SGDCK HCM (xấp xỉ 4 triệu EU).

Cũng nên cân nhắc những giới hạn về vốn như vậy là quá cao và có thể hạn chế các công ty nhỏ hơn tham gia niêm yết và thu hút đầu tư. Rõ ràng là cần thiết phải có một số giới hạn để ngăn chặn việc nộp đơn niêm yết cho vui hoặc các công ty qui mô quá bé nộp đơn niêm yết là cũng không thích hợp, cuối cùng thì quyền quyết định niêm yết nên thuộc về chính công ty. Tại thị trường đầu tư có lựa chọn London, có thị trường nhỏ đối với công ty nhỏ hơn và thị trường này không yêu cầu về vốn, và tại SGDCK London là thị trường dành cho những công ty niêm yết với quy mô lớn hơn, xấp xỉ khoảng 1 triệu EU (1,3 triệu USD).

3.3. Công ty chứng khoán và đại lý nhận lệnh

Các nhà kinh doanh chứng khoán

Theo các chuyên gia thì “người hành nghề kinh doanh chứng khoán” là những người thực hiện nhiều chức năng khác nhau. Nói chung, tại EU, Singapore và Hồng Kông đối tượng để quản lý chính là công ty chứng khoán hơn là những nhân viên làm việc trong công ty đó. Chính là công ty chứng

khoán cố gắng để được cấp phép hành nghề kinh doanh chứng khoán (như tự doanh, môi giới, tư vấn...). Tuy nhiên, tại EU, cơ quan quản lý cũng có quyền quyết định cá nhân hành nghề kinh doanh chứng khoán được hay không được làm việc tại công ty chứng khoán, những người phải có “đanh tiếng tốt” và “có kinh nghiệm”. Những người không đáp ứng các tiêu chuẩn này sẽ không được phép hoạt động tại lĩnh vực liên quan. Danh sách những người hành nghề kinh doanh chứng khoán nên được sự chấp thuận của cơ quan quản lý trước khi họ được phép hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh của họ.

Thanh khoản

Các chuyên gia đề xuất rằng UBCKNN dự thảo văn bản hướng dẫn về những loại tài sản không được tính vào vốn khả dụng của công ty chứng khoán, như nội thất và trang thiết bị văn phòng. Một văn bản hướng dẫn như vậy là rất cần thiết. Tóm lại, nội thất và trang thiết bị văn phòng không được xếp vào tài sản khả dụng của công ty. Hơn nữa, đối với những tài sản thanh khoản, như chứng khoán, rất cần thiết phải đánh giá lại thường xuyên giá trị của chúng thông qua giá thị trường.

Tuy nhiên, cần thiết phải làm rõ rằng các tài sản khả dụng của công ty chứng khoán là dành cho việc thanh toán các khoản nợ của công ty chứng khoán đó (ví dụ về những giao dịch chưa được thanh toán), mà không phải là khoản đền bù cho nhà đầu tư, những người có thể có những quyết định thiếu sáng suốt thông qua công ty chứng khoán đó.

Đại lý nhận lệnh

Các chuyên gia còn tranh luận về ưu đãi đối với đại lý nhận lệnh. Nó được hiểu rằng có những người ở xa trung tâm tài chính có thể đặt lệnh tại đại lý nhận lệnh tại địa phương mình và chuyên tới công ty chứng khoán. Về nguyên tắc thì những thoả thuận như vậy là rất tốt, khi mà cho phép những nhà đầu tư ở xa trung tâm tài chính có thể tham gia vào lĩnh vực tài chính. Tuy nhiên, cần thiết phải quản lý các hoạt động của những đại lý nhận lệnh như vậy. Tại các nước EU hoạt động chuyển lệnh cho khách hàng là hoạt động cần được cấp phép. Do vậy, nếu là một đại lý nhận lệnh độc lập thì sẽ là giấy phép

độc lập. Nếu là một đại lý nhận lệnh làm thuê cho một công ty chứng khoán nào đó (ví dụ nó chỉ chuyển lệnh tới công ty chứng khoán đó và có quan hệ đại lý với công ty chứng khoán đó), thay cho việc cấp giấy phép “hoạt động độc lập” cho đại lý nhận lệnh này, UBCK cần qui định công ty chứng khoán đó phải chịu trách nhiệm về đại lý nhận lệnh này. Bất kỳ lỗi nào của đại lý nhận lệnh cũng được xem xét như lỗi của công ty chứng khoán, và do vậy công ty chứng khoán sẽ bị phạt.

3.4. Thị trường cổ phiếu “quá nóng”

Thời điểm biên soạn tài liệu này (tháng 1/2007) là lúc thị trường cổ phiếu Việt Nam “quá nóng”. UBCKNN đã chỉ ra rằng có một số lượng lớn các nhà đầu tư thiếu chuyên nghiệp đã đầu tư đáng kể vào cổ phiếu niêm yết trên TTGDCK Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, và sử dụng vốn vay từ ngân hàng để đầu tư chứng khoán. Dường như các khoản thế chấp để đi vay vốn thường là nhà ở hoặc cổ phiếu của nhà đầu tư. Hơn nữa, những quyết định của nhà đầu tư thường dựa vào tin đồn hoặc những phỏng đoán vô căn cứ chứ không phải dựa vào những đánh giá bằng lý trí và có căn cứ. Rõ ràng là nếu giá cổ phiếu giảm mạnh thì rất nhiều nhà đầu tư mất tiền và phải đối mặt với nguy cơ khó khăn về tài chính. Và cũng xuất hiện rủi ro hệ thống nếu giá trị tài sản dựa trên các khoản vay ngân hàng của các nhà đầu tư sụt giảm mạnh.

Có một chút nguyên tắc chắc chắn để cơ quan quản lý thị trường có thể làm để kiểm soát thị trường cổ phiếu “quá nóng”. Hành động hấp tấp hoặc can thiệp trực tiếp tới thị trường chứng khoán sẽ rất rủi ro và có thể châm ngòi cho một đợt sụp đổ về giá cổ phiếu. Theo đó, nhiệm vụ của cơ quan quản lý là kiểm soát được sự mong đợi/kiếm tìm của nhà đầu tư và phải làm dịu đi những mong đợi lạc quan phi lý. Để làm được điều này, trước tiên UBCKNN nên xem xét phát hành ra công chúng bản hướng dẫn nhắc nhở nhà đầu tư như sau:

- Đầu tư chứng khoán nên là đầu tư dài hạn (ví dụ 5 năm);
- Đầu tư chứng khoán không phải là việc kiếm một khoản lời lớn trong một thời gian ngắn, mà cần được xem xét là một hình thức tiết kiệm trong dài hạn;

- Tổng số tiền đầu tư chứng khoán không nên vượt quá số tiền nhà đầu tư có thể trang trải khi bị thua lỗ;
- Đầu tư chứng khoán không nên xuất phát từ nguồn vốn đi vay;
- Đầu tư chứng khoán phải được hình thành từ những đánh giá lý trí về triển vọng dài hạn của công ty, chứ không phải dựa trên tin đồn hoặc “tin sốt dẻo”.

Các công ty chứng khoán phải có trách nhiệm mang tính tích cực khi tư vấn cho nhà đầu tư, tức là phải chỉ rõ những rủi ro liên quan đến đầu tư chứng khoán và đặc biệt khi dùng khoản vốn vay để đầu tư chứng khoán; những sai sót có thể xảy ra với nhà đầu tư. Những thông báo tới nhà đầu tư như vậy nên được viết theo mẫu sẵn; có thể theo mẫu chuẩn do UBCKNN ban hành.

Trường hợp công ty chứng khoán chỉ cung cấp dịch vụ “thực hiện lệnh” (không có tư vấn đầu tư), thì sự can thiệp của UBCKNN dường như rất khó khăn khi nhà đầu tư chỉ sử dụng dịch vụ như vậy và tự họ quyết định đầu tư mà không cần tư vấn từ công ty chứng khoán. Tuy nhiên, ngay cả trong bối cảnh về dịch vụ “chỉ thực hiện lệnh”, có thể vẫn có tình huống thích hợp để yêu cầu công ty chứng khoán thông báo cho nhà đầu tư những chỉ dẫn ban hành bởi UBCKNN như đề cập ở trên trước khi họ thực hiện giao dịch. Bằng cách tương tự, trong bối cảnh quản lý công ty bảo hiểm ở EU, công ty bảo hiểm phải đưa những thông tin cơ bản liên quan đến thực trạng và các chức năng hoạt động của họ trước khi một khách hàng tham gia bảo hiểm.

Cũng nên xem xét ban hành qui định giới hạn về khoản ký quỹ bằng cổ phiếu thông qua ngân hàng. Tuy nhiên, vấn đề chính ở đây chính là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) và việc SBV quản lý khả năng trả nợ các ngân hàng thương mại. Hơn nữa, còn phụ thuộc vào các nhân tố kinh tế vĩ mô, nó có thể phù hợp nếu SBV tăng lãi suất, dù sao thì đây là vấn đề của SBV và điều hành chính sách kinh tế hơn là quản lý chứng khoán.

3.5. Xây dựng một cơ quan quản lý thống nhất

Tại phần trên đã trình bày, một số nước cho phép cơ quan quản lý duy nhất (Anh, Cộng hòa Séc, Singapore), các nước khác tách biệt cơ quan quản lý

đối với lĩnh vực ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán (Hong Kong, Trung Quốc).

Đa phần thì mọi người vẫn thích hình thành cơ quan quản lý duy nhất hơn, nơi mà những người làm việc trong ngành dịch vụ tài chính có thể cung cấp các dịch vụ khác nhau (ví dụ như ngân hàng có thể cung cấp dịch vụ bảo hiểm và môi giới) - nếu trong trường hợp tách biệt quản lý, những người làm việc trong ngành tài chính phải chịu những cơ chế quản lý khác nhau, văn hoá quản lý, phương pháp tiếp cận và những quy định khác nhau. Tương tự như vậy, một cơ quan quản lý duy nhất dễ dàng tìm ra cách giải quyết đối với các lỗi quản lý trong một vài lĩnh vực khác nhau bởi cùng một tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính tương tự. Tuy nhiên, hiệu quả của cơ quan quản lý duy nhất sẽ phụ thuộc chính yếu vào sự phân bổ hợp lý nhiệm vụ trong cơ quan quản lý và sự hợp tác chặt chẽ giữa các phòng, ban chức năng.

Ngược lại, trong trường hợp tách biệt quản lý, hiệu quả của việc quản lý phụ thuộc chính yếu vào sự hợp tác chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý. Hơn nữa, những cơ quan quản lý khác nhau cần đảm bảo rằng cơ chế quản lý trong các lĩnh vực khác nhau là ổn định và chắc chắn. /.

**TỔ CHỨC VÀ QUẢN LÝ HIỆU QUẢ THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN VIỆT NAM**

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG – XÃ HỘI
36 ngõ Hoà Bình 4 phố Minh Khai Hà Nội
ĐT: 04-6246917; 6246920, 8561064 Fax: 04-6246915

CHỊU TRÁCH NHIỆM XUẤT BẢN:
Hà Tất Thắng

CHỊU TRÁCH NHIỆM NỘI DUNG:
Ban Đặc trách Dự án MUTRAP II

BIÊN TẬP VÀ SỬA BẢN IN:
TS. Phạm Văn Giáp

TRÌNH BÀY BÌA:
Phạm Thuý Liễu

In 1000 cuốn khổ 16 x 24 cm tại Công ty CP In Sao Việt. Giấy chấp
nhận đăng ký kế hoạch xuất bản số: - 2008/CXB/ - /LĐXH.
In xong và nộp lưu chiểu Quý II-2008